Goldreport 2012 – In GOLD we TRUST

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

Ronald-Peter Stoeferle, CMT
ronald.stoeferle@erstegroup.com

Alle Preise sind Schlusskurse vom 09.07.2012

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

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

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

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

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

Inhaltsverzeichnis

EINLEITUNG ... **3**
Geldmengeninflationierung unterstützt fortschreitende Remonetarisierung von Gold ... 6
Inflation vs. Teuerung: Begriffsverwirrung hat schwerwiegende Konsequenzen ... **12**
Die Chronologie einer Hyperinflation – Erklärung anhand von Peter Bernholz' "Monetary Regimes and Inflation" ... 18
Gold im Umfeld eines deflatorischen Vertrauensverlustes ... **20**
Exeter's Pyramide ... 22
Das größte Missverständnis im Goldsektor ... **24**
Hohes Stock-to-flow Ratio ist die wichtigste Eigenschaft von Gold ... 25
Gold is money, nothing else ... **29**
Von den Vorzügen eines Goldstandards ... **32**
Strukturelle Überschuldung spricht für weitere Aufwertung von Gold ... **36**
Finanzrepression: die vermeintliche Zauberformel ... **47**
Negative Realzinsen bedeuten perfektes Umfeld für Gold ... 52
Die asiatische Gold-Affinität als treibender Faktor dieses Bullenmarktes ... **54**
Wieso Gold in Indien und China weiterhin spottbillig ist ... 57
Der leise Abschied vom Petrodollar? ... **60**
Plant China einen goldgedeckten Renminbi? ... 63
Renaissance der Zentralbankkäufe ... **65**
Exkurs: Interventionismus ... **68**
Wird der Goldpreis manipuliert? ... 69
Auf der Suche nach einem "fairen Wert" für Gold ... **70**
Mögliche Kursziele für Gold ... 70
Wieso Gold (weiterhin) keine Bubble ist ... 78
Vietnam: Vorbote eines Goldverbotes? ... 82
Gold als stabilisierende Portfoliokomponente ... **84**
Die Renaissance von Gold im klassischen Finanzwesen ... 88
Warum ist Gold ein hochemotionales Thema? Kognitive Dissonanz und Normalitätsbias als mögliche Erklärung ... **91**
Woher kommt Warren Buffets Aurophobie? ... 92
Goldmining-Aktien ... **94**
Herausforderungen für den Mining-Sektor: Peak Gold und wachsender Ressourcennationalismus ... 99
Goldaktien (weiterhin) auf historisch niedrigen Bewertungsniveaus ... 102
Technische Analyse des Goldpreises ... **104**
Gold in Backwardation signalisiert Vertrauenserosion ... 105
Extrem negatives Sentiment gibt positive Kontraindikation ... 106
Ratio-Analyse ... **112**
FAZIT ... **118**
Kontakte ... **121**
Disclaimer ... **122**

EINLEITUNG

***"If something cannot go on forever, it will stop",* Herbert Stein**

Unser globales Fiat-Moneysystem[1] feierte am 15. August 2011 seinen 40. Geburtstag[2]. Nun scheint es, als würde das System in einer ausgeprägten Midlife Crisis stecken. Bis vor 4 Dekaden war das Eingehen von Risiko eine Abkehr von Gold, heute scheint es als wäre es das Gegenteil. Wir glauben, dass sich dies nun langsam umkehrt. Gold scheint wieder „en vogue" zu werden, ähnlich wie Glockenhosen, Schulterpolster oder Neon-Outfits[3].

Remonetarisierung signalisiert neue Phase des Goldbullenmarktes

Gold wird nun immer häufiger als Geld oberster Güte und immer weniger als Commodity betrachtet. Es verfügt über den internationalen *Währungscode* „XAU", handelt in Banken meist am Währungs-Desk und nicht am Rohstoff-Desk und wird weiterhin von Zentralbanken rund um den Globus als zentrale Reserve gehalten. Dies bestätigt die monetäre Bedeutung von Gold. Lt. einer Umfrage würden 44% der US-Amerikaner eine Rückkehr zu einer goldgedeckten Währung befürworten. Nur 28% seien klar dagegen[4]. Auch wenn es heutzutage oft heißt, dass es für einen Goldstandard zu wenig Gold gäbe, so halten wir dies für einen Verzerrung der Realität. Das britische Königreich florierte unter einem Goldstandard mit lediglich 150-200 Tonnen Gold in den Tresoren der Bank of England. Die Quantität ist somit nicht das Problem, „*quality trumps quantity every time*"[5]. **Wir gehen davon aus, dass die derzeit stattfindende Rückbesinnung auf den jahrtausende alten monetären Status signalisiert, dass der Bullenmarkt nun in eine neue Phase eingetreten ist.**

Gold wird langsam wieder „politisch korrekt"

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

*"The main thing we miss today is universal money. Gold fulfilled this role from the time of Augustus to 1914. The absence of gold as an intrinsic part of our monetary system makes our century, the one that just passed, unique in several thousand years…**I firmly believe gold will be a part of the international monetary system sometime in the twenty-first century**"*[6]

***„Man kann die Realität ignorieren, aber man kann nicht die Folgen der ignorierten Realität ignorieren."* Ayn Rand**

Es scheint, als wären die Marktteilnehmer mittlerweile wie pawlowsche Hunde auf immer größer werdende monetäre Stimuli konditioniert. Bei einem Ausbleiben dieser „Leckerli" flüchtet man in liquide und scheinbar sichere US-Staatsanleihen oder deutsche Bundesanleihen, die jeweils neue

---

[1] *Unter Fiat-Money versteht man Kreditgeld, bei dem seitens des Emittenten keine Einlöseverpflichtung in Kurantgelt besteht. Der Begriff leitet sich vom lateinischen fiat („Es werde") ab. Fiatgeld wird Geld, indem es von den gesetzgebenden Organen eines Staates dazu erklärt wird. Heutiges Zentralbankgeld, wie beispielsweise Euro oder US-Dollar, ist Fiatgeld.*
[2] *Schließung des Goldfensters bzw. Aufhebung der Goldkonvertibilität am 15. August 1971*
[3] ***Deren Wiederkehr wir durchaus kritisch beäugen***
[4] *"Public has mixed views of Return to Gold Standard", Rasmussen Reports*
[5] *Vgl. Rudy Fritsch, Journal of the Gold Standard Institute*
[6] *Robert Mundell, Nobelpreis-Ansprache, Dezember 1999, gesehen in "Hard Money", Shayne McGuire*

Allzeithochs markierten. Dieses „*Risk on, Risk off*" erinnert an manisch depressive Stimmungsschwankungen.

Negative Anleihenrenditen in Deutschland und der Schweiz

Lassen Sie uns diese Fehlallokation anhand eines Beispiels illustrieren: die Bundesrepublik Deutschland platzierte im Dezember 2011 eine Bundesschatzanweisung mit 6-monatiger Laufzeit zu 0,0005%. Der Zinsaufwand für diese Anleihe in Höhe von EUR 2,675 Mrd. beläuft sich somit auf 6.687,50 Euro[7]. Im Verlaufe des heurigen Jahres rutschten schließlich die Renditen für 6-monatige und zweijährige Schatzanweisungen auf neue Allzeittiefs und markierten erstmals negative Renditen.

Negative Realzinsen vs. Nominalwertillusion

In einem Umfeld negativer Realzinsen muss der Risikobegriff neu definiert werden, nachdem nominell „sichere" Anlagen zu realen Wertverlusten führen. Dies bedeutet aber auch, dass Anlageklassen mit niedriger Volatilität keineswegs risikoarm bzw. gar risikolos sind. Der Unterschied zwischen *Sparen* und *Investieren* ist, dass Sparer versuchen die Kaufkraft zu erhalten, während Investoren versuchen, ihre Kaufkraft zu erhöhen[8]. In einem negativen Realzinsumfeld muss allerdings Risiko eingegangen werden, um Kapitalerhalt zu erreichen.

Kausaler Zusammenhang zwischen Risiko und Konsequenz wird durchtrennt - daraus resultieren Fehlallokationen

Der Begriff „Risk-free" ist die Mutter aller Oxymora[9]. Ein risikofreies Investment hat es nie und wird es niemals geben. Risiko kann niemals eliminiert, sondern lediglich transferiert werden. Wenn es übertragen bzw. verschleiert wird, so wird der kausale Zusammenhang zwischen Risiko und Konsequenz durchtrennt. Sobald Risiko und Kapital falsch bewertet werden, sind Fehlallokationen die Konsequenz[10]. **Dies findet derzeit in noch nie dagewesenen, globalen Dimensionen statt.**

„*Einfachheit ist die ultimative Vollkommenheit*", Leonardo da Vinci

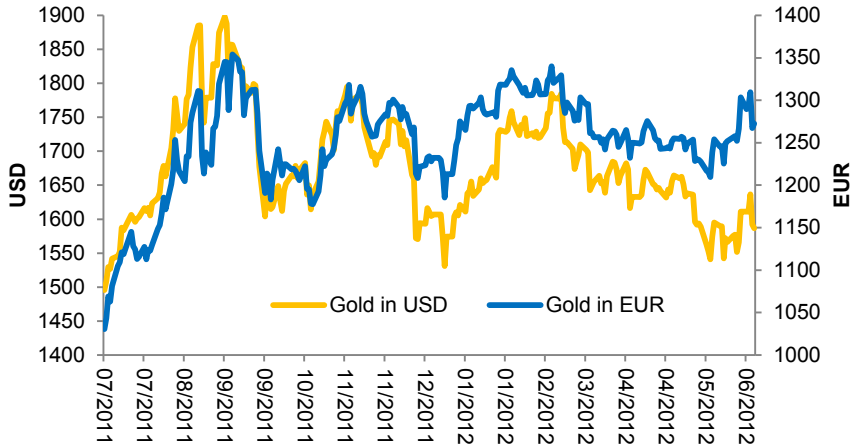
Am Rande des Chaos ist der Grad der Komplexität meist am größten. Gesellschaften und Systeme reagieren auf Krisen durch die Steigerung ihrer Komplexität und versuchen dadurch ihre Probleme zu bewältigen. Jede Investition in Form von Ressourcen – meist Energie oder Geld – erzielt weniger Ergebnis als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

Neue Allzeithochs in EUR und USD, Kursziel von USD 2.000 wurde jedoch klar verfehlt

Was bedeutet dieses Umfeld nun für den Goldpreis? Seit unserem letzten „In Gold we Trust" Report Anfang Juli 2011 konnte Gold in zahlreichen (ua. USD, EUR, GBP) Währungen neue Allzeithochs markieren. Das Plus beläuft sich seitdem auf 23% (in Euro) bzw. 6% (in USD). Auch seit Jahresbeginn tendiert Gold positiv, sowohl in USD (+3%), als auch auf Euro-Basis (+8,2%)[11]. Am nachfolgenden Chart erkennt man, dass die Entwicklung, sowohl auf EUR als auch auf Dollar-Basis seit Herbst 2011 eine Konsolidierungsformation und definitiv keine Top-Bildung darstellt. Dennoch müssen wir Selbstkritik üben, nachdem unser Kursziel von USD 2.000 klar verfehlt wurde.

[7] *Vgl. Flossbach & von Storch, Jahresbericht 2011*
[8] *Vgl. "Another Perspective", QB Asset Management, Mai 2012*
[9] *Vgl. "Regulomics" – Ineichen Research and Management.*
[10] *Vgl. "When Risk is disconnected from consequence, the system itself is at risk", Charles Hugh Smith*
[11] *Performancezahlen per 6. Juli 2012*

Goldpreis in EUR und USD seit letztem Goldreport

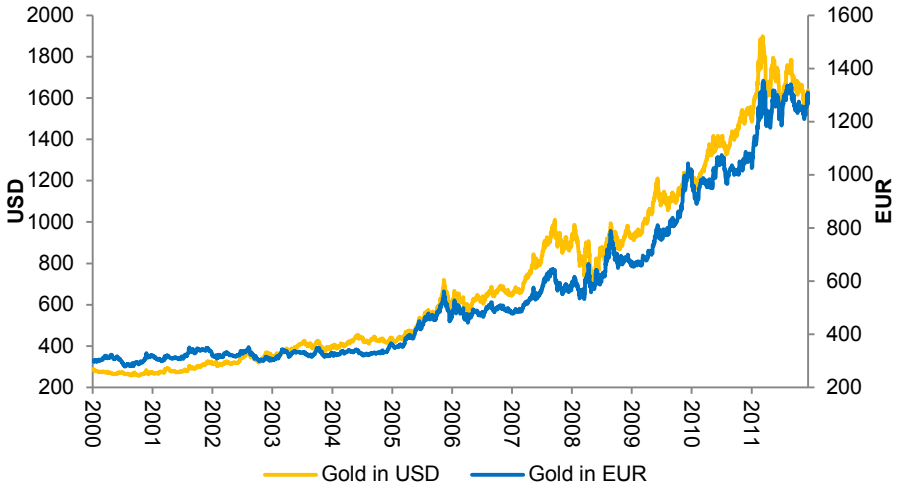


Quelle: Datastream, Erste Group Research

Aufwärtstrend weiterhin intakt, parabolische Trendbeschleunigung dürfte noch bevorstehen

Am nachfolgenden Chart erkennt man, dass der übergeordnete, langfristige Bullenmarkt in beiden Währungen intakt ist, jedoch noch keine Trendbeschleunigung stattgefunden hat. Im August des Vorjahres haussierte Gold innerhalb von 15 Handelstagen von USD 1.600 auf USD 1.920. **Dies könnte bereits die Ouvertüre einer solchen finalen parabolischen Trendbeschleunigung gewesen sein.**

Goldpreis in USD und EUR seit 2000



Quelle: Datastream, Erste Group Research

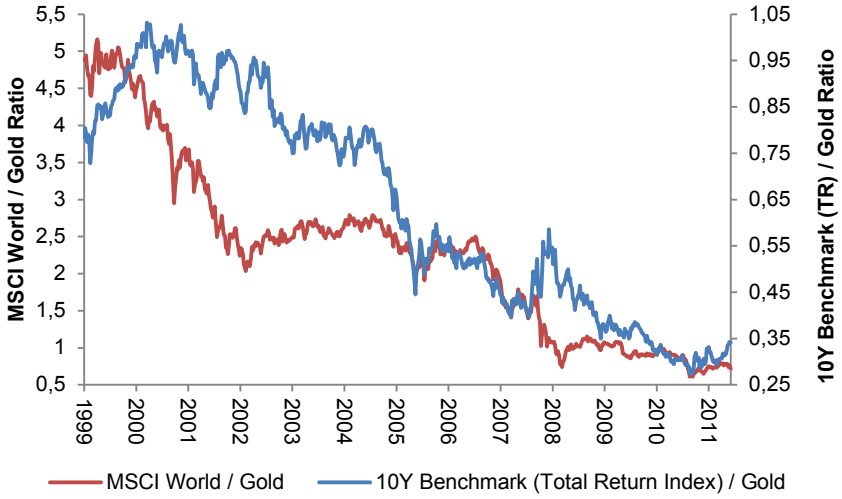
Weiterhin kein Grund zur Sorge für Chrysophile – relative Stärke vs. Aktien und Bonds intakt

Um den Status quo des Goldbullenmarktes zu analysieren, wollen wir auf den nachfolgenden Seiten die Goldpreisentwicklung in Relation zu zahlreichen anderen Asset-Klassen setzen. Anhand des nachfolgenden Charts lässt sich erkennen, dass es für Chrysophile[12] weiterhin wenig Grund zur Sorge gibt. Die Grafik zeigt einerseits das Verhältnis zwischen MSCI World Aktienindex und Gold (linke Skala) sowie andererseits das Verhältnis zwischen einem Total Return Index der 10-jährigen US-Anleihen versus Gold.

[12] *Freunde des Goldes*

Man erkennt eindeutig, dass die relative Stärke von Gold (fallendes Ratio) gegen beide Assetklassen intakt ist. Beide Ratios markieren „lower lows“ und „lower highs“ und befinden sich somit in einem Abwärtstrend. **Erst wenn hier eine signifikante Trendumkehr ersichtlich ist, sollte man seine Goldpositionierung überdenken.**

Verhältnis Aktien und Anleihen (total Return also inkl. Kuponzahlungen) vs. Gold



Quelle: Datastream, Erste Group Research

***“It should come as no surprise that an unprecedented policy should have unprecedented and unexpected results”*, Jim Rickards**

Wir sind der Überzeugung, dass die globale Geldmengenausweitung weiterhin ein positives Umfeld für Goldinvestments garantieren wird. Die Reaktion auf die aktuelle Krise nährt bereits die nächste Krise. Eine Krise, die durch expansive Geldpolitik und chronischer Überschuldung entstanden ist, mit denselben Mitteln lösen zu wollen, erscheint „kreativ“. Die treibenden Kräfte des Wohlstands sind Sparen und Investition, nicht Konsum und Verschuldung.

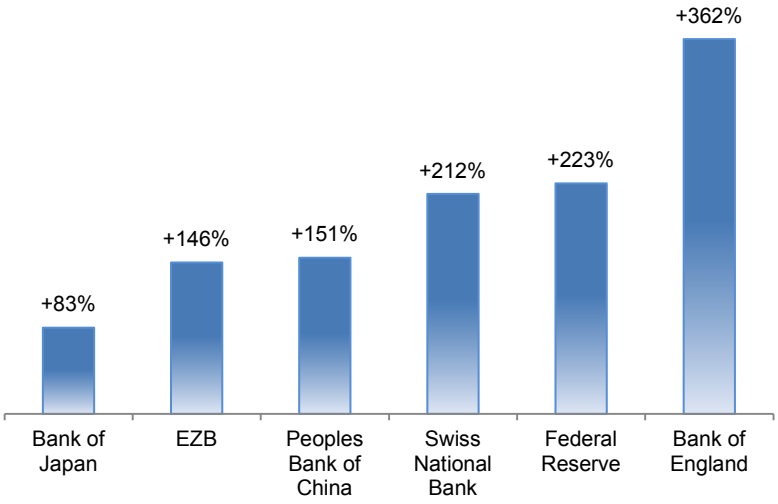
Geldmengeninflationierung unterstützt fortschreitende Remonetarisierung von Gold

***“There's no limit to central bank expanding its balance sheet in theory”* Dennis Lockhart, Präsident Federal Reserve Bank of Atlanta**

Seit 2000 wächst die kombinierte Basisgeldmenge der 4 wichtigsten Notenbanken um 15,2% pro Jahr. Das bedeutet– im Sinne der Österreichischen Schule der Nationalökonomie– Inflation. Teuerung ist lediglich eine logische Konsequenz dessen. Von 2007 bis April 2012 wuchsen die Bilanzen der 4 wichtigsten Notenbanken von USD 3,5 Billionen auf knapp USD 9 Billionen. Allein im Vorjahr lag der Zuwachs bei 1,5 Billionen USD[13]. Nachfolgender Chart zeigt die Veränderungsrate der Notenbankbilanzen seit Anfang 2007.

[13] *Vgl. www.acting-man.com, The Trap, Ramsey Su, 27. April 2012*

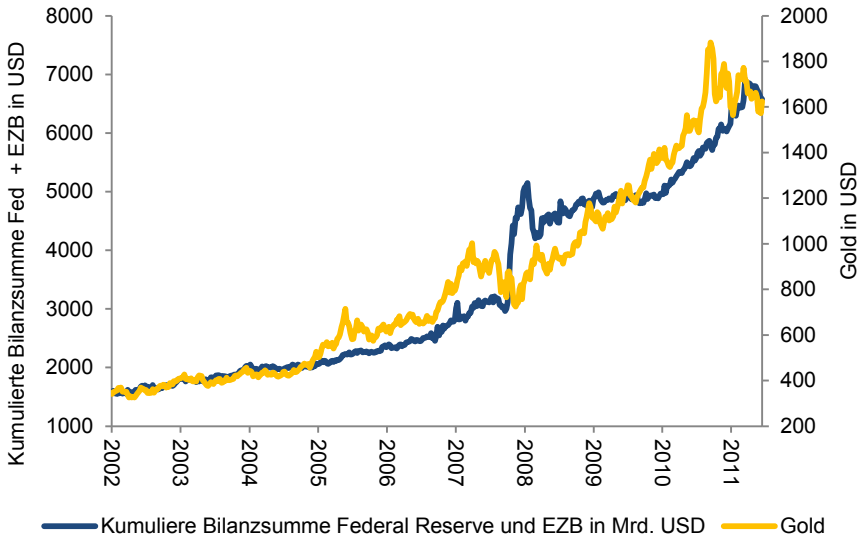
Veränderung Notenbankbilanzen 2007 vs. Mai 2012



Quelle: Erste Group Research, Bloomberg

Nachfolgende Grafik zeigt die kombinierte Basis-Geldmenge der EZB und der Federal Reserve. Sie stieg von USD 1.564 Mrd. im Dezember 2002 auf aktuell USD 6.578 Milliarden. Der Goldpreis konnte diese Geldmengen-Inflationierung überkompensieren, er stieg im gleichen Zeitraum von USD 340 auf USD 1.600.

Total Assets EZB und Federal Reserve (in USD) vs. Gold

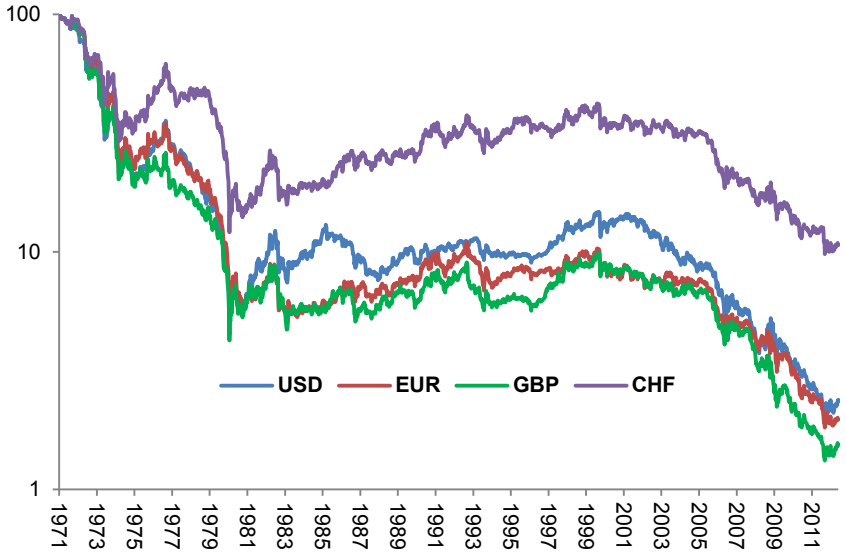


Quelle: Datastream, Erste Group Research

***„Gold, unlike all other commodities, is a currency. And the major thrust in the demand for gold is not for jewelry. It's not for anything other than an escape from what is perceived to be a fiat money system, paper money, that seems to be deteriorating"* Alan Greenspan, 23. März 2011**

Die erhebliche Kaufkrafterosion seit 1971 lässt sich auch anhand des nachfolgenden Charts ablesen. Er beschreibt, wie viele Einheiten Gold man mit einer Einheit der jeweiligen Währung erhält. Man erkennt klar, dass die Kaufkraft sukzessive abnimmt, dh. man erhält für 1 Einheit der Währung kontinuierlich weniger Einheiten Gold. So liegt der Kaufkraftverlust des Dollars, des Britische Pfunds und des Euros[14] bei knapp 98% seit 1971. Es ist besonders bemerkenswert, dass der Schweizer Franken, der als letzte Währung die Goldbindung aufgab, klare relative Stärke zeigte und seit 1971 „nur" 90% an Kaufkraft verlor. Eine weitere Bestätigung für den Kaufkrafterhalt durch Gold. **Zudem erkennt man, dass die Abwärtstrends klar intakt sind und derzeit wenig Grund zur Annahme besteht, dass hier eine baldige Bodenbildung der jeweiligen Fiat-Currencies in Relation zu Gold zu erwarten ist.**

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



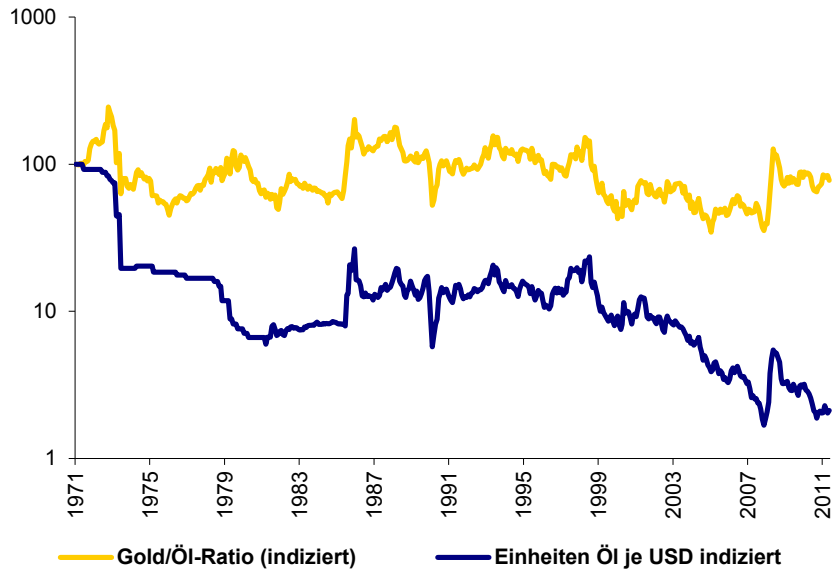
Quelle: Erste Group Research, Datastream

Stabile Kaufkraft von Gold in Öl gemessen

Zu einer ähnlichen Schlussfolgerung lässt uns auch der nachfolgende Chart kommen. Er beschreibt einerseits das Gold/Öl Ratio (dh. wie viele Barrel Öl können mit einer Unze Gold erworben werden), sowie andererseits den inversen Ölpreis (wie viele Einheiten Öl erhalte ich für einen US-Dollar). Der Übersichtlichkeit halber, haben wir beide Werte auf 100 indiziert und die Achse logarithmisch skaliert. **Während der Ölpreis in Gold gemessen seit 1971 stabil ist, verlor der Dollar gegenüber Öl um mehr als 98% an Kaufkraft.**

[14] *Euro vor 1999 berechnet als gewichteter Durchschnitt aller Währungen der Mitgliedsländer*

Gold/Öl-Ratio und Einheiten Öl je USD (beide auf 100 indiziert und logarithmisch skaliert)



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Durchschnittliche Performance von 15% pro Jahr seit Beginn des Bullenmarktes

Die Performance von Gold war im Vorjahr und seit Beginn der letzten Dekade in nahezu allen Währungen klar positiv. Zentraler Punkt ist die relative Knappheit im Vergleich zu beliebig vermehrbaren Fiat-Währungen. Der Goldbestand wächst mit ca. 1,5% pro Jahr. Die Geldmengenaggregate wachsen hingegen um ein Vielfaches dessen. Dies sollte eine grundsätzliche Überlegung darstellen, wenn man die natürliche Verwässerung einer Währung analysiert. **Insofern gehen wir davon aus, dass der *Wechselkurs* zwischen Gold und Papier weiter steigen wird.**

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Jahresperformance von Gold in 9 verschiedenen Währungen seit Beginn des aktuellen Bullenmarktes. An den überwiegend grünen Zahlen erkennt man, dass der Bullenmarkt seit 2001 in praktisch allen Währungen intakt ist. Lediglich in 11 von 99 Fällen, schloss der Goldpreis auf Jahressicht im negativen Terrain. **Der Mittelwert der durchschnittlichen jährlichen Preiszuwächse liegt bei 14% und damit faszinierenderweise im Rahmen der jährlichen Notenbank-inflationierung**

Jährliche Performance von Gold seit 2001 in unterschiedlichen Währungen (%)

	EUR	USD	GBP	AUD	CAD	Yuan	JPY	CHF	INR	Mittelwert
2001	8,10%	2,50%	5,40%	11,30%	8,80%	2,50%	17,40%	5,00%	5,80%	**7,42%**
2002	5,90%	24,70%	12,70%	13,50%	23,70%	24,80%	13,00%	3,90%	24,00%	**16,24%**
2003	-0,50%	19,60%	7,90%	-10,50%	-2,20%	19,50%	7,90%	7,00%	13,50%	**6,91%**
2004	-2,10%	5,20%	-2,00%	1,40%	-2,00%	5,20%	0,90%	-3,00%	0,90%	**0,50%**
2005	35,10%	18,20%	31,80%	25,60%	14,50%	15,20%	35,70%	36,20%	22,80%	**26,12%**
2006	10,20%	22,80%	7,80%	14,40%	22,80%	18,80%	24,00%	13,90%	20,50%	**17,24%**
2007	18,80%	31,40%	29,70%	18,10%	11,50%	22,90%	23,40%	22,10%	17,40%	**21,70%**
2008	11,00%	5,80%	43,70%	33,00%	31,10%	-1,00%	-14,00%	-0,30%	30,50%	**15,53%**
2009	20,50%	23,90%	12,10%	-3,60%	5,90%	24,00%	27,10%	20,30%	18,40%	**16,51%**
2010	39,20%	29,80%	36,30%	15,10%	24,30%	25,30%	13,90%	17,40%	25,30%	**25,18%**
2011	12,70%	10,20%	9,20%	8,80%	11,90%	3,30%	3,90%	10,20%	30,40%	**11,18%**
2012ytd	8,24%	3,15%	2,49%	1,89%	1,70%	3,53%	6,47%	5,93%	6,95%	**4,48%**
Mittelwert	**13,93%**	**16,44%**	**16,42%**	**10,75%**	**12,67%**	**13,67%**	**13,31%**	**11,55%**	**18,04%**	**14,09%**
Median	**10,60%**	**18,90%**	**10,65%**	**12,40%**	**11,70%**	**17,00%**	**13,45%**	**8,60%**	**19,45%**	**13,64%**

Quelle: James Turk, Goldmoney.com, Erste Group Research, Datastream

Peter Millar's Zyklusmodell signalisiert Remonetarisierung von Gold

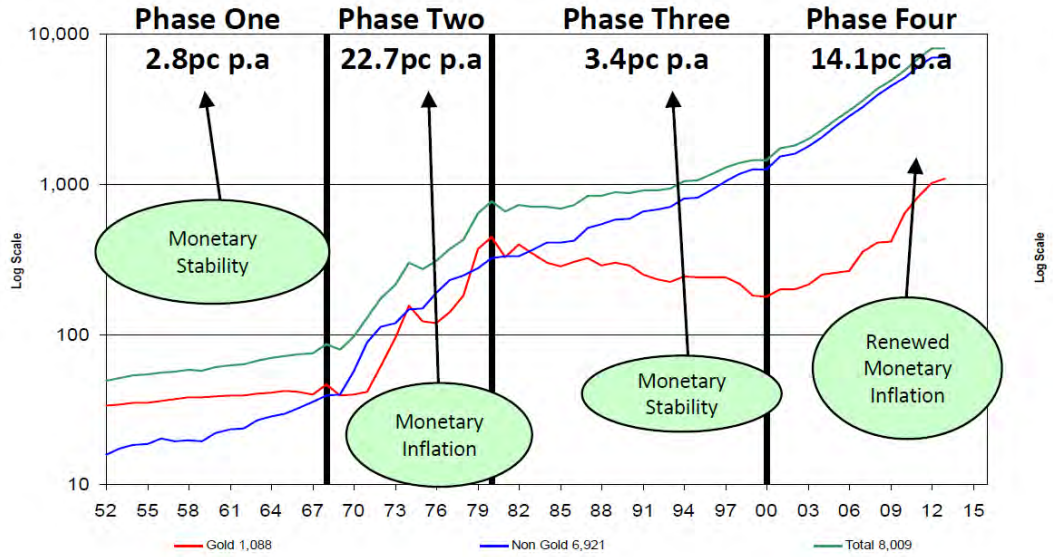
Am folgenden Chart erkennt man den Verlauf der konsolidierten weltweiten Geldmengen seit 1953, ausgedrückt in SDR's (die Recheneinheit des IWF) sowie den Goldpreis (rote Linie). Gemäß Peter Millar besteht ein Zyklus aus insgesamt 5 Phasen. In Phase 1 (1952 bis 1968) herrschte stabiles Geldmengenwachstum in Höhe von 2,8% pro Jahr. Phase 2 (1968 bis 1980) war geprägt von monetärer Inflation und einer Zunahme der Geldmenge um 22,7% pro Jahr. Phase 3 (1980 bis 2000) war wiederum von Inflationsbekämpfung mit abnehmendem Geldmengenwachstum geprägt (+3,4% p.a.).

Seit 2001 befinden wir uns schließlich in der 4. Phase, die von inflationärer Instabilität geprägt ist. In Phase 1 und 3 lag das Wachstum der Geldmenge im Rahmen der Wirtschaftsentwicklung. Dies waren auch Phasen, die für den Goldpreis ein schlechtes Umfeld boten, weil andere Asset-Klassen attraktiver waren. Phase 2 und die aktuelle Phase bieten hingegen (ua. aufgrund negativer Realzinsen) ein klar positives Umfeld für den Goldpreis.

***"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 Mill**

In Phase 5 wird überwiegend vulgär-keynesianische Politik der Schuldenbekämpfung mit Hilfe weiterer Schulden betrieben. Gemäß österreichischer Schule deckt die Rezession schonungslos Fehlinvestitionen und Fehlallokationen auf, dies soll jedoch mit noch aggressiverer Expansionspolitik verhindert werden. Lt. Millar wird in dieser Phase mittels Währungsreform, einer Rückkehr zu einer goldgedeckten Währung oder einer Neubewertung der Goldreserven, die Rückkehr zu einer quantitativ geringeren monetären Inflation eingeleitet, ehe ein neuer Zyklus beginnt.

Entwicklung der monetären Basis global (logarithmische Skalierung



Quelle: Valu-trac, World Monetary Review, Peter Millar

Inflation vs. Teuerung: Begriffsverwirrung hat schwerwiegende Konsequenzen[15]

Money matters, but credit counts

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

Inflation ≠ Teuerung

Sprachlich gilt es aus Sicht der Austrians eine klare Abgrenzung der beiden Begriffe Inflation und Teuerung vorzunehmen[16]. Inflation bezeichnet die Ausweitung der ungedeckten Geldmenge. Die Teuerung umschreibt hingegen den Anstieg des allgemeinen Preisniveaus, sie wird im Sprachgebrauch fälschlicherweise meistens auf das Segment der Konsumentenpreise reduziert. **Inflation ist der Grund für die Geldentwertung, während die Teuerung lediglich eine Folge der Inflationierung ist.** Heutzutage werden beide Begriffe jedoch synonym verwendet, die Begriffsverwirrung hat gemäß Gregor Hochreiter schwerwiegende Konsequenzen. So verhindert die sprachliche Erblindung das Erkennen der Ursache-Wirkungs-Beziehung und verhindert die Problemlösung. **Stattdessen werden untaugliche Maßnahmen zur Bekämpfung der Teuerungswelle wie Preisregulierungen und Verstaatlichungen gefordert, während im Hintergrund die Inflationierung munter vorangetrieben wird, wie es gegenwärtig der Fall sei.**

Addition disparater Güter macht wenig Sinn

Zudem ist die Definition von Inflation als steigendes Preisniveau allein aus messtechnischen Gründen problematisch, nachdem Warenkörbe keinesfalls alle Preisbewegungen einer Volkswirtschaft erfassen können[17]. Außerdem werden unterschiedlichste Güter und Services zusammen-addiert. 1 Haarschnitt, ½ Kinokarte, 1/40.000stel Auto, 3 Sack Erdäpfel etc. Die Addition dieser disparaten Güter macht nur wenig Sinn. Zudem kann die Qualitätsdimension (1 Sack Erdäpfel hat nicht *einen* Preis sondern mehrere abhängig von Ort, Qualität, Art,..) nicht erfasst werden. Deshalb meinte Ludwig von Mises einst, dass jede Hausfrau wesentlich mehr über die Kaufkraft wisse, als man durch die offizielle Statistik je erfahren könnte[18].

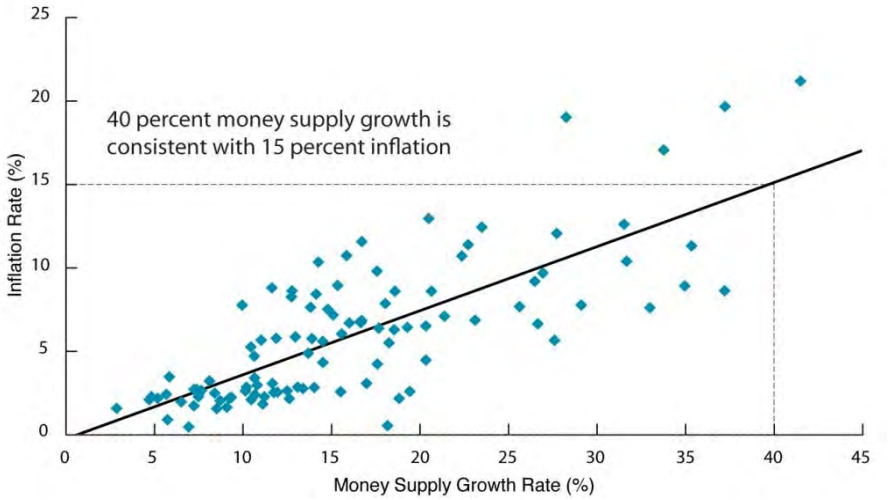
Inflationierung der Geldeinheiten führt zu sinkendem intrinsischen Wert – Studien belegen Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Teuerung

Wieso sollte Geld nicht den Gesetzen von Angebot und Nachfrage folgen? Steigendes Angebot bei stabiler bzw. sinkender Nachfrage, muss naturgemäß in fallender Kaufkraft münden. Für Austrians ist ein Punkt klar: wenn mehr Geldeinheiten in Umlauf gebracht werden, so sinkt deren Wert. Dass es oft[19] eine klar positive Korrelation zwischen Geldmengenwachstum (also Inflation im Sinne der Austrians) und anschließender Teuerung gibt, bestätigen zahlreiche Studien[20]. Der nachfolgende Chart zeigt das

[15] *Vgl. auch Spezialreport Gold 2011, Seite 39*
[16] *Vgl. "Geld und Inflation aus der Sicht der Wiener Schule", eine Analyse des Instituts für Wertewirtschaft, Gregor Hochreiter*
[17] *Wolf von Laer, „Probleme des etablierten Notenbankensystems – Free Banking als Alternative?"*
[18] *Vgl. Ludwig von Mises, Human Action, XII, Kapitel 4*
[19] *Anm.: Wobei es natürlich auch einige Gegenbeispiele wie zB. Japan gibt*
[20] *Vgl. „Some Monetary Facts", Federal Reserve Bank Minneapolis*

Verhältnis zwischen M2-Geldmengen-wachstum (horizontale Skala) sowie Teuerungsraten in % (vertikale Skala) in 103 verschiedenen Ländern im Zeitraum von 10 Jahren. Wie unschwer zu erkennen ist, ist die Korrelation hoch und klar positiv.

Geldmengenwachstum vs. Teuerung in 103 verschiedenen Ländern – 10jährige Durchschnitte 2001-2010



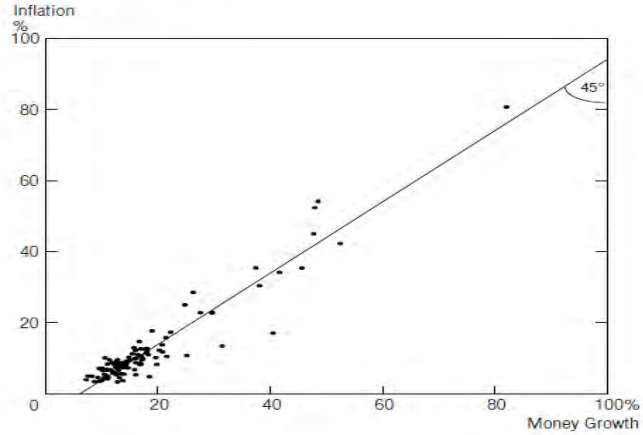
Quelle: World Bank

Geldmengenwachstum und Inflation: eine hohe, positive Korrelation

Ähnliches bestätigt auch folgende Grafik des IWF, die sich auf den Zeitraum zwischen 1960 und 1990 in 110 verschiedenen Ländern bezieht. Auch hier erkennt man eine hohe positive Korrelation zwischen Geldmengen-wachstum und Teuerung.

Addition disparater Güter macht wenig Sinn

Geldmengenwachstum und Teuerung: eine hohe, positive Korrelation



Quelle: IMF

Die extrem starke Wechselbeziehung bestätigt auch die nachfolgende Tabelle der Federal Reserve Minneapolis. Sie zeigt die Korrelations-koeffizienten zwischen Geldmengenwachstum (M0, M1 und M2) und Teuerung in verschiedenen Regionen.

Korrelationskoeffizienten Geldmengenwachstum und Teuerung

Sample	M0	M1	M2
All 110 Countries	0,925	0,958	0,95
21 OECD Countries	0,894	0,94	0,958
14 Latin American Countries	0,973	0,992	0,993

Quelle: Federal Reserve Minneapolis, IMF

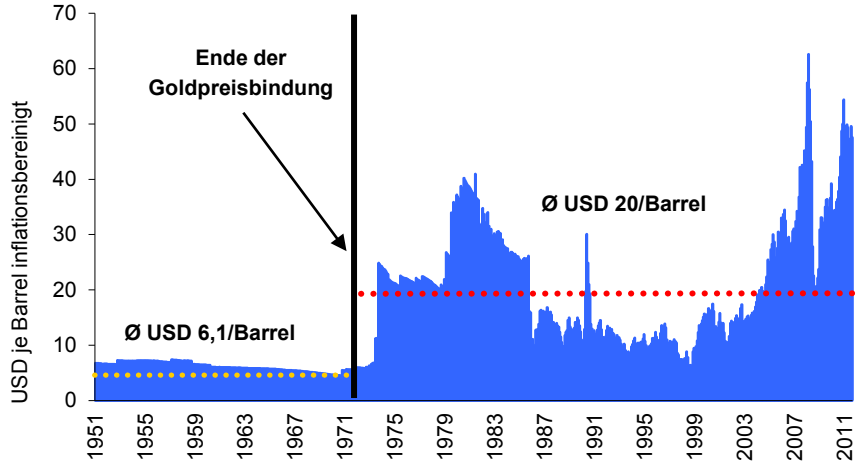
1% Geldmengenausweitung = 0,9% Goldpreisanstieg

Eine Studie des World Gold Council[21] besagt, dass eine 1%ige Ausweitung der Geldmenge, im Schnitt ein Plus in Höhe von 0,9% für den Goldpreis bedeutet. Zudem ist Gold ein exzellenter Indikator für die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, insbesondere in den USA. **Der Goldpreis antizipiert, dass der Markt die Umlaufgeschwindigkeit erhöht und interpretiert dies als zukünftige Inflation.**

Preise und Volatilität seit Ende on Bretton Woods deutlich angestiegen

Deshalb sind auch die deutlich gestiegenen Gold- oder Ölpreise der vergangenen Jahre keine große Überraschung, denn für Austrians ist bekanntlich nicht so sehr die steigende Nachfrage nach einem Gut der entscheidende Faktor für einen steigenden Preis, sondern schlichtweg der Umstand, dass insbesondere seit 1971 weltweit kontinuierlich mehr und mehr Papier- bzw. digitales Geld in Umlauf gebracht wurde. Dies lässt sich anhand der folgenden Grafik eindrucksvoll ablesen. **Lag der durchschnittliche inflationsbereinigte Ölpreis im Rahmen des Bretton Woods Abkommens noch bei USD 6,1 je Barrel, so stieg er nach Abkehr vom Gold rapide an. Seit Ende der letzten Goldbindung des US-Dollars kostet ein Barrel Öl inflationsbereinigt im Schnitt USD 20,6[22]. Weiters erkennt man, dass die Volatilität seit Abkehr von der Goldbindung deutlich angestiegen ist.**

Inflationsbereinigter Ölpreis seit 1951



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Stabile Kaufkraft seit König Nebukadnezar II

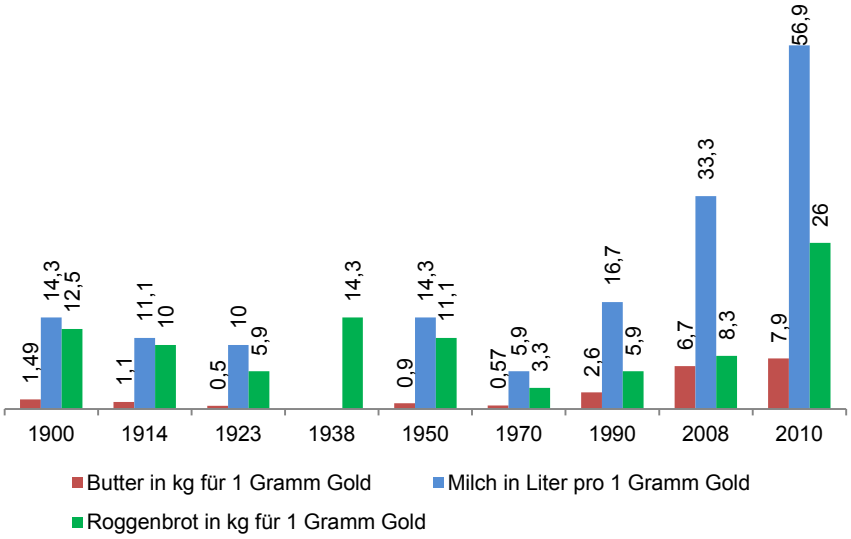
Doch nicht nur in Dollar gemessen, scheint Gold die Kaufkraft zu konservieren. Auch zahlreiche Alltagsvergleiche bestätigen dies. So heißt es, dass während der Regentschaft von König Nebukadnezar II, im Jahre 600 vor Christus, der Nennwert von Gold so bemessen war, dass eine Unze Gold 350 Laib Brot kostete. Im Juni 2012 lag der Brotpreis in Österreich bei

[21] *Vgl. "Linking Global Money Supply to Gold and Gold to Future Inflation", World Gold Council, Februar 2010*
[22] *Vgl. auch Spezialreport Öl "Nothing to Spare", Erste Group Research, März 2012*

EUR 3,20[23] während eine Unze 1.300 Euro kostete. Dh. man konnte, ähnlich wie vor 2.600 Jahren, knapp 400 Laib Brot kaufen.

Die nachfolgenden Grafiken zeigen, wie viele Kilo Brot und Butter bzw. wie viele Liter Milch man im Laufe des letzten Jahrhunderts jeweils für 1 Gramm Gold erhielt[24]. Man erkennt klar, dass die Kaufkraft während der Wirren des letzten Jahrhunderts stabil war und seit dem Jahre 1990 klar ansteigt.

Kaufkraft von 1 Gramm Gold gemessen in Kilo Butter und Brot bzw. Liter Milch von 1900 bis 2010



Quelle: Wirtschaftswoche, Wikipedia

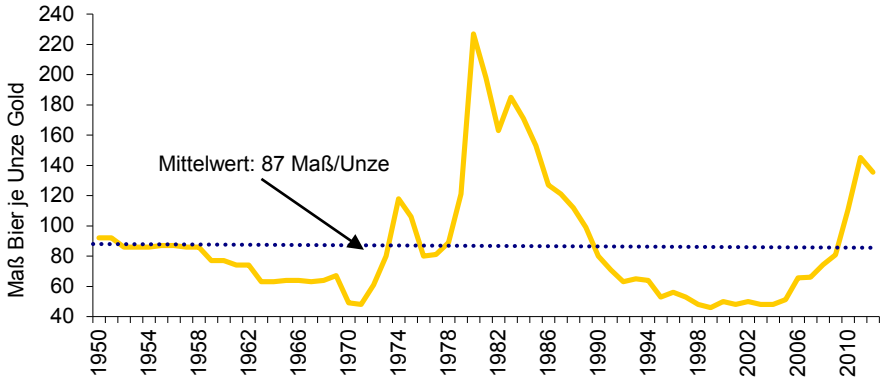
Gute Aussichten für biertrinkende Gold Bugs

Besonders in Bayern dürfte man derzeit die hohe Kaufkraft von Gold schätzen. Kostete eine Maß Bier am Münchner Oktoberfest im Jahre 1950 noch umgerechnet EUR 0,82, so wird der Preis 2012 vermutlich bei EUR 9,50 liegen. Die jährliche Bierpreis-Teuerung seit 1950 beläuft sich im Schnitt auf 4,1% p.a.

Setzt man den Bierpreis in Relation zum Goldpreis, so erhält man 2012 auf der Münchner Wiesn vermutlich 136[25] Maß Bier je Unze Gold. Historisch gesehen liegt der Mittelwert bei 87 Maß, die „Bierkraufkraft" des Goldes ist derzeit somit vergleichsweise hoch. Der Höchststand lag jedoch im Jahre 1980 bei 227 Maß je Unze Gold. Wir halten es für gut möglich, dass diese Werte wieder erreicht werden. **Goldbesitzende Bierfreunde sollten somit auf der Wiesn weiterhin glänzende Aussichten vorfinden.**

[23] *1 Laib handelsübliches Bauernbrot*
[24] *http://de.wikipedia.org/wiki/Goldpreis#cite_note-107*
[25] *Indizierter Maß-Preis für 2012: EUR 9,50, Goldpreis per Juni 2012 EUR 1.288*

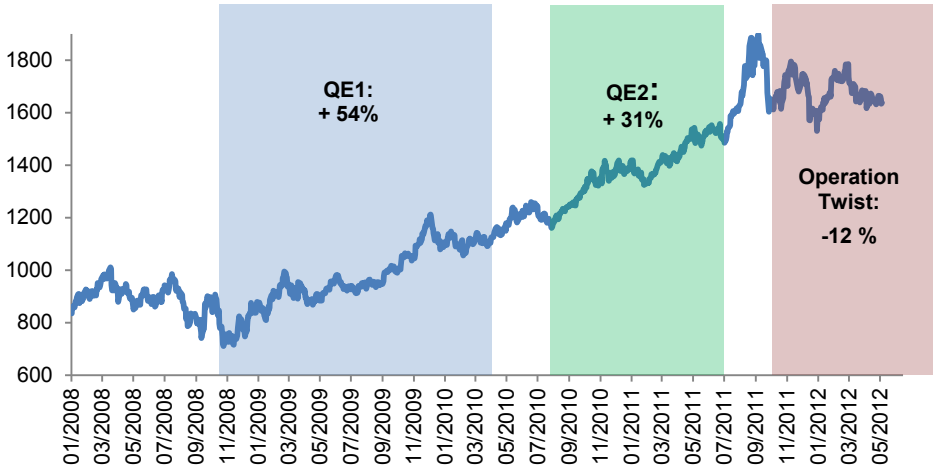
Gold/Wiesnbier-Ratio



Quelle: www.HaaseEwert.de, Historisches Archiv Spaten-Löwenbräu, London BMA, Erste Group

Die Tatsache, dass der Goldpreis auch auf die vorherigen QE-Runden reagiert hat, wirft die Frage auf, ob und in welcher Form weitere Zentralbankmaßnahmen (insb. seitens der Fed) im heurigen Jahr zu erwarten sind?

Gold-Preis und QE-Phasen (jeweils ab Ankündigung des neuen Ankaufprogrammes)



Quelle: Datastream, Erste Group

Die Fed hat ihre Einschätzung der US Wirtschaft sowohl verbal als auch in Form der Prognosen der Komitee-Mitglieder nach unten angepasst**. „Das Beschäftigungswachstum hat sich in den letzten Monaten verlangsamt", und die „Ausgaben der Haushalte scheinen langsamer als zuletzt zu wachsen". Die Fed hat zudem beschlossen, „Operation Twist" fortzusetzen.** Die Zentralbank will bis zum Jahresende 267 Mrd. Dollar an längerlaufenden (mehr als 6J) Staatsanleihen kaufen und dafür kürzerlaufende (weniger als 3J) verkaufen. Demgegenüber hatte die auslaufende „Operation Twist" ein Ausmaß von 400 Mrd, was die Zinsen um 15 bis 20 BP gesenkt haben soll.

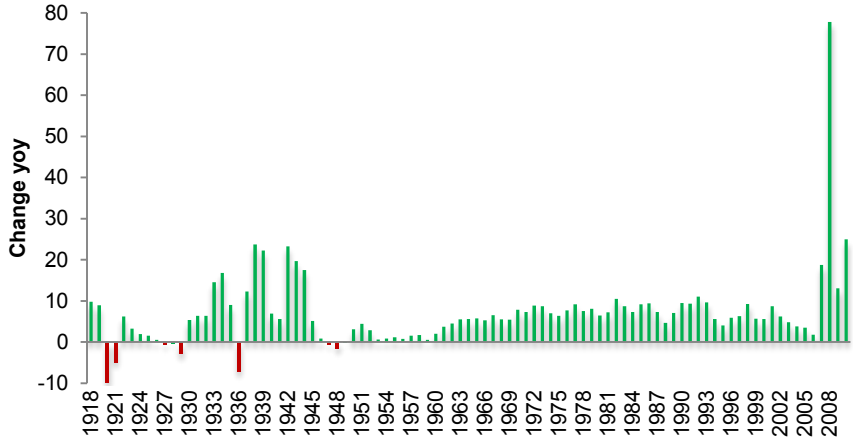
Schließlich ist das Komitee bereit, „weitere Maßnahmen zu ergreifen, um eine [..] nachhaltige Erholung am Arbeitsmarkt zu unterstützen". Dies war im Original eine etwas stärkere Formulierung als zuvor und lässt die Tür für weitere Maßnahmen offen. Aus unserer Sicht könnten

weitere Maßnahmen im September im Fall einer fortgesetzten Verlangsamung am Arbeitsmarkt ergriffen werden[26].

Klar inflationäre Grundhaltung: In 87 von 94 Jahren stieg die Basisgeldmenge in den USA

Die expansive Grundeinstellung erkennt man auch anhand des nachfolgenden Charts. Er zeigt die jährliche Veränderungsrate der amerikanischen Basisgeldmenge. In lediglich 7 von insgesamt 94 Jahren hat sich die Geldmenge auf Jahressicht verringert.

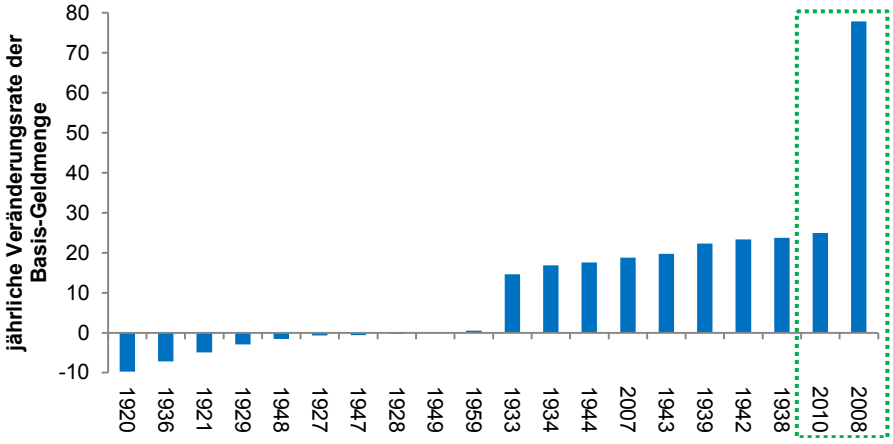
Jährliche Veränderung der US-Geldmengenbasis in %



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Erste Group Research

Zudem scheint es einen klar positive “skew” zu geben. Anhand der nachfolgenden Grafik werden die 10 Jahre mit dem größten Rückgang der Geldmenge, den 10 Jahren mit dem größten Zuwachs der Geldmenge gegenübergestellt.

10 Jahre des höchsten und niedrigsten Geldmengenwachstums



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Erste Group Research

[26] *Vgl. „Fed: schlechterer Ausblick, Twist wird fortgesetzt“, Erste Group Research, Mildred Hager, Juni 2012*

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

Hyperinflation wurde immer durch Geldschöpfung in Folge exorbitanter Haushalsdefizite ausgelöst

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

„*Die Erfahrung zeigt: Wenn man einen falschen Weg lange genug geht, geht man ihn auch zu Ende*" Golo Mann

Bernholz erkennt im politischen System eine *„inflationäre Voreingenommenheit".* Dies bedeutet, dass Stimuli und Wahlversprechen nach dem Gießkannenprinzip die Grundvoraussetzung für die Geldmengenausweitung darstellen. Laut Bernholz unterschätzen viele Notenbanker den **psychologischen Druck**, unter dem sie stehen, wenn sie den Stimulus beenden und die Notenbankgeldmenge verringern wollen. Das Reduzieren der Geldmenge sei zwar technisch problemlos möglich, politisch jedoch schwer durchzusetzen. Sobald der Stimulus zurückgefahren wird, geht das auch mit einem steigenden Rezessionsrisiko einher, was wiederum politischen Druck verursacht[27].

"*Hyperinflation has nothing to do with quantity, it has everything to do with quality of money*", Antal Fekete

Mit Hilfe zusätzlichen Geldes versucht man in Folge, Haushaltsdefizite zu finanzieren. Dies ist jedoch nur möglich, wenn das Preisniveau stärker steigt als die Geldmenge. Aufgrund von Tanzi's Law steigen die realen Budgetdefizite jedoch rascher an. Das Gesetz besagt, dass Budgetdefizite bei steigenden Inflationsraten zusätzlich dadurch belastet werden, dass Steuereinnahmen nicht entsprechend der Zunahme der Inflationsrate ansteigen. Nachdem zwischen Zeitpunkt der steuerrelevanten Transaktion und dem Zeitpunkt der Steuerzahlung unter Umständen ein erheblicher Zeitraum liegt, sinkt bei hohen Inflationsraten der Realwert dieser Steuerzahlung erheblich ab. Dies erklärt, wieso der Anteil der Steuereinnahmen am Bruttosozialprodukt abnimmt[28].

***„Inflation aber kann nur solange fortgehen, als die Meinung besteht, daß sie doch in absehbarer Zeit aufhören wird. Hat sich einmal die Überzeugung festgesetzt, daß die Inflation nicht mehr zum Stillstand kommen wird, dann bricht eine Panik aus."* Ludwig von Mises**

Sobald ein „tipping point" erreicht ist, haben Inflationen die Tendenz sich zu beschleunigen[29]. In dieser Phase setzt Währungssubstitution ein. Gresham's Gesetz wirkt nur in frühen Phasen der Inflation, wenn beispielsweise im Zuge eines Bimetallstandards versucht wird, eine feste Parität zu verteidigen. Die Bevölkerung flüchtet in diese Phase meist in Sachwerte wie Immobilien (vulgo „*Betongold*") oder Gold. Aufgrund „Thier's Law" erhöht sich die Umlaufgeschwindigkeit, einige Marktteilnehmer kehren

[27] *Vgl. „Expansive Geldpolitik ist wie Fremdgehen", Dylan Grice und Albert Edwards, Finanz und Wirtschaft 14. April 2012*
[28] *Vgl. „Die Umwandlung von sozialistischen zu kapitalistischen Gesellschaften in den postkommunistischen Ländern und die koreanische Einheit", Dissertation Freie Universität Berlin, Lee, Duck Ho*
[29] *Vgl. Paldam 1994, Seite 139*

anschließend zu Barter-Geschäften zurück und der reale Bestand der inflationierten Geldmenge verringert sich rasch. Thier's Law – auch „Gresham's Law in Reverse" genannt, besagt, dass in Folge der immer rascheren Abwertung, die Akzeptanz der Währung abrupt sinkt. Das Fehlen eines stabilen Zahlungsmittels verursacht zunehmend Chaos in Handel und Produktion und führt dazu, dass Fremdwährungen für Zahlungen verwendet werden. Die Leute wählen somit das Geld aus, von dem sie ausgehen, dass es langfristig die größte Stabilität aufweist. Konkretes Beispiel ist hier die „Dollarisierung", also der vermehrte Einsatz des US-Dollars, oder auch der D-Mark nach Zusammenbruch des Ostblocks[30].

[30] *Vgl. Guidotti, P./Rodríguez, C. (1992), "Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse", IMF Staff Papers 39, 518-544.*

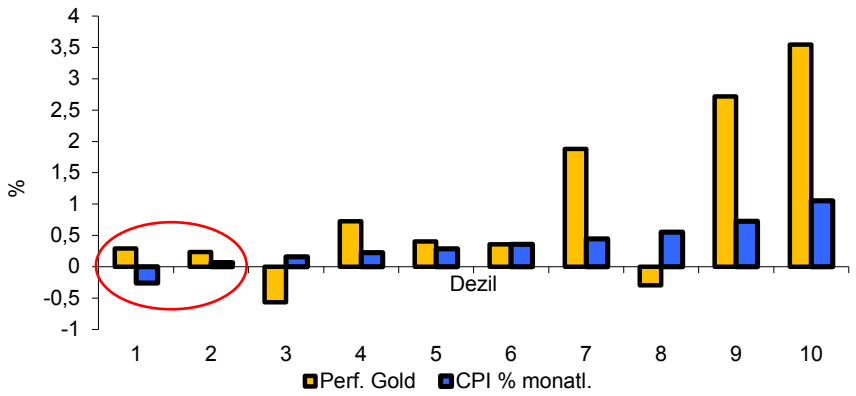
Gold im Umfeld eines deflatorischen Vertrauensverlustes

Disinflation bedeutet schlechtes Umfeld für Gold, Deflation und steigende Inflation sind bestes Umfeld

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

Unserer Meinung nach ist Deflation geprägt von einem sukzessiven Vertrauensverlust in das Finanzsystem, was wiederum ein positives Umfeld für Gold bedeutet. Dies erkennt man auf nachfolgendem Chart. Im 1. (deflationären) Dezil kann Gold eine positive Performance ausweisen. Die schwächste Entwicklung zeigt sich bei niedrigen Inflationsraten. Im 7., 9. und 10. Dezil der CPI-Entwicklung kann Gold ebenfalls deutlich outperformen.

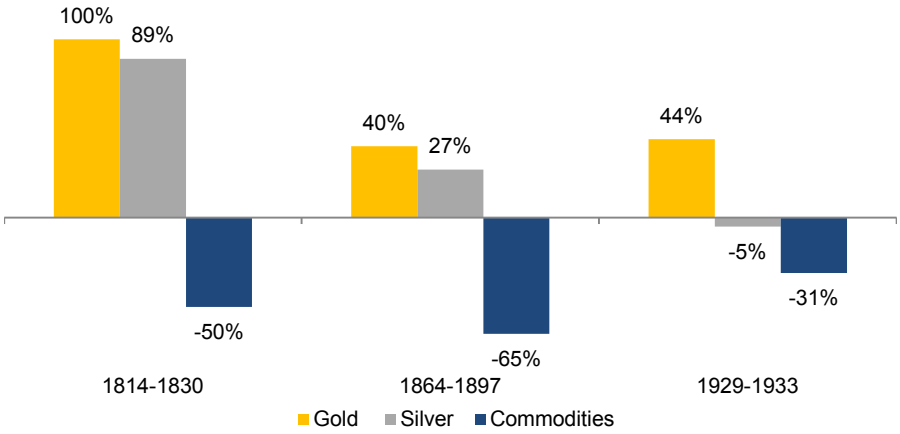
Entwicklung Gold vs. CPI in Dezilen (seit 1970)



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Die positive Entwicklung von Gold in der Deflation bestätigt sich auch in der Betrachtung längerer Zeiträume. Anhand des nachfolgenden Diagrammes erkennt man, dass Gold (und meist auch Silber) in deflationären Phasen klar an Kaufkraft gewonnen haben.

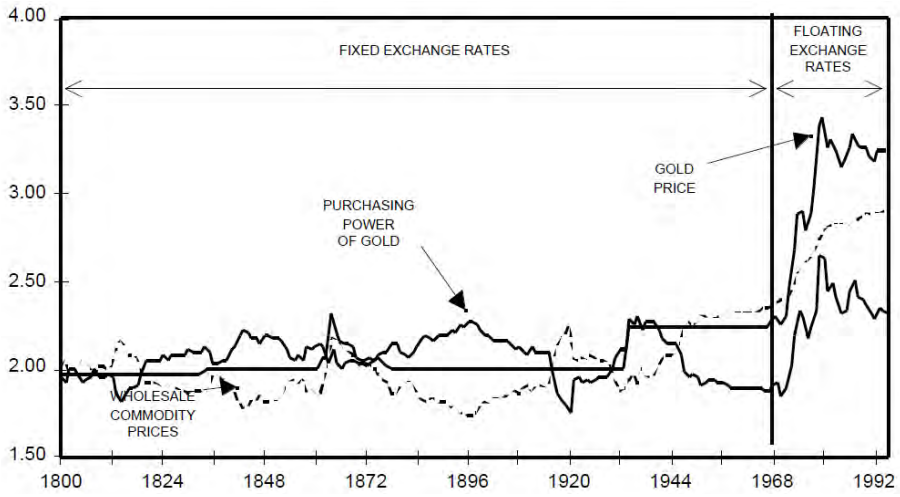
Gold, Silber und Rohstoffe in historischen Deflationsphasen



Quelle: Roy Jastram," The Golden Constant" bzw. "Silver, the Restless Metal", Erste Group Research

Bis 1968 bedeuteten fallende Rohstoffpreise eine steigende Kaufkraft von Gold, nachdem Gold in einem fixen Verhältnis zum Dollar stand. Dies erkennt man auch anhand des nachfolgenden langfristigen Charts. In solchen Phasen wurde Gold am Schwarzmarkt oft mit einem deutlichen Aufschlag zum offiziellen Umwandlungs-Verhältnis gehandelt. Zudem scheint interessant, wie stark die Volatilität seit dem Ende von Bretton Woods zugenommen hat.

Kaufkraftentwicklung von Gold in den USA



Quelle: Sun Valley Gold Company, "The Behavior of Gold under Deflation"

In Deflation findet Umdenken von Kapitalwachstum in Richtung Kapitalerhalt statt

Was passiert normalerweise während einer ausgeprägten Deflation? Staatshaushalte werden überstrapaziert, der Finanzsektor steht vor systemischen Problemen, Währungen werden abgewertet um das System zu reflationieren. Die Kreditqualität verschlechtert sich sukzessive und die Bonität von Unternehmen und Staaten wird in Frage gestellt. **Es findet ein Umdenken von Kapitalwachstum in Richtung Kapitalerhalt statt.** Das Vertrauen in das Finanzsystem und Papiergeldwährungen sinkt, während Gold aufgrund seiner erstklassigen Bonität an Bedeutung gewinnt und die monetäre Bedeutung von Gold wiederentdeckt wird[31].

Gold wird in Deflation als Manifestation des Sicherheitsbedürfnisses gehortet

Deflation geht somit immer mit sinkendem Vertrauen in die (vermeintlichen) Verursacher der Krise (Staaten, Banken, „Spekulanten") und deren Bonität einher. Vorher sinkt die Kreditvergabe, die Kreditbedingungen werden verschärft und Schuldner versuchen ihre Bonität aufrecht zu erhalten. Dies erfolgt durch den Verkauf von Vermögenswerten um den Schuldendienst bedienen zu können, was wiederum die Abwärtsspirale beschleunigt. Eine Reihe von Kreditausfällen beschleunigt schließlich die deflationäre Spirale und reduziert die Liquidität im System. Gold wird in solchen Phasen als Manifestation eines erhöhten Wunsches nach Sicherheit gehortet[32].

[31] *Vgl. "The Behaviour of Gold under Deflation", Sun Valley Gold Company*

Exeter's Pyramide

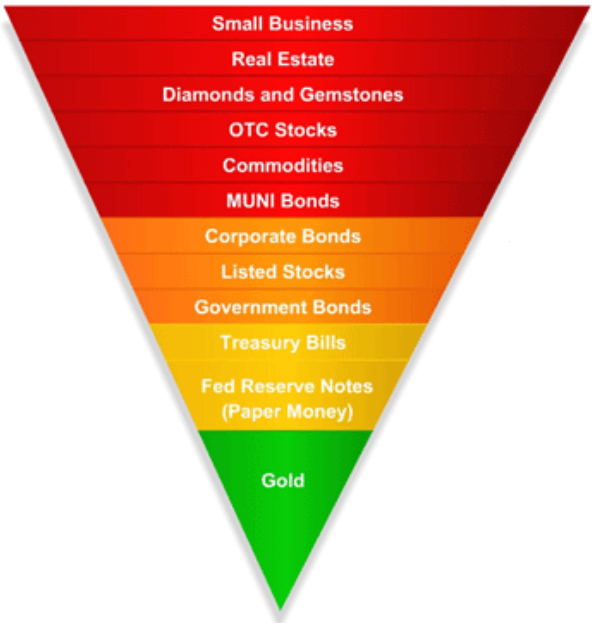
***"All Paper is still a short position on gold",* FOFOA**

Die graphische Darstellung dieses Prozesses stammt von John Exeter[33]. Die nach ihm benannte Pyramide illustriert die Liquiditätsströme zwischen den verschiedenen Asset-Klassen. **In einem vielzitierten Interview[34] rechnete Exeter mit einem deflationären Kollaps, im Zuge dessen Gold wieder immens an Bedeutung gewinnen würde.**

"*Fiat money has no place to go but gold*", Alan Greenspan vor dem Council on Foreign Relations, 2010

In einer deflationären Depression fließt wie in einer Sanduhr zunehmend Liquidität vom oberen Teil der Pyramide nach unten, die Risikobereitschaft sinkt. Am oberen Ende würde sukzessive die Liquidität mangels interessierter Käufer austrocknen und sich der Markt von einem Verkäufermarkt zu einem Käufermarkt umkehren. Kredit ist bekanntlich „schlummerndes Misstrauen"[35] und insofern versuchen Gläubiger die stetig illiquider werdenden Assets zu veräußern und wandern in Folge steigender Risikoaversion in die darunterliegenden Assetklassen. Am unteren Ende steht schließlich Gold. Aufgrund der generellen Skepsis verringert sich die Zirkulation von Gold und es wird zunehmend gehortet. Der Grad der Hortung hängt immer proportional vom Vertrauen in Regierung und Währung ab. Gold ist nie knapp, außer wenn es – aus guten Gründen – gehortet und absichtlich versteckt wird[36]. **Nachdem Gold keine Schuldversprechen gegenüberstehen, ist es die einzige Alternative zu Papiergeldwährungen und steht somit am unteren Ende der umgedrehten Pyramide.**

Exeter's Pyramide



Quelle: "Dollar Backwardation", Keith Weiner, New Austrian School of Economics

[33] *John Exeter war amerikanischer Ökonom, Vizepräsident der Federal Reserve New York, Mitglied der Mont Pelerin Society und des Council on Foreign Relations sowie des Committee for Monetary Research & Education.*
[34] *http://www.istockanalyst.com/article/viewarticle/articleid/2599701*
[35] *Thomas Paine*
[36] *"Safe Haven- A History of Gold", Philip Barton*

Im Falle zunehmender Prosperität und wachsenden Vertrauens steigt auch die Risikobereitschaft wieder und es fließt sukzessive Liquidität aus dem Goldsektor in die darüber liegenden Segmente der Pyramide und es beginnt ein neuer Zyklus. Deflation bedeutet somit eine Qualitätsverbesserung von Geld, während Inflation dessen Quantität erhöht.

Gold is backed by nothing.....but everything else is backed by gold

Die Unterschiede zwischen den Auswirkungen von Deflation und Inflation hat Hayek glasklar herausgearbeitet: *„ …es ist jedoch nicht so sicher, daß auf lange Sicht Deflation wirklich schädlicher ist als Inflation. [...] Denn mäßige Inflation ist in ihrem Verlauf immer angenehm, während Deflation unmittelbar und äußerst schmerzhaft ist. Man braucht gegen eine Maßnahme, deren unangenehme Wirkungen sofort und stark gespürt werden, keine Vorsichtsmaßnahmen zu treffen; aber Vorsichtsmaßnahmen sind notwendig, wo eine Maßnahme, die unmittelbar angenehm ist oder momentane Schwierigkeiten erleichtert, einen viel größeren Schaden mit sich bringt, der sich erst später fühlbar macht.* ***Der Unterschied ist, daß bei Inflation die angenehme Überraschung zuerst kommt und die Reaktion später, während bei der Deflation die erste Wirkung auf das Geschäftsleben depressiv ist“***[37]

Fazit

„Die Bedeutung von Gold liegt in seinem Besitz, weniger in seinem Preis“ **Frank Doll**

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

[37] *Hayek, “Verfassung der Freiheit”, gesehen in “Probleme des etablierten Notenbanksystems – Free Banking als Alternative?“ Wolf von Laer*

Das größte Missverständnis im Goldsektor

"The comparison to gold mined, scrap, central bank sales, etc., is particularly irrelevant. Mine supply adds a small increment each year to the total supply, but most of the gold (or any other asset) traded in the world is not the incremental new supply; it is shifting among the holders of the existing base of supply." Robert Blumen

Wir glauben, dass im Goldsektor ein elementares Missverständnis vorherrscht. Ein Großteil der Marktteilnehmer und Analysten messen der jährlichen Produktion aber auch der jährlichen Nachfrage deutlich zu viel Bedeutung bei. So liest man häufig, *dass der Goldpreis niemals unter die Produktionskosten fallen könne*. Nachfolgend wollen auf diesen Irrtum eingehen. Wir möchten diesbezüglich ausdrücklich die Artikel von Robert Blumen zu diesem Themenkomplex empfehlen[38].

Jährliche Goldproduktion ist für Preisfindung irrelevant

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

„*..neither is recent central bank buying a major factor in determining the gold price, nor are big investors like Soros or Paulson. The amounts involved are nothing but drops in the **daily ocean of gold trading**. Gold is not a normal commodity, it is the money commodity. It must be analyzed like a currency. With the total available supply at roughly 165,000 tons, how can buying and selling of a few hundred tons make any difference? More than those few hundred tons trade on the LBMA alone every single trading day… The decisive factor in determining the gold price is the **reservation demand** of the current owners of the extant gold supply."* www.acting-man.com

Die jährliche Goldproduktion von knapp 2.600 Tonnen ist deshalb für die Preisfindung vergleichsweise unbedeutend. Vielmehr setzt sich die Angebotsseite aus allem jemals geförderten und verfügbaren Gold zusammen. Das Recycling von Altgold ist ein wesentlich größerer Teil der Angebotsseite als bei Rohstoffen. Gold ist deshalb paradoxerweise nicht selten, im Gegenteil: Es ist eines der am weitesten verbreiteten Güter der Welt. Nachdem die industrielle Bedeutung gering ist, ist der Großteil des jemals geförderten Goldes noch immer verfügbar.

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

Hohes Stock-to-flow Ratio ist die wichtigste Eigenschaft von Gold

Hohes Stock-to-flow Ratio ist wichtigste Eigenschaft von Gold

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[39], 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 fast 170.000 Tonnen. Dies bezeichnet man als „stock". Die jährliche Produktion belief sich 2011 auf knapp 2.600 Tonnen. Dies nennt man „flow". Dividiert man die beiden Beträge, so erhält man das Stock-to-flow Ratio von 65 Jahren.

	Gesamter Bestand (stock) in Tonnen	% Anteil am Gesamtbestand (stock)
Schmuck	84.100	50%
Privatbesitz	31.400	19%
Zentralbankbestände	20.200	12%
Sonstige	32.600	19%
Gesamt	**168.300**	**100%**
Geschätzte Minenproduktion (flow)	2.600	**1,5% der Gesamtbestände**

Quelle: CLSA Asia-Pacific Markets, World Gold Council

Jährlich wächst der Goldbestand um ca. 1,5% und somit weitaus langsamer als alle Geldmengenaggregate rund um den Globus. Das Wachstum entspricht in etwa dem Bevölkerungswachstum. Das Vertrauen in die aktuelle und zukünftige Kaufkraft von Geld hängt maßgeblich davon ab, wie viel Geld derzeit vorhanden ist und wie sich die Quantität im Laufe der Zukunft verändern wird.

Kurzfristige Produktionsschwankungen sind für Goldmarkt unerheblich

Was bedeutet dies nun konkret? Würde sich die Minenproduktion verdoppeln (was äußerst unwahrscheinlich ist), so würde dies für den Gesamtbestand an Gold lediglich ein Plus von 3% bedeuten. Dies wäre nach wie vor eine relativ unbedeutende Inflationierung des Goldbestandes, insb. im Vergleich zur derzeit stattfindenden Notenbankinflationierung. Würde die Produktion hingegen für ein Jahr ausfallen, so hätte dies ebenfalls wenig Bedeutung für den Gesamtbestand und die Preisfindung. Würde hingegen ein signifikanter Teil der Ölproduktion über längere Zeit ausfallen, so wären die Lagerbestände nach wenigen Wochen aufgebraucht. Starke Produktionserweiterungen bzw. –ausfälle können deshalb wesentlich leichter absorbiert werden.

Hohes Stock-to-flow Ratio unterscheidet Gold und Silber von Rohstoffen

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. 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 Vertrauen. Dies unterscheidet Gold und Silber als monetäre Metalle ganz klar von Rohstoffen und den anderen Edelmetallen. Rohstoffe werden verbraucht, während Gold gehortet wird. **Dies erklärt auch, wieso man herkömmliche**

[39] *Vgl. Spezialreport Gold 2011 "In Gold we Trust"*

Angebots/Nachfragemodelle am Goldmarkt nur bedingt einsetzen kann.

"Contrary to the consumption model, the price of gold does clear the supply of recently mined gold against coin buyers; it clears all buyers against all sellers and holders. The amount of gold available at any price depends largely on the preferences of existing gold owners, because they own most of the gold." Robert Blumen

Bei einem Gut, das verbraucht wird, würde ein steigendes Defizit klarerweise höhere Preise auslösen, bis wieder ein Gleichgewicht herrscht. Nicht so bei einem Gut, das gehortet wird. Ein einfaches Konsumationsmodell funktioniert deshalb ausschließlich bei Gütern die verbraucht werden und deren jährliche Produktion in Relation zum Bestand groß ist (= niedriges Stock-to-flow-Ratio).

Förderkosten haben keine Auswirkungen auf den Goldpreis…

Deshalb spielen auch die Förderkosten von Gold eine untergeordnete Rolle für die Preisfindung. Sie sind in erster Linie für die Entwicklung von Goldaktien relevant. **Analysen, die besagen, dass der Goldpreis nicht unter die Produktionskosten fallen könne, beruhen unserer Meinung nach auf einem fundamentalen Trugschluss.** Ab einem gewissen Preis wäre der Abbau zwar für einen Großteil der Minenbetreiber unwirtschaftlich, der Handel mit bereits abgebautem Gold würde jedoch nicht zum Erliegen kommen. Während der Bergbau somit wenig Einfluss auf den Goldpreis hat, ist das Umgekehrte jedoch nicht wahr. Der Goldpreis hat natürlich einen erheblichen Einfluss auf den Bergbau und dessen Wirtschaftlichkeit[40].

…Goldpreis hat hingegen massive Auswirkungen auf Förderkosten

Es gibt keinen generell gleichen Produktionskostensatz für sämtliche Minen – die Kosten hängen von den Charakteristika der Mine und den Reserven ab. Selbst die Kosten für die Förderung der einzelnen Unzen derselben Mine können unterschiedlich ausfallen. Der Goldpreis in Relation zu den Arbeitskosten und den Einstandspreisen der Investitionsgüter bestimmt, ob eine Mine rentabel ist oder nicht, und welches Gold in einer Mine rentabel gefördert werden kann. Mit steigendem Goldpreis im Vergleich zu den Produktionskosten können ehemals unrentable Reserven rentabel für einen Abbau werden.

Die Nachfrageseite besteht aus Investoren, der Schmuckindustrie, Zentralbanken und der Industrie. Dennoch ist dies eigentlich nur ein Bruchteil der gesamten Nachfrage. Der größte Teil der Nachfrage ist sogenannte Reservationsnachfrage (engl. Reservation demand). Dieser Begriff beschreibt Goldbesitzer die Gold auf aktuellem Niveau nicht verkaufen wollen. Indem sie auf aktuellem Preisniveau nicht verkaufen, tragen sie dafür Verantwortung, dass der Preis auf gleichem Niveau bleibt[41]**.**

***"Gold is the inverse of paper, unlimited to the upside, limited to the downside. It's not the total stock of gold that matters, but the flow from those that already hold it",* FOFOA**

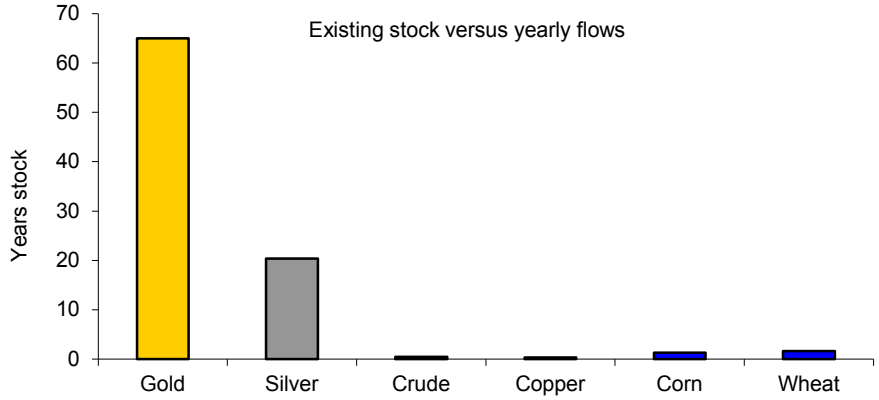
Die Entscheidung Gold auf aktuellem Preisniveau *nicht* zu verkaufen, ist deshalb ähnlich wichtig wie die Entscheidung Gold zu kaufen. Netto ist der Effekt auf die Preisfindung derselbe. Das Goldangebot ist somit immer hoch. Bei einem Preis von USD 5.000 würde das Altgoldangebot ein Vielfaches der Jahresproduktion betragen. **Dies erklärt auch, wieso das vielzitierte „Golddefizit" eine Mär darstellt und es keine Knappheit geben kann.**

[40] *Vgl. "Does Gold Mining Matter?", Robert Blumen*
[41] *Vgl. "WSJ does not understand how the gold price is formed", Mises Economics Blog, Robert Blumen*

"Gold is an asset. Supply and demand should be understood in the same way that we understand the shares of a company. Every time shares change hands, the shares are demanded by a buyer and supplied by a seller. For each and every transaction, supply equals demand. Adding up all of the transactions that occur on a particular exchange, over the course of a month or a year, tells you absolutely nothing…If you said that buyers in China had bought 100 million shares of Microsoft but 'no supplier could supply that many shares,' nor was the company issuing enough new shares to meet the demand, you would readily see the error in that statement…Everyone understands that new shares only dilute the value of the existing shareholders, that it is not required for a company to issue new shares for the price to go up or down and that most trading of shares consists of existing shareholders selling to people who have dollars" Robert Blumen

So wie die Erhöhung der Geldmenge die Kaufkraft des im Umlauf befindlichen Geldes verwässert und die Emission neuer Aktien zu einer Verwässerung der alten führt, sollte eine Erhöhung des Goldangebots als Verwässerung des bestehenden Angebots gesehen werden. **Eine Erhöhung um 1% wird vom Markt dadurch absorbiert, dass der Preis um 1% fällt, wobei das Nominalangebot gleich bleibt.**

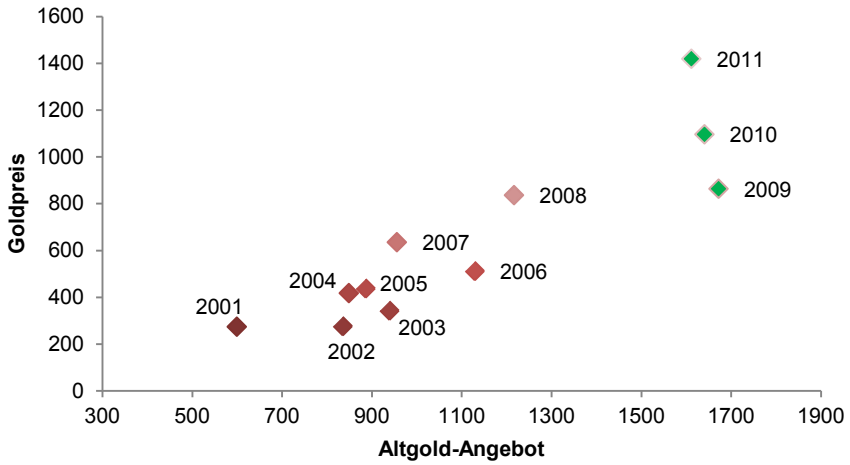
Stock-to-Flow als wichtigster Grund für monetäre Bedeutung von Gold und Silber



Quelle: The Gold Standard Institute, Sharelynx.com, Erste Group Research

Naturgemäß stieg das Angebot an Altgold im Laufe des Bullenmarktes signifikant an. Es ist jedoch bemerkenswert, dass seit 2009 das Angebot trotz deutlich gestiegener Preise nur unwesentlich angestiegen ist. Dies könnte bedeuten, dass sich die Marktteilnehmer an das höhere Preisniveau gewöhnen und erst in deutlich höheren Preissphären Verkäufe tätigen würden. Zudem scheint es, als würde Gold sukzessive von zittrigen in feste Hände wandern.

Altgoldangebot vs. Goldpreis seit 2001



Quelle: World Gold Council, Bloomberg

Wann immer jemand verkauft, bedeutet dies, dass der Goldpreis seinen Reservationspreis erreicht hat. Somit wird an jemanden mit einem implizit höheren Reservationspreise verkauft – was sich aus der Tatsache ergibt, dass er bereit ist, zu diesem Preis zu kaufen. Das bedeutet, dass größere Verkäufe (beispielsweise durch Zentralbanken) zu einer Verbesserung der Marktstruktur beitragen.

Fazit

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

Gold is money, nothing else

Aristoteles – der 1. "Gold Bug"?

Viele (mehr oder weniger) große Denker haben sich bereits den Kopf zerbrochen, wieso Geld einen Wert hat. Aristoteles vertrat die Ansicht, dass gutes Geld möglichst hohe Produktionskosten aufweisen müsse, damit man ihm hohen Wert beimessen würde. Er behauptete, dass es jedermann als Zahlungsmittel, Wertaufbewahrungsmittel und Wertmaßstab akzeptieren müsste. Somit kämen lt. Aristoteles - quasi ein antiker Gold-Bug - lediglich Gold und Silber in Frage[42]. Dem Verweis auf die Produktionskosten würden Anhänger marxistischer Theorien Beifall zollen, jedoch fand Plato die weitaus bessere Erklärung: Seiner Ansicht nach hätte Geld keinen intrinsischen Wert, ausgenommen den, den ihm die Menschen zuweisen. Dies erinnert bereits an die marginale Werttheorie (marginal theory of value) der Österreichischen Schule der Nationalökonomie.

"People value units of money because of their expected purchasing power; money will allow people to receive real goods and services in the future, and hence people are willing to give up real goods and services now in order to attain cash balances. Thus the expected future purchasing power of money explains its current purchasing power."[43]

Carl Menger hatte die Entstehung von Geld in Folge eines historisch-evolutionären Prozesses aus dem Tauschhandel erklärt. Er schreibt in seinen Grundsätzen der Volkswirtschaftslehre im Jahre 1871*: „Das Geld ist kein Product des Uebereinkommens der wirthschaftenden Menschen, oder gar das Product legislativer Acte. Das Geld ist keine Erfindung der Völker. Die einzelnen wirthschaftenden Individuen im Volke gelangten allerorten mit der steigenden Einsicht in ihre ökonomischen Interessen zugleich auch zu der nahe liegenden Erkenntniss, dass durch die Hingabe minder absatzfähiger Waaren gegen solche von grösserer Absatzfähigkeit ihre speciellen ökonomischen Zwecke um einen bedeutenden Schritt gefördert werden und so entstand das Geld an zahlreichen von einander unabhängigen Culturcentren mit der fortschreitenden Entwicklung der Volkswirthschaft."*[44]

Laut Mises hängt die erwartete Kaufkraft maßgeblich von der heutigen Kaufkraft ab

Ludwig von Mises löste schließlich in seiner Habilitationsschrift „Theorie des Geldes und der Umlaufmittel" aprioristisch-deduktiv einen hartnäckigen Zirkelschluss der Ökonomie. Der Zirkelschluss lautet: „*Geld wird von den Menschen nachgefragt, weil es Kaufkraft hat, und es hat Kaufkraft, weil das Geld nachgefragt wird*"[45]. Diese Annahme führt uns bekanntlich im Kreis. Deshalb inkludierte Mises den Faktor Zeit in seine Überlegungen. Die Erwartung an die zukünftige Kaufkraft des Geldes hängt lt. Mises maßgeblich von dem Wissen über die heutige Kaufkraft ab. Die heutige Kaufkraft leitet sich wiederum mit der gestrigen Kaufkraft erklären. Am Ende der Regression angelangt, muss somit ein Gut stehen, welches allgemein gebraucht wurde bzw. einen industriellen Nutzen hatte. Geld ist somit aus einem Sachgut entstanden. Dies inkludiert auch die Schmucknachfrage und somit Gold. Lt. Mises können deshalb nur Güter die einen Gebrauchswert haben, zu generell akzeptiertem natürlichen Geld werden. Gold und Silber hatten somit bereits eine Bedeutung als Schmuck, bevor sie die Geldfunktion erlangten. **Gemäß Mises ist die Erfahrung der**

---

[42] *Vgl. "Blind men looking at money", GK Research, Charles Gave*
[43] *Vgl. "The Origin of Money and Its Value ", Robert Murphy, http://mises.org/daily/1333*
[44] *Vgl. auch Geld und Inflation – Die Sicht der Wiener Schule", Gregor Hochreiter, Juli 2008*
[45] *Vgl. „Feld: Direkter Tausch/Indirekter Tausch (Arbeitsteilung) und das Regressionstheorem", Freemind-Blog.*

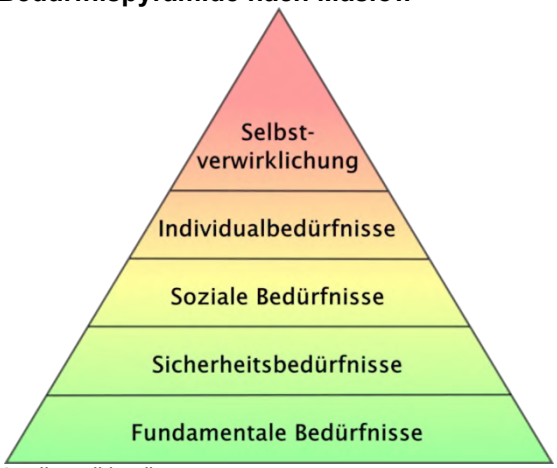
Vergangenheit für das zukünftige Vertrauen in die Geldwertstabilität ausschlaggebend.

Das Vertrauen in die Stabilität und die zukünftige Kaufkraft ist essentiell für die Wertbemessung von Geld. Lt. Regressionstheorem wird Geld nur vertraut, solange es eine gewisse Sicherheit bezüglich des zukünftigen Angebotes an Geld und somit der zukünftigen Kaufkraft gibt.

"Gold was not selected arbitrarily by governments to be the monetary standard. Gold had developed for many centuries on the free market as the best money; as the commodity providing the most stable and desirable monetary medium." Murray Rothbard

Wieso haben sich nun im Laufe der Jahrhunderte gerade Gold und Silber als Geld durchgesetzt? Roy Jastram bedient sich zur Beantwortung dieser Frage zweier (auch anthropologisch belegbarer) Grundbedürfnisse des Menschen. Einerseits der Wertschätzung von Schönheit und andererseits des menschlichen Überlebensdranges. Gold befriedigt somit zwei Instinkte, die auf der maslowschen Bedürfnispyramide ganz oben und ganz unten angesiedelt sind.

Bedürfnispyramide nach Maslow



Quelle: Wikipedia

Diese zwei Bedürfnisse sind heute genauso stark ausgeprägt wie vor tausenden von Jahren. Dr. Bernard Pacella, der ehemalige Präsident der American Psychoanalytic Society, weist darauf hin, dass der Überlebenswille die bedeutendste Triebkraft in der Natur ist. Pacella zufolge steht das persönliche Überleben (und in weiterer Folge das Überleben der eigenen Spezies), über allen Dingen. Führt man diesen Gedanken fort, so stellen auch der Schutz der Ersparnisse sowie die Erwartung dass man für diesen Konsumverzicht belohnt wird, elementare Motive dar[46]. **Dies erklärt auch das natürliche Bedürfnis nach einem stabilen Sparmedium.**

"The most marketable goods will gradually be selected as the media for exchange. As they are more and more selected as media, the demand for them increases, and so they become even more marketable…eventually one or two commodities are used as general media…and these are called money" Murray Rothbard

[46] *Vgl. "Eureka! When Gold Struck Me", Andre Sharon", 321gold.com*

Was sind nun die zentrale Anforderungen an Geld?

- Es muss leicht in standardisierte Einheiten teilbar sein
- Es muss fungibel sein
- Es muss leicht transportierbar sein[47]
- Es muss haltbar und praktisch unzerstörbar sein
- Es muss eine lange Historie von universeller Akzeptanz aufweisen[48]
- Es muss leicht erkennbar sein und bekannte Standards erfüllen, die leicht zu überprüfen sind
- Es muss einen hohen Wert im Vergleich zu Gewicht und Volumen haben
- Der Bestand muss im Verhältnis zum jährlichen Zuwachs groß sein (hohes stock-to-flow-Ratio)
- Es muss geringe Lagerkosten verursachen
- Es muss niedrige Transaktionskosten aufweisen
- Es darf keinen abnehmenden Grenznutzen aufweisen
- **und last but not least: es darf nicht beliebig vermehrbar sein**

"*Nobody invented it, no grand plan was ever devised, no one ever wrote a rule book on the necessary codes of behavior*" Peter Bernstein, The Power of Gold

Es gibt zahlreiche Güter, die *einige* dieser Kriterien erfüllen. **Jedoch nur Gold und Silber erfüllen *alle* Kriterien. Deshalb stellten sich die beiden Edelmetalle im Laufe der Jahrhunderte als marktgängigste Güter heraus. Deshalb setzten sie sich rund um den Globus und in unterschiedlichsten Kulturen, Religionen und sozialen Schichten, als ultimatives Geld durch.**

"Money is a medium of exchange. It is the most marketable good which people acquire because they want to offer it in later acts of interpersonal exchange… This is its only function. All other functions which people ascribe to money are merely particular aspects of its primary and sole function, that of a medium of exchange"[49]

[47] *So war Vieh in der Vergangenheit ein gängiges Tauschmittel. „Pecunia", das lateinische Wort für Geld, leitet sich von „pecus" ab, was soviel wie Vieh bedeutet. Die indische Rupie ist nach „rupa", dem Begriff für die Viehherde benannt*

[48] *weshalb Bitcoins oder Rhodium-Barren wohl niemals wirklichen monetären Status erreichen werden*

[49] *Human Action, Ludwig von Mises, Seite 401*

Von den Vorzügen eines Goldstandards

"A Gold standard means one thing, and only one thing; it means that gold is the measure of value" Philip Barton*, Präsident The Goldstandard Institute*

"Der Inflation des Geldes folgt die Inflation der Wertempfindungen – das heißt sie entwickeln sich in Richtung Beliebigkeit und lösen sich schließlich ganz auf. Das, was die Ökonomen „Zeitpräferenz" nennen, verändert sich dramatisch. Das Hier und Jetzt wird wichtig; die Zukunft soll der Teufel holen."
Roland Baader

In seinem Buch „Honest Money" beschreibt John Tomlinson anschaulich, wie Inflation sukzessive Verwerfungen und schlussendlich Chaos verursacht. Er vergleicht das Geldsystem mit einem weiteren wichtigen Maßsystem, nämlich *Zeit*. Er stellt die Frage was passieren würde, wenn der Big Ben in London der Standard für die Zeitmessung wäre und er aufgrund einer mechanischen Störung jede Minute um eine Sekunde verringern würde? Die Konsequenzen wären verheerend. Mehr und mehr Aktivitäten müssten in immer kürzerer Zeit erledigt werden, Zeitpläne würden sukzessive nutzlos werden und die Menschen würden eine Neubewertung und Neuordnung von Prioritäten vornehmen. Alles würde sich beschleunigen und die Zeitpräferenz steigen. Ähnlich verhält es sich lt. Tomlinson auch in Absenz eines Goldstandards.

Gold und Freiheit sind untrennbar verbunden

Howard Buffet bezeichnete den Goldstandard einst als einen stillen Wächter, der unbegrenzte öffentliche Ausgaben verhindert[50]. Dies scheint einer der zentralen Vorteile zu sein und dürfte der Grund sein, wieso er seitens der Politik so ungeliebt ist. Weiters ist ein Goldstandard von den unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Ansichten der Regierungen unabhängig. Dies kommentierte bereits Ludwig von Mises: „*Die Bedeutung der Goldwährung für den Binnenverkehr liegt darin, dass sie die Gestaltung der Kaufkraft der Geldeinheit von den wechselnden geldwertpolitischen Auffassungen der Regierungen und der politischen Parteien unabhängig macht. Die Bindung des Geldwertes an den Goldwert richtet einen Damm auf gegen alle Bestrebungen, einzelne Schichten der Bevölkerung durch währungspolitische Maßnahmen auf Kosten der übrigen Schichten zu begünstigen*." [51] Dass Gold und Freiheit untrennbar verbunden sind, unterstreicht auch die Tatsache, dass sowohl Lenin, als auch Mussolini und Hitler zu Beginn ihrer Diktaturen den privaten Goldbesitz verboten[52].

„*Die Geschichte ist ein Lehrer, dem niemand zuhört*", Otto von Habsburg.

Auch Gold und Frieden sind untrennbar miteinander verbunden. In den 100 Jahren nach den napoleonischen Kriegen gab es weniger Kriege als je zuvor in der Geschichte, die Phase wurde auch als „100-jähriger Friede" bezeichnet. Sklaverei wurde abgeschafft, die arbeitende Bevölkerung erhielt Zugang zu Schulbildung, Eigenheimen und Vermögensaufbau[53]. 1914 verließ die Welt den Goldstandard, die europäischen Regierungen konnten es sich nicht leisten, einen Weltkrieg unter den Beschränkungen des Goldstandards zu führen. Ohne die Abkehr vom Goldstandard hätte der erste Weltkrieg vermutlich nur wenige Wochen gedauert, nachdem eine Kriegsfinanzierung nicht möglich gewesen wäre. **Der Goldstandard ist somit eine objektive Disziplinierungsmaßnahme für Politik und Staatsfinanzen und eine Zwangsjacke für die Budgetpolitik, völlig frei von parteipolitischen Partikularinteressen.**

[50] *Vgl. "The gold standard acted as a silent watchdog to prevent unlimited public spending", Howard Buffett*
[51] *Vgl. „Die Goldwährung und ihre Gegner", Neue Freie Presse, Dezember 1931*
[52] *Vgl. "In Gold we Trust 2011", Erste Group Research*
[53] *Vgl. Karl Polanyi „The Great Transformation"*

England prosperierte unter Goldstandard

Von 1717 bis 1914 (mit einer Unterbrechung im Zuge der napoleonischen Kriege) herrschte in England ein Goldstandard. Am Ende des 19. Jahrhunderts waren die 50 am meisten industrialisierten und wohlhabendsten Nationen dem Beispiel der Briten gefolgt. Warum? Als England eine goldgedeckte Währung hatte, zog es Kapital, Technologie und Arbeitskräfte aus aller Welt an. Es war das uneingeschränkte Vertrauen in die Goldwährung, das die industrielle Revolution und Englands Aufstieg zur Weltmacht ermöglichte.

Teuerung und Volatilität seit 1971 deutlich höher als zuvor

Es ist bewiesen, dass ein Goldstandard den besten Schutz vor Teuerung bietet. Die Zeit des klassischen Goldstandards von 1879 bis 1914 war vermutlich die stabilste Ära aller monetären Regime. Dies lässt sich auch anhand der nachfolgenden Tabelle erkennen. So lag die durchschnittliche jährliche Teuerung von 1879 bis 1914 bei 0,2 %, bei einer Volatilität von lediglich 2,2 %. Seit 1971 (Ende von Bretton Woods) hingegen lag die Volatilität bei 2,8 %, die durchschnittliche Teuerung bei 4,5 %.

US CPI zwischen 1800 und 2009

	Long-Run Stability (Average Annual Change)	Short-Run Volatility (St. Deviation Annual Change)	Maximum Price Change (High vs. Low)	Stability Rank
1800-1834 Domestic Silver Standard	-1,5%	5,2%	76%	4
1834 – 1861 Domestic Gold Standard	-0,4%	3,5%	36%	2
1862-1879 Domestic Paper Standard	+0,1%	8,8%	74%	3
1879-1914 International Gold Standard	+0,2%	2,2%	20%	1
1914-1944 Interwar International Gold-Dollar-Sterling Standard	+1,9%	7,2%	99%	5
1944-1971 Bretton Woods International Gold-Dollar Standard	+3,1%	3,1%	130%	4
1971-2009 International Paper Dollar Standard	+4,5%	2,8%	432%	4

Quelle: Lewis E. Lehrman, John D. Muellller, Redeeming Economics (ISI Books, 2010)

Lt. Roy Jastram[54] wiesen die Vereinigten Staaten und England eine gemeinsame Vergangenheit von 350 Jahren Preisstabilität auf. In England stand der Verbraucherpreisindex im Jahre 1717, dem ersten Jahr des Goldstandards, bei 100. Dies entspricht dem selben Niveau wie im Jahre 1930. Die Verbraucherpreise am Beginn des 2. Weltkrieges waren niedriger als im Jahre 1800[55]. In der Zeit zwischen 1820 und 1914 betrug die Verbraucherpreisinflation in den USA 0%.

[54] *Vgl. Roy Jastram, "The Golden Constant"*
[55] *Vgl. Roland Baader „Der papierene Selbstmord", Eigentümlich frei, März 2008*

***„Jedes Land, auch das ärmste, vermag an der Goldwährung festzuhalten, und jedes Land, gerade aber auch das ärmste, muß an der Goldwährung festhalten. Denn allein die Goldwährung ermöglicht es armen Ländern, durch die Heranziehung ausländischen Kapitals die Produktion zu entfalten*.“ Ludwig von Mises**

Vermutlich wäre vor 100 Jahren die Vorstellung einer Währung ohne feste Goldbindung und -deckung vollkommen undenkbar gewesen. Ähnlich illusorisch klingt ein Goldstandard heutzutage. Heute ist allein der Gedanke, dass noch 1971 hinter jeden 35 Dollars eine Unze Gold stand, absurd. Wir gehen davon aus, dass eine Rückkehr zu einem Goldstandard kein größeres ökonomisches oder organisatorisches Problem darstellt. Vielmehr ist es eine höchst politische und philosophische Grundsatzfrage die beantwortet werden muss. **Somit glauben wir, dass der Leidensdruck noch deutlich zunehmen müsste, bevor konkrete Maßnahmen gesetzt würden[56].**

Rufe nach einer Rückkehr zu einer goldgedeckten Währung werden lauter

Im Zuge der zunehmenden Popularität des libertären US-Politikers Ron Paul werden die landesweiten Rufe nach einer Rückkehr zu einem Goldstandard von Tag zu Tag lauter. Paul fordert den „Free Competition in Currency Act“, der es den Bundesstaaten erlauben würde, ihre eigenen Währungen zu lancieren. Der deutsche Ökonom Horst Sennholz meinte dazu „*Nur in Freiheit, nur durch einen Parallelstandard kann es je eine gerechte Währungsreform geben*“.

Utah lehnt sich gegen Washington auf

Der US-Bundesstaat Utah (knapp 2,8 Mio. Einwohner) hat nun bereits Gold und Silber als offizielle Zahlungsmittel anerkannt. Essentiell ist die Tatsache, dass nicht der aufgeprägte Nominalwert den Wert bestimmt, sondern der Materialwert der Münzen. Laut Edwin Vieira, Präsident der „National Alliance for Constitutional Money“, könnte dies einen Dominoeffekt auslösen. So werden ähnliche Vorschläge derzeit in 13 weiteren Bundesstaaten geprüft. Zudem wollen Abgeordnete aus South Carolina, Minnesota, Iowa, Georgia, Idaho und Indiana nun Gesetzesvorschläge vorlegen, wonach auch Gold- und Silbermünzen anderer Nationen, also zB. südafrikanische Krügerrand, öst. Philharmoniker etc., als Zahlungsmittel akzeptiert werden sollen[57].

Legal Tender Act mit enormer Symbolwirkung

Wir gehen davon aus, dass der Beschluss vorerst wenig ändern wird, nachdem aufgrund Gresham’s Law[58] kein Gold zur Bezahlung verwendet wird. Dennoch interpretieren wir die Initiative als weiteres Mosaiksteinchen auf dem Weg zur Remonetarisierung von Gold. Zudem unterstreicht es das schwindende Vertrauen in den US-Dollar und die Politik der Federal Reserve, die schwelende Angst vor einer Hyperinflation bzw. die zunehmende Unzufriedenheit mit der Regierungsarbeit in Washington. **Die Symbolwirkung des „Legal Tender Act“ ist unserer Meinung nach enorm.**

Initiativen fordern Staatsgold-Inventur bzw. Heimholung der Goldreserven

Hugo Chavéz auf den Spuren von Charles de Gaulle

Ein weiterer Trend zeigt die stetig wachsende Bedeutung von Gold auf: Die Geheimniskrämerei rund um Staatsgold führt zu wachsender Skepsis bezüglich der Lagerung der Goldreserven im Ausland bzw. der Leasing-Geschäfte. Der Ruf nach einer sauberen Inventur bzw. einer Heimholung der im Ausland gelagerten Goldreserven wird weltweit lauter und findet nun auch in Mainstream-Medien Gehör. Sowohl in Deutschland, als auch in der Schweiz, den Niederlanden und Österreich wurden diesbezüglich

[56] *Vgl. Spezialreport Gold 2011, Erste Group Research*
[57] *“States consider alternative currencies of gold and silver”, CNN Money, Februar 2012*
[58] *Vgl. „Die schleichende Rückkehr zu „sound money“?, Artikel in der Sonderbeilage „Gutes Geld“, Smart Investor*

Initiativen gesetzt. Der venezolanische Präsident Hugo Chavéz ließ im Vorjahr die venezolanischen Goldreserven von London nach Caracas heimholen.

Die Maßnahme weckt Erinnerungen an Charles de Gaulle. So ließ Frankreich unter de Gaulle (auf Anregung des legendären Jacques Rueff) einen Großteil der Dollar-Reserven im Rahmen des Bretton-Woods-Abkommens in Gold umtauschen. Im Sommer 1966 lag der Goldanteil an den französischen Notenbankreserven bei 86%. Im Gegensatz zu anderen Ländern, wie zB. Deutschland, die ebenfalls Dollar in Gold tauschen ließen, beließ Frankreich das Gold jedoch nicht in den Tresoren der Federal Reserve. **Stattdessen bestand de Gaulle darauf, die Goldbarren nach Frankreich zu verschiffen, damit sie nicht „*dem Zugriff einer fremden Macht preisgegeben*" seien[59].**

Bundesrechnungshof empfiehlt jährliche Prüfung der deutschen Goldreserven

Der deutsche Bundesrechnungshof ortete in einem Bericht „*unzureichende Sorgfalt bei der Bilanzierung der Goldreserven, die zum Teil im Ausland lagern*". Zudem werde eine Rückholung der Gold-Bestände angeregt[60]. Derzeit verlässt sich die deutsche Bundesbank hinsichtlich der gelagerten Goldreserven in New York, Paris und London ausschließlich auf die Zusicherung der jeweiligen Notenbanken, es findet jedoch keine physische Kontrolle der Barren statt. Der Bundesrechnungshof empfiehlt nun eine jährliche Prüfung der ausländischen Goldreserven. Die Bundesbank hat dies vorerst abgelehnt. Man habe keine Zweifel an der Integrität der ausländischen Lagerstellen[61].

Initiative fordert bilanziellen Sonderstatus und Rückholung der Goldreserven

Konkretere Forderungen hat die Initiative „Holt unser Gold heim". Sie fordert einen vollständigen und unabhängig testierten physischen Voll-Audit der deutschen Goldbestände an allen Lagerorten sowie die zeitnahe Rückforderung des im Ausland gelagerten Goldes nach Deutschland, um die Option einer (Teil-)Deckung einer künftigen Währung zu erhalten. Weiters fordert man die Herbeiführung eines verfassungsrechtlich abzusichernden bilanziellen Sonderstatus' der Goldreserven zur Abwehr einer Ausbuchungsgefahr aufgrund der seit 2008 dramatisch verschlechterten Qualität der Bundesbank-Bilanz[62].

Auch im Vereinigten Königreich regt sich Widerstand in Form der Kampagne „Buy Britain's Gold back", nachdem unter Gordon Brown als Schatzminister 395 Tonnen Gold verkauft wurden. Der durchschnittliche Verkaufspreis betrug USD 275 je Unze. Derzeit verfügt Großbritannien über 310 Tonnen Gold, dies sind 17,6% der gesamten Notenbankreserven. Pro Kopf liegt man dabei allerdings nur auf dem 34. Platz. Der Inselstaat Aruba verfügt beispielsweise über 6x so hohe Goldreserven pro Kopf[63].

[59] *Vgl. Wikipedia ad Charles de Gaulle*
[60] *Vgl. „Bundestag prüft Bewertung deutscher Goldreserven", Welt Online, 14. Mai 2012*
[61] *"Bundesrechnungshof überprüft Goldreserven der Bundesbank", Der Spiegel, 14. Mai 2012*
[62] *www.gold-action.de*
[63] *Vgl. „Buy Britains gold back", Jan Skoyles, The Real Asset Company*

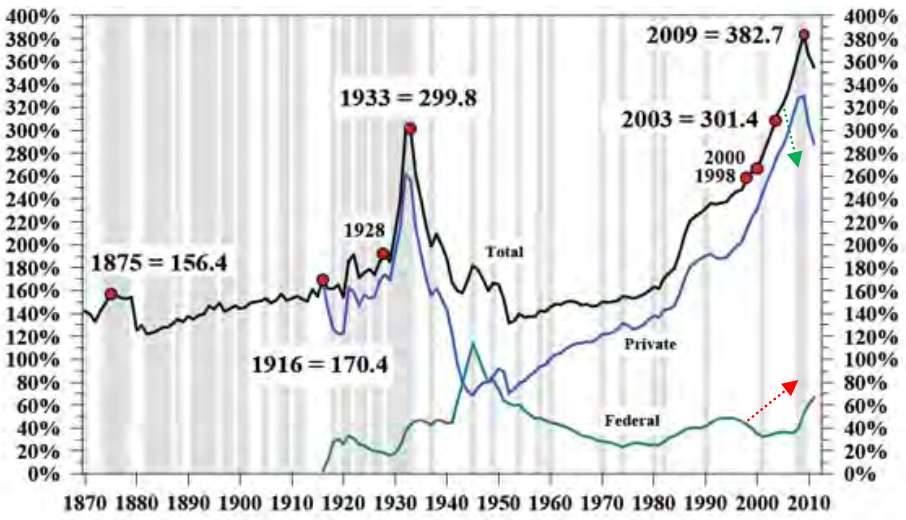
Strukturelle Überschuldung spricht für weitere Aufwertung von Gold

Schuldenproblematik in UK und Japan mindestens genauso prekär wie in Eurozone

Auch wenn sich die Marktteilnehmer und Medien derzeit überwiegend auf die Schuldenproblematik innerhalb der Eurozone bzw. deren Peripherie fokussieren, so scheint die Lage in Großbritannien und Japan genauso prekär zu sein. Die westliche Welt und Japan weisen die höchsten Verschuldungsstände in Friedenszeiten aus, wobei der demographische Ausblick eine weitere Herausforderung darstellt.

Nachfolgende Grafik zeigt die gesamte öffentliche und private Verschuldung der USA seit 1870. Sie nähert sich der 400% Marke. Die grauen Balken zeigen Rezessionen an.

US Gesamtschulden (privat und staatlich) seit 1870



Quelle: Hoisington, Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve, Census Bureau

Diese unhaltbare Schuldendynamik bestätigen auch zahlreiche Kommentare seitens der wichtigsten globalen Organisationen:

"The United States is facing an untenable fiscal situation due to the combination of high fiscal deficits, an aging population and rapid growth in government-provided healthcare benefits. IMF and Congressional Budget Office forecasts imply that ***U.S. debt will rise rapidly relative to GDP in the medium to long term****"* so beginnt ein Working Paper des IWF mit dem Titel "An Analysis of U.S. Fiscal and Generational Imbalances: Who Will Pay and How?"[64].

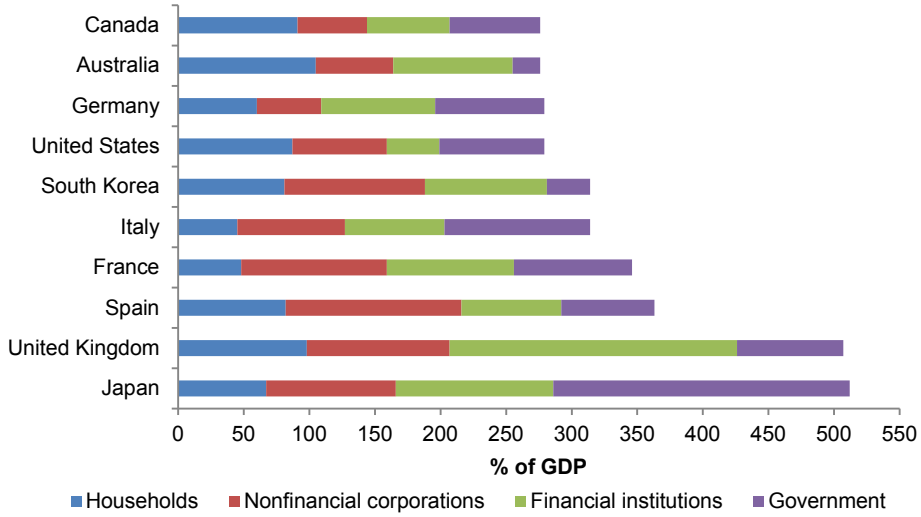
Wenig optimistisch zeigt sich auch die BIS: "*The debt problem facing advanced economies are even worse than we thought…Debt is rising to points that are above anything we have seen, except during major wars. Public debt ratios are currently on an explosive path in a number of countries. These countries will need to implement drastic policy changes. Stabilization might not be enough"*[65]

[64] *http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1172.pdf*
[65] *Vgl. "The real effects of debt", Cecchetti, Mohanty und Zampolli, Bank for International Settlements, August 2011*

… und das Congressional Budget Office (CBO) warnt: *"The explosive path of Federal debt underscores the need for major changes to current policies"*[66]

Dass die Überschuldung aber nicht nur auf staatlicher Ebene gegeben ist, erkennt man auf nachfolgendem Chart.

Schulden private Haushalte/Finanzinstitute/Unternehmen und Staaten in % des BIP



Quelle: Datastream, Bloomberg, OECD, Erste Group Research

Wann erreichen die USA den „bang point"?

Gemäß OECD haben die USA als Gesamtstaat im Vorjahr einen Schuldenstand von 100% des BIP erreicht. In den USA selbst wird jedoch häufiger die Abgrenzung der Bundesschulden („debt held by the public") vorgenommen, was zu einem Schuldenstand von 70% des BIP führt. Dies entspricht einer Verdopplung seit dem Jahre 2006. Im Fiskaljahr 2011 lagen die Ausgaben der USA bei 3,7 Billionen, während die Einnahmen bei lediglich 2,4 Billionen lagen. Steuereinnahmen deckten lediglich 65% der Ausgaben ab, **Reinhart und Rogoff nennen dies den „bang point", an dem häufig das Vertrauen der Kreditgeber kollabiert.**

„Facts do not cease to exist because they are ignored"
Aldous Huxley

Die Staatsschulden der USA liegen per Juni 2012 bei 15,7 Billionen USD. Dies würde einer Menge von mehr als 300.000 Tonnen Gold entsprechen[67]. Der Zinsdienst belief sich im letzten Fiskaljahr auf USD 454 Mrd.[68] , bei durchschnittlichen Zinsen von 2,9%. Innerhalb der letzten 20 Jahre stieg der Schuldenstand um 350%, während die Zinsleistung um lediglich 60% anstieg. Läge das Zinsniveau auf gleichem Niveau wie noch im Jahre 1991, so würden sich die Zinszahlungen bereits auf USD 1.200 Mrd. belaufen. Gemäß CBO steigt die Staatsschuld bis 2015 auf USD 20 Billionen. Bei einem Zinsniveau von 5% läge der Zinsdienst dann bei 1 Billion bzw. knapp 45% der derzeitigen Steuereinnahmen.

[66] *Vgl. CBO 2012 Long-Term Budget Outlook, Juni 2012*
[67] *1 Tonne Gold aktuell USD 51 Mio., US Total Debt Outstanding per Mai 2012: USD 15,69 Billionen*
[68] *Vgl. http://www.treasurydirect.gov/govt/charts/charts_expense.htm*

***"It is a truism that one must first accept the reality of a problem before coming up with a proper solution. There is a reluctance to do that in Washington with regard to the fiscal outlook.",* BCA Research**

Inkludiert man die Verbindlichkeiten und Garantien der Bundesstaaten, Behörden, Pensionskassen etc. so zeigt sich ein noch wesentlich dramatischeres Bild der Überschuldung. Das Fiscal Gap, also die Finanzierungslücke zwischen Gegenwartswert aller künftigen Ausgaben und allen zukünftigen Steuereinnahmen, beträgt gemäß Prof. Laurence Kotlikoff von der Boston University mindestens USD 200 Billionen. Dies entspricht dem 14-fachen BIP. Um die Lücke zu schließen, müssten auf einen Schlag alle Steuern um 64% erhöht werden oder die Staatsausgaben um 40% gesenkt werden. **Laut IWF[69] wäre für das Schließen der Finanzierungslücke eine jährliche Anpassung in Höhe von rund 14% des BIP erforderlich.**

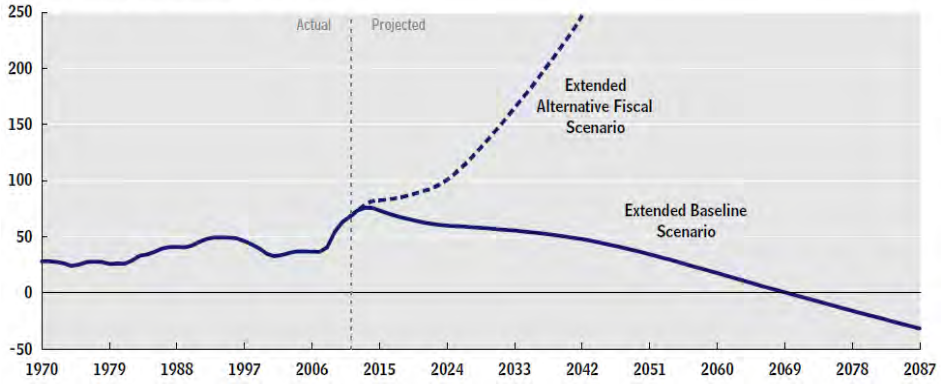
CBO erstellt 2 unterschiedliche Szenarien für Schuldenentwicklung

Das Congressional Budget Office (CBO) erstellt 2 verschiedene Szenarien für die Schuldenentwicklung[70]. Das „**Baseline Scenario"** unterstellt, dass die Steuersenkungen der Bush-Administration nicht verlängert werden und (größtenteils in 2013) auslaufen. Dies würde Zusatzeinnahmen von ca. USD 240 Mrd. p.a. bedeuten und das Defizit automatisch senken. Die Schulden würden in weiterer Folge von aktuell 73% des BIP auf 61% im Jahre 2022 und 53% in 2037 fallen.

Alternatives Szenario prognostiziert 200% Debt/GDP bis 2037

Das „**Alternative Scenario"** geht hingegen davon aus, dass die derzeit herrschenden Gesetze und Steuererleichterungen prolongiert werden. In diesem Szenario würde die Staatsverschuldung[71] auf 90% in 2022 ansteigen. Erst dann erwartet das CBO, dass das wachsende Ungleichgewicht zwischen Einnahmen und Ausgaben zu einem schlagartigen Anstieg der Zinsen führt und der Schuldenstand bis 2037 auf 200% der Wirtschaftsleistung explodiert.

CBO Baseline und Alternative Szenario bis 2087



Quelle: Congressional Budget Office

CBO-Projektionen basieren auf extrem unrealistischen Schätzungen

Zwar klingen die Zahlen ernüchternd, jedoch basieren die CBO-Schätzungen bereits auf eher optimistischen Langfrist-Prognosen. So wird ab 2017 ein Rückgang der Arbeitslosigkeit auf 5,7% prognostiziert. Anschließend wird erwartet, dass die Arbeitslosigkeit zwischen 2018 und 2087 (!!) niemals mehr als 5,5% betragen wird. Die Teuerung wird bis 2087 bei 2,5% p.a. erwartet und das nominelle Lohnwachstum soll im Jahr 2014 5,4% erreichen und anschließend bis 2087 zwischen 3,7% und maximal 6% liegen.

[69] *Vgl. "United States: Selected Issues Paper", IWF, Juli 2010*
[70] *Vgl. "The Long-term Budget Outlook", Congressional Budget Office, Juni 2010*
[71] *Debt hely by the public*

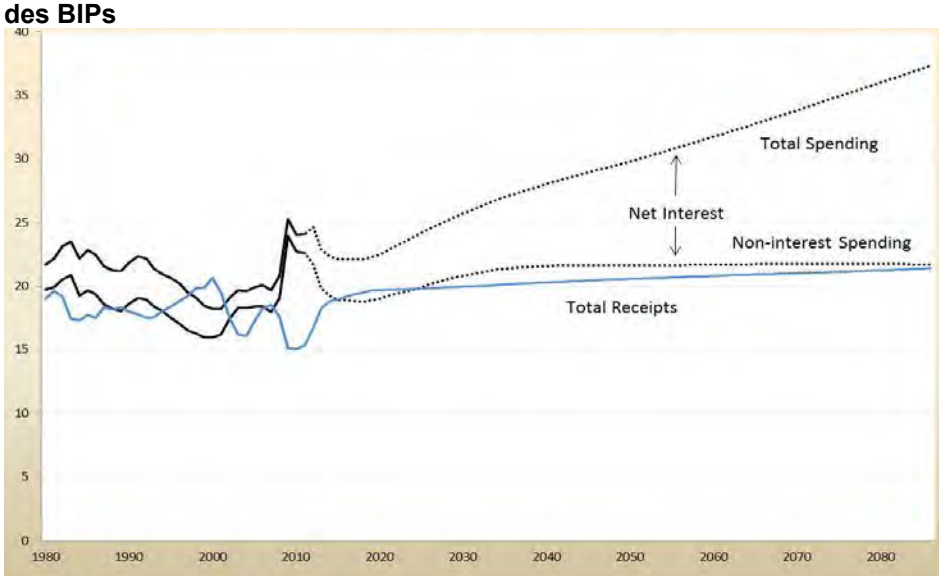
Die Prognosen erinnern uns ein wenig an die geschätzten Baukosten vor Beginn eines Großprojektes, die im Endeffekt oft bei dem doppelten der ursprünglich geschätzten Kosten liegen.

Tendenziell sind die Prognosen des CBO meist deutlich zu positiv. So hatte man im Jänner 2001 noch erwartet, dass bis 2012 ausschließlich Budgetüberschüsse erzielt würden. Im Zuge dessen erwartete das CBO, dass die US-Staatsschulden bis 2012 auf weniger als 1 Billion USD fallen würden. In Wirklichkeit erreichte das kumulierte Defizit USD 6,2 Billionen, das CBO hat sich insgesamt um USD 11,8 Billionen „verschätzt".

***"We can guarantee cash benefits as far out and at whatever size you like, but we cannot guarantee their purchasing power."* Alan Greenspan zum Thema Sozialversicherung**

Auch im offiziellen Finanzbericht der US-Regierung für 2011[72] finden sich zahlreiche Charts, die die düstere Zukunft der US-Finanzen illustrieren. Mittlerweile ist ein Großteil der Ausgaben fixiert und nicht mehr diskretionär. Aufgrund stark steigender Gesundheitskosten, der fortschreitenden Pensionierung der Baby-Boomer-Generation und der steigenden Lebenserwartung steigen die Kosten für Medicare, Medicaid etc. rapide an.

Gesamtausgaben, Zinsleistung und Steuereinnahmen bis 2086 in % des BIPs

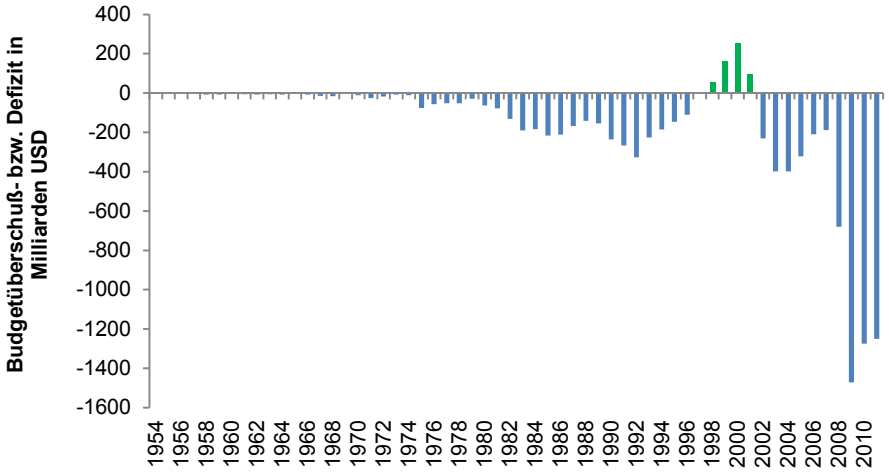


Quelle: 2011 Financial Report of the U.S. Government

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 können Schulden exponentiell wachsen. Sobald die Schulden und die Zinsleistung schneller steigen als die Einnahmen, beginnt der Teufelskreis der Überschuldung. **Die stark steigenden Defizite zeigen ganz klar, dass der derzeit beschrittene Pfad nicht mehr lange fortgesetzt werden kann. Auf nachfolgendem Chart erkennt man die US-Budgetüberschüsse/Defizite seit 1954. In lediglich 8 von 57 Jahren konnten Überschüsse erzielt werden.**

[72] *Financial Report of the U.S. Government for the Fiscal Year 2011*

Budgetüberschuss- bzw. Defizit in Mrd. USD



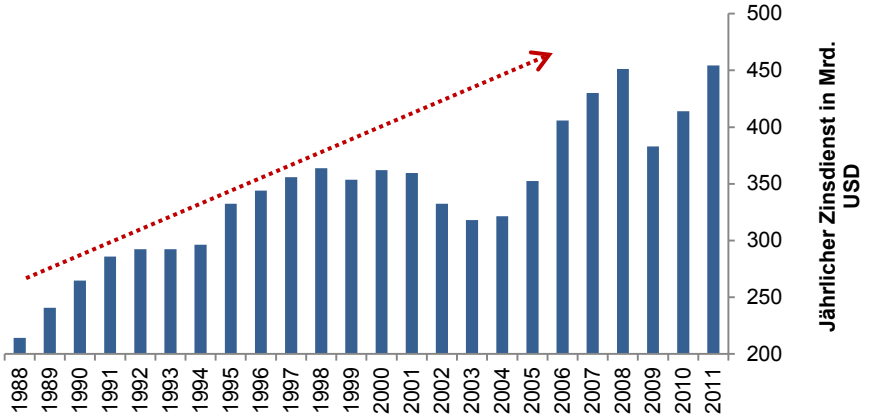
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Falscher Anschein nach hoher Nachfrage führt zu Fehlallokationen

Die Vereinigten Staaten haben heute mehr als 3x so viele Staatsanleihen ausstehen, wie noch vor 10 Jahren. In der Zwischenzeit ist der durchschnittliche Zinssatz von 6,1% auf 2% gesunken. Ist dies eine logische Entwicklung? Wohl kaum. Daraus resultiert einerseits ein (falscher) Anschein nach hoher Nachfrage, andererseits reduziert es die Dringlichkeit für eine Schuldenreduktion und strukturelle Reformen.

Wir gehen davon aus, dass das Zinsniveau aufgrund der mittlerweile erreichten Dimensionen der Verbindlichkeiten nicht stark steigen kann/darf. Sollten die Zinsen um 0,5% pro Jahr ansteigen und die Neuverschuldung um weiterhin 1,5 Billionen pro Jahr klettern, so würde sich der Gesamtschuldenstand der USA innerhalb der nächsten Dekade auf USD 30 Billionen verdoppeln. Würde das Zinsniveau auf 7% steigen, so würde sich der Schuldendienst innerhalb der nächsten Dekade auf USD 2.000 Mrd. verfünffachen. Um diese Zahl in Relation zu setzen: die gesamten Steuereinnahmen der USA beliefen sich im Vorjahr auf USD 2.400 Mrd.

Jährlicher Zinsaufwand (Mrd. USD)

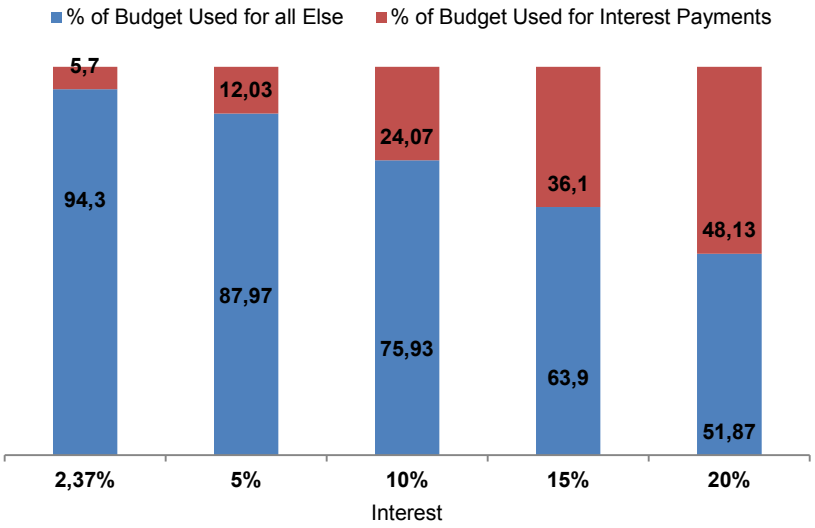


Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

***„He who goes borrowing, goes sorrowing"* Benjamin Franklin**

Der nachfolgende Chart zeigt den Prozentanteil der Zinsleistungen am Gesamtbudget bei unterschiedlichen Zinsniveaus. Im Fiskaljahr 2010 lag der durchschnittliche Zinssatz bei 2,37%, dies entsprach Zinsleistungen von insgesamt 5,7% am Gesamtbudget. Die Berechnungen basieren auf aktuellen Schuldenniveaus, die zu erwartenden weiteren Defizite in Billionenhöhe sind somit nicht inkludiert. Dennoch erkennt man, welch dramatische Folgen selbst ein Zinsanstieg auf 5% für das Budget bedeuten würde. Würden die Zinsen gar auf den gleichen Stand wie zum Ende des letzten Goldbullenmarktes steigen, so würde knapp die Hälfte des Budgets auf den Zinsdienst entfallen. **Dies sind rein hypothetische Überlegungen, sie illustrieren jedoch den geringen Spielraum für signifikante Zinsanstiege.**

%Anteil des Budgets der für Zinszahlungen verwendet wird



Quelle: Casey Research, Erste Group Research

Umlaufgeschwindigkeit sinkt zunehmend ab – Grenznutzen der Stimuli fällt

Die Schuldenaufnahme scheint nun immer stärker kontraproduktiv zu wirken. Bereits 1997 setzte der Abwärtstrend der Umlaufgeschwindidkeit ein. Es scheint, als würden die Grenzerträge je zusätzlicher Einheit Schulden auf das BIP sukzessive fallen. Dies bedeutet, dass die Wirtschaftsleistung nicht mehr mit Hilfe zusätzlicher Schulden stimuliert werden kann. Dies erklärt auch, wieso Stimulus-Programme immer geringeres, fast schon anämisches Wachstum bewirken. **Sobald die Schulden-Dosis nicht zunehmend stärker gesteigert wird bzw. sogar abgesetzt wird, werden die Entzugs-Erscheinungen vermutlich schmerzlich sein. Gold sollte in diesem Umfeld klar profitieren.**

***"The future is purchased by the present",* Samuel Johnson**

Ein Übermaß an Schulden führt zu einem sinkenden Spielraum für den Staat, nachdem der Schuldendienst einen immer größeren Anteil der Ausgaben vereinnahmt. Dies beschrieb bereits David Hume in seinem Essay „Public Credit" aus 1752: ein Übermaß an Schulden führt dazu, dass Regierungen ihre zukünftigen Einnahmen quasi verpfänden und in einen *Zustand der Mattigkeit und Handlungsunfähigkeit* verfallen[73]. Dies erkennt man an zahlreichen konkreten Beispielen: so sind die drei Kostenblöcke Sozialleistungen, Gehälter im Öffentlichen Dienst, sowie Zins und Tilgung,

[73] *Vgl. "Face the music", Interview mit Dr. Lacy Hunt, Welling@Weeden*

in Deutschland für knapp 75% des Bundeshaushaltes verantwortlich. Dies bedeutet, dass der budgetäre Spielraum sukzessive geringer wird[74].

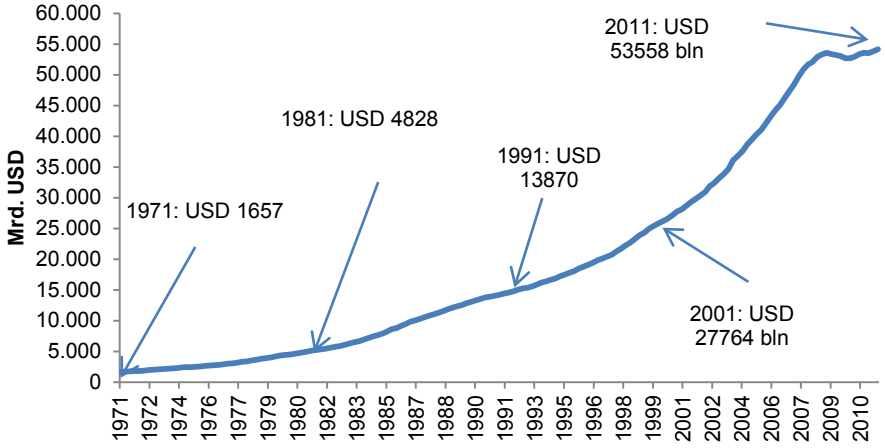
Schuldendynamik im Aufwärtstrend – Schuldenstand stieg seit Amtsantritt von Präsident Obama um mehr als 5 Billionen Dollar

Wie bei jedem Trend scheint sich auch bei der Überschuldung die Dynamik gegen Ende zu beschleunigen. So ändern sich die Dimensionen rasch: Am Ende des letzten großen Goldbullenmarktes im Jahre 1980 kletterten die US-Staatsschulden erstmals in der Geschichte über 1 Billion USD. Heute liegt der Schuldenstand bei mehr als 15 Billionen, eine Billion Dollar Defizit wurde in lediglich 8 Monaten angehäuft. Der Schuldenstand ist heute mehr als 5000x so hoch wie in 1913. Das Defizit wird sich im aktuellen Fiskaljahr auf USD 1,3 Billionen belaufen, dies übersteigt das gesamte Budget aus dem Jahre 1990. In der Amtszeit von Barack Obama stieg der Schuldenstand um mehr als 5.000 Milliarden USD. Der gleiche Betrag wurde innerhalb von 211 Jahren, also von George Washington's Amtsantritt im Jahre 1789 bis zu Bill Clintons 2. Präsidentschaft, angehäuft. Das durchschnittliche jährliche Defizit zwischen 2000 und 2007 belief sich auf USD 174 Mrd., während der jährliche Fehlbetrag seit 2008 im Schnitt bei 1,16 Billionen liegt.

"The greatest shortcoming of the human race is our inability to understand the exponential function" **Albert Bartlett**

Die steigende Dynamik erkennt man auch anhand der nachfolgenden Grafik. Interessant erscheint, dass auf Sicht einer Dekade jeweils eine Verdopplung der „total credit market debt owed" markiert wird. **Aktuell sieht man eine Abflachung, sollte sich der Trend jedoch fortsetzen, so würde dies für das Jahr 2021 einen Stand von USD 106.000 Mrd. bedeuten.**

Total Credit Market Debt Owed seit 1971

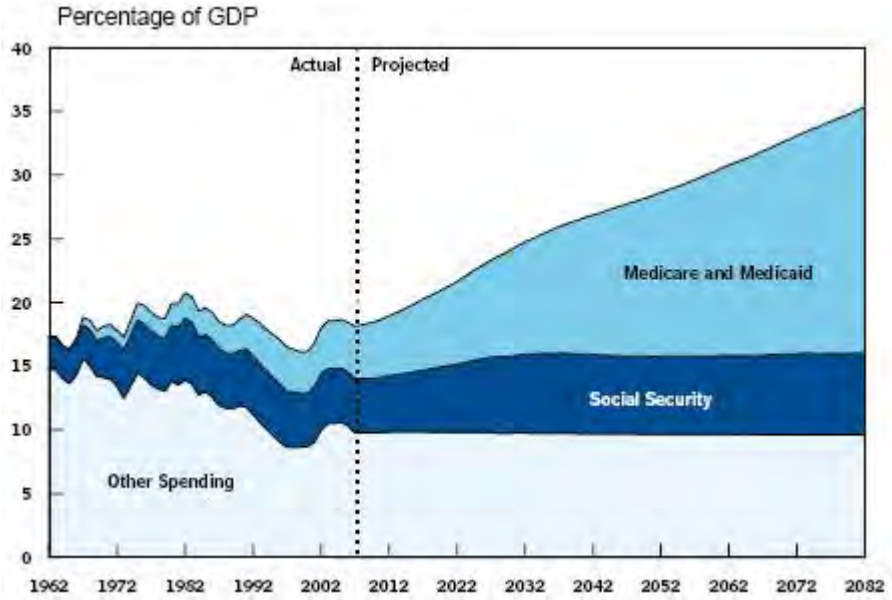


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Erste Group Research

Die Alterung der Bevölkerung und die stark steigenden Kosten für Medicare und Medicaid müssen zu einem klaren Umdenken in der Haushaltspolitik führen. Gemäß CBO stiegen die Ausgaben für Healthcare von 4,8% im Jahre 1960 auf aktuell 17% am Gesamtbudget. Die Ausgaben für Medicare und Medicaid stiegen von 2,2% in 1985 auf aktuell 5,5%. Zwischen 2001 und 2010 lag die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate bei den Ausgaben für Medicaid beispielsweise bei 8,6%.

[74] *Vgl. Erwin Grandinger, "Die Welt", Juni 2012*

Projected Federal Spending Over the Long Term (in % des BIP's)



Quelle: Center for Economic and Policy Research

Besorgniserregende demographische Realität…..

Durch bessere Ernährung, medizinischen Fortschritt und leichteren Zugang zu medizinischen Dienstleistungen steigt die Lebenserwartung deutlich an. Als der Social Security Act im Jahre 1935 unterzeichnet wurde, lag die Lebenserwartung für Männer in den USA noch bei 59,4 Jahren. Heute liegt sie bei knapp 76 Jahren. Bei Frauen waren es damals 63,5 Jahre, heute sind es 80 Jahre. Dadurch verlängert sich naturgemäß die Dauer des Ruhestandes. In 1935 würde eine 65-Jährige nach Antritt ihrer Pension noch 13 Jahre leben, heute sind es 19 Jahre. Glaubt man den offiziellen Prognosen, so werden es im Jahre 2100 24 Jahre sein[75]. Mittlerweile liegt der Anteil der Pensionisten und Sozialhilfeempfänger bereits bei 59% aller Steuerzahler. 2008 waren es noch 47% gewesen. In den nächsten 19 Jahren werden täglich 10.000 Babyboomer 65 Jahre alt werden und somit ihr gesetzliches Pensionsantrittsalter erreichen.

…nicht nur in den USA

Nicht nur in den USA wird die alternde Gesellschaft immer mehr zum Damoklesschwert für die Staatsfinanzen. Lt. der Studie „Global Aging 2010 – An Irreversible Truth"[76] von S&P, in der 32 OECD-Staaten und 17 Emerging Markets analysiert wurden, wird die Belastung durch Pensionen, Gesundheitssystem und Pflege, die Schuldenlast innerhalb der Industrienationen dramatisch ansteigen lassen. So wird der Nettoschuldenstand in Deutschland von 75,2% in 2010 auf 97,1% in 2020 bzw. 155% in 2030, 254% in 2040 und 400% in 2050 steigen. Insofern wäre für praktisch alle Industrienationen eine deutliche Anhebung des Pensionsantrittsalters erforderlich.

[75] *Vgl. "Commodity Phase Shift", Global commodities Research, JP Morgan, August 2011*
[76] *http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/global_aging_100710.pdf*

BCG empfiehlt Schuldenschnitt nach "mesopotamischem Vorbild"

In der lesenswerten Studie „*Back to Mesopotamia? The Looming Threat of Debt Restructuring*"[77] empfiehlt die Boston Consulting Group Schuldenerlässe nach mesopotamischem Vorbild. Gemäß der Autoren spiele die derzeitige Politik lediglich auf Zeit. „*Kicking the can further down the road*", also quasi „*weiterwurschteln*", sei jedoch keine nachhaltige Strategie. Irgendwann müsse die Politik realisieren, dass eine Umschuldung unausweichlich sei.

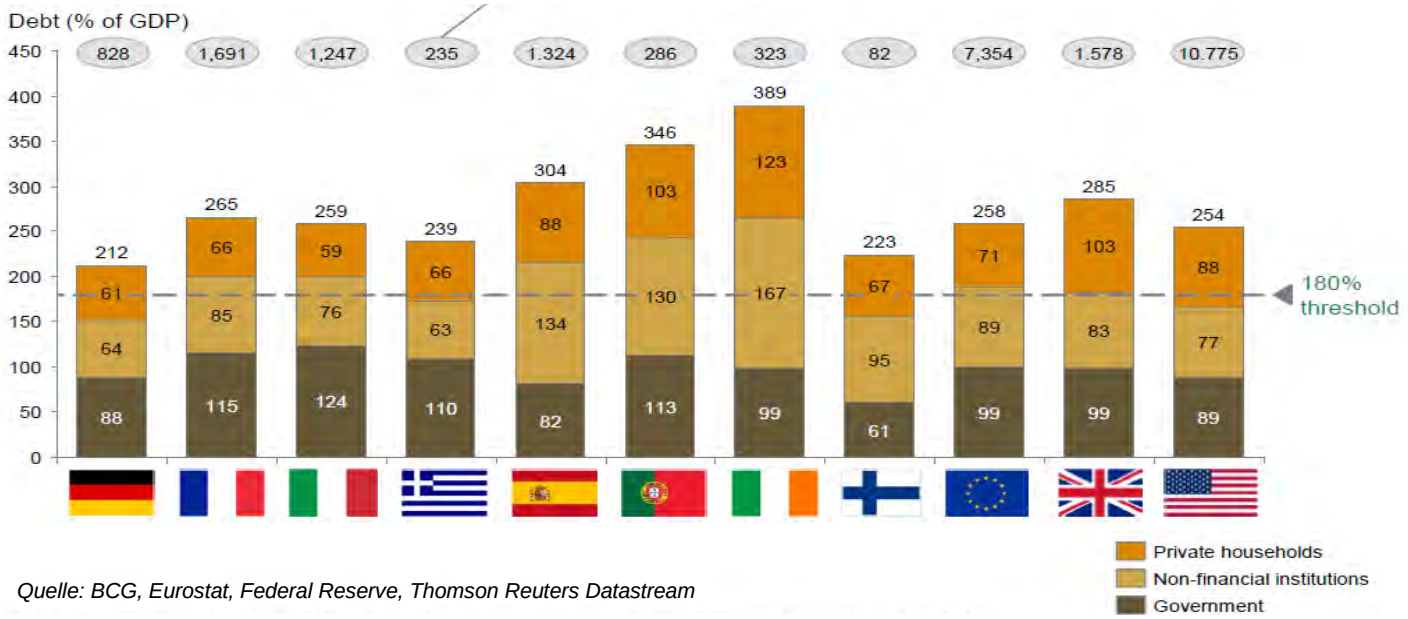
BCG erinnert an Schuldenerlässe und Amnestien in Mesopotamien

Man erinnert an Schuldenerlässe im antiken Mesopotamien. Schulden wurden damals auf Tontafeln festgehalten. Ein neuer Regent begann seine Herrschaft mit einem umfassenden Schuldenerlass und einer Amnestie. Sämtliche Schulden wurden annulliert und von den Tontafeln gestrichen. Damit wollte man Revolten, der unter der Schuldknechtschaft leidenden Bevölkerung, vermeiden. Ähnliches empfiehlt BCG als Lösung der aktuellen Schuldenmisere. Ein „normaler" Schuldenabbau sei nur schwer möglich, nachdem die Schuldenlast zu hoch sei und aufgrund von Demografie und strukturell anämischem Wachstum nicht abzubauen sei.

Knapp 20 Billionen EUR an Abschreibungsbedarf in Eurozone, UK und USA

Laut BCG ist ein Schuldenstand von insgesamt 180% der Wirtschaftsleistung empfehlenswert. Dieser Wert entfällt zu jeweils einem Drittel auf Staat, Unternehmen und private Haushalte. Bei einem Zinssatz von 5% und nominellem Wirtschaftswachstum von 3% ist dies ein Wert der tragbar sei. Aufgrund dieser Annahmen gäbe es in der Euro-Zone derzeit einen Schuldenüberhang von EUR 7,3 Billionen, EUR 1,5 Billionen in Großbritannien und EUR 10,7 Billionen in den USA.

Notwendige Abschreibungen, um „nachhaltigen Schuldenstand" von 180% des BIP zu erreichen

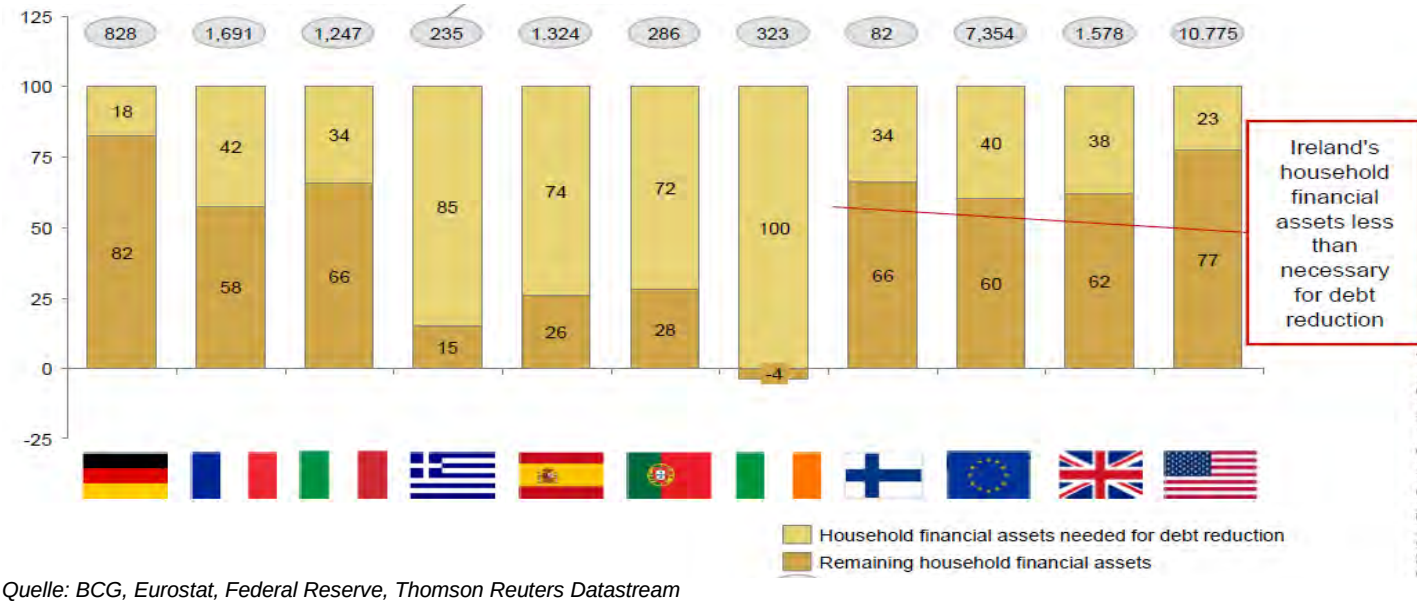


Quelle: BCG, Eurostat, Federal Reserve, Thomson Reuters Datastream

[77] *http://www.bcg.de/expertise_impact/PublicationDetails.aspx?id=tcm:89-87238*

Um den Schuldenabbau zu finanzieren empfiehlt man eine einmalige Steuer ab einem Vermögen von EUR 100.000. Für Deutschland empfiehlt BCG eine Abgabe in Höhe von 17,8% auf alle vom Privatsektor gehaltenen Finanzanlagen. Insgesamt ergäbe sich für die Eurozone eine einmalige Steuer in Höhe von 39,6%. In Großbritannien seien es 38,2% und in den USA 22%. Nach dieser Vermögenskonfiskation empfiehlt man eine Senkung der Einkommenssteuern und eine Abschaffung aller laufenden Vermögenssteuern[78].

Erforderliche Einmalbesteuerung um 180% Gesamtschuldenstand zu erreichen (in Mrd. EUR)



Quelle: BCG, Eurostat, Federal Reserve, Thomson Reuters Datastream

"muddling through" statt tiefgreifender Reformen

Eine falsche Diagnose der Ursachen führt zu falschen Lösungsansätzen. Das systemische Problem liegt nicht im zu geringen Steueraufkommen, sondern vielmehr in zu hohen Aufwendungen. Weitere Steuererhöhungen können niemals eine nachhaltige Sanierung der Staatsfinanzen bewirken. Lediglich strukturelle Ausgabenreformen können dies bewirken. **Gemäß Schlesinger heißt es, dass heutiges Sparen der Verzicht auf Gegenwartskonsum in der Erwartung vermehrter Konsum-möglichkeiten in der Zukunft ist. Beim Kredit verhält es sich umgekehrt, hier steht dem Vorteil heute ein Nachteil morgen gegenüber.**

Fazit

***„Beim Steuereintreiben wie beim Schafscheren sollte man aufhören, wenn die Haut kommt"*, Austin O'Malley**

Obwohl wir mit der höchsten Staatsverschuldung in Friedenszeiten konfrontiert sind, steht eine tiefgreifende Konsolidierung der Staatshaushalte scheinbar nicht zur Diskussion. Die erforderlichen gravierenden Einschnitte werden aufgeschoben, die Politik des „muddling through" munter fortgesetzt. Je länger strukturelle und tiefgreifende Reformen aufgeschoben werden, desto größer wird allerdings der Anpassungsbedarf und die Belastung zukünftiger Generationen ausfallen. Gemäß Austrians muss jedem Konsum erst eine Produktion vorausgehen, „*Verschuldung ist nichts weiter als vorgezogener Konsum, der in der*

[78] *Vgl. "Boston Consulting Group erwartet generellen Schuldenerlass", Rainer Sommer*

Zukunft ausfällt"[79]. **Eine schmerzlose Therapie der Probleme scheint es nicht zu geben. Wir glauben, dass Gold eine wirksame Medizin ist.**

Insofern rechnen wir damit, dass das Zinsniveau vermutlich über längere Zeit auf niedrigem Niveau belassen wird und die Federal Reserve weiterhin expansiv bleibt. **Dies ist eines der stärksten Argumente für ein weiterhin negatives bzw. niedriges Realzinsniveau und somit in weiterer Folge für einen steigenden Goldpreis.**

[79] *Hjalmar Schacht*

Finanzrepression: die vermeintliche Zauberformel

„Der Staatsbankrott ist ein einmaliger chirurgischer Eingriff, die Inflation ist permanente Blutvergiftung" Felix Somary[80]

Ein Großteil der westlichen Nationen steht vor der Wahl zwischen rigiden Ausgabenkürzungen, massiven Steuererhöhungen, schleichendem Staatsbankrott oder ausgeprägter finanzieller Repression. Nach dem Ausschlussverfahren kann rasch die vermeintliche Zauberformel gefunden werden, nachdem die politischen Implikationen rigider Sparpakte und deutlicher Steuererhöhungen weitgehend unpopulär und für eine Wiederwahl äußerst hinderlich sind.[81]

Zudem gehen drastische „Austerity"-Maßnahmen häufig mit sozialen Unruhen einher. Gemäß Bridgewater steigt ab jährlichen Ausgabenkürzungen in Höhe von 3% des BIP's die Häufigkeit von Protesten, Streiks und Unruhen deutlich an[82].

"Make no mistake: We have instruments of torture in the cellar, and we're going to show them, if necessary"
Jean Claude Juncker

Wir sind bereits im Vorjahr auf Finanzrepression als perfide Form der Umverteilung eingegangen. Nachdem sich seitdem die Zeichen definitiv verdichtet haben, wollen wir nachfolgend weitere Aspekte dieser Politik beleuchten. Finanzielle Repression bedeutet immer eine Kombination von Anreizen und Restriktionen für Banken und Versicherungen, die dazu führen, dass das Anlageuniversum für inländische 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[83]. Die Finanzregulierung stellt einen wichtigen Aspekt dar.

Die Säulen der finanziellen Repression:

- Strikte Anlagevorschriften (Solvency II, Basel III) - so muss für europäische Staatsanleihen unter dem Vorwand attraktiverer Liquiditätskennzahlen 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 mehr oder weniger direkten Kontrolle der Kreditvergabepolitik (zB. in China)
- Verstaatlichungen
- Kapitalverkehrskontrollen (zB. in China)
- Verbot von unerwünschten Handelspraktiken, wie zB. naked shortselling
- Zwangsanleihen
- Besitzverbot bestimmter Vermögenswerte (zB. Gold?)
- Sondersteuern (Finanztransaktionssteuern, Vermögenssteuern etc.)
- Wachsende Diskrepanz zwischen Finanzierungskosten für Private vs. Staaten.

[80] *Vgl. "Erinnerungen aus meinem Leben", Felix Somary*
[81] *Insofern wäre die Einführung einer "goldenen Regel" im Verfassungsrang wichtig*
[82] *Vgl. „Presenting Bridgewater's Weimar Hyperinflationary Case Study", Zerohedge.com*
[83] *Vgl. "Financial Repression Redux", Carmen Reinhart, Jacob Kirkegaard, M. Belen Sbrancia, IMF*

***"Zero interest rates are like antibiotics. The effectiveness wears off over time, you need to take more and more to achieve less and less, and eventually they stop working*" Simon Mikhailovich**

Negative Realzinsen reduzieren naturgemäß die Zinsaufwendungen und verringern die bestehende Schuldenlast. Unangenehme Maßnahmen wie die Erhöhung von Mehrwert- oder Einkommenssteuer oder drastische Ausgabenkürzungen können so vermieden bzw. aufgeschoben werden. Negative Realzinsen sind somit ein Transfer von Sparern zu Schuldnern[84]. Einem Bericht des IWF zufolge würden einige Staaten Inflationsraten von bis zu 6% „vertragen". Das Ausmaß der stillen Enteignung erkennt man an einem konkreten Beispiel: So schrumpft ein Vermögen von 1.000.000 EUR bei einer solchen Teuerungsrate innerhalb von 10 Jahren auf 558.000 EUR.

Finanzmarktregulatorien bevorzugen „sichere" Staatsanleihen zulasten „riskanter" Aktien und Rohstoffe

Die Finanzmarktregulatorien Basel III und Solvency II spielen ebenfalls eine große Rolle, nachdem künstliche Anreize für das Halten von Staatsanleihen gesetzt werden. So liegen die Risikogewichte für Staatsanleihen von EU-Mitgliedern bei Null. Finanzinstitute wie zB. Versicherungen und Banken werden im Zuge der neuen Eigenkapital-richtlinien genötigt, ihre Anteile an (vermeintlich) sicheren Staatsanleihen deutlich zu erhöhen, nachdem die Risikomaße nur mit Staatsanleihen zu erfüllen sind. Vermeintlich „riskante" Investments wie Aktien oder Rohstoffe müssen hingegen mit Eigenkapital unterlegt werden.

"*The fact that we now face twin deleveraging makes it much less likely that financial repression will coincide with strong growth and sustainable asset price returns this time.*" Hans Lorenzen

Bereits im Schuldenabbau der Nachkriegszeit spielte Finanzrepression eine zentrale Rolle. So haben es die USA zwischen 1945 und 1955 geschafft, ihre Schuldenlast im Verhältnis zum BIP von 116% auf 66% zu senken. Die Inflationsrate lag im Schnitt bei 4,2%, die Realzinsen bei Minus 0,8%. Man sollte hier jedoch nicht vergessen, dass der Boom im Zuge des Wiederaufbaus für einen wesentlichen Teil des Wirtschaftsaufschwungs verantwortlich war. Zudem waren die demografischen Voraussetzungen wesentlich vorteilhafter und die private Verschuldung lag auf vergleichsweise niedrigem Niveau.

Schuldenliquidation via Finanzrepression

	Staatsverschuldung/BIP			Jahresdurchschnitt 1946- 1955	
	1945	1955	1955 ohne "Repressionsersparnis" (Schätzung)	"Financial Repression Einnahmen" / BIP	Inflation
Australien	143,8	66,3	199,8	6,2	3,8
Belgien	112,6	63,3	132,2	4,6	8,7
Italien	66,9	38,1	81,9	3,7	10,8
Schweden	52	29,6	59,1	1,8	5
UK	215,6	138,2	246,9	4,5	5,9
USA	116	66,2	141,4	6,3	4,2

Quelle: Carmen Reinhart, Belen Sbrancia, The Liquidation of Government Debt, NBER, 2011

***"Financial repression is a tactic that may help get us through the week or month or year. But it will come at a substantial cost to our long-term prosperity*." Kevin Warsh**

Dass die nächsten Jahre in Richtung Finanzrepression gehen könnten, bestätigen zahlreiche politische Protagonisten. Kevin Warsh, ehemaliger Fed Gouverneur meinte, dass es die politischen Entscheidungsträger verlockend fänden, finanzielle Repression zu betreiben. Man wollte die Preise von Assets, die nicht gemocht werden, drücken. Mit Hilfe von unterschiedlichen Incentives und Regulatorien sollen Investoren in spezielle Assetklassen (in erster Linie Staatsanleihen)

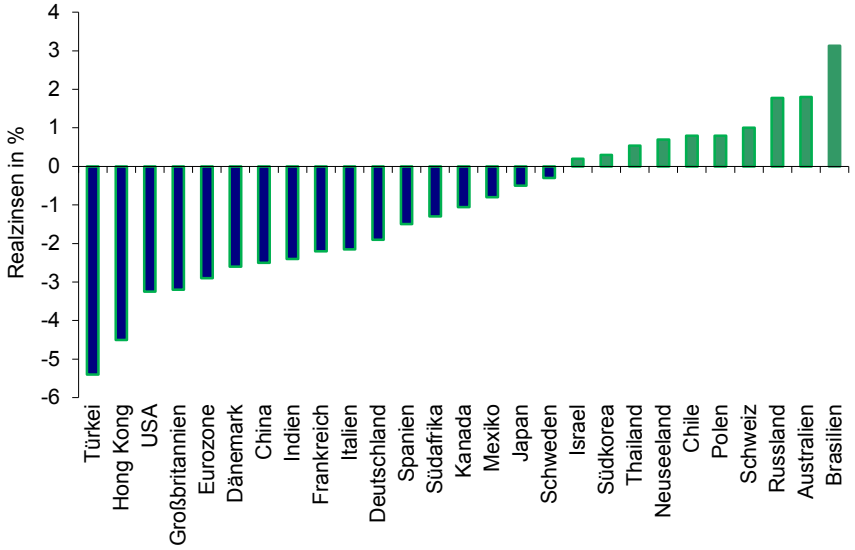
[84] *Vgl. auch „The Liquidation of Government debt", Carmen M. Reinhart, M. Belen Sbrancia, April 2011, IMF*

gedrängt werden. Dies sei lt. Warsh die verkehrte Politik, nachdem manipulierte Preise falsche Signale an die Marktteilnehmer aussenden und die Vertrauenserosion beschleunigt wird. Die großen Volkswirtschaften haben seiner Ansicht nach keine *Rating-Probleme*, sondern vielmehr *Schuldenprobleme*. Jeder Prozentpunkt an höheren Zinsen würde für die USA auf Sicht von 10 Jahren einen höheren Schuldendienst im Ausmaß von insgesamt 1 Billion US-Dollar bedeuten[85].

Anstrengungen zum Management und der Manipulation von Asset-Preisen seien lt. Warsh nicht neu. Jedoch habe die Geschichte gezeigt, dass durch diese Politik lediglich (teuer) Zeit gekauft würde. **Selten wurden die Zeitfenster genutzt, um strukturelle Reformen zu beschließen und umzusetzen. Langfristiges Wachstum sei gegenüber flüchtigen Stabilisierungsbemühungen zu priorisieren.**

Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man, dass negative Realzinsen mittlerweile in zahlreichen Ländern vorherrschen.

Unterschiedliches Realzinsniveaus weltweit



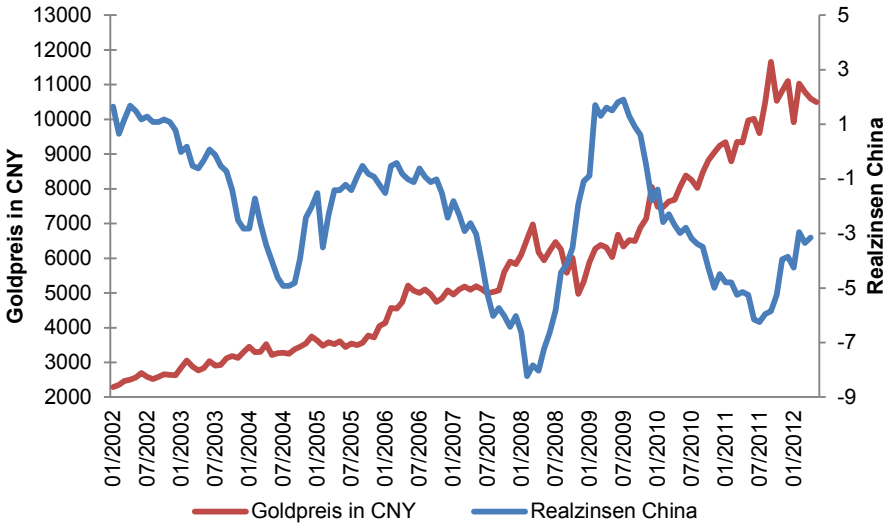
Quelle: Erste Group Research, Bloomberg

Finanzrepression auch in China – dies erklärt auch die Goldaffinität der Bevölkerung

In China wird seit 2000 Finanzrepression betrieben. Kapitalverkehrskontrollen und negative Realzinsen spielen hier eine zentrale Rolle. Im Februar 2002 wurden die Zinsen bei 0,72% fixiert und für knapp sieben Jahre auf diesem Niveau belassen. Anfang 2008 lag die (offizielle) Teuerungsrate bereits bei 7,9%, was einen negativen Realzins von 7,2% bedeutete. Dies erklärt auch, wieso der Konsum als Anteil am chinesischen BIP kollabierte. In den 80er Jahren lag er noch bei 50% des BIP's, in 2010 waren es lediglich 34%. Der Staatsanteil wuchs im gleichen Zeitraum proportional an[86]. **Insofern verwundert es nicht, dass China mittlerweile zum größten Goldkonsumenten avanciert ist.**

[85] *Vgl. Kevin Warsh, "The "Financial Repression" Trap", Wall Street Journal, Dezember 2011*
[86] *Vgl. Hugh Hendry, Eclectica Fund, April 2012*

Realzinsen vs. Goldpreis in China



Quelle: Erste Group Research, Datastream

Finanzrepression auf argentinisch – Fast Food Junkies sollten in Argentinien Big Mac statt Whopper essen

In Argentinien griff Präsidentin Kirchner zu unkonventionellen Maßnahmen. Die Teuerung lag offiziell bei 10%, obwohl sie realistischerweise eher bei 25% hätten liegen müssen. Nachdem der Big Mac Index, der den weltweiten Vergleich von Kaufkraftparitäten ermöglicht, jedoch eine Teuerung von knapp 20% auswies und dies dem doppelten der offiziellen Inflationsrate entsprach, wurde McDonald's kurzerhand zu einer deutlichen Preissenkung „überredet". Argentinien ist nun scheinbar das einzige Land, in dem der konkurrierende Whopper von Burger King um knapp 30% teurer ist als der Big Mac. Insofern sollten kostenbewusste Freunde von Fast Food in Argentinien zum günstigeren Big Mac greifen. **Diese Anekdote zeigt den Erfindungsreichtum bei der Verschleierung der tatsächlichen Teuerung[87].**

Weitere konkrete Beispiele für finanzielle Repression:

- In Italien wurde die Kapitalertragssteuer erhöht, ausgenommen sind jedoch Gewinne aus Veranlagungen in Staatsanleihen. Das Investieren in Staatsanleihen wird somit klar incentiviert.
- Argentinien übernahm 2008 die Kontrolle über private Pensionskassen
- In Frankreich durften bis in die 80er Jahre keine deutschen Bundesanleihen gekauft werden
- Großbritannien hat Banken, Pensionsfonds und Vermögensverwalter bereits 2009 verpflichtet, einen höheren Anteil an britischen Staatsanleihen zu halten. So haben die (teilweise verstaatlichten) britischen Banken die traditionell kaum britische Staatsanleihen gehalten hatten, ihre Bestände an GILT's um 100 Milliarden Pfund gesteigert.
- In Japan müssen Banken für japanische Staatsanleihen keinerlei Eigenkapital hinterlegen. Umgekehrt dürfen selbst währungsgesicherte ausländische Anleihen nicht zu den liquiden Mitteln zugerechnet werden.

[87] *Vgl. Flossbach & von Storch – Big Mac Repression*

Fazit

Finanzrepression führt zu weiteren Fehlallokationen – die Saat für noch größere Krise wird gesät

Pan para hoy y hambre para mañana

Wir glauben, dass finanzielle Repression in ihren unterschiedlichsten Facetten, im Laufe der nächsten Jahre immer mehr an Bedeutung gewinnen wird. Die langfristigen Kosten der fehlenden Konsolidierungs-bemühungen sind jedenfalls beträchtlich. Während die Anleiherenditen suggerieren, dass die Sparbemühungen auf Schiene sind, sollte man nicht vergessen, dass hierfür in erster Linie Markteingriffe verantwortlich sind. Insofern halten wir sukzessiven Vermögenstransfer (eine etwas euphemistische Bezeichnung für schleichende Enteignung) als langfristig verheerende Strategie, nachdem keinerlei Problemlösung vorangegangener Fehlallokationen vollzogen wird, sondern lediglich eine (anfangs weitgehend unsichtbare Form) der Umverteilung stattfindet und eine zeitliche Verzögerung erfolgt.

Mit zunehmender Abhängigkeit von solchen Maßnahmen steigen auch die später zu erwartenden Kollateralschäden und **die Saat für eine noch größere Krise wird gesät.**

Negative Realzinsen bedeuten perfektes Umfeld für Gold

***„Inflation ist, wenn die Brieftaschen immer voller und die Einkaufstaschen immer leerer werden"* Bob Orben**

Die Teuerung ist eine regressive Steuer, also das Gegenteil der Einkommenssteuer, die progressiv wirkt. Je ärmer man ist, desto höher der anteilige Beitrag. Die Kaufkraft des Einkommens sinkt ab, weshalb Teuerung auch als Umverteilungssteuer gesehen werden kann. Essentiell im Hinblick darauf ist der sogenannte „Cantillon-Effekt". Er 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. Es kommt zu einem Vermögenstransfer von späten Geldnutzern zu frühen Geldnutzern.

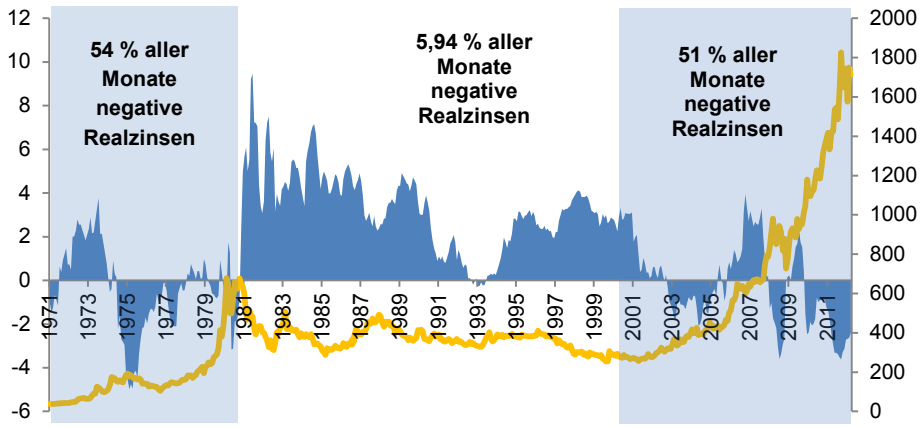
***„Inflation herrscht, wenn Sie 15 Dollar für einen 10-Dollar-Haarschnitt bezahlen, den sie früher für 5 Dollar erhielten, als Sie noch mehr Haare auf dem Kopf hatten"* Sam Ewing, amerikanischer Autor und Humorist**

Der Hintergrund zu niedrigere Teuerungsraten auszuweisen, liegt auf der Hand. Zahlreiche sozialversicherungsabhängige Ausgaben, staatliche Transferleistungen, Beamtengehälter, Essensmarken etc. sind von der Valorisierung abhängig. Auch das reale BIP-Wachstum wird so nach oben revidiert, nachdem das nominale Wirtschaftswachstum durch den Preisindex dividiert wird. Auch wenn es oft heißt, dass „2% Inflation gesund wären"[88], so entsteht dadurch immer noch ein Kaufkraftverlust von 50% innerhalb von 35 Jahren. Bei einer jährlichen Teuerung von 10% halbiert sich der Geldwert ca. alle sieben Jahre.

Negative Realzinsen bedeuten perfektes Umfeld für Gold

Was bedeutet dies nun für Gold? Wir haben im Vorjahr ausführlich beschrieben, wieso negative Realzinsen ein perfektes Umfeld für den Goldpreis bedeuten. Während der 20-jährigen Goldbaisse der 1980er und 90er Jahre, lag das Realzinsniveau bei durchschnittlich 4%. In lediglich 5,9% aller Monate waren die Realzinsen im negativen Terrain. Ganz anders jedoch die Lage in den 70er Jahren. Hier lag der Realzins in 54% der Monate im negativen Bereich. Seit 2000 ist der Realzins in 51% aller Monate im Minus, was ein optimales Umfeld für Gold bedeutet. **Aufgrund der im letzten Kapitel beschriebenen Umstände, gehen wir davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzen wird.**

Gold vs. Realzinsniveau seit 1971

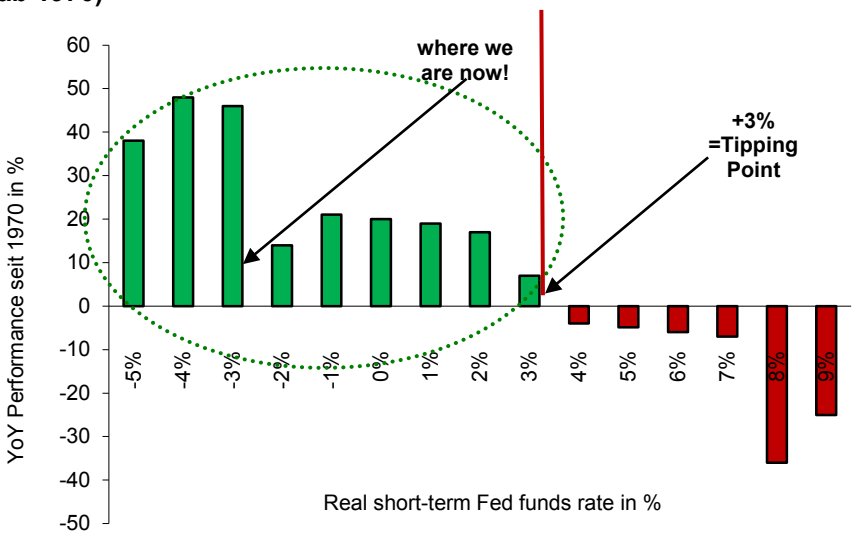


Quelle. Erste Group Research, Datastream

[88] *um bei einer drohenden Deflation Spielraum zu haben*

Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man die durchschnittliche jährliche Entwicklung von Gold in unterschiedlichen Realzinsniveaus. Es ist klar ersichtlich, dass ab einem positiven Realzins von 3-4%, die Performance in negatives Terrain dreht.

Jährliche Entwicklung von Gold in unterschiedlichen Realzinsniveaus (ab 1970)



Quelle: Deutsche Bank, US Global Investors, Erste Group Research

Die asiatische Gold-Affinität als treibender Faktor des Bullenmarktes

„*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

Schon seit jeher wandert Gold aus Regionen ab, in denen der Wohlstand stagniert und es fließt dorthin, wo die Wirtschaft prosperiert und das Sparvolumen steigt.1980 waren Europa und die USA noch für 70% der Goldnachfrage verantwortlich, mittlerweile sind es nur noch knapp 20%.

Anhand nachfolgender Tabelle erkennt man die Veränderung der Nachfrage von 2000 bis 2011. In Tonnen gemessen kommt das größte Plus aus China (+518 Tonnen), gefolgt von Europa (+232 Tonnen) und Indien (+210 Tonnen). Prozentuell gemessen war Deutschland mit einem Plus von 921% auf Platz 1, gefolgt von China (+177%) und Europa ex GUS(+ 163%). Anhand der Zahlen erkennt man aber auch wie unbedeutend die europäische und US-amerikanische Nachfrage in Relation zu Asien und dem Nahen Osten mittlerweile ist.

Nachfrage 2000 vs. 2011

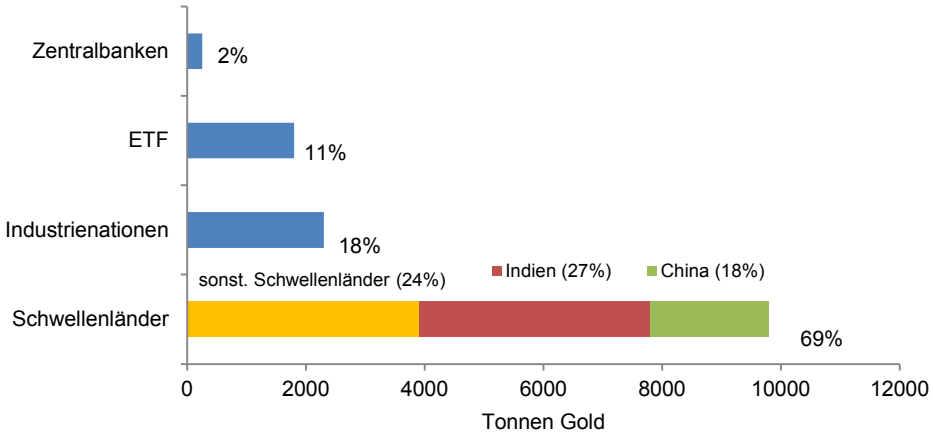
	2011		2000		Change b/w 2000-11	
	Tonnes	% of Total%	Tonnes	% of Total%	Tonnes	%
India	933,4	27,1%	723	21,6%	210,4	29,1%
Greater China	811,2	23,5%	292,6	8,8%	518,6	177,2%
Japan	24,4	0,7%	105,1	3,1%	-129,5	-76,7%
Middle East	199,8	5,8%	457,9	13,7%	-258,1	-56,4%
Turkey	144,2	4,2%	177,4	5,3%	-33,2	-18,7%
USA	194,9	5,6%	368,5	11,0%	-173,6	-47,1%
Europe ex CIS	374,8	10,9%	142,4	4,3%	232,4	163,2%
Germany	159,3	4,6%	15,6	0,5%	143,7	921,2%
UK	22,6	0,7%	75	2,2%	-52,4	-69,9%
Italy	28,8	0,8%	92,1	2,8%	-63,3	-68,7%
France	8,4	0,2%	19	0,6%	-10,6	-55,8%
Others	816,1	23,7%	1076,2	32,2%	-260,1	-24,2%
Total jewellery + investment	**3450**	**100%**	**3343,1**	**100%**	**106,9**	**3,2%**

Quelle: Erste Group Research, World Gold Council

Schwellenländer mittlerweile für mehr als 70% der physischen Goldnachfrage verantwortlich

Innerhalb der letzten 5 Jahre stieg der Anteil der Emerging Markets an der gesamten Goldnachfrage auf 70%. Mehr als die Hälfte entfiel dabei auf China und Indien. Die langjährige Historie finanzieller Repression, eines instabilen Geldwesens und der damit verbundenen Kaufkraftverluste dürften – abgesehen von kulturellen und religiösen Aspekten – die ausschlaggebenden Faktoren sein. Auf nachfolgendem Chart erkennt man eindrucksvoll, wie dominant die physische Nachfrage der Schwellenländer auf Sicht der letzten 4 Jahre war und wie unwesentlich die Nachfrage seitens der Industrienationen im Vergleich dazu eigentlich.

Aggregierte Goldnachfrage 2007 bis 2011

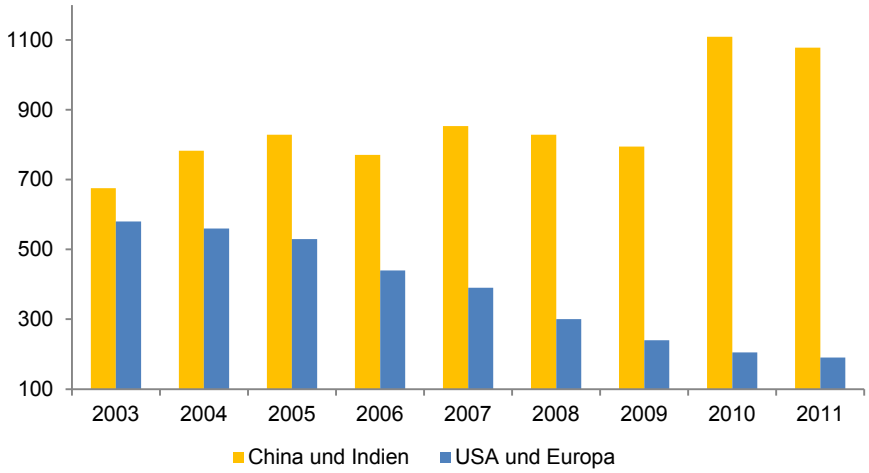


Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Gestiegener Wohlstand und hohe Sparquote erklären gestiegene Nachfrage aus Chindia

Ausschlaggebend für diesen Paradigmenwechsel ist der steigende Wohlstand und die sukzessive wachsende Sparquote innerhalb der Schwellenländer. In China stieg die Sparquote von 40% in den 90er Jahren auf 49% in 2010. In Indien stieg sie im gleichen Zeitraum von 22,4% auf 30%. Lt. GMO stiegen die Gesamtersparnisse in dieser Zeit von USD 557 Mrd. auf 3,4 Billionen in 2010[89]. Insofern ist es kaum verwunderlich, dass mittlerweile China und Indien die mit Abstand wichtigsten Goldkonsumenten sind. Die eindeutig wachsende Divergenz zwischen der Nachfrage in „Chindia" vs. USA und Europa erkennt man auch anhand des nachfolgenden Charts.

Schmucknachfrage China und Indien vs. USA und Europa



Quelle: Pierre Lassonde, World Gold Council, Erste Group Research

Anzahl der HNWI's in Asien steigt stark an

Gemäß CLSA-Studie[90] verfügt Asien (ex Japan) derzeit über 1,2 Millionen high-net-worth individuals (HNWI). Dies sind Personen, die über investierbare Assets von mehr als USD 1 Mio. verfügen. Dies entspricht knapp 0,06% der Bevölkerung. Der Anteil soll innerhalb der nächsten 5 Jahre um den Faktor 2,4 steigen. In Indien stieg das durchschnittliche

[89] *Vgl. "Emerging thoughts. Emerging consumers drive gold prices: who knew?", GMO*
[90] *Vgl. "Wealthy Asia", CLSA*

Vermögen innerhalb der letzten Dekade von USD 2.000 auf USD 5.500. Die Privatschulden liegen bei USD 260 pro Kopf. Allein in 2011 stieg die Anzahl der Millionäre um 34.000. In China wuchs das durchschnittliche Vermögen von USD 6.000 in 2000 auf mehr als 21.000 in 2011. Insgesamt liegt China was das Gesamtvermögen der privaten Haushalte betrifft, nun auf Platz 3 weltweit, 22% hinter Japan und 44% vor Frankreich.

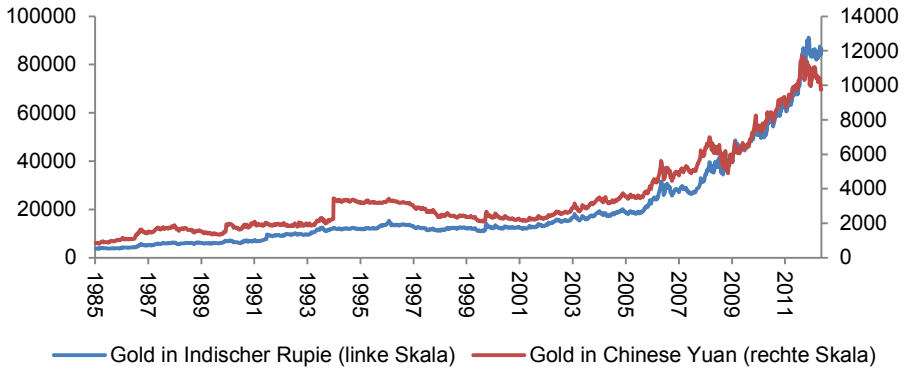
***"If India sneezes, the gold industry will catch a cold"* Ajay Mitra**

In Indien gibt es 21 verschiedene Wörter für „Gold". Kein anderes Land hat ein solch ausgeprägtes Faible für Gold. Die privaten indischen Goldbestände werden auf mehr als 20.000 Tonnen geschätzt. Dies entspricht einem Wert in Höhe von 1 Billion USD. Im Vorjahr war Indien für knapp 27% der weltweiten Nachfrage verantwortlich. 61% davon entfiel auf Schmuck, der Rest auf Münzen, Barren und sonstige Investments.

Indische Schmuckhändler reagierten mit wochenlangem Streik auf Erhöhung der Importsteuer

Die jährlichen Goldimporte bedeuten aber auch eine Bürde für die indische Zahlungsbilanz. Im Zuge gestiegener Budgetprobleme hat die indische Regierung die Einfuhrzölle auf Gold zu Jahresbeginn verdoppelt. Nachdem im April eine weitere Erhöhung der Importsteuer angekündigt wurde, reagierten die indischen Schmuckhändler mit einem 3-wöchigen Streik. Mehr als 90% der Händler nahm daran teil, was die Aversion gegen diese Maßnahmen eindrucksvoll unterstreicht. Zudem war es der erste landesweite Streik seit 7 Jahren.

Goldpreis in indischer Rupie (linke Skala) und chinesischem Yuan (rechte Skala) seit 1985



Türken halten mindestens 5.000 Tonnen Gold

Die Türkei zählt ebenfalls zu den wesentlichen Goldkonsumenten. Gemäß World Gold Council ist die Türkei auf Platz 5 der Schmucknachfrage und Platz 8 bez. der gesamten Retail-Nachfrage. Die türkische Bevölkerung hält Gold im Ausmaß von mindestens 5.000 Tonnen bzw. mehr als USD 250 Milliarden. Ein Großteil davon wird in Form von Schmuck und außerhalb des Bankensystems gehalten.

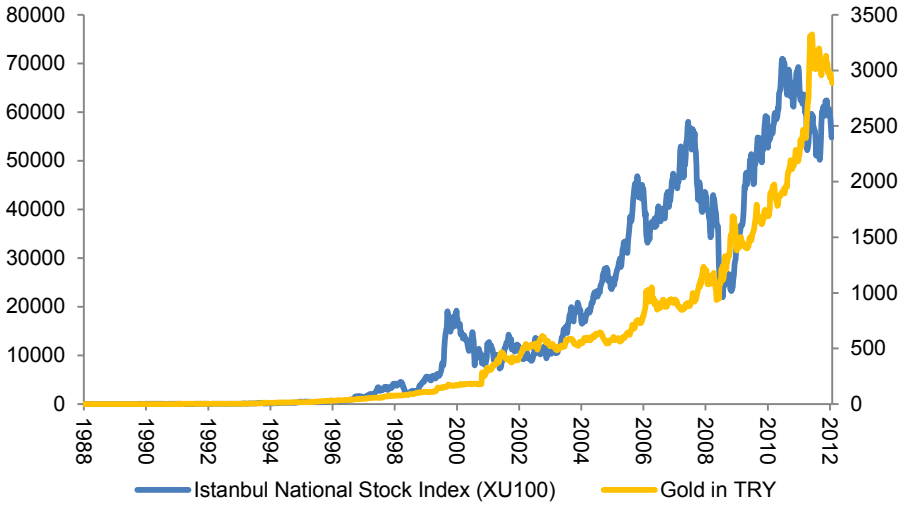
Private und Notenbank weiterhin auf der Käuferseite

Im Vorjahr stieg die Nachfrage – trotz schwacher Lira – erneut stark an, es wurde beinahe doppelt so viel Gold wie noch in 2010 gekauft. Erstmals überstieg die Investmentnachfrage die Schmucknachfrage. Nicht nur die türkische Bevölkerung erhöht ihre Goldbestände, sondern mittlerweile auch die türkische Notenbank. Sie kaufte allein im April 29,7 Tonnen und verfügt nun über Goldreserven in Höhe von 239 Tonnen bzw. 13,7% der gesamten Notenbankreserven.

Gold (+42,71% pa.) und Aktien (+43,44% pa.) veranschaulichen die Entwicklung von Sachwerten in hochinflationärem Umfeld

Gold ist in der Türkei eine traditionelle und bewährte Form des Sparens. Zwischen 1965 und 2010 lag die jährliche Teuerung bei knapp 40%. 1980 und 1995 lag sie sogar im dreistelligen Bereich. Auf nachfolgendem Chart sieht man die Entwicklung von Gold und türkischen Aktien. Die Performance bei Aktien beläuft sich inklusive Dividenden auf 642.083% bzw. 43,44% pro Jahr und bei Gold auf 577.115% bzw. 42,71% pa. **Dies veranschaulicht die Entwicklung von Sachwerten in einem hochinflationärem Umfeld.**

Gold in türkischer Lira vs. Türkische Aktien



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Die türkische Regierung will nun Anreize schaffen, damit die Bevölkerung ihre privaten Bestände in das Bankensystem einbringt. Damit soll der Finanzsektor gestützt und das Handelsbilanzdefizit gesenkt werden. Gemäß Deniz Bank werden mittlerweile Goldbestände im Ausmaß von USD 8,6 Mrd. innerhalb des türkischen Bankensystems gelagert, dies entspricht einem Wachstum von 270% in 2011[91]. Zudem hat die türkische Notenbank den Anteil, den Kreditinstitute in Form von Gold als Rücklage halten können, von 10 auf 20% erhöht.

Wieso Gold in Indien und China weiterhin spottbillig ist

Für US-und Euroinvestoren mag der nominelle Goldpreis derzeit "teuer" aussehen. Sieht man jedoch den inflationsbereinigten Goldpreis gemäß US-CPI an, so sieht die Sache schon anders aus. Der Goldpreis würde erst bei USD 2.300 sein inflationsbereinigtes Allzeithoch aus 1980 übersteigen.

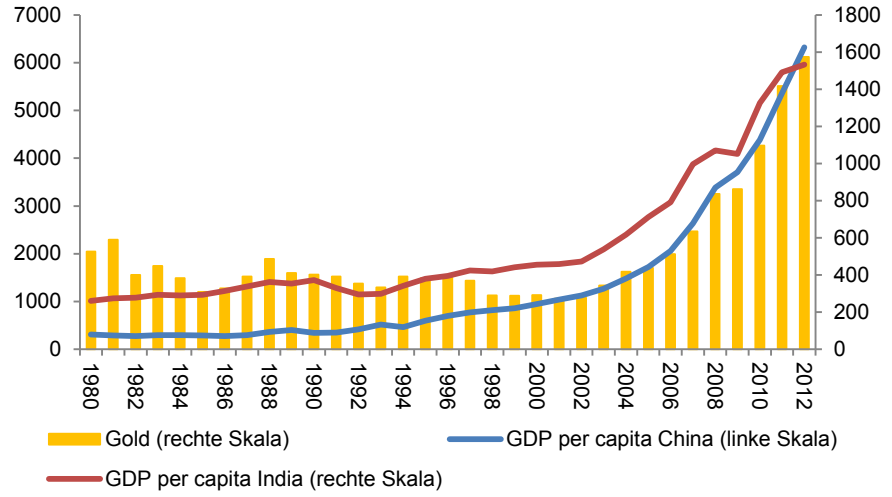
Goldpreis aufgrund rapider Einkommensentwicklung de facto unverändert seit 2000

Nachdem Asien mittlerweile für einen Großteil der Goldnachfrage verantwortlich ist, sollte man den US-Daten jedoch nur begrenzt Aufmerksamkeit schenken. Insofern ist die Einkommensentwicklung in China und Indien ein zentraler Faktor für die physische Goldnachfrage. In indischer Rupie gemessen stiegen die Goldpreise seit 2001 um durchschnittlich 18% pa., im chinesischen Yuan beläuft sich das Plus auf 16%. Im Vergleich dazu stiegen die Nominaleinkommen sowohl in China als auch in Indien exakt im gleichen Tempo. Daran lässt sich erkennen, dass der Goldpreis für die chinesische und indische Bevölkerung seit 2000 de

[91] *„Ankara will Türken ans Gold", Financial Times Deutschland, März 2012*

facto unverändert ist. Die rapide Entwicklung des chinesischen (linke Skala) und indischen (rechte Skala) BIP's pro Kopf erkennt man auf nachfolgendem Chart.

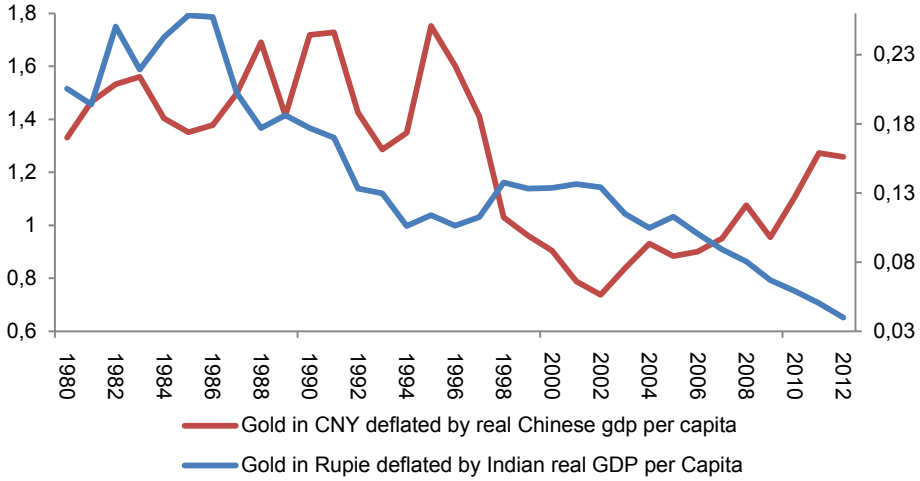
GDP pro Kopf in Indien (rechte Skala) und China (linke Skala) vs. Goldpreis (rechte Skala)



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Ähnliches erkennt man auch, wenn man das reale BIP pro Kopf mit dem Goldpreis (jeweils in INR und CNY) vergleicht:

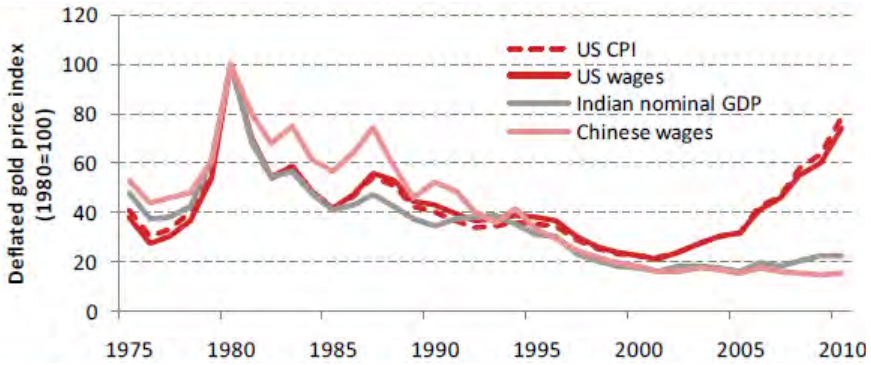
Gold in CNY und INR bereinigt um BIP/Kopf



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Goldpreis an Kaufkraft chinesischer und indischer Bevölkerung gemessen um 80% niedriger als 1980

Nachdem die ausgewiesene Teuerung in Asien oft wenig mit der Realität gemein hat, wollen wir deshalb auch den Goldpreis in Relation zu den verfügbaren Einkommen analysieren. Diese Blickweise liefert interessante Erkenntnisse. So ist der Goldpreis gemessen an der Kaufkraft in China und Indien derzeit aktuell ca. 80% tiefer als in 1980. Gold ist für asiatische Investoren insofern immer noch spottbillig.



Quelle: "Why Gold is cheap in Asia", Nomura Research

Fazit

Goldnachfrage wird von steigenden Einkommen in China und Indien weiter profitieren

Gold wird oft als Investment für Untergangspropheten und chronische Pessimisten bezeichnet. Diese Komponente wird derzeit als einziger Grund für den Goldbullenmarkt genannt. Es wird jedoch häufig vergessen, dass China und Indien die treibenden Faktoren auf der Nachfrageseite sind. Die Realzinsen sind weiterhin in beiden Ländern negativ. Zudem gibt es im Hinblick auf das Anlageuniversum einen klar unterentwickelten Markt. Im Grunde genommen haben lokale Investoren stark begrenzte Möglichkeiten was die Verwendung ihrer Ersparnisse betrifft. Gold ist hier ein seit Jahrhunderten bewährtes Wertaufbewahrungsmittel. Die hohe traditionelle Goldaffinität und der steigende Wohlstand werden die Nachfrage langfristig unterstützen. **Wer davon ausgeht, dass die Einkommen in China und Indien weiterhin steigen und die Realzinsen weiter negativ bzw. niedrig bleiben, wird Gold deshalb zwangsläufig als Nutznießer dieser Entwicklung erkennen.**

Der leise Abschied vom Petrodollar?

"When the dollar collapse comes, it will happen two ways: gradually then suddenly. That formula, famously used by Hemingway to describe how one goes bankrupt, is an apt description of critical state dynamics in complex systems. The gradual part is a snowflake disturbing a small patch of snow, while the sudden part is the avalanche. The snowflake is random yet the avalanche is inevitable. Both ideas are easy to grasp. What is difficult to grasp is the critical state of the system in which the random event occurs."
Jim Rickards, Currency Wars

Zahlreiche Nationen wollen sich von der sklavischen Bindung an den US-Dollar lösen

Wie auch bereits in den letzten Reports publiziert, wird die Kritik an der Dollar-Währungshegemonie zunehmend lauter. Viele Nationen wollen sich offensichtlich von der sklavischen Bindung an die US-Währung befreien. China, Russland und Indien aber auch Japan sind die Nationen, die den bilateralen Handel zunehmend in eigenen Währungen bzw. in Rohstoffen abwickeln möchten, um den Dollar zu umgehen. Dies ist ein klares Indiz für einen Paradigmenwechsel, insb. nachdem mehr als 2/3 aller US-Dollar im Ausland gehalten werden.

Dass die Dollar-Skepsis immer größer wird, belegen zahlreiche Beispiele[92]:

- Die Internationalisierung des Renminbi schreitet rasch voran. Anfang 2010 wurden noch weniger als 1% des chinesischen Außenhandels in Yuan fakturiert, aktuell sind es bereits 8%. Im Handel mit asiatischen Partnern sind es bereits 14,5%. Gemäß HSBC soll der Anteil bis 2015 auf 50% steigen. Derzeit macht der Gesamtumfang aller Swap-Vereinbarungen mit Chinas Handelspartnern mehr als ein Viertel des gesamten Handelsvolumens aus.[93]

- Die nigerianische Notenbank möchte den Anteil der Yuan-Reserven auf 10% anheben.

- Indien möchte für iranisches Öl mit Gold bezahlen[94]. Gemäß Medienberichten könnte China bald nachziehen. China und Indien sind für knapp 40% der iranischen Ölexporte verantwortlich und andererseits die beiden mit Abstand größten Goldkonsumenten.

- Die BRICS-Nationen[95] setzen auf verstärkte Kooperation. Die 5 Länder sind derzeit für knapp 28% der globalen Wirtschaftsleistung verantwortlich, Tendenz stark steigend. Die neu geschaffene BRICS-Bank soll in Zukunft Entwicklungsprojekte in Schwellenländern finanzieren. Zudem wolle man den bilateralen Handel sowie Kredite in lokaler Währung ermöglichen und den US-Dollar umgehen.

- Im Oktober meldete China, dass man mit den ASEAN-Mitgliedern[96] Freihandelsabkommen abgeschlossen habe, in Rahmen derer man in Yuan fakturieren werde. China kündigte zudem an, dass man

[92] *Vgl. auch Spezialreport Öl „Nothing to Spare", Erste Group Research, März 2012*
[93] *Vgl. "China verschärft globale Devisenattacke", Manager Magazin, 12. März 2012*
[94] *Vgl."India to pay gold instead of dollars for Iranian oil", Debka*
[95] *Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika*
[96] *ASEAN-Mitgliedsstaaten: Brunei, Kambodscha, Indonesien, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippinen, Singapur, Thailand, Vietnam*

eine Zentralbank für die gesamte ASEAN-Gruppe gründen werde und der Yuan die Reservewährung wird. Man werde zusätzlich zu den ASEAN-Nationen auch Japan und Südkorea einladen, sich an der Zentralbank zu beteiligen. Seit dem bilateralen Freihandelsabkommen aus dem Jahre 2010 ist der Handel zwischen China und den ASEAN-Mitgliedern rapide angestiegen. Der ASEAN-Block ist mittlerweile (nach den USA und der EU) der drittwichtigste Handelspartner für China. Bis 2015 möchte die ASEAN einen Binnenmarkt für ihre 600 Mio. Einwohner schaffen.

- China besiegelte zuletzt ein USD 31 Milliarden schweres Swap-Abkommen mit Australien. In den letzten Jahren hat Peking bereits mehr als 20 Swap-Linien vereinbart.

- Indien und Japan unterzeichneten eine Währungs-Swap-Vereinbarung in Höhe von USD 15 Mrd., um den bilateralen Handel zu erleichtern.

- Südafrika hat bereits konkrete Schritte unternommen, um den Dollar als bevorzugte Währung für internationale Handelsgeschäfte zu ersetzen. So wolle man von nun an im Handel mit anderen Schwellenländern den chinesischen Renminbi einsetzen. Standard Bank, die größte afrikanische Bank, erwartet nun, dass das Handelsvolumen in Renminbi zwischen China und Afrika bis 2015 rund USD 100 Mrd. erreichen wird. China scheint Südafrika hier als Tor zum gesamten afrikanischen Markt zu sehen.

- Auch Japan und China möchten den USD weiter umgehen. Im Dezember vereinbarten Ministerpräsident Wen Jiabao und der japanische Premierminister Noda, den Handel in Yuan und Yen deutlich zu forcieren. China ist für Japan mittlerweile der wichtigste Handelspartner (USD 340 Mrd. Volumen pro Jahr). Die beiden Nationen halten die höchsten Bestände an US-Staatsanleihen. Insofern kann die Bedeutung und Symbolik dieser Meldung kaum überschätzt werden.

- Die südamerikanische Allianz ALBA[97] vereinbarte Anfang 2012 die gemeinsame Kunstwährung „SUCRE“ zu forcieren. Man wolle die Verwendung des US-Dollars möglichst vermeiden und einen Teil der Notenbankreserven in den Sucre konvertieren.

Shanghaier Organisation für Zusammenarbeit

Auch die Shanghai Cooperation Organization (SCO) wird hier in Zukunft eine immer größere Rolle spielen. Die Organisation besteht derzeit aus den Mitgliedsnationen China, Russland, Kasachstan, Kirgisistan, Tadschikistan, Usbekistan sowie den Staaten mit Beobachterstatus Indien, Pakistan, Mongolei und Iran. Interesse an einem Beitritt haben ua. die Türkei und Turkmenistan bekundet. Dialogpartner der Organisation sind zudem Weißrussland, Afghanistan, die GUS und die ASEAN.

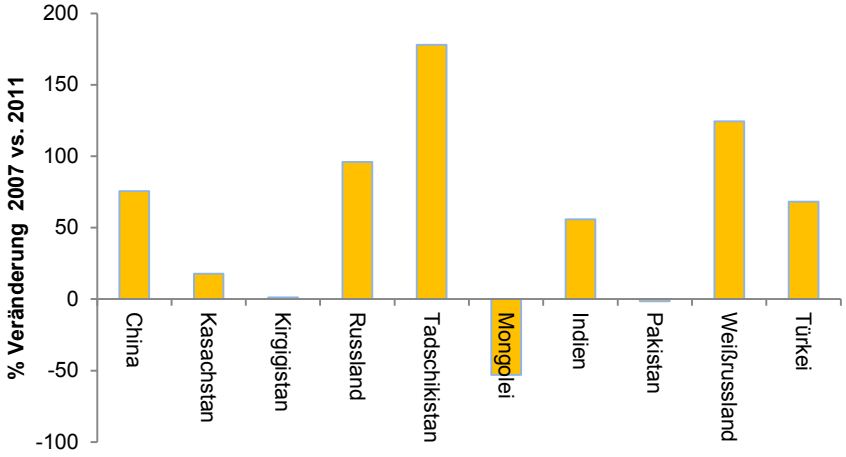
[97] *ALBA – “Alianza Bolivariana para los Pueblos de Nuestra América” bzw. Bolivarian Alliance for the Peoples of Our America*

Die grundlegenden Ziele der SCO sind:

- die Stärkung des Vertrauens unter den Mitgliedsstaaten
- die Mitwirkung und Zusammenarbeit auf politischen, wissenschaftlich-technischen, kulturellen, touristischen und ökologischen Gebieten, im Bereich des Handels, der Energie und des Transports
- die gemeinsame Gewährleistung und Unterstützung von Frieden und Sicherheit in der Region.

Pikanterweise verfügt die Region über einen signifikanten Anteil der weltweiten Goldproduktion. Die meisten Nationen haben zudem in letzter Zeit die Goldreserven der Zentralbank signifikant ausgebaut, wie man auf der nachfolgenden Grafik erkennen kann.

Veränderung der Zentralbank-Goldbestände 2011 vs. 2007



Quelle: WGC, Bloomberg, Erste Group Research

China forciert Sonderziehungsrechte (SDR's)

Der Gouverneur der Peoples Bank of China schlug zuletzt vor, die Sonderziehungsrechte des IWF weiter zu forcieren. Er sähe SDR's als „*Licht im Tunnel für die Reform des internationalen Währungssystems*[98]. SDR's sind eine vom IWF eingeführte Währungseinheit, die nicht auf den Devisenmärkten gehandelt wird. 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%.

Auch Robert Mundell schlug vor, die Zentralbanken sollten die Wechselkurse zwischen US-Dollar und Euro fixieren, um auf diese Weise einen Währungsanker namens „Eurodollar" zu schaffen[99]. Der Eurodollar, der für knapp 50% der Weltwirtschaft verantwortlich wäre, sei ein entscheidender Schritt zur Schaffung einer einheitlichen Weltreservewährung. Aus dem Eurodollar könnte durch die Wiederbelebung der Sonderziehungsrechte und unter Einbeziehung des Renmimbi die Weltwährung INTOR erwachsen. „Int" steht dabei für international und „or" für das französische Wort für „Gold".

[98] *Vgl. „China eyes SDR as global currency", China daily*
[99] *Vgl. „Einheitsweltwährung aus der Logik der Zerstörung", Prof. Thorsten Polleit, eigentümlich frei*

Russen wollen Rubel, Yuan und Gold einen höheren Stellenwert beimessen

Russland möchte Gold ebenfalls eine größere Bedeutung im globalen Währungsgefüge beimessen. So meinte der Chefberater des Kreml, dass Russland die Einbindung von Gold in einem gewichteten Korb einer neuen Weltwährung unterstützen würde. Die Sonderziehungsrechte des IWF sollten die Basis der neuen Währung sein. Es sei jedoch auch logisch, dass dem Rubel, dem Yuan und besonders Gold ein höherer Stellenwert beigemessen werden soll. [100]

Wir halten die meisten Vorschläge bez. eines stärkeren Einsatzes von Sonderziehungsrechten für wenig praktikabel, nachdem die Akzeptanz gering wäre. **SDR's sind Derivate auf Derivate, insofern denken wir, dass kein Vertrauen in SDR's gegeben wäre.**

Plant China einen goldgedeckten Renminbi?

Golddeckung des Renminbi würde internationale Akzeptanz substanziell erhöhen

Wir gehen davon aus, dass China's Zentralbank weiterhin sukzessive 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 Vereinigten Staaten (die amerikanischen Reserven lagen im Jahre 1952 bei 29.663 Tonnen) – neben der militärischen Übermacht - ein zentraler Grund, wieso der US-Dollar zur Weltreservewährung avancierte.

"If some lose their whole fortunes, they will drag many more down with them...believe me that the whole system of credit and finance which is carried on here at Rome in the Forum, is inextricably bound up with the revenues of the Asiatic province. If those revenues are destroyed, our whole system of credit will come down with a crash."
Cicero, 66 vor Christus

Nachdem die chinesischen Leistungsbilanzüberschüsse sukzessive fallen, dürfte auch die derzeitige Konsensmeinung von der massiven Unterbewertung des Yuan langsam zu bröckeln beginnen. Insofern macht eine rasche Internationalisierung aus chinesischer Sicht definitiv Sinn. Bestätigungen dieser These kommen auch von offizieller Seite. Der Chef der Analyseabteilung der Peoples Bank of China rät, dass man zur Absicherung und Diversifizierung der Währungsreserven verstärkt in Gold investieren solle[101]. Zhang Jianhua meinte, Gold sei der „einzige sichere Hafen für risikoscheue Investoren, während andere Anlagen von Staatsanleihen bis Immobilien an Wert verlören". Es sei notwendig, „dass die chinesische Regierung die Zusammensetzung ihres Portfolios von Währungsreserven weiter optimiert. Man solle relativ niedrige Einstiegszeitpunkte für weitere Zukäufe von Gold nutzen."

"*No asset is safe now. The only choice to hedge risks is to hold hard currency - gold."*
Zhang Jianhua, People's Bank of China

Ein ehem. Zentralbank-Berater meinte, dass US-Staatsanleihen mittel- bis langfristig „nicht sicher" seien[102]. China wird zudem einen neuen Investmentfonds lancieren, der einen Teil der mehr als USD 3 Billionen an Währungsreserven in Energie und Edelmetalle investieren soll. PBOC-Berater Xia empfiehlt lediglich 1 Billion an Währungsreserven zu halten, der Rest solle für strategische Investments eingesetzt werden. Zudem rät er zu einer **schrittweisen Erhöhung der Goldreserven** und einer „buy the dip" Strategie über einen längeren Zeitraum. Weiters empfahl er der PBoC, Silber in die offiziellen Reserven aufzunehmen[103]. Im Gegenzug rät er der US-Regierung einen Teil der Goldreserven abzubauen. Ein Vertreter der chinesischen Handelskammer meinte indes[104], China solle die Goldreserven auf bis zu 8.000 Tonnen anheben. Ji Xianonan, Chef der

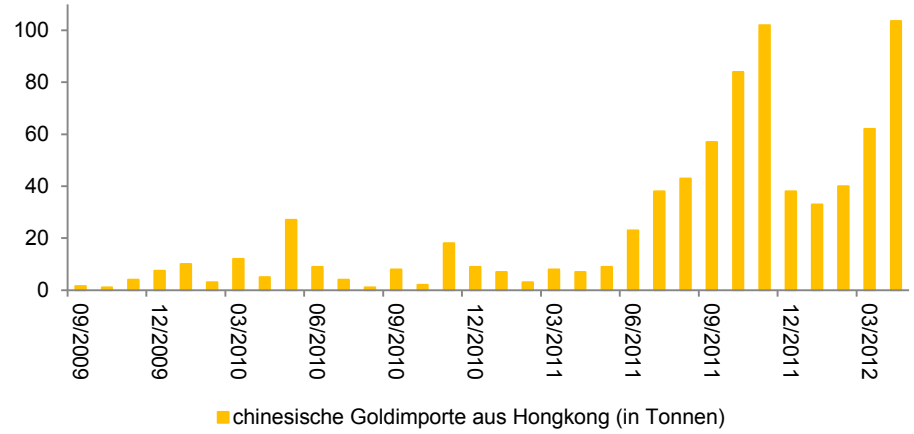
[100] *Vgl. „Russia backs return to Gold Standard to solve financial crisis", The Telegraph, März 2009*
[101] *Vgl. „Chinesischer Notenbanker rät zu Gold", Financial Times Deutschland, 27.12.2011*
[102] *"Treasuries lack safety, Liquidity for China, Yu Yongding says", Bloomberg, August 2010*
[103] *Vgl. Zerohedge.com – „China Central Bank Advisor urges increase in official Gold and Silver reserves" Jänner 2011*
[104] *Vgl. „China should significantly boost gold in reserves", Reuters, Oktober 2010*

chinesischen Finanzaufsicht, schlug unlängst vor, dass China's Goldreserven innerhalb der nächsten 3-5 Jahre auf 6.000 Tonnen gesteigert werden sollten. In 10 Jahren wolle man 10.000 Tonnen Gold besitzen. Demnach müsste China bis 2020 jährlich knapp 40% der Jahresproduktion aufkaufen. **Erfahrungsgemäß werden solche Aussagen mit der Staats- und Parteiführung akkordiert. Man kann die Bedeutung solcher Statements deshalb kaum überschätzen.**

Wir gehen davon aus, dass die PBoC ihre Goldbestände sukzessive ausbaut

Lt. Statistiken des World Gold Council hat die chinesische Notenbank 2010 und 2011 keine Goldkäufe getätigt. Im Juni 2009 wurden letztmals die Bestände von offiziell 1.054 Tonnen gemeldet. Allein im April beliefen sich jedoch die Goldimporte aus Hongkong auf mehr als 100 Tonnen, seit Jahresbeginn sind es 240 Tonnen. Hier zeichnet sich ein klarer Aufwärtstrend ab: zwischen Mai 2010 und April 2011 lagen die Importe noch bei 66 Tonnen, ein Jahr später waren es bereits 489 Tonnen. Dies entspricht einem Plus in Höhe von 640%[105]. Im Gesamtjahr 2011 langen die Importe bei 427 Tonnen (vs. 118 Tonnen in 2010). **Wir gehen davon aus, dass nicht nur chinesische Privatinvestoren, sondern auch die PBoC ihre Goldbestände weiter massiv ausbaut und definitiv über weitaus höhere Reserven, als die offiziell ausgewiesenen 1.054 Tonnen, verfügt.**

Chinesische Goldimporte aus Hongkong (in Tonnen)



Quelle: Datastream, Bloomberg, Reuters, Erste Group Research

Faszinierend wie Felix Somary bereits im Jahre 1913 die chinesische Mentalität beschrieb *„In Europa verstand man damals die chinesische Mentalität nicht; Europa war auf dem Gipfel der Macht, voll Gegenwarts- und Zukunftsvertrauen und belustigte sich über ein Volk, das Banknoten zurückwies und mit Mißtrauen Metallgeld zur Prüfung auf die Goldwaage legte. Man wähnte damals, sie seien hinter uns um fünf Generationen zurück – in Wirklichkeit waren sie uns eine Generation voraus. Sie hatten unter den Mongolenkaisern das Glück der Papiermilliarden – Kriegseroberungen und Straßenbauten – und dann das bittere Ende kennengelernt und dieser Eindruck war ihnen durch viele Jahrhunderte geblieben."*[106]

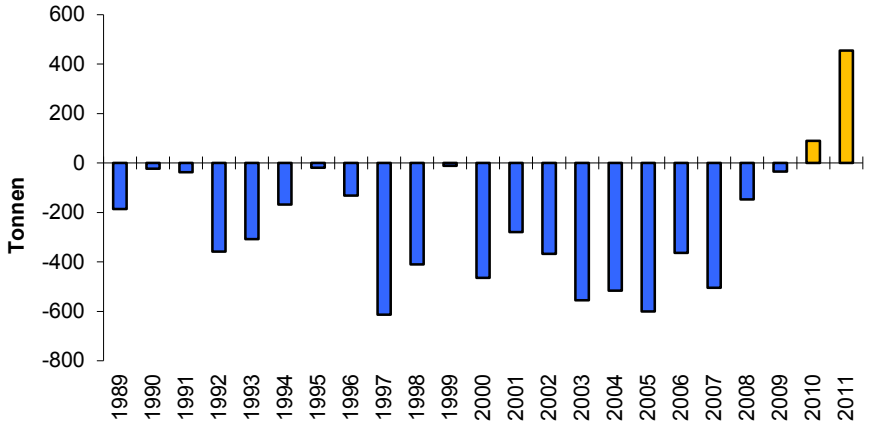
[105] *Vgl. „Gold Alert", Sprott Asset Management, Juni 2012*
[106] *Vgl. „Erinnerungen aus meinem Leben", Felix Somary*

Renaissance der Zentralbankkäufe

Offizieller Sektor weiterhin Nettokäufer – höchstes Volumen seit 1964

Im Vorjahr kauften Notenbanken so viel Gold wie zuletzt im Jahre 1964. Dies stellt unserer Meinung nach einen klaren Paradigmenwechsel seitens des offiziellen Sektors dar. Insgesamt beliefen sich die Käufe lt. IWF auf 455 Tonnen (vs. 77 Tonnen in 2010).

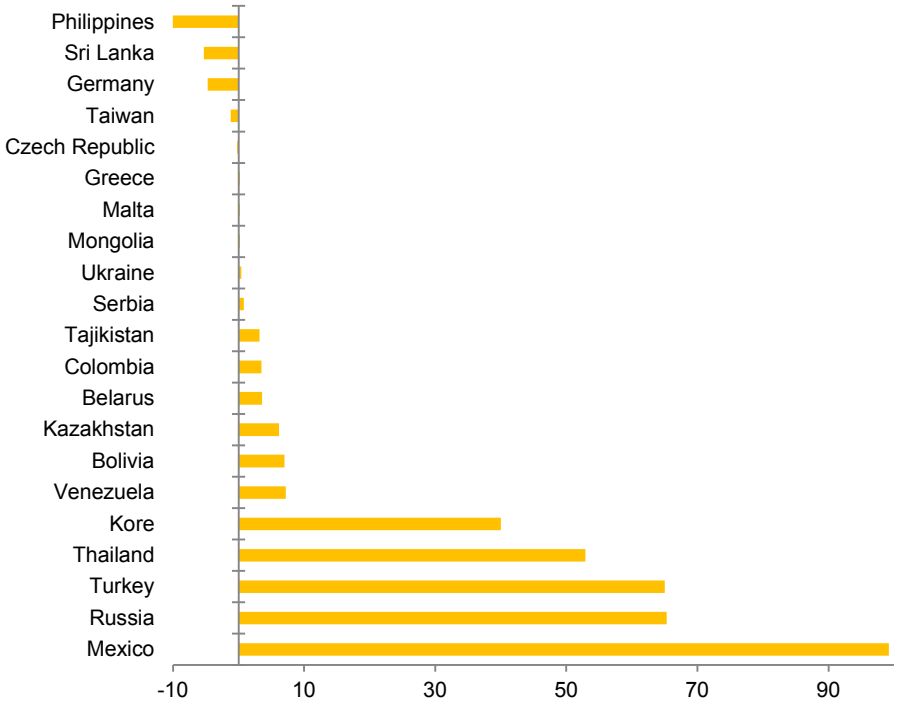
Nettokäufe- bzw. Verkäufe der Notenbaken in Tonnen



Quelle: WGC, Bloomberg, Erste Group Research

Mexiko (99t), Russland (65t), die Türkei (65t), Thailand (53t) und Südkorea (40t), zählten zu den größten Käufern. Auch in 2012 scheint das Momentum nicht abzunehmen. So lagen die Käufe im 1. Quartal bei 81 Tonnen. Der Trend dürfte sich auch im Q2 fortsetzen, allein im April und Mai kauften lt. IWF beispielsweise die Philippinen (32t), die Türkei (36t), Russland (15t), Mexiko (3t) oder Kasachstan (4t).

Zentralbankkäufe 2011



Quelle: World Gold Council, Reuters, Erste Group Research

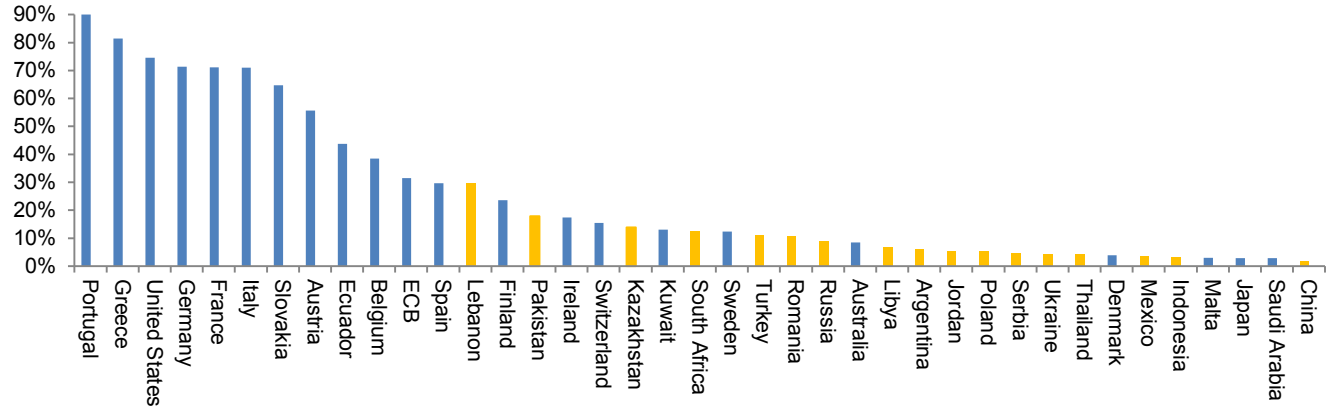
Können Notenbankkäufe auch als Kontraindikator interpretiert werden?

Es stellt sich nun die Frage, ob die Trendumkehr hin zu Nettokäufen nicht auch als Kontraindikator interpretiert werden könnte. Bekanntermaßen sind Notenbanker in der Regel Beamte, die extrem prozyklisch agieren und investieren. Dies hat nachvollziehbare Gründe: nachdem der Kauf von Assetklassen, deren Performance in den letzten Jahren negativ war, gegenüber der Öffentlichkeit und im Hinblick auf interne Gremien, schwer zu rechtfertigen ist, wird meist „Past performance" gekauft[107].

Asiatische Notenbanken klar untergewichtet

Wir glauben jedoch, dass die Notenbankkäufe lediglich eine neue Phase des Bullenmarktes signalisieren. Nachdem die Zukäufe in erster Linie aus den Schwellenländern stammen, sehen wir dies lediglich als logischen Aufholprozess. Ein Gros der Notenbanken der Schwellenländer ist in Vergleich zu Industrienationen weiterhin klar in Gold untergewichtet und versucht die enormen Dollar-Bestände zu hedgen. Den geringen Anteil an den Gesamtreserven der Schwellenländer in Relation zu den Industrienationen erkennt man auf nachfolgendem Chart.

Goldbestände als % der gesamten Notenbankreserven (Schwellenländer in gelber Farbe eingezeichnet)



Quelle: World Gold Council, Erste Group Research

Britische Notenbank als "ultimativer Kontraindikator"?

Zyniker würden die britische Notenbank als *„ultimativen Kontraindikator"* bezeichnen. In den Jahren 1999 bis 2002 verkaufte man unter dem damaligen Schatzminister Gordon Brown 395 Tonnen Gold zu einem Durchschnittspreis von USD 275. Nachdem hier der absolute Tiefpunkt des Goldpreises markiert wurde, spricht man auch vom sogenannten „Brown bottom". Sollte die Bank of England somit Zukäufe ankündigen, so würden wir dies als Warnhinweis für die weitere Goldpreisentwicklung interpretieren.

***"The results are consistent with the view that a central bank's gold position signals economic might"* National Bureau of Economic Research**

Gold hat in Zeiten weltweiter Finanzmarkt-Turbulenzen, die Attraktivität als „ultimativer Hedge" wiedererlangt. Dies bestätigen auch zahlreiche Studien[108]. Gemäß der Studie „Central Banks and Gold Puzzles" signalisiert das Halten bzw. Kaufen von Gold "global power" und geht meist mit einem steigenden „nationalen Selbstvertrauen" und wachsendem Nationalstolz einher. Dies wird auch durch die Realität bestätigt. So haben China, Russland, Indien, Thailand, Mexiko, etc. gleichzeitig mit zunehmender wirtschaftlicher Bedeutung auch ihre Goldbestände erhöht. China verfügt derzeit (offiziell) über die sechstgrößten Goldbestände, Russland liegt auf Platz 8 und Indien auf Platz 11. Wir gehen davon aus, dass diese Nationen

[107] *Vgl. Markus Mezger – "Gold – Ende eines Megatrends"*
[108] *Vgl. Baur und McDermott, 2010*

ihre Reserven weiterhin in Richtung Gold diversifizieren werden, um ihre wachsende wirtschaftliche Bedeutung zu signalisieren[109].

Gold hat für Notenbanker seit Beginn der Eurokrise klar an Attraktivität gewonnen

Gemäß IWF ist der US-Dollar weiterhin für einen Löwenanteil in Höhe von 61,7% aller globalen Währungsreserven verantwortlich. 27,5% sind in Euro allokiert, die restlichen 12,6% entfallen auf Gold und andere Währungen. Die Anteile dürften sich in Zukunft deutlich verändern. Gemäß einer Umfrage[110] unter 54 Zentralbankern, die insgesamt für Portfolios im Wert von USD 6.000 Mrd. verantwortlich sind, sagten 71% der Befragten, dass Gold im Zuge der Eurokrise klar an Attraktivität gewonnen hätte.

Um weiterhin 1,8% der Währungsreserven in Gold zu halten, müsste China 170 Tonnen Gold pro Jahr zukaufen

Würden die 18 Notenbanken (außerhalb der EU bzw. der USA und exklusive China) mit den größten Dollarbeständen, ihre Goldbestand auf 10% der Gesamtreserven anheben, so würde sich die kumulierte Nachfrage auf 3.400 Tonnen belaufen[111]. Wollte China den Anteil an den Reserven auf 10% anheben, so würde man mehr als 5.300 Tonnen zukaufen müssen. Wir halten es für unwahrscheinlich, dass China den Anteil rasch bzw. öffentlichkeitswirksam auf 10% oder mehr anhebt. Einerseits würde dies einen mangelnden Glauben an die Kaufkraftentwicklung der Dollarreserven in Höhe von USD 3,3 Billionen signalisieren, andererseits könnten solche Dimensionen kaum am Markt platziert werden. Sofern China weiterhin einen Goldanteil von 1,8% Anteil der Währungsreserven halten möchte, so müssten (bei weiterhin in gleichem Tempo steigenden Dollarreserven) pro Jahr knapp 170 Tonnen Gold zugekauft werden.

[109] *Vgl. "Central Banks and Gold Puzzles", National Bureau of Economic Research*
[110] *Vgl. "Risk averse Central Banks Favour Gold over Euro", FT.com*
[111] *Vgl. "A new era for gold producers", Nomura*

Exkurs: Interventionismus

Interventionen führen zu Unberechenbarkeit und unerwünschten Konsequenzen

Gemäß der Österreichischen Schule der Nationalökonomie ist es unmöglich, die Komplexität und Dynamik des menschlichen Verhaltens mittels mathematischer Modellierungen zu erklären und zu prognostizieren. Je ausgeprägter die Interventionen in das System ausfallen, desto unberechenbarer und gravierender sind die Konsequenzen der Intervention. Das eigentliche Problem selbst wird meist nicht gelöst. Der Eingriff ist zwar meist gut gemeint, doch gemäß Kurt Tucholsky ist das Gegenteil von Gut eben nicht Böse, sondern gut gemeint. Insofern führen die Interventionen oft zu schlimmeren Langfrist-Folgen als eine laissez faire-Vorgehensweise[112].

Rothbard meinte diesbezüglich: „*If government wishes to see a depression ended as quickly as possible, and the economy returned to normal prosperity, what course should it adopt? The first and clearest injunction is: don't interfere with the market's adjustment process. The more the government intervenes to delay the market's adjustment, the longer and more gruelling the depression will be, and the more difficult will be the road to complete recovery*."[113]

Wie kontraproduktiv stete Interventionen wirken, zeigt eine Analogie aus der Natur:

In den 60er Jahren gab es im Mittleren Westen der Vereinigten Staaten eine Vielzahl an verheerenden Waldbränden. Im Zuge einer Nulltoleranz-Politik wurde bei jedem kleineren Brand eingegriffen. Die Eingriffe der Forstbehörden zeigten jedoch nur wenig Wirkung, meist verschlimmerten die Interventionen die Lage. Durch das permanente Löschen kleinerer Brände wurden nämlich die Voraussetzungen für wesentlich größere Feuersbrünste gelegt. Die Folge war, dass der Wald alterte, morsche Bäume nicht mehr durch jüngere ersetzt wurden und sich die Dichte des brennbaren Materials in Form von Unterholz und Ablagerungen erhöhte. Der natürliche Kreislauf wurde manipuliert. **Dieser künstliche Eingriff in das Ökosystem Wald führte zu einer sukzessiven Destabilisierung.**

Behörden setzen auf die selbstregulierenden Kräfte der Natur

Im Laufe der Jahre erkannte man schließlich, dass Feuer zum natürlichen Lebenszyklus eines Waldes gehört. Es reguliert die Bestandsdichte und reduziert die Anzahl der Schädlinge, kontrolliert Baumkrankheiten und schafft Raum für jüngere Bäume. Seit 1988 verfolgen die Forstbehörden deshalb eine „let it burn"-Politik, dh. man schreitet lediglich ein, wenn Menschenleben bzw. historische Gebäude gefährdet sind**. Die Behörden setzen somit auf die selbstregulierenden Kräfte der Natur.**

Dass selbst die Langfristauswirkungen einer Großbrandkatastrophe relativ gering sind, zeigt ein konkretes Beispiel. Ein Großbrand im Yellowstone Nationalpark zerstörte im Jahre 1988 mehr als 1,5 Millionen Hektar Wald. 1 Drittel des Parks stand in Flammen. Im Nachhinein führte die vermeintliche Katastrophe zu überraschenden Erkenntnissen. Bereits 1 Jahr später war der Park wieder von frischem Grün überzogen. Das Feuer war für den Wald sogar von ökologischem Nutzen, nachdem sich die Zapfen bestimmter Nadelbäume erst bei höheren Temperaturen öffnen und

[112] *Vgl. "LaRasmussteinmontians in Yellowstone Park", the Ineichen Dialogues Act II, Alexander Ineichen*
[113] *Murray Rothbard, America's Great Depression*

ihre Samen auf die nährstoffreiche Asche am Boden fallen[114]. **Dies ist unserer Meinung nach ein eindrucksvolles Beispiel für die selbstregulierenden Kräfte der Natur. Gemäß Austrians lassen sich diese Lehren auch auf Wirtschaftssysteme übertragen.**

Wird der Goldpreis manipuliert?

"The fatal investment anomaly in today's world is that nobody knows what anything is worth anymore because nobody is allowed to meet in an unfettered market to determine it" **Bill Buckler**

Es ist ein schmaler Grat zwischen Intervention (meist staatlicher bzw. politischer Eingriff) und Manipulation (negative Besetzung im Sinne von „Einflussnahme"). Dass bei Anleihezinsen (Operation Twist, Quantitative Easing, SMP) und Währungen (Schweizer Franken, japanischer Yen) seitens der Notenbanken massiv interveniert wird, ist offiziell und legitimisiert. Sowohl die Quantität als auch der Preis (Zinssatz) des Geldes werden gemanagt. Beim Preis von Öl wird mit Hilfe von OPEC-Förderquoten und Freigabe der strategischen Reserven interveniert, ebenso bei Lebensmittelpreisen mittels Subventionen. Dies bestätigte zuletzt auch Kevin Warsh: *"Now that I am out of government, I can tell you what I really believe. Central banks are now so heavily influencing asset prices that investors are unable to ascertain market values…This influence is especially evident with the Fed's purchase of government bonds, which has made it impossible for investors to use bond prices to learn anything about markets."*[115]

Nachdem ein stark steigender Goldpreis nachlassendes Vertrauen in das Finanz- und Währungssystem signalisiert, wäre es unserer Meinung nach naiv zu glauben, dass Interventionen bei Gold nicht stattfinden würden. Der Primärtrend von Gold und Silber ist jedoch ganz klar nach oben gerichtet. **Laut Dow-Theorie kann der Primärtrend nicht manipuliert werden, da die inhärenten Marktkräfte zu stark sind.**

[114] *Vgl. „Ein nützlicher Waldbrand", Welt Online*
[115] *Vgl. "Welcome to 2012 – the Financial System and the Real Economy", Philip Barton, The Gold Standard Institute*

Auf der Suche nach einem "fairen Wert" von Gold

Value does not exist outside the consciousness of men…

Gemäß der Österreichischen Schule der Nationalökonomie gibt es keinen objektiv messbaren Wert eines Gutes. Nach Carl Mengers subjektiver Wertlehre ergibt sich der Wert eines Gutes aus dem Grenznutzen bzw. Marginalwert im Hinblick auf die zugrunde gelegte Zielsetzung. Der Wert eines Gutes oder einer Dienstleistung ist somit keine objektive Größe sondern das Ergebnis eines subjektiven Bewertungsaktes Laut Roland Baader ist jeder Wert ein Phänomen der subjektiven Bewertung und nur auf der Präferenzskala eines Individuums einreihbar. 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[116].

Wert eines Gutes wird von der Grenzeinheit bestimmt

Ein klassisches Beispiel: Ein Glas Wasser ist nach einer mehrtägigen (im wahrsten Sinne des Wortes) Durststrecke durch die Wüste wahrscheinlich das wertvollste Gut auf der Welt. Nachdem der Durst gestillt ist, nimmt der Grenznutzen jedoch rasch ab. Das hundertste Glas Wasser ist kaum noch etwas wert. Genau dieses letzte Glas bestimmt den Marktpreis. Der Grenznutzen ist somit als der Nutzen der letzten bedarfsdeckenden und verfügbaren Einheit eines Gutes zu verstehen. **Der Wert eines Gutes wird also durch die subjektive Wertschätzung seiner jeweils letzten Einheit (=Grenzeinheit) bestimmt[117].**

***„Es ist nicht die Wohltätigkeit des Metzgers, des Brauers oder des Bäckers, die uns unser Abendessen erwarten lässt, sondern dass sie nach ihrem eigenen Vorteil trachten.",* Adam Smith, The Wealth of Nations**

Diese subjektive Einschätzung des Wertes ist gemäß Baader die tiefste Quelle allen Fortschrittes und Wohlstandes. Würde nämlich jeder Mensch alle Güter gleich wertschätzen, so gäbe es keinen Tauschakt und keine Arbeitsteilung. Tausch ist somit niemals ein „*Gleich gegen Gleich*", Tausch ist immer ein „*Win-Win*", also ein Vorgang bei dem jeder der Beteiligten am Ende besser gestellt wird als zuvor[118].

Mögliche Kursziele für Gold

Die Errechnung eines „fairen Wertes" für Gold ist somit unmöglich. Es ist lediglich möglich, eine relative Über- oder Unterbewertung zu anderen Asset-Klassen und Geldmengenaggregaten mittels Ratio-Analyse zu analysieren. Zudem glauben wir, dass sich Bullenmärkte grundsätzlich stark ähneln, weil menschliches Verhalten und Emotionen in Extremphasen gleich sind. Ein Chart spiegelt immer das kollektive Abstimmungsverhältnis der Marktteilnehmer wider[119]. Anhand dessen kann das psychologische Muster der verschiedenen Trendphasen verglichen werden. **Gier, Angst und Panik bestimmen den Anfang und das Ende von Bullenmärkten.**

Goldpreis = 1/T

Wie soll man Gold also „bewerten"? Jim Grant beantwortete diese Frage, indem er vorschlug, dass der Preis von Gold 1/T ist. „T" steht hier für das Vertrauen (Trust) der Menschen in die Währungshüter. Je geringer also der Glaube an die Fähigkeiten der Notenbanker, desto höher der Preis. Der Goldpreis entspricht somit dem Kehrwert des Vertrauens in die

[116] *Roland Baader: Geld oder Gold – CNE Monatsmagazin*
[117] *Vgl. Wikipedia "Grenznutzenschule"*
[118] *Vgl. diesbez. auch den „Montaigne-Irrtum" nach dem fälschlicherweise angenommen wird, dass bei einem Tausch stets eine Seite übervorteilt wird.*
[119] *Vgl. "Euro-Krise ist eigentlich eine kapitale Staatskrise", Erwin Grandinger, Die Welt, Mai 2012*

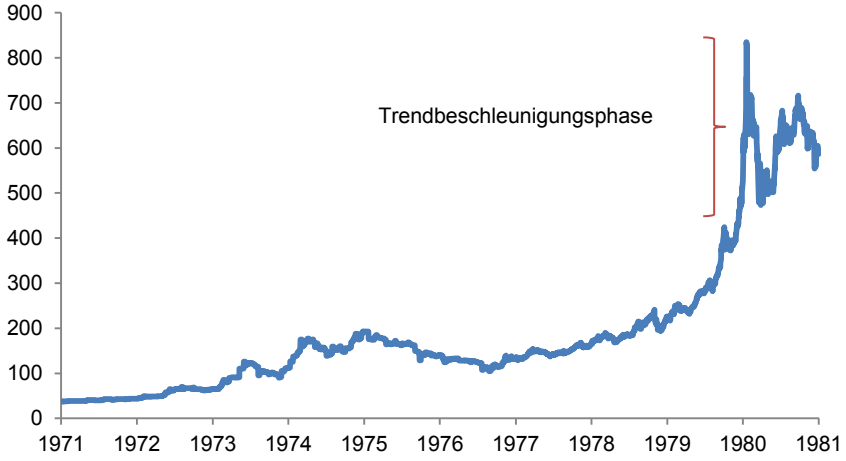
Notenbanken. 1 geteilt durch eine sinkende Zahl sei die Definition einer Hausse bzw. eines sinkenden Vertrauens[120].

***"The amount of gold is finite by weight or volume, it is not finite by price"* John Butler**

Die Pareto-Verteilung (80-zu-20 Verteilung) beschreibt das statistische Phänomen der Ungleichverteilung, das in vielen verschiedenen Bereichen (beispielsweise bei der Einkommensverteilung) zu erkennen ist. Es lässt sich interessanterweise auch auf Bullenmärkte übertragen. So finden 80% der Kursperformance oft in den letzten 20% des Trends statt. Die dritte und letzte Phase eines Trends ist stets die Euphoriephase die in einem „blow-off", also einem parabolischen Anstieg endet. Aus Sentiment-Gesichtspunkten ist diese Phase geprägt von überbordendem Optimismus und einer „this time it's different"-Mentalität. Vermutlich wird der Goldpreis in dieser Phase vermehrt in Backwardation handeln und somit ein klares Indiz für eine Kaufpanik geben. Am Ende dieses Zyklus' findet schließlich die Distribution des Smart Money statt.

Diese Trendbeschleunigungsphase erkennt man auch am nachfolgenden Chart. Von Herbst 1979 bis Jänner 1980 stieg der Goldpreis im Zuge einer Kaufpanik innerhalb weniger Wochen um mehr als 100%.

Bullenmarkt 1970-1980



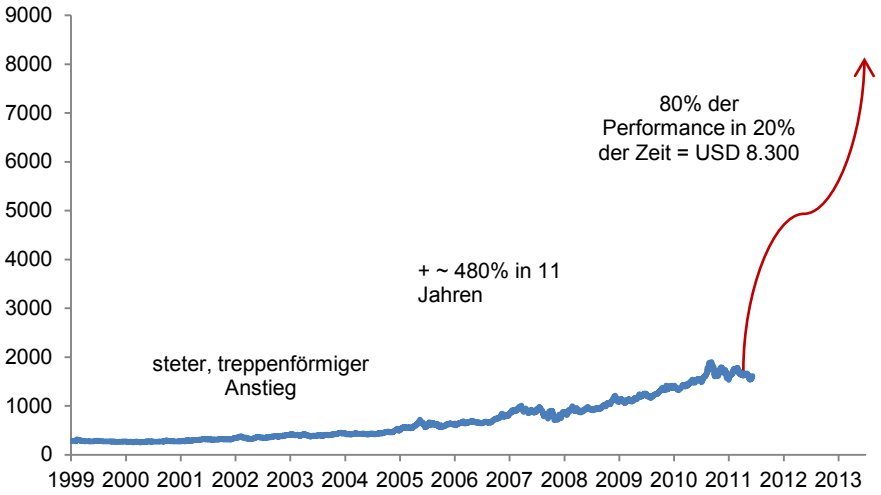
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Kursziel gemäß Pareto-Prinzip bei USD 8.300 bis Frühling 2015?

Wenn man das Pareto-Prinzip nun auf den aktuellen Goldpreis umlegt, so ergibt sich ein theoretisches Kursziel von USD 8.300. Angenommen die letzte Trendphase würde Anfang August bei einem Stand von USD 1.600 beginnen und der Bullenmarkt hat im August 2001 begonnen, so würde die parabolische Phase für weitere 29 Monate laufen und somit im Frühjahr 2015 enden. **Das Kursziel gemäß 80/20 Prinzip liegt dann bei USD 8.300[121].**

[120] *Vgl. "Jim Grant: „Gold price is the reciprocal of faith in central banks", Goldmoney.com*
[121] *Der Move von USD 260 auf USD 1.600 waren lt. Berechnung 20% der Gesamtbewegung. 80% sind somit USD 6.700, addiert zum aktuellen Preis ergibt ein hypothetisches Kursziel von USD 8.300*

aktueller Bullenmarkt mit 80/20 Pareto-Verteilung



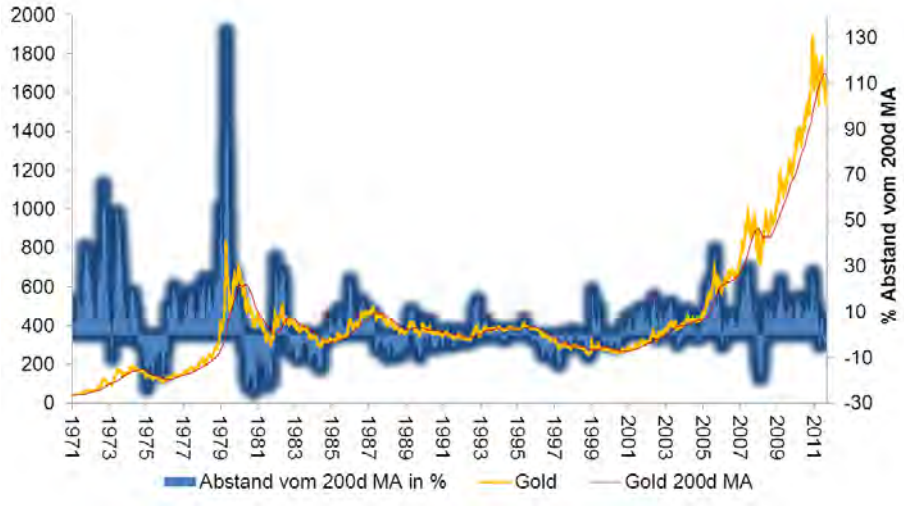
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Vergleich mit 200-Tage-Linie spricht gegen Überhitzung des Goldpreises

Normalerweise handelt ein Kurs in der Phase der finalen Trend-beschleunigung weit über seinen Moving Averages. Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man, dass der Goldpreis am Ende seiner Mania-Phase am 18. Jänner 1980 um 130% über seiner 200-Tage-Linie handelte und somit extrem überkauft war. Ein Jahr später handelte der Preis knapp 25% unter seiner 200-Tage-Linie. Diese enorme Volatilität ist typisch für die letzte Phase eines Trends.

Wie sieht nun die Situation im aktuellen Bullenmarkt aus? Selbst am 5. September, als der Goldpreis bei 1.900[122] schloss, lag der Preis lediglich 26% über der 200-Tage-Linie. Nachdem der Goldpreis derzeit geringfügig unter der 200-Tage-Linie handelt, dürfte dies klar gegen eine Überhitzung sprechen.

Abstand des Goldpreises von seiner 200-Tage-Linie



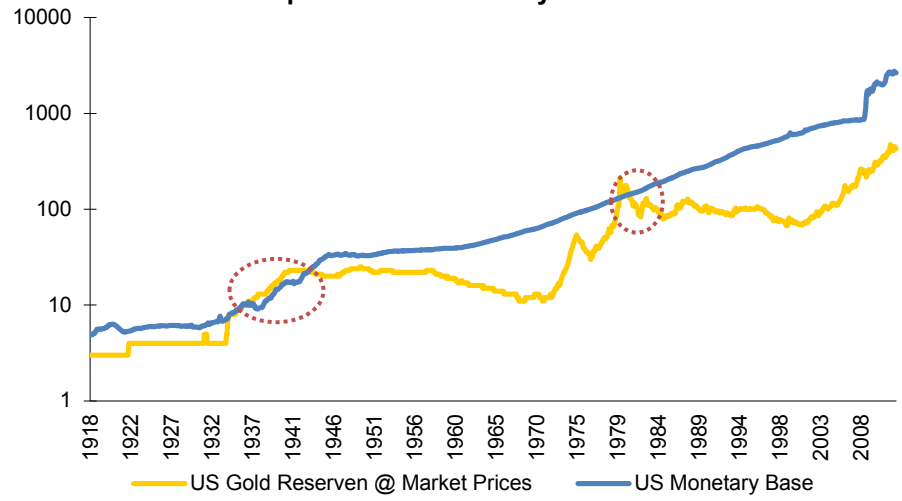
Quelle: Datastream, Erste Group Research

[122] *Auf Schlusskursbasis. Das bisherige intraday-high wurde am 6. September bei USD 1.921 markiert*

US-Geldmenge war bereits 2x komplett mit Goldreserven gedeckt – findet nun eine weitere Aufwertung statt?

Welche Möglichkeiten gibt es nun, um die Schuldenquote nachhaltig zu verringern? Die Antwort ist relativ einfach: Sparen, massive Steuererhöhungen, Inflationierung, Haircuts bzw. Staatsbankrott. Wesentlich komfortabler wäre es, den Goldpreis aufzuwerten. Auch wenn dies derzeit unwahrscheinlich erscheint, so erkennt man am nachfolgenden Chart (logarithmische Skalierung), dass die US-Geldmenge bereits in 2 Phasen komplett mit den US-Goldreserven gedeckt war.

Goldreserven zu Marktpreisen vs. Monetary Base



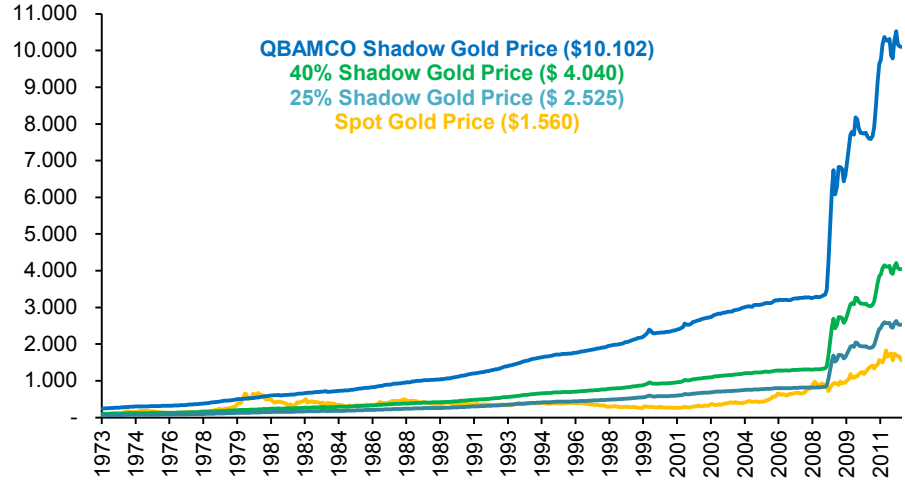
Quelle: Mike Maloney, QB Asset Management, Erste Group Research

Shadow Gold Price bezeichnet theoretischen Goldpreis der für Deckung der Basis-Geldmenge erforderlich wäre

QB Asset Management berechnet den sogenannten „Shadow Gold Price". Diese Berechnungsweise ist keineswegs ein reines Gedankenspiel, sondern vielmehr die Art und Weise wie innerhalb des Bretton Woods Abkommens der Wechselkurs zwischen Papiergeld und Gold berechnet wurde (US Monetary Base dividiert durch US Goldbestände).
Der Shadow Gold Price bezeichnet den theoretischen Goldpreis mit dessen Hilfe man die komplette Basis-Geldmenge decken würde. So würde eine schulden-basierte Währung in eine durch Assets gedeckte Währung transformiert werden.

Aktuell würde der Shadow Gold Price bei über USD 10.000 liegen. Nachdem im Federal Reserve Act von 1914 eine Golddeckung von mindestens 40% vorgeschrieben war, haben wir auch die 40%ige Deckung im Chart dargestellt. Würde diese Marke erreicht werden, müsste der Goldpreis auf USD 4.040 steigen. Von 1945 bis 1971 war lediglich eine 25%ige Deckung notwendig, auch diese Linie haben wir am Chart eingezeichnet. Aktuell läge der Goldpreis bei einer 25%igen Deckung bei 2.525 Dollar.

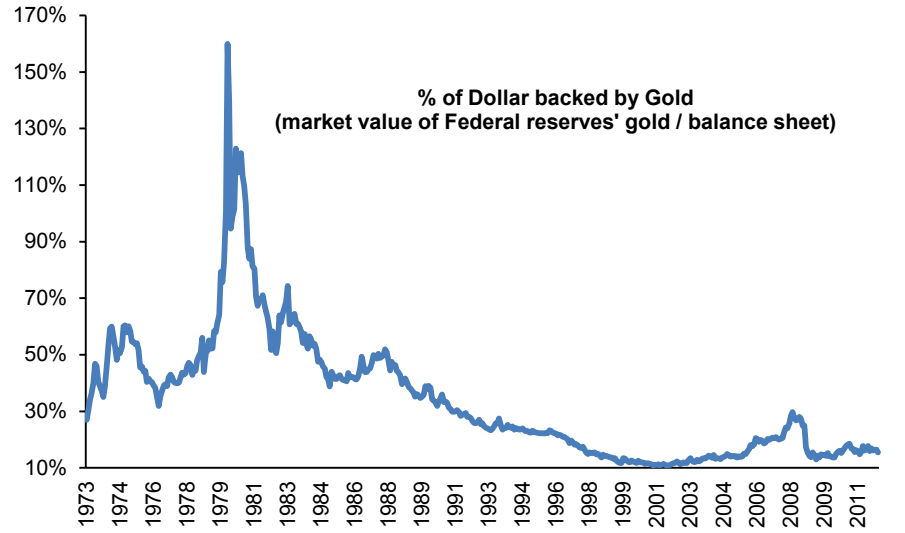
Shadow Gold Price vs. Spot Gold Excel



Quelle: QB Asset Management, Erste Group Research

Wählt man eine andere Darstellung, so lässt sich erkennen, dass in den USA derzeit lediglich 16% der Geldmengenbasis mit US-Goldreserven gedeckt sind. Dies ist - trotz des 11-jährigen Goldbullenmarktes – nur geringfügig höher als zu Zeiten des Tiefststandes von 11% Golddeckung im Jahre 2001. Der höchste Wert seit Ende von Bretton Woods wurde im Jahre 1980 erreicht, als kurzfristig mehr als 160% der Basisgeldmenge mit US-Goldreserven gedeckt war.

Golddeckung in %



Quelle: QB Asset Management, Erste Group Research

Nachfolgende Tabelle zeigt die historischen Shadow Gold Preise bei unterschiedlichen Basis-Geldmengen. Während die Basis-Geldmenge 1980 mit 168% Goldreserven unterlegt war, so sind es heute nur noch 16%.

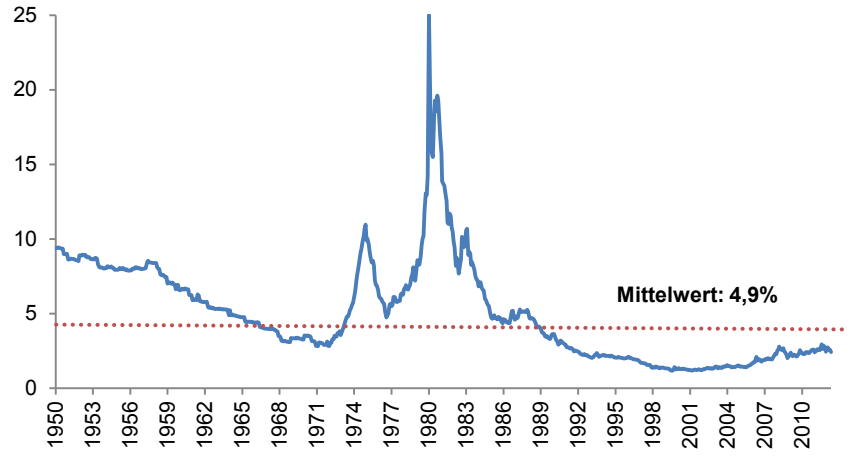
Shadow Gold seit 1971

Year	Official US Gold Holdings (moz)	Monetary Base	Gold Price (oz)	$ Value of Gold Reserves	Coverage Ratio	Shadow Gold Price
1971	290,24	67.398.000.000	41	**11.841.792.000**	**18%**	**USD 232**
1980	263,07	133.420.500.000	850	**223.611.200.000**	**168%**	**USD 507**
2008	260,25	936.414.000.000	822	**213.930.432.000**	**23%**	**USD 3.598**
2012	260,25	2.678.768.000.000	1610	**419.012.160.000**	**16%**	**USD 10.062**

Quelle: Baker Ave, Federal Reserve St. Louis, Erste Group Research

Aktuell sind lediglich 2,4% der US-Staatsschulden mit amerikanischen Goldreserven gedeckt. Dies liegt deutlich unter dem langfristigen Mittelwert von 4,9%. Sollte sich somit der Goldpreis verdoppeln (oder sich die Staatsschuld halbieren, was jedoch wesentlich unwahrscheinlicher ist), so läge die Deckung erst im Rahmen des langfristigen Durchschnitts. Erst bei einem Preis von ~ USD 16.000 wären die Höchststände des Ratios aus dem Jahre 1980 erreicht.

Verhältnis Staatsschulden USA / Wert der Goldbestände

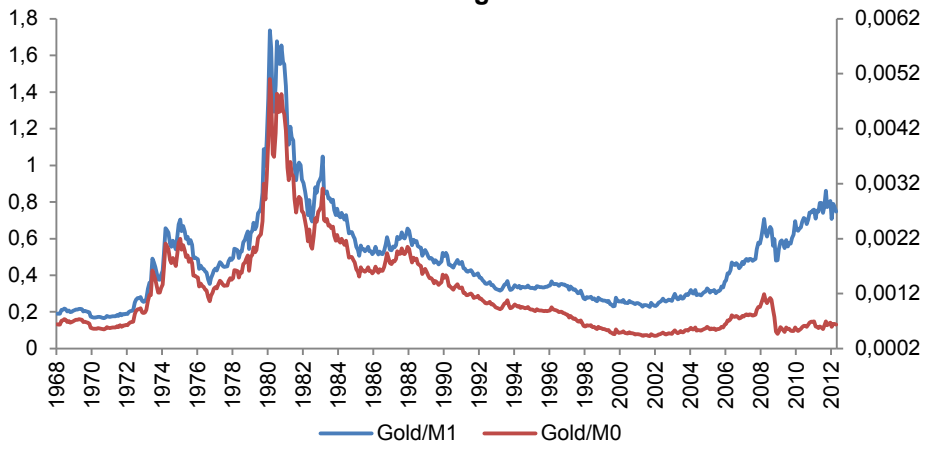


Quelle: Datastream, Erste Group Research

Langjährige Bullenmärkte enden niemals im Bereich von Durchschnitten, sondern markieren in Relation zu anderen Assetklassen am Ende des Trends immer Extremwerte. **Insofern wird unser Argument für eine weiterhin günstige Bewertung von Gold bzw. des noch fehlenden Eintritts in die finale Trendbeschleunigungsphase untermauert.**

Auch wenn man Verhältnisse zwischen Gold und den Geldmengenaggregaten M0 oder M1 zum Vergleich heranzieht, lässt sich erkennen, dass Gold signifikantes Aufwärtspotenzial aufweist. Würde man den Höchststand des Verhältnisses zwischen Gold und M0 erreichen wollen, so müsste Gold – bei stabiler Basisgeldmenge – auf USD 12.000 steigen. Würde man das Maximum des Ratios zwischen Gold und M1 erreichen wollen, so würde Gold auf USD 3.800 steigen.

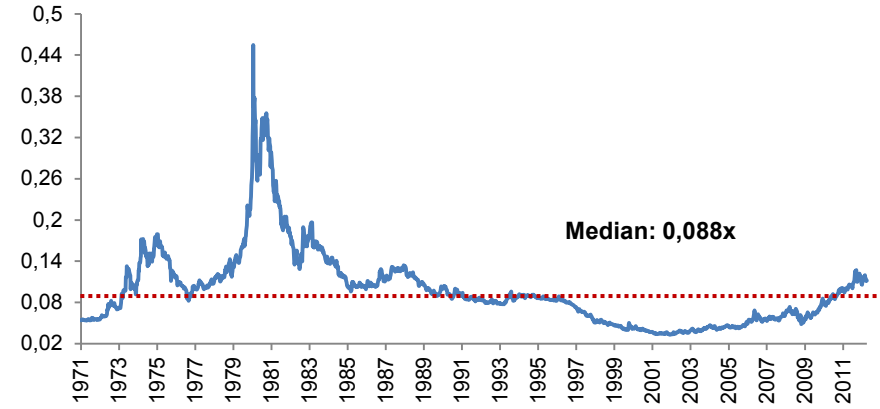
Ratio Gold/M1 und Gold/M0 Geldmengen



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Auch die breiteste Geldmenge M3[123] signalisiert einen günstigen Goldpreis. Stand M3 1980 noch bei 1,8 Billionen USD, so beläuft sich das Geldmengenaggregat aktuell auf knapp 15 Billionen USD. Derzeit liegt das Verhältnis bei 0,11 und damit nur geringfügig über dem langfristigen Median von 0,088x. Um das Verhältnis aus 1980 zu erreichen, müsste der Goldpreis (bei stabiler M3-Geldmenge) auf USD 8.300 steigen.

Ratio M3/Gold



Quelle: Nowandfutures.com, Erste Group Research

***"History shows that once an enormous debt has been incurred by a nation, there are only two ways to solve it: one is simply to declare bankruptcy – repudiate the debt. The other is to inflate the currency and thus to destroy the wealth of the ordinary citizen"* Adam Smith**

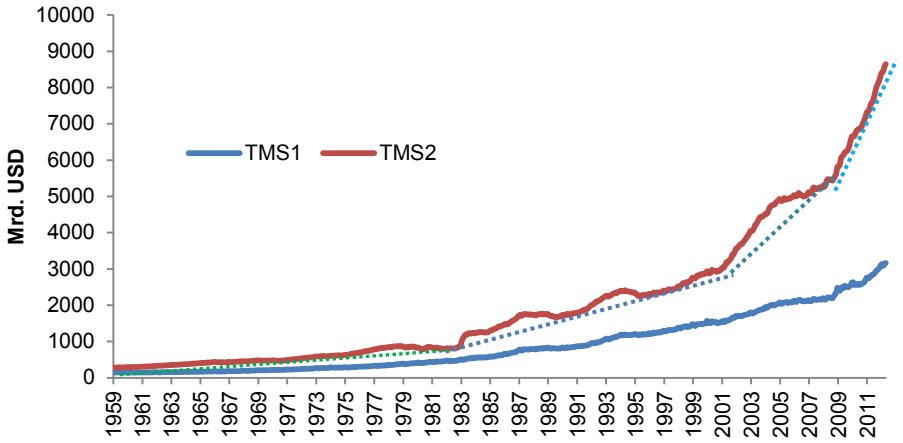
Vergleicht man die US-Goldbestände zu Marktpreisen mit der „wahren Geldmenge" oder auch True Money Supply (TMS)[124], so lässt sich ebenfalls weiteres Potenzial für den Goldpreis erkennen. Seit dem Ende des letzten Bullenmarktes im Jahre 1980, hat sich die TMS von USD 833 Mrd. auf USD 8.642 Mrd. mehr als verzehnfacht. Seit Anfang 2000 liegt hat

[123] *Vgl. Wikipedia: Gemäß Definition der Federal Reserve erhält M3: M2 plus alle größeren Guthaben über 100.000 US-Dollar u.a. die Eurodollar- Reserven, größere übertragbare US-Dollar-Wertpapierbestände, und die US-Dollar-Devisenbestände der meisten nichteuropäischen Länder. Diese Geldmenge wird von der Fed berechnet, aber seit 2006 nicht mehr veröffentlicht.*

[124] *Die TMS wurde von Murray Rothbard definiert und von Frank Shostak zur Austrian Money Supply weiterentwickelt. TMS2 (die breite Austrian Supply) enthält all jene Komponenten die sofort in Güter oder Dienstleistungen umgetauscht werden können; also im wesentlichen Bargeld, Sichteinlagen und Sparguthaben die nicht zeitlich gebunden sind (also jederzeit abgehoben werden können)*

sich die TMS 1 verdoppelt, während die TMS2 um knapp 200% gestiegen ist. Dies bedeutet die größte Inflationierung seit Ende des 2. Weltkriegs. Anhand der Grafik erkennt man die Entwicklung von TMS 1 und TMS 2 seit 1959. Die gestrichelten Linien bei TMS1 zeigen die verschiedenen Trendphasen. Man erkennt deutlich, dass ab ca. 2002 eine neue Trendphase einsetzte, die sich nun weiter beschleunigt.

Entwicklung TMS1 und TMS2 seit 1959

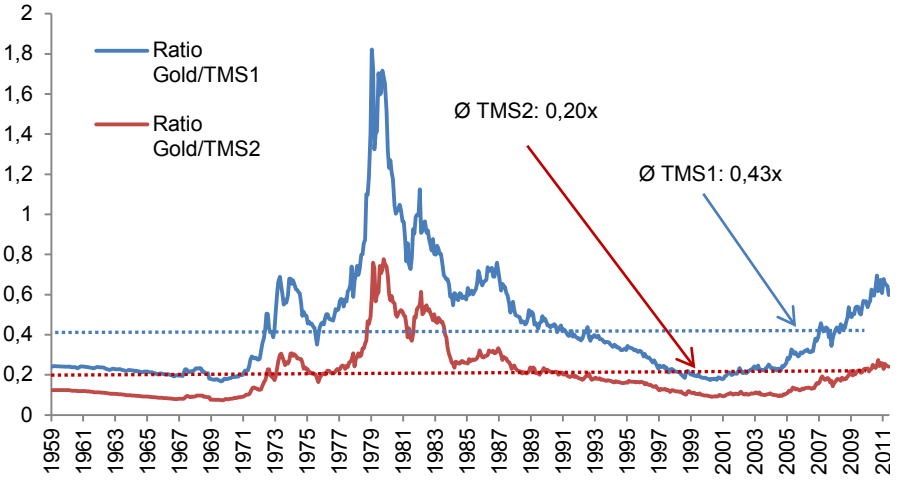


Quelle: Michael Pollaro, http://blogs.forbes.com/michaelpollaro/austrian-money-supply/

Lt. TMS könnte Gold auf USD 5.000 steigen

Setzt man den Goldpreis nun in Relation zu den beiden Geldmengenaggregaten TMS1 und TMS2, so erkennt man ebenfalls, dass Gold derzeit alles andere als teuer bewertet ist. Das Gold/TMS1-Ratio liegt derzeit bei 0,59x und damit über dem langfristigen Durchschnitt in Höhe von 0,43x. Das Verhältnis zwischen Gold und TMS2 liefert aktuell ein Ergebnis von 0,22. Damit ist Gold in etwa im Rahmen des langfristigen Durchschnitts von 0,2x bewertet. Um die Extremwerte des Ratios von 1980 zu erreichen, müsste der Goldpreis – bei stabiler TMS – auf mehr als USD 5.000 steigen.

Ratio Gold/TMS1 und Gold/TMS2



Quelle: Michael Pollaro, Datastream, Erste Group Research

Wieso Gold (weiterhin) keine Bubble ist

***"A bubble is a bull market in which the user of the word "bubble" has not fully participated"* Jim Grant**

Wir haben uns in den letzten Reports bereits eingehend mit der vermeintlichen „Gold-Bubble" beschäftigt und sind zu dem Schluss gekommen, dass der Goldpreis nach wie vor in homöopathischen Regionen notiert. Die Unterscheidung zwischen einem Bullenmarkt und einer Bubble fällt vielen Marktteilnehmern und Kommentatoren sichtlich schwer. Zudem stellt sich die Frage wieso keiner der besagten Bubble-Auguren am Ende des Gold-Bärenmarktes die Trendwende hin zum Bullenmarkt ausgerufen hatte.

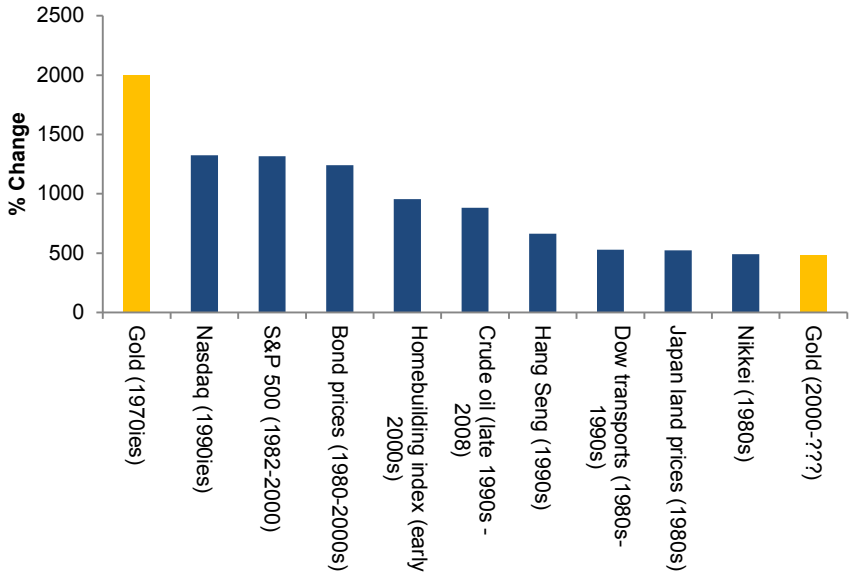
Gold-Bubble in Deutschland? Ausgaben für Knabbergebäck und Toilettenpapier höher als für Gold

Bei Ansicht der aktuellen Nachfragestatistiken spricht jedenfalls vieles gegen den Mythos einer großen Gold-Bubble. So wurden in Deutschland im Vorjahr gemäß World Gold Council 159 Tonnen Gold gekauft, dies entspricht in etwa EUR 6,3 Mrd. bzw. EUR 79 pro deutschem Bundesbürger. Dabei fielen die Ausgaben für Lebensversicherungen in Höhe von EUR 76 Mrd. bzw. EUR 1.000 pro Kopf wesentlich höher aus. Im 4. Quartal belief sich die Nachfrage auf 39,7 Tonnen Gold, was 0,5 Gramm bzw. 20 Euro pro Kopf entspricht. Die quartalsweisen Ausgaben für Knabbergebäck oder Toilettenpapier liegen wohl bei einem Vielfachen[125] .

Global gesehen belief sich die physische Goldnachfrage im Vorjahr auf 4.067 Tonnen bzw. USD 206 Mrd. Zum Vergleich: Die US-Neuverschuldung belief sich allein im Februar 2012 auf USD 231 Mrd.

Auch im Relation zu anderen Bullenmärkten mutet der aktuelle Trend relativ verhalten an.

Historische Bullenmärkte im Vergleich



Quelle: Shayne McGuire "Hard Money", David Rosenberg, Gluskin Sheff+Associates

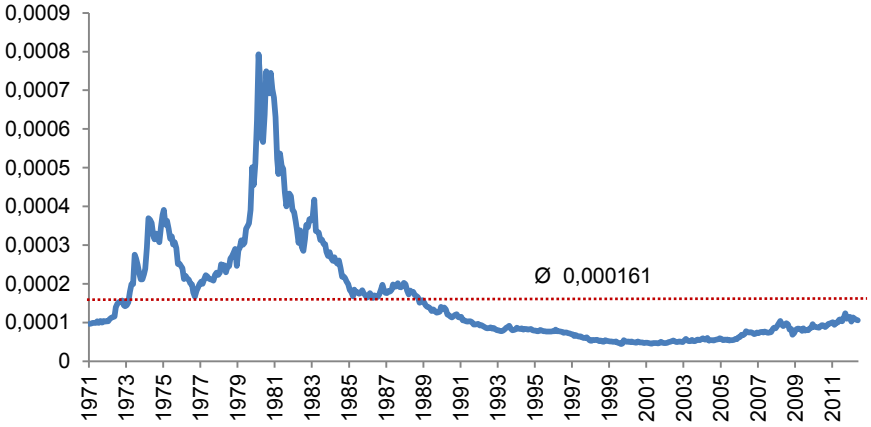
Vergleicht man die Entwicklung der US-Staatsschulden (US Total Treasury Securities Outstanding) mit der Goldpreisentwicklung, so kommt man ebenfalls zum Schluss, dass die Bubble wohl eher bei Staatsschulden zu finden ist. Anfang 2012 betrug das Volumen aller

[125] *Vgl. „Wahnsinn in Unzen, neues von der Goldblase", Rott&Meyer,*

Staatsanleihen weltweit USD 100.000 Mrd.. Dies entspricht 150% des globalen Bruttoinlandsproduktes. In den 80er Jahren waren es lediglich USD 15.000 Mrd. bzw. knapp 70% des Welt-BIP[126].

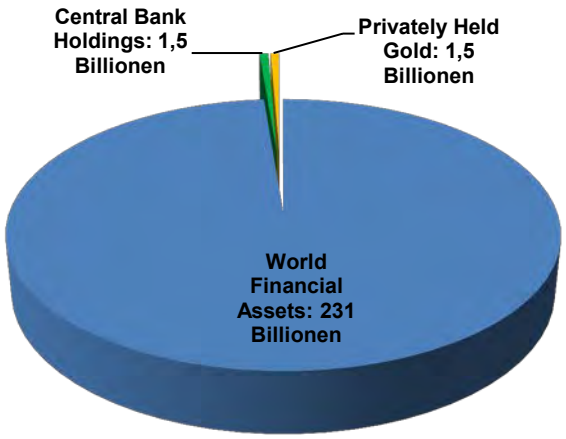
Das Ratio liegt aktuell bei 0,0001 und damit deutlich unter dem langfristigen Mittelwert. Würde die Staatsschuld gleich hoch bleiben und würde das Verhältnis auf die Extremwerte von 1980 ansteigen, so müsste der Goldpreis auf USD 11.900 ansteigen.

Gold / Public Debt- Ratio USA



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Nachfolgendes Kuchendiagramm zeigt die privaten, sowie die seitens der Notenbanken, gehaltenen Goldbestände in Relation zu den weltweit vorhandenen Finanzassets. Auch hier lässt sich erkennen, dass Gold auf aktuellem Preisniveau lediglich einen geringen Prozentsatz ausmacht.

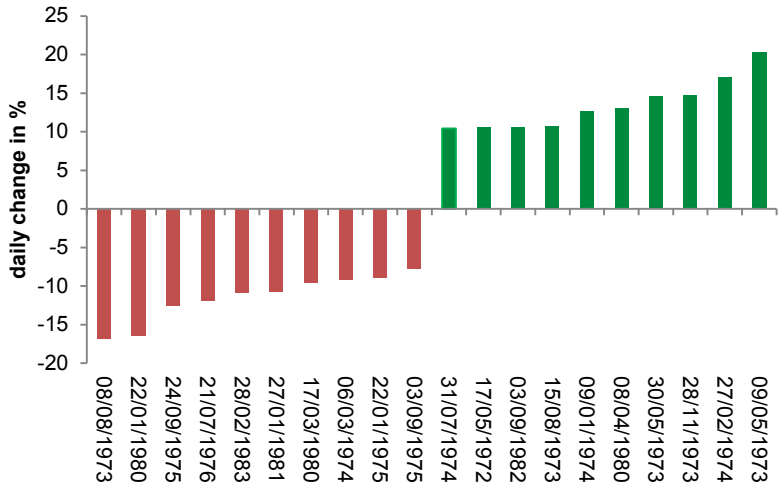


Quelle: Bullion Management Group, Erste Group Research

Wie schon zuvor erläutert, ist stark erhöhte Volatilität ein Merkmal für eine fortgeschrittene Phase eines Trends. Wir haben für die folgende Grafik die größten Kursschwankungen des Goldpreises auf Tagesbasis analysiert. Wie man sehen kann, fanden sowohl die größten Up-Days aber auch die größten Down-Days jeweils im letzten Bullenmarkt statt. Dies ist ebenfalls ein Beweis dafür, dass sich der Goldpreis (noch) nicht in einer fortgeschrittenen Trendphase befindet.

[126] *Vgl. Silberjunge, Silberbulletin, 26. Mai 2012*

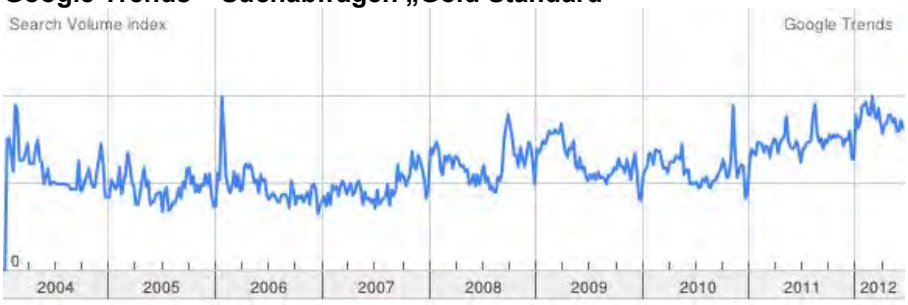
Größte Tagesbewegungen seit 1971



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Ein Blick auf "Google Trends" bestätigt unsere Annahmen. Weder der Suchbegriff „Gold Bubble" noch „Goldpreis" liefert deutlich mehr Suchergebnisse als noch in den Vorjahren. **Interessant erscheint jedoch die Tatsache, dass die Suchergebnisse bez. „Gold Standard" sukzessive ansteigen.** Was die geographische Verteilung betrifft, so kommen die meisten Abfragen aus den USA, gefolgt von Singapur und Irland.

Google Trends – Suchabfragen „Gold Standard"



Quelle: Google Trends

Ähnliches lässt sich auch erkennen, wenn man die Keyword-Abfrage seitens Bloomberg analysiert. Anhand der weißen Linie erkennt man, dass die Anzahl der Nachrichten, die das Wort „Gold" enthalten, derzeit auf niedrigem Niveau liegt. In oranger Farbe erkennt man den Goldpreis und das untere Feld zeigt die Korrelation zwischen Goldpreis und der Häufigkeit von Nachrichten rund um das Thema Gold. **Auch hier erkennt man, dass sich die Stimmung im Laufe der letzten Monate klar abgekühlt hat.**

Bloomberg Keyword-Abfrage „Gold" (weiße Linie) vs. Goldpreis (orange Linie) vs. Korrelation

Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Fazit

Wir gehen weiterhin davon aus, dass der Goldpreis am Ende des Bullenmarktes zumindest auf das inflationsbereinigte Allzeithoch aus 1980 bei USD 2.300 je Unze steigen wird. Freilich basiert diese Inflationsberechnung auf den offiziellen Daten des Bureau auf Labor Statistics. **Wenn man die alte Berechnungsweise der Teuerung lt. Shadow Stats heranzieht, so müsste Gold auf mehr als USD 8.800 steigen, um das Hoch aus 1980 real zu übertreffen. Bei Silber läge der Wert bei USD 517 je Unze.**

Vietnam: Vorbote eines Goldverbotes?

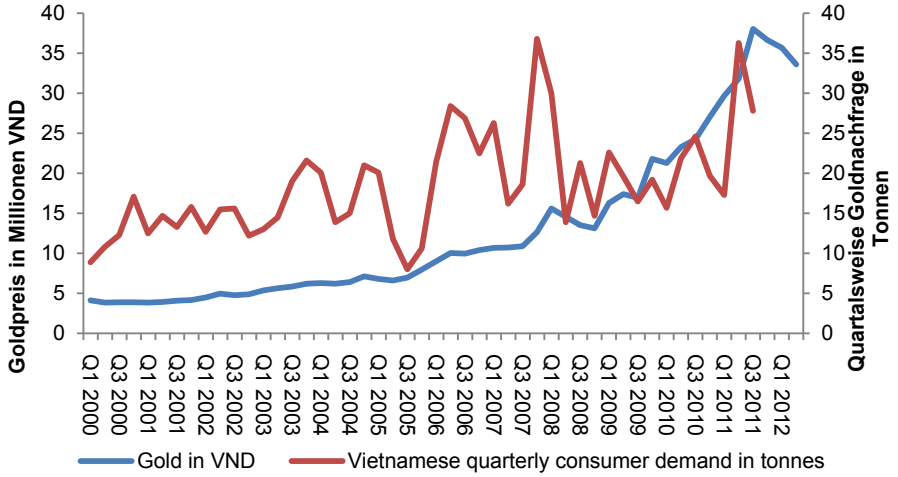
Enorme Goldaffinität in Vietnam

Die Goldaffinität in Vietnam ist extrem stark ausgeprägt. Gold wird als gängiges Zahlungsmittel im Alltag akzeptiert, so werden beispielsweise Häuserpreise in der Landeswährung Dong aber auch in Gold ausgewiesen. Obwohl das deutsche BIP knapp 40x höher ist, ist die Goldnachfrage pro Kopf in Vietnam fast gleich hoch. Insgesamt beläuft sich die Goldnachfrage auf knapp 3,1% des BIP (zum Vergleich China: knapp 0,5%). Der vietnamesische Privatbesitz dürfte sich Schätzungen zufolge auf mindestens 500 Tonnen belaufen. Im Vorjahr stieg die Goldnachfrage lt. World Gold Council um 18%. Dies ist nur allzu verständlich, nachdem die Realverzinsung 2011 bei minus 5% lag.

Vietnamesen haben Vertrauen in Landeswährung Dong verloren und horten Gold

Vietnam ist ein Paradebeispiel für Gresham's Law. Das Gesetz besagt vereinfacht gesagt, dass „schlechtes Geld das gute Geld aus dem Umlauf verdrängt". Korrekterweise müsste es jedoch heißen, dass gesetzlich überbewertetes Geld das gesetzlich unterbewertete Geld vom Markt verdrängt. Konkret bedeutet dies, dass das vom Materialwert her billigere Geld als Zahlungsmittel verwendet wird, während das höhergeschätzte Geld – also in diesem Falle Gold – ins Ausland fließt oder als Wertaufbewahrungsmittel gehortet wird und somit dem Geldumlauf entzogen wird[127]. Nachdem die Teuerungsrate im Vorjahr bei 15 % lag, die Währungsreserven rapide gefallen sind, das Handelsbilanzdefizit weiter wächst und der Dong seit 2008 bereits 6x abgewertet wurde, ist es naheliegend, dass Vietnamesen dem Dong nur noch wenig Vertrauen schenken und zunehmend Gold akkumulieren.

Goldpreis in VND (linke Skala) vs. vietnamesische Goldnachfrage (rechte Skala)



Quelle: World Gold Council, Erste Group Research

Auf diese Skepsis hinsichtlich der Kaufkraftentwicklung des Dongs reagierte die vietnamesische Regierung nun. Man wolle den Goldmarkt „*beschränken und zentralisieren*". Lt. Dekret können Vietnamesen zwar weiterhin Gold kaufen und verkaufen, es ist jedoch nicht mehr erlaubt, Gold als Zahlungsmittel zu verwenden.

[127] *Vgl. "Gold, Greshams Law & the Dong", Daily Reckoning*

Die wichtigsten Punkte des Dekretes:

- Die Anzahl der Goldhändler wird deutlich reduziert und unter strengere Aufsicht gestellt. So müssen lizensierte Goldhändler nun ein Stammkapital von 100 Mrd. Dong (dies entspricht knapp USD 4,7 Mio.) aufweisen, seit mindestens 2 Jahren Goldhandel betreiben und Steuern in Höhe von mindestens 500 Mrd. Dong bezahlt haben. Zudem müssen die Firmen nachweisen, dass sie über einen Marktanteil von mindestens 25% verfügen.
- Die Notenbank wird alle Goldimporte, sowie die Produktion und den An- und Verkauf von Goldschmuck, kontrollieren.
- Auch der Terminhandel und internationale Konten von Goldhändlern sollen zentral überwacht werden. Im Zweifelsfalle darf die Notenbank intervenieren.
- Zudem wolle man den Goldmarkt via Steuern „regulieren".
- Im Zuge einer Kampagne soll die vietnamesische Bevölkerung davon überzeugt werden, ihr privat gelagertes Gold in die Obhut der Banken zu übertragen.

Bereits im Vorjahr hatte man die Saigon Jewellery, die für mehr als 90% der vietnamesischen Goldbarrenproduktion verantwortlich ist, unter staatliche Aufsicht gestellt. Aufgrund der jüngsten Maßnahmen stiegen bislang die Goldpreise deutlich an, der Schwarzmarkt floriert und es wird zunehmend gefälschte oder minderwertige Ware angeboten. **Dies ist die logische Konsequenz auf solch interventionistische Maßnahmen.**

Beschränkungen für Goldhandel (noch) unrealistisch

Für viele Leute stellt sich die Frage, ob eine Konfiszierung bzw. Beschränkung des Goldhandels auch hierzulande realistisch erscheint. Lt. Shayne McGuire ist dies erst wahrscheinlich, wenn der Gold-Boom deutlich an Dynamik und Breitenwirksamkeit gewinnt und sich in einen wahren Goldrausch verwandelt. Dann sei es seiner Ansicht nach plausibel und wahrscheinlich, dass es Beschränkungen für den Goldhandel geben wird. Angesichts der Tatsache, dass Gold nach wie vor einer diskreten Privatveranstaltung ähnelt, scheint es für solche Überlegungen noch verfrüht[128].

[128] *Vgl. Shayne McGuire, „Hard Money", Seite 250*

Gold als stabilisierende Portfoliokomponente

"Investing is about positioning capital to profit from the outcomes one expects. Insurance is about incurring a relatively small cost to protect against the outcomes that one does not expect but that may prove catastrophic if they, in fact, occur" Simon Mikhailovich, Eidesis Capital

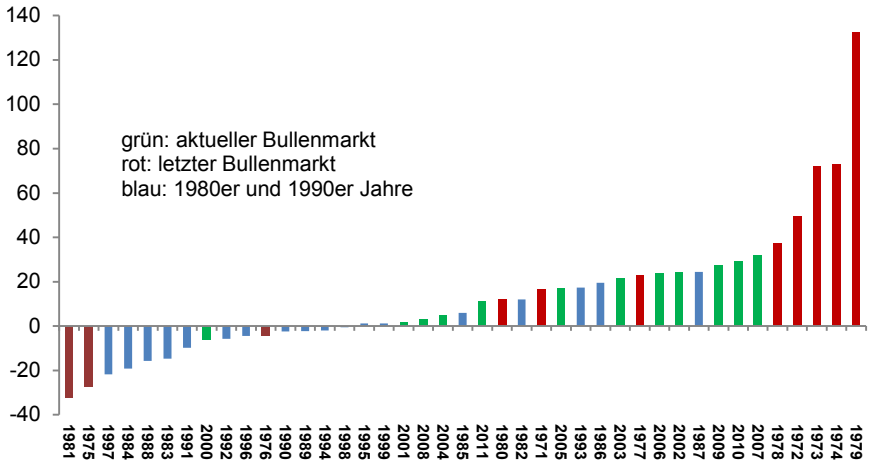
Einzigartige Eigenschaften machen Gold zu optimaler Portfolioversicherung

Wie bereits in den letzten Reports dargelegt, denken wir, dass Gold allein aus Diversifikations- und Versicherungsaspekten in keinem Portfeuille fehlen sollte. Zahlreiche quantitative Analysen belegen, dass Gold ein erfolgreiches Diversifikationsmittel und ein verlässliches Wertaufbewahrungsmittel darstellt[129]. Die einzigartigen Eigenschaften (insb. das hohe Stock-to-flow-Ratio) wirken sich auf Korrelationen und Volatilität aus und garantieren somit „echte Diversifikation" wenn sie am meisten benötigt wird und zwar in „black swan"-Events, also unter extremen Marktbedingungen.

"For investors, it is not how often you are right that counts: it is how much you make when you are right and how much you lose when you are not" Nassim Taleb

Ein positiver „Skew"[130] bedeutet, dass es eine höhere Chance auf einen 1%igen Anstieg als auf einen 1%igen Kursverlust gibt. Die Kombination aus positivem Skew und niedrigen Korrelationen machen Gold zu einem sicheren Hafen. Höhere Volatilität auf der Oberseite ist konsistent mit der Annahme, dass Gold in diversifizierten Portfolio das Gesamtrisiko verringert. Auch anhand des nachfolgenden Charts erkennt man dies. Er zeigt die jährliche Performance von Gold. In Rot sind die Jahresperformances des letzten großen Bullenmarkts eingezeichnet, grün sind die Performances des aktuellen Bullenmarktes und blau sind die Performances der 80er und 90er Jahre. Auch daran erkennt man, dass bislang keine Trendbeschleunigung stattgefunden hat, nachdem die 5 Jahre mit dem größten Performanceplus allesamt im alten Bullenmarkt markiert wurden.

Jährliche Veränderung in %

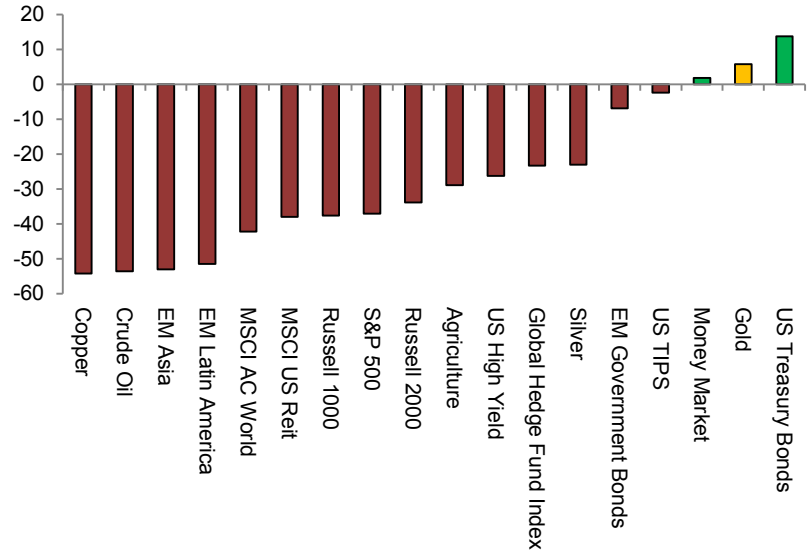


Quelle: Datastream, Erste Group Research

Dass Gold ein exzellenter „Event-Hedge" ist, bestätigt auch die folgende Grafik. Anhand des Katastrophen-Jahres 2008 erkennt man, dass Gold – nach US Treasuries – nicht nur relativ sondern auch absolut positive Performance ausweisen konnte.

[129] *Vgl. "Gold as a strategic asset", World Gold Council*
[130] *Die Schiefe bzw. "skewness" misst die Abweichung vom Mittel der Normalverteilung*

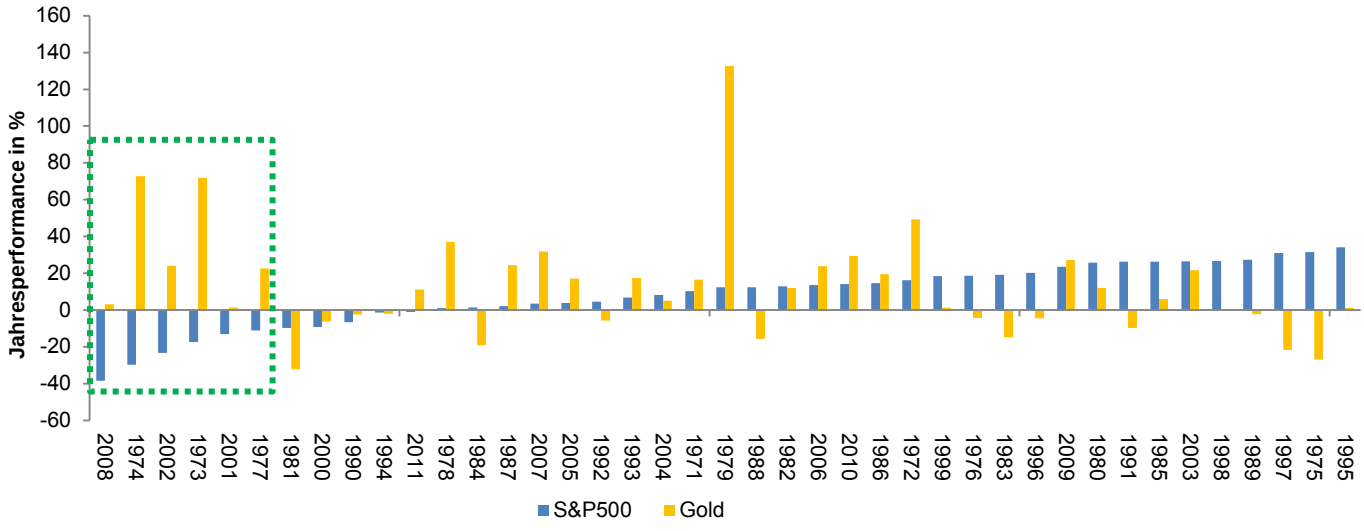
Performance 2008



Quelle: Bloomberg, Shayne McGuire, Erste Group Research

Ähnliches signalisiert auch die nachfolgende Grafik. Die jährlichen Performances des S&P sind von links (schwächstes Jahr) nach rechts (bestes Jahr) sortiert und werden mit der jeweiligen Entwicklung von Gold gegenübergestellt. Man erkennt, dass Gold in den 6 stärksten Verlust-Jahren des S&P, nicht nur relativ sondern auch absolut klare Outperformance ausweisen konnte.

Jährliche Performance Gold vs. S&P (sortiert nach schwächsten Jahren des S&P)



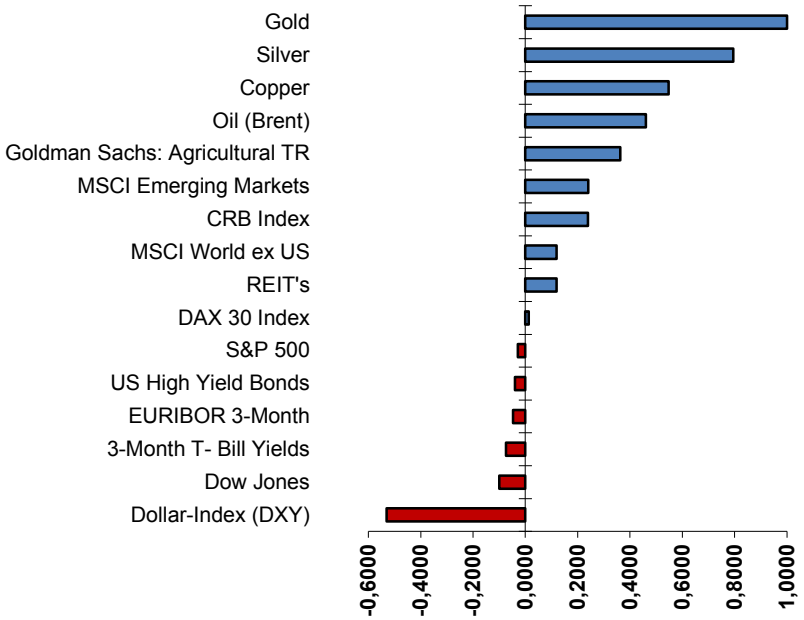
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Zudem weist Gold eine geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen auf. Seit 1970 liegt die Korrelation zum S&P 500 bei -0,02, zu 10-jährigen US-Staatsanleihen bei -0,04 und dem CRB Rohstoffindex bei +0,19 und zu Häuserpreisen (anhand des Case-Shiller Index ab 2000) lediglich bei +0,13. Gold ist somit als wenig korrelierte Assetklasse definitiv prädestiniert zur Portfoliodiversifikation. Auch im kürzerfristigen Vergleich ergeben sich ähnliche Korrelationen. Nachfolgende Grafik zeigt die fünfjährigen

***"Those entrapped by the herd instinct are drowned in the deluges of history. But there are always the few who observe, reason, and take precautions, and thus escape the flood. For those few, gold has been the asset of last resort."* Antony Sutton**

Korrelationskoeffizienten der wöchentlichen Performances zu Rohstoffen, Aktien, Bond- sowie Rohstoffindizes. **Auch dies bestätigt die Tatsache, dass Gold im Sinne eines effizienten Risk Managements eine sinnvolle Portfolioversicherung darstellt.**

Korrelation Gold vs. andere Assetklassen



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Akademische Studien empfehlen Gold-Allokation zwischen 5 und 25%

Dass zumindest eine geringfügige Goldallokation empfehlenswert ist, belegen zahlreiche wissenschaftliche Research-Paper zum Thema Gold im Investmentprozess[131]. Insgesamt beschäftigen sich mehr als 300 Studien damit. So empfiehlt Sherhman (1982) eine Gewichtung von 5% in aktienlastigen Portfolios, während Chua (1990) bis zu 25% Gewichtung empfiehlt. Bruno und Chincarini (2010) empfehlen 10% für Investoren außerhalb der USA, während Scherer (2009) für Staatsfonds und Klement/Longchamp (2010) für HNWI's eine Allokation zwischen 5 und 10% empfehlen. Auch Oxford Economics[132] empfiehlt Gold als eine Risikoversicherung in einem ausgewogenen Portfolio und rät zu Gewichtungen zwischen 5 und 9%. Gemäß WGC-Studie[133] tendieren Portfolios, die Gold enthalten besser (durch Erhöhung der Gewinne bzw. Verringerung der Verluste) als diejenigen, die kein Gold enthalten. So verbessert eine Gold-Allokation zwischen 3,3 und 7,5% das Portfolioprofil signifikant.

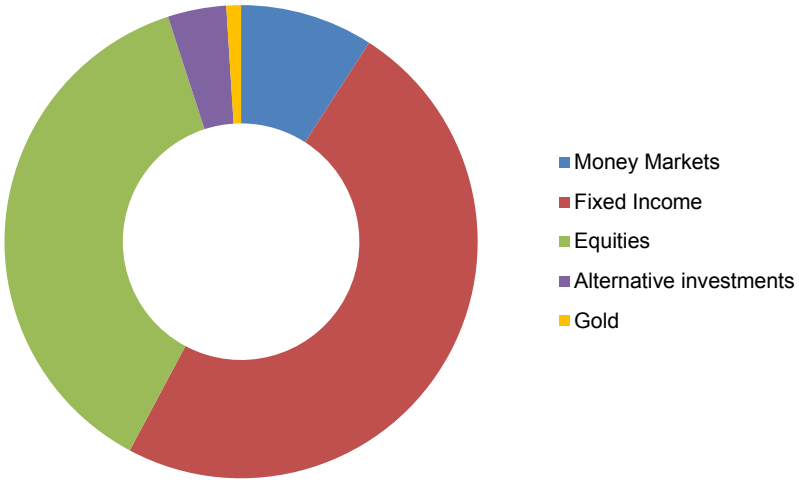
Goldhandel ist extrem liquide: täglicher Umsatz beläuft sich auf mindestens USD 240 Mrd.

Der Goldhandel ist extrem liquide, transparent und weist niedrige Transaktionkosten auf. Gemäß LBMA 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 doppelten Menge des insgesamt geförderten Goldes. Der Wert würde vermutlich sogar noch höher ausfallen, nachdem nicht alle Mitglieder der LBMA an der Umfrage teilnahmen[134]. USD 240 Mrd. Umsatz pro Tag bedeuten mehr Umsatz als

[131] *Vgl. "What do Acedemics think they know about gold", Brian M Lucey*
[132] *Vgl. "The impact of inflation and deflation on the case for gold", Oxford Economics, Juli 2011*
[133] *Vgl. "Gold: alternative investment, foundation asset", WGC*
[134] *Vgl. "Sizing up the gold market", Financial Times, September 2011*

bei den meisten Währungspaaren. Nur bei EUR/USD, USD/JPY, USD/GBP und USD/AUD liegt das tägliche Handelsvolumen höher. Bei USD/CHF, einem weiteren Safe haven, wurden zum Zeitpunkt der Umfrage lediglich USD 168 Mrd. pro Tag gehandelt. Zum Vergleich: Die Apple-Aktie weist im Durchschnitt ein tägliches Handelsvolumen von USD 5,5 Mrd. auf[135]. **Insofern ist Gold eine der liquidesten Anlageklassen der Welt.** Die weiterhin geringe Allokation seitens institutioneller Investoren erkennt man anhand des nachfolgenden Diagramms.

Allokation institutionell gemanagter Anlagen (aktuell USD 146 Billionen)



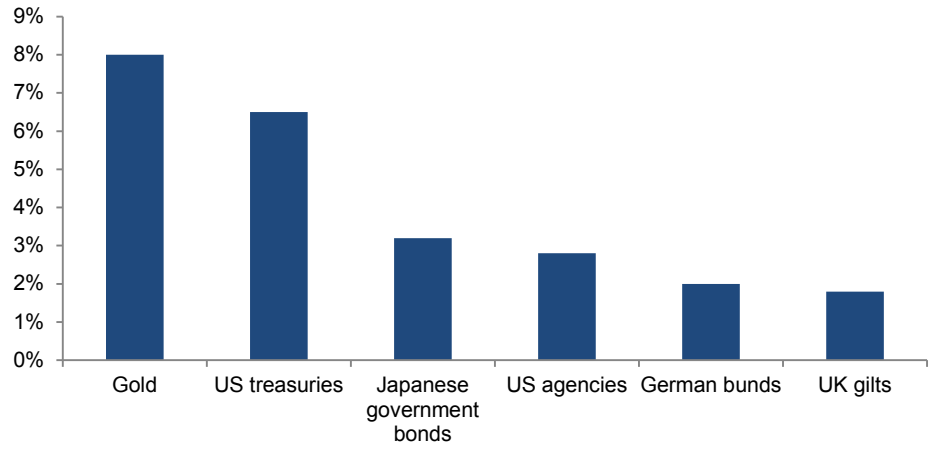
Quelle: World Gold Council, BIS, Hedge Fund Research, J.P. Morgan, Preqin, Thomson Reuters, GFMS, World Federation of Exchanges

Aufgrund des hohen Stock-to-flow Ratios sind Angebotsschocks unmöglich

Gold wird auf allen Kontinenten (ausgenommen ist die Antarktis, hier ist Bergbau grundsätzlich verboten) abgebaut. War die Produktion in den 70er Jahren noch geographisch klar zentriert (knapp 70% kamen aus südafrikanischen Minen), so ist die Förderung mittlerweile geographisch breit diversifiziert. Aufgrund des Stock-to-flow Ratios kann es auch zu keinem Angebotsschock komme. Dies unterscheidet Gold eindeutig von Rohstoffen wie zB. Erdöl., nachdem es kein Land bzw. keine Region gibt, die für einen dominanten Teil der Förderung verantwortlich ist[136]. So stammen bei Platin beispielsweise 75% der Gesamtproduktion aus Südafrika und 43% der Palladium-Produktion stammen aus Russland.

[135] *Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen im Juni 2012*
[136] *Vgl. "The Importance of Gold in Reserve Asset Management", WGC, Juni 2010*

Täglicher Umsatz als %-Anteil des Gesamtbestandes



Quelle WGC, Bloomberg, Datastream,

Gold ist deutlich weniger volatil als Aktien oder Rohstoffe

Gold ist somit ein nützliches Mittel zur Risikostreuung. Auch die oft erwähnte „hohe Volatilität" von Gold ist eine Mär[137]. So lag die annualisierte Volatilität lt. World Gold Council zwischen Januar 1987 und Juni 2011 bei 14,6%. Im gleichen Zeitraum lag die Schwankungsbreite bei US-Blue Chips bei 15,7%, bei Mid-Caps bei 17,3% und Small-Cap Aktien bei 20%. Dies ist besonders erstaunlich, nachdem die Aktienindizes bereits mehrere hunderte Aktien enthalten und die Schwankung somit bereits glätten, während Gold ein einzelner Vermögenswert ist. Im Vergleich zu Rohstoffen (zB. Öl (38%) oder Kupfer (27%)) ist Gold ohnehin wesentlich weniger volatil, nachdem auch hier das hohe Stock-to-flow-Ratio und die damit verbundene Markttiefe ausschlaggebend sein dürfte.

Auch eine Studie von Oxford Economics[138] bestätigt die Krisenfestigkeit. So war Gold in Stressphasen (gemessen anhand Credit-Spreads, erhöhter Aktienmarktvolatilität und stark steigendem TED-Spread) deutlicher Outperformer. In den 70er Jahren lag das Jahresplus in solchen Krisenjahren bei 33%, in den 80er Jahren bei 18,1% und in den 2000er Jahren bei 15.8%. Dies ist wesentlich höher als die annualisierte Performance zwischen 1971 und 2012, die bei 9,7% liegt.

Die Renaissance von Gold im klassischen Finanzwesen

Einzigartige Eigenschaften von Gold werden vom klassischen Finanzwesen wiederentdeckt

Aufgrund der hohen Liquidität und der einzigartigen Eigenschaften findet Gold nun immer öfter Beachtung als Besicherung. Neben LCH.Clearnet, der IntercontinentalExchange, JP Morgan und der CME Group, akzeptiert nun auch die Eurex Gold als Collateral. Dies macht für Clearing-Häuser definitiv Sinn. Einerseits diversifiziert man sich (aufgrund der geringen bzw. teilweise negativen Korrelation), andererseits wird man dem Wunsch gerecht, wonach viele Marktteilnehmer ihr Gold als Sicherheit hinterlegen wollen. Die Initiative wird derzeit auch vom World Gold Council unterstützt, das zudem versucht, Gold im Rahmen von Basel III als „Tier 1"

[137] *Zudem wollen wir anmerken, dass Gold in Währungen denominiert wird, die nicht konstant sind. Insofern kann auch der Goldpreis niemals konstant sein.*
[138] *Vgl. "The impact of inflation and deflation on the case for gold", Oxford Economics, Juli 2011*

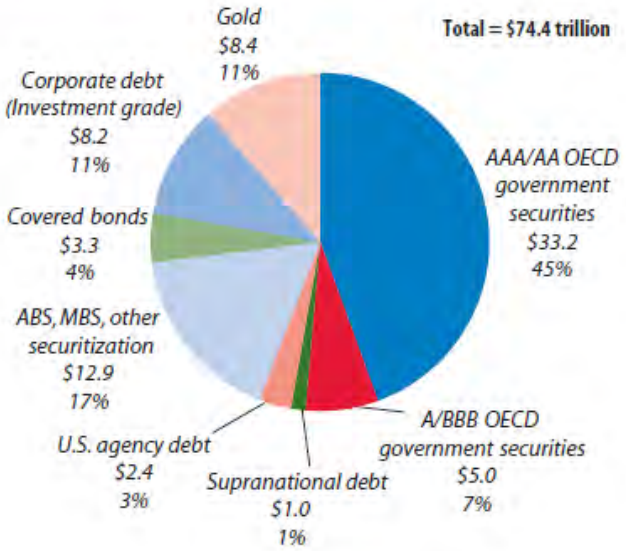
Vermögenswert anerkennen zu lassen. **Dies unterstreicht eindeutig die Renaissance von Gold im Finanzwesen**[139]**.**

Dies erkennt man auch daran, dass nun erstmals ein japanischer Pensionsfonds in Gold investiert hat. Der Okayama Metal&Machinery Fonds hat 1,5% seines Gesamtvermögens in Höhe von USD 500 Mio. in Goldbarren allokiert. Dies sind zwar keine wirklich signifikanten Dimensionen, jedoch unserer Meinung nach ein weiterer kleiner Hinweis auf die wachsende Bedeutung von Gold in institutionellen Portfolios. Insgesamt verwalten japanische Pensionsfonds USD 3,4 Billionen, 59% davon sind in Anleihen geparkt. Lediglich 6% sind in alternative Assets wie Immobilien, Private Equity, Hedgefonds und Commodities investiert[140].

***"Both the lack of political will to reshape fiscal policies at times of rising concern over debt sustainability and an overly rapid reduction of fiscal deficits limit governments' capacity to produce assets with low credit risk."* IWF**

Der IWF[141] **prognostiziert in einer Studie stark steigenden Bedarf an sicheren Anlagen sowie andererseits fallendes Angebot solcher Anlagen.** Man rechnet damit, dass der Anteil von „safe haven assets" bis 2016 um 16% oder 9 Billionen Dollar fallen wird. Aufgrund der weiter zu erwartenden Verwerfungen wird es lt. IWF[142] weiterhin stark steigende Nachfrage nach sicheren Anlagen geben, es werden aber weniger von ihnen zur Verfügung stehen. Dieser Prozess ist bereits im Gange. Ende 2007 waren noch 68% aller Industrienationen mit AAA geratet, heute sind es nur noch 52%. Dies wird – den Gesetzen von Angebot und Nachfrage folgend – die „Versicherungsprämien" für sichere Anlagen steigen lassen.

Angebot an "save haven assets" (in Billionen USD und % des Gesamtbestandes)



Quelle: IMF, The Safe Asset Universe

Als "safe haven assets" bezeichnet man zuverlässige Wertaufbewahrungsmittel, die in erster Linie Kapitalerhalt garantieren sollen. Sie agieren lt. IWF als „Schmiermittel" und Vertrauensbeweis bei Finanztransaktionen und dienen zur Stärkung der Kapital- und Liquiditätsbasis.

[139] *Vgl. „LCH.Clearnet to accept gold as collateral", FT Alphaville*
[140] *Vgl. "Canary In the Gold Mine: In historic Move, Japanese Pension Fund switches to Gold for first time ever", Zerohedge.com, Mai 2012*
[141] *"The Quest for Lasting Stability", IMF, April 2012*
[142] *"IMF warns of fresh global threat", Financial Times, April 2012*

Sichere Anlagen sollen folgende Kriterien erfüllen:

- Niedrige Kredit- und Marktrisiken
- Hohe Marktliquidität
- Begrenzte Inflationsrisiken
- Niedrige Wechselkursrisiken
- Niedriges idiosynkratisches Risiko[143]

Fazit

Gold erfüllt die Anforderungen für „saven haven assets" weitgehend problemlos. Wir gehen davon aus, dass die Schulden- und Systemkrise ein umfassendes Überdenken des internationalen Währungssystems auslöst. **Die weiter zu erwartende Herabstufung der Bonitäten zahlreicher Staaten und Unternehmen sollte sich somit klar positiv auf Gold als „safe haven" auswirken.**

[143] *unabhängiges, selbstbestimmtes Risiko und somit das Gegenteil von systemischem Risiko*

Warum ist Gold ein hochemotionales Thema? Kognitive Dissonanz und Normalitätsbias als mögliche Erklärung

Kognitive Dissonanz und Normalitätsbias prägen das Denken der Marktteilnehmer

Was sind die Gründe für diese weiterhin skeptische Haltung hinsichtlich Gold? Der in den 80er und 90er Jahren geschaffene Ruf des „barbaric relic" wird nur allmählich abgestreift und die unerschütterlichen Mythen und Missverständnisse (physischer Goldkauf ist teuer, Gold ist hochspekulativ,…) werden nur langsam entmystifiziert und relativiert. Nachdem sich im Zuge des 20-jährigen Bärenmarktes zahlreiche solcher Argumente, Diffamierungen und Überzeugungen eingeprägt haben, ist der Meinungsumschwung dementsprechend langwierig und zäh. Dieser Prozess des Umdenkens hat definitiv psychologische Gründe. **Es scheint, als wäre das Verhalten vieler Marktteilnehmer hinsichtlich der derzeitigen Krise von „*kognitiver Dissonanz*" und dem „*Normalitätsbias*" geprägt.**

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

***„People can foresee the future only when it coincides with their own wishes, and the most grossly obvious facts can be ignored when they are unwelcome"* George Orwell**

So tritt kognitive Dissonanz auf, wenn man beispielsweise einen Entschluss gefasst hat, obwohl die Alternativen ebenfalls attraktiv waren; wenn man eine Entscheidung getroffen hat, die sich anschließend als Fehl-entscheidung erweist oder wenn man sich konträr zu seinen Überzeugungen verhält, ohne dass es dafür eine externe Rechtfertigung (Nutzen/Belohnung oder Kosten/Bestrafung) gibt. **Starke Dissonanz entsteht insbesondere bei einer Gefährdung des stabilen, positiven Selbstkonzepts, wenn also jemand Informationen bekommt, die ihn als dumm, unmoralisch oder irrational dastehen lassen[144]. Dies scheint der Grund dafür zu sein, dass der erstmalige Goldkauf für viele Menschen eine enorme mentale Überwindung darstellt.**

Was nicht sein darf, kann nicht sein

Der zweite entscheidende Faktor dürfte der sogenannte „Normalitätsbias" (engl. „Normalcy bias") sein. Er bezieht sich auf einen mentalen Zustand verzerrter Wahrnehmung, in den Menschen eintreten wenn sie vor einer Katastrophe stehen. Er veranlasst Menschen, sowohl die Möglichkeit des Auftretens von Katastrophen als auch deren mögliche Auswirkungen nach dem Motto „*Was nicht sein darf, kann nicht sein*" und „*Was immer schon so war, wird ewig so bleiben*" zu unterschätzen bzw. negieren[145].

Informationen werden so ausgewählt, dass die eigenen Erwartungen möglichst bestätigt werden

Dies führt oft zu einer Situation, in der Menschen nicht angemessen auf Katastrophen vorbereitet sind, weil man sich bisher noch nie erlebte Situationen nicht vorstellen kann. Zudem neigen Menschen dazu, Warnungen im optimistischsten Lichte zu interpretieren und eine sogenannte Wahrnehmungsselektion vorzunehmen[146]. Dies bedeutet, dass nur bestimmte Dinge wahrgenommen werden, die die eigene Meinung bestätigen. Damit einher geht auch der Bestätigungsfehler (engl. „confirmation bias"). Er bezeichnet in der Kognitionspsychologie die Neigung, Informationen so auszuwählen, zu suchen und zu interpretieren, dass diese die eigenen Erwartungen erfüllen. Deshalb werden

[144] *http://de.wikipedia.org/wiki/Kognitive_Dissonanz*
[145] *Vgl. Normalitäsbias, Investorenwissen24*
[146] *Vgl. Wikipedia, „Normalcy bias"*

Informationen, die die eigenen Erwartungen widerlegen, bewusst ausgeblendet. Die betreffende Person unterliegt somit einer Selbsttäuschung und einem Selbstbetrug[147].

"*We hear a lot about "worst case" projections, but they often turn out to be negative enough. I tell my father's story of the gambler who lost regularly. One day he heard about a race with only one horse in it, so he bet the rent money. Halfway around the track the horse jumped over the fence and ran away. Invariably things can get worse than people expect. Maybe "worst case" means "the worst we've seen in the past". But that doesn't mean things can't be worse in the future"* Howard Marks

Woher kommt Warren Buffets Aurophobie?

Es scheint, als gäbe es – insb. im traditionellen Finanzsektor – eine stark ausgeprägte „**Aurophobie**"[148]. Diese krankhafte Angst oder Aggression gegenüber Gold scheint es bei keinem anderen Gut zu geben. Schließlich kennen wir keine solch ausgeprägte Aversion gegen Kupfer, keine manischen Anleihen-Feinde oder militanten Immobilien-Basher. Wir sehen uns als Analysten und nicht als Psychotherapeuten, insofern wollen wir auf die Gründe für die starke Aversion nicht weiter eingehen. **Jedoch wollen wir nachfolgend exemplarisch einen fundamentalen und häufig zitierten Fehler kommentieren.**

"*There are about three hundred economists in the world who are against gold, and they think that gold is a barbarous relic – and they might be right. Unfortunately, there are three billion inhabitants of the world who believe in gold.*" Janos Fekete

Aus unerfindlichen Gründen äußert Warren Buffet immer häufiger seine ostentative Geringschätzung hinsichtlich Gold. Er kritisiert den geringen industriellen Nutzen, den fehlenden intrinsischen Wert und die generelle Sinnlosigkeit von Gold. **Wir glauben, dass Buffett hier einem fundamentalen Fehler unterliegt, nachdem er die Verbindung zwischen Gold und Geld übersieht und somit Äpfel mit Birnen vergleicht. Ein Großteil der Nachfrage erfolgt aus monetären Gründen. Insofern sollte er in diesem Falle nicht Gold mit Aktien, sondern viel eher mit Cash vergleichen. Gold ist eine alternative Währung und kein Investment. Führt man diesen Gedanken fort, so gelten die gleichen Argumente auch für den US-Dollar,** der weder intrinsischen Wert noch industriellen Nutzen hat und derzeit auch keine Zinsen zahlt.

***"First they ignore you, then they laugh at you, then they fight you, then you win."* Mahatma Gandhi**

Die Aversion von Warren Buffett gegenüber Gold kann auch mit einer gewissen Rebellion gegenüber seinem Vater Howard Buffett erklärt werden. Buffett senior war liberaler Kongressabgeordneter und plädierte Zeit seines Lebens für eine Rückkehr zu einer goldgedeckten Währung.[149]:

"I warn you that politicians of both parties will oppose the restoration of gold, although they may outwardly seemingly favor it. Also those elements here and abroad who are getting rich from the continued American inflation will oppose a return to sound money. There is no more important challenge facing us than the restoration of your freedom to secure gold in exchange for the fruits of your labors"

"Is there a connection between Human Freedom and A Gold Redeemable Money? At first glance it would seem that money belongs to the world of economics and human freedom to the political sphere. But when you recall

[147] *Vgl. Wikipedia, "Bestätigungsfehler"*
[148] *Vgl. "Gold: The Currency of FIRST Resort", Hinde Capital, Juni 2010*
[149] *Vgl. "Human Freedom Rests on Gold Redeemable Money", Congressman Howard Buffett, Mai 1948*

that one of the first moves by Lenin, Mussolini and Hitler was to outlaw individual ownership of gold, you begin to sense that there may be some connection between money, redeemable in gold, and the rare prize known as human liberty.

"Also, when you find that Lenin declared and demonstrated that a sure way to overturn the existing social order and bring about communism was by printing press paper money, then again you are impressed with the possibility of a relationship between a gold-backed money and human freedom."

"Civilized people should buy gold when uncivilized people are in charge. They should also buy it when civilized people in power adopt the economic policies of uncivilized people"
Gary North

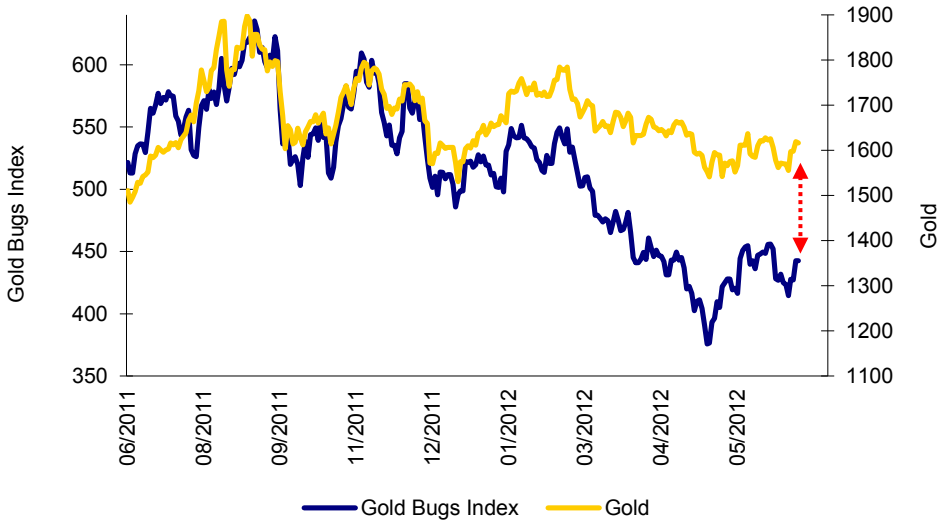
Auch Buffett's langjähriger Partner Charlie Munger zeigte sich via CNBC kritisch und meinte, dass "*Gold eine großartige Sache ist, um es 1939 in Wien in die Kleidung seiner jüdischen Familie einzunähen, aber zivilisierte Menschen kaufen kein Gold – sie investieren in produktive Unternehmen*". Es scheint, als halte er Milliarden von Menschen in Indien und China für unzivilisiert. Es scheint triftige Gründe zu geben, wieso Menschen rund um den Globus und praktisch in jeder Hochkultur bereits seit tausenden von Jahren in Gold vertrauen.

Goldmining-Aktien

„Risk Off“ führt (erneut) zu enttäuschender Performance von Goldaktien

Mining-Aktien zeigten in den letzten Monaten eine klar negative Divergenz zum Goldpreis. Seit dem letzten Goldreport bleibt eine Performance von -18% beim Gold Bugs Index vs. einem Plus von 6% beim Goldpreis[150]. Einerseits waren dafür die gestiegenen Input-Kosten verantwortlich, andererseits dürfte auch die wachsende Risikoaversion im Zuge eines generellen „Risk-Off“ bei Aktien für die Underperformance der Miner ausschlaggebend gewesen sein.

HUI Gold Bugs Index vs. Gold seit letztem Goldreport



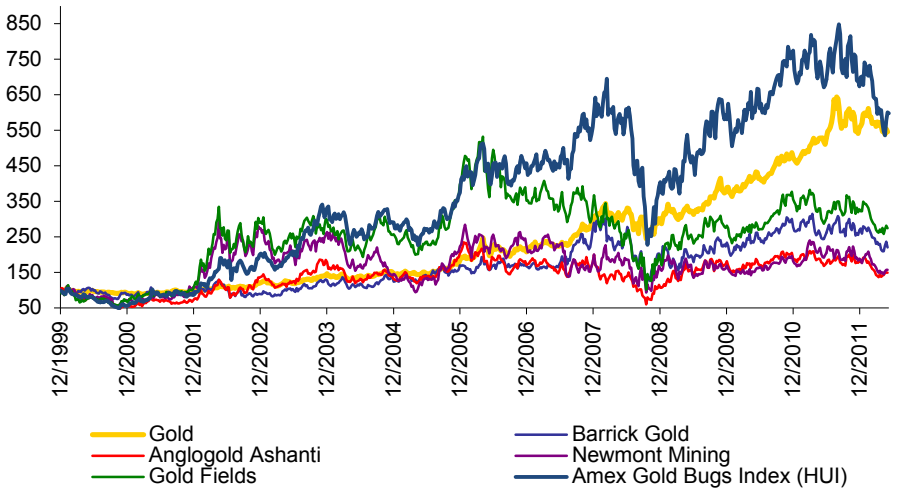
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Majors haben Aktionärsinteressen enttäuscht

Nachfolgender Chart illustriert die Underperformance der Major-Produzenten im Vergleich zum Amex Gold Bugs Index aber auch im Vergleich zum Goldpreis seit Beginn der Hausse. Gründe dafür gibt es zuhauf. Organisches Wachstum ist für Majors kaum möglich, nachdem Greenfield-Exploration in der Vergangenheit sträflich vernachlässigt wurde und die Kapitalkosten signifikant anstiegen. Die Hedging-Programme mussten teuer aufgelöst werden. Die enttäuschende Performance der Major-Aktien gegenüber Gold resultiert natürlich auch aus den deutlich gestiegenen Input-Kosten. Der Mangel an Fachkräften, stark gestiegene Treibstoffkosten, der teurere Abbau von „low grade“ sowie Fremdwährungseffekte zählten zu den wichtigsten Gründen für den Margendruck.

[150] *Stand per 5. Juli 2012*

Goldpreis vs. Amex Gold Bugs vs. Major Goldproduzenten seit Ende 1999 (auf 100 indexiert)



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Der wichtigste Faktor für die Rentabilität der Goldaktien ist und bleibt die Differenz zwischen Goldpreis und Produktionskosten. Das absolute Niveau des Goldpreises ist relativ unerheblich.

Goldaktien weisen inverse Korrelation zu breitem Aktienmarkt auf

So profitiert Gold in Zeiten wachsender wirtschaftlicher Unsicherheit und während Rezessionen. Deshalb sind Goldaktien einer der wenigen Sektoren, die eine langfristig inverse Korrelation mit dem breiten Aktienmarkt aufweisen. Kurzfristig wird diese Korrelation klarerweise in Folge sinkender Liquidität und steigender Risikoaversion konterkariert, langfristig ist dies jedoch zweifellos der Fall. So notierte der S&P 500 als der Goldbullenmarkt im Jahre 2000 begann, bei 1.500 Punkten, während der HUI in diesem Jahr seinen Tiefpunkt bei 35 Punkten markierte. Aktuell notiert der S&P bei 1.300 und somit mehr als 10% im Minus, während der HUI auf 450 kletterte und somit ein Plus von mehr als 1.100 Punkten verzeichnete[151].

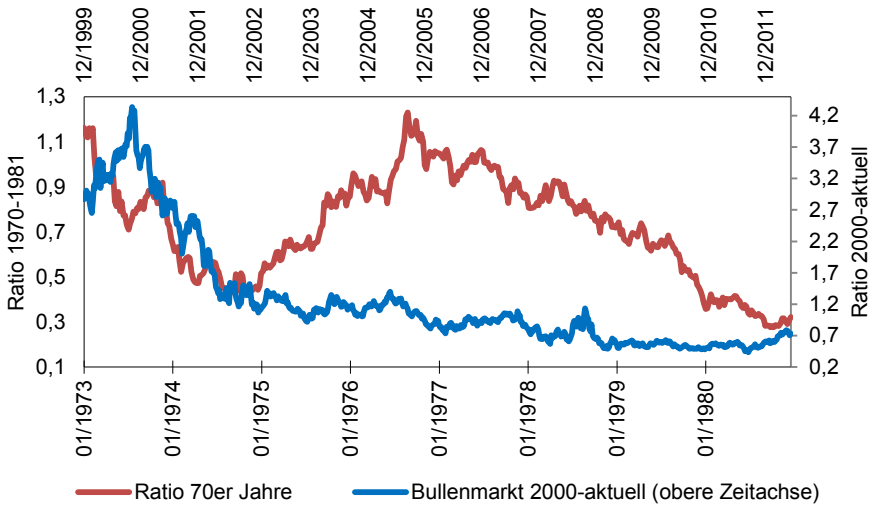
Ähnliches konnte man auch in den 70er Jahren erkennen. So tendierte der S&P zwischen Jänner 1973 (Punktestand 118) bis Jänner 1981 (Punktestand: 135) de facto seitwärts. Im gleichen Zeitraum haussierte der Datastream World Gold Mining Index von 100 Punkten auf 407 Punkte. Am nachfolgenden Chart erkennt man das Ratio zwischen S&P 500 und dem US Goldmining Index in den 70er Jahren (linke Skala und untere Zeitachse) und im Vergleich dazu das gleiche Verhältnis während des aktuellen Bullenmarktes (rechte Skala und obere Zeitachse).

Man erkennt klar, dass im Rahmen des letzten Bullenmarktes eine markante Outperformance-Phase des S&P von Mitte 1974 bis Mitte 1976 (steigende Ratio-Linie) stattfand. In dieser Zeit korrigierte der Goldpreis von USD 180 auf USD 100. Im gleichen Zeitraum verlor der Goldaktienindex lediglich 30%, jedoch zeigte der S&P in dieser Phase klare relative Stärke, weshalb das Ratio anstieg. Im Vergleich zum aktuellen Bullenmarkt (blaue Linie) ist ein klarer Abwärtstrend zu erkennen, der im August 2011 einen

[151] *Vgl. "Gold and gold mining stocks, an update", www.acting-man.com*

Tiefpunkt markierte. Seit August 2011 zeigt der S&P jedoch wieder klare relative Stärke.

Vergleich S&P 500 / Goldaktien – Ratio im letzten und aktuellen Bullenmarkt

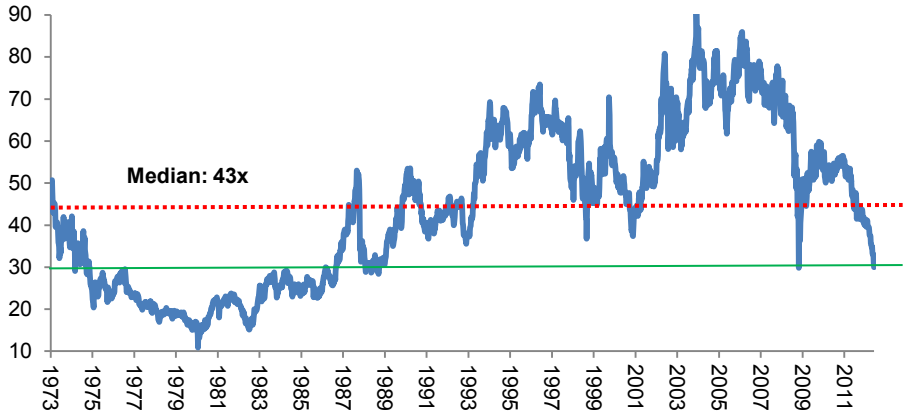


Quelle: Datastream, Erste Group Research

Goldaktien relativ zu Gold auf günstigstem Niveau seit 2008 bzw. 1989

Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man, wieviele Einheiten des Datastream World Gold Index man für jeweils 1 Gramm Gold erhält. Der Wert liegt derzeit bei 30 und somit klar unter dem langfristigen Median in Höhe von 43. Dies bedeutet, dass Goldaktien in Relation zu Gold derzeit ähnlich günstig sind wie zuletzt im Jahre 2008 und davor zuletzt im Jahre 1989. Es scheint, als wäre im Bereich von 30 ein Support (bzw. Widerstand aus den 80er Jahren). **Dies könnte einen attraktiven Einstiegszeitpunkt signalisieren.**

World Goldmining Index / Gold – Ratio seit 1973 Excel



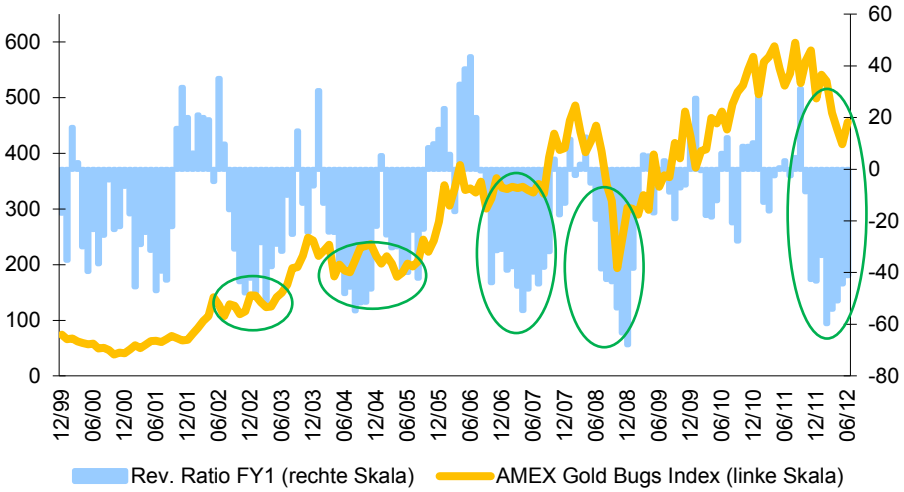
Quelle: Datastream, Erste Group Research

Gewinnrevisionen weiterhin extrem negativ – normalerweise verlässliches Kaufsignal

Die Gewinnrevisionen für den Gold Bugs Index befinden sich weiterhin klar im negativen Terrain. Dies bedeutet, dass die Gewinnschätzungen derzeit von deutlich mehr Analysten nach unten als nach oben angepasst werden. Man erkennt somit den ausgeprägten Pessimismus seitens der Primäranalysten. Zuletzt wurden 2008 ähnlich starke Anpassungen der Gewinnprognosen vorgenommen. Vergleich man die Revisionstätigkeit mit

dem Kursverlauf des Gold Bugs Index (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.**

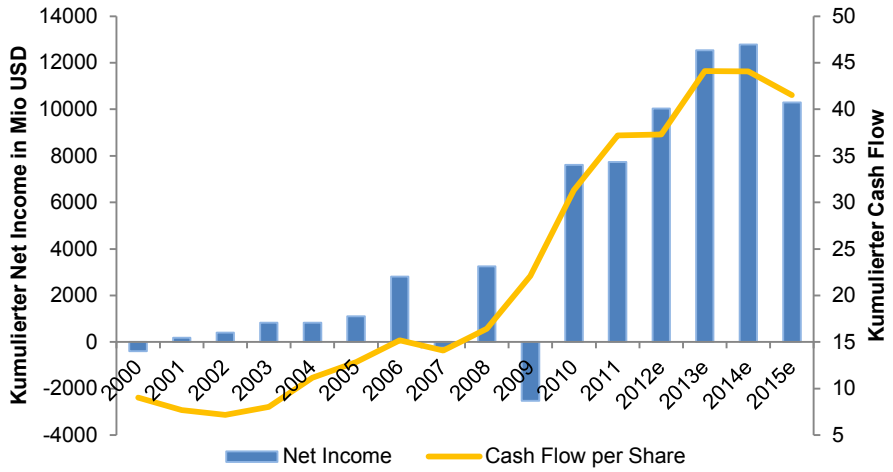
Gewinnrevisionen Gold Bugs Index vs. Goldpreis



Quelle: JCF Factset, Erste Group Research

Nachfolgend haben wir die die Ergebniszahlen von 4 Majors (Barrick, Goldcorp, Newmont und Newcrest) addiert. So legte der kumulierte Net Income von minus USD 391 Mio. in 2000 auf aktuell USD 10 Mrd. zu. Auch der addierte Cash Flow je Aktie (goldene Linie, rechte Skala) zeichnet ein klar positives Bild. Er kletterte von USD 9 im Jahre 2000 auf aktuell USD 37.

Kumulierter Net Income (linke Skala) und Cash Flow der 4 Majors



Quelle: JCF Factset, Erste Group Research

Seit unserem letzten Goldreport fanden insgesamt 74 Übernahmen[152] statt. Die durchschnittliche Größe der Deals lag bei USD 547 Mio., im Schnitt belief sich die Prämie auf 31,02%. Wesentlich höhere Übernahmeprämien wurden für Projekte in politisch stabilen Regionen

[152] *Deal-Volumen größer als USD 50 Mio.*

bezahlt. 49% der Käufer kamen aus Kanada, 15% aus Australien und 14% aus den USA. Das zunehmende politische Risiko schlägt sich auch in vermehrter Übernahmetätigkeit in stabilen Regionen nieder. So liegen 25% der Projekte in Kanada, 15% in den USA und 11% in Australien. Der Großteil der Transaktionen waren freundliche Übernahmen, es scheint als würden feindliche Übernahmeschlachten der Vergangenheit angehören. Weiters werden überwiegend Projekte akquiriert, die bereits den Großteil der Genehmigungsverfahren durchschritten haben. Interessant ist auch die Tatsache, dass immer mehr Deals in Cash und eigenen Aktien bezahlt werden. Im Vorjahr war noch ein Großteil auf reiner Cash-Basis abgewickelt worden.

Ausgewählte Übernahmen im Goldsektor seit letztem Goldreport

Ziel	Käufer	Total Value (Mio. USD)	Zahlung
Polyus Gold OJSC	Polyus Gold International Ltd	7.325	Cash
European Goldfields	Eldorado Gold	2.555	Cash und Aktien
Northgate Minerals	AuRico Gold	1.310	Aktientausch
Polymetal JSC	Polymetal International	1.190	Cash
Minefinders Corp	Pan American Silver	1.131	Cash oder Aktien
Minera Andes	McEwen Mining	846	Aktien
Trelawney Mining	IAMGOLD	498	Cash
Extorre Gold	Yamana Gold	360	Cash und Aktien
Far South East Gold	Gold Fields	340	Cash
Adamus Resources	Endeavour Mining	339	Aktien
Grayd Resources	Agnico-Eagle Mines	265	Cash

Quelle: Bloomberg M&A, Erste Group Research

Branchenkonsolidierung wird sich fortsetzen

Wir gehen davon aus, dass sich die Übernahmetätigkeit weiter beschleunigen wird. Gemäß einer Umfrage von PWC[153] wollen 40% aller Unternehmen ihre Reserven mit Hilfe von Akquisitionen ersetzen. **Die Kassen der großen Produzenten sind prall gefüllt und lassen Spielraum für Übernahmen.** So wird sich der kumulierte Free Cash Flow der 16 Unternehmen im Gold Bugs Index heuer auf USD 11,5 Mrd. belaufen, bis 2013 soll er auf USD 13,7 Mrd. steigen. Allein Barrick Gold wird – bei stabilem Goldpreis – bis 2015 insgesamt mehr als USD 14 Mrd. an Free Cash Flow generieren. **Dies lässt das enorme Potenzial für weitere Konsolidierungen erkennen, nachdem alleine die Top-10 Produzenten in 2012 mehr als 40 Mio. Unzen an Produktion ersetzen müssen.**

[153] *2012 Gold price report, PwC*

Herausforderungen für den Mining-Sektor: Peak Gold und wachsender Ressourcennationalismus

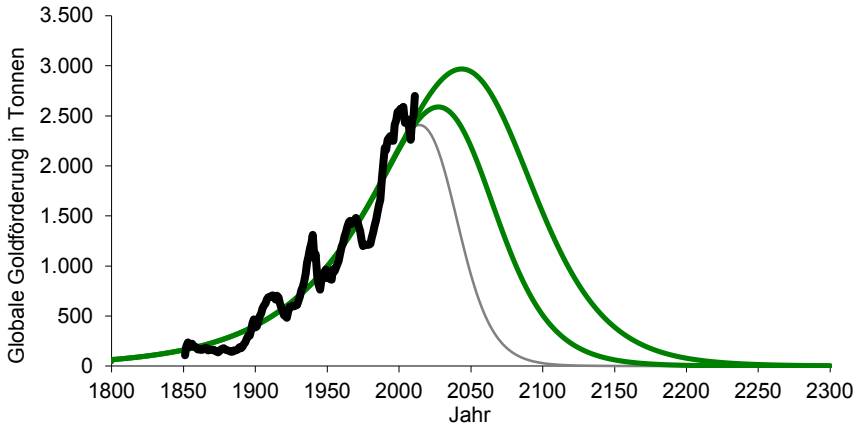
Hubbert'sche Öl-Modellierung gilt auch für Gold-Förderung

In einer überaus lesenswerten Dissertation [154] wendet Jürgen Müller die Erkenntnisse der Hubbert'schen Öl-Modellierung auf die Gold-Förderung an. Er zeigt, dass die Förderkurve einer einzelnen Mine näherungsweise einer Glockenform entspricht. So sinken seit Jahrzehnten nicht nur die Goldgehalte der Erze, sondern es steigt auch der notwendige Abraum um ein Vielfaches. Die Verunreinigungen im Erz erhöhen sich und die Verteilung des Goldes im Erz wird immer feinkörniger, was nicht zuletzt einen erhöhten Energieaufwand bei der Goldgewinnung zur Folge hat.

Modellierung ergibt maximale Goldproduktion von 3.000 Tonnen pro Jahr

Die Studie prognostiziert, dass die Goldförderung in Zukunft vermehrt aus sekundären Quellen wie zB. aus der Förderung von porphyrischen Kupfer-Gold-Lagerstätten[155] stammen wird. Die fallende Primärproduktion wie zB. in Südafrika kann nach wie vor durch andere Primärproduktionen sowie steigende Sekundärproduktion kompensiert werden. Lt. Müller kann sich dieser Trend fortsetzen und zu einer Jahresproduktion von bis zu 3.000 Tonnen führen. Dieses Maximum der Goldförderung soll zwischen den Jahren 2027 bis 2044 erreicht werden, bis dahin seien jedoch nur noch moderate Produktionssteigerungen zu erwarten. Die Gesamtförderung schätzt Müller in 3 unterschiedlichen Szenarien auf 245.000 bis 440.000 Tonnen Gold.

Unterschiedliche Peak Gold-Szenarien



Quelle: Jürgen Müller

Zusammenhang zwischen Erzgehalt und benötigter Energiemenge je geförderter Unze Gold verläuft exponentiell

Die Ähnlichkeiten zwischen der (konventionellen) Öl- und der Goldförderung sind bemerkenswert[156]. Die bekannten Reserven können nicht mit der Rate ersetzt werden, mit der sie abgebaut werden. So werden seit 2002 nur noch ca. 1.250 Tonnen an Goldreserven gefunden, jedoch ca. 2.500 Tonnen gefördert. Zum Vergleich: in den 70er Jahren wurden im Schnitt ca. 3.500 Tonnen Gold entdeckt, jedoch nur 1.370 gefördert, dh. die Reserven wurden kontinuierlich erweitert. **Der Zusammenhang zwischen Erzgehalt und benötigter Energiemenge je geförderter Einheit verläuft nicht linear, sondern dem Charakter nach exponentiell.** Dies bedeutet, dass bei sinkendem Goldgehalt im Gestein, wesentlich mehr Erz

[154] *„Modellierung der globalen Goldproduktion durch Anwendung der Hubbert'schen Peak-Oil Methodik" ,Dissertation an der Universität Würzburg, 2012. In Buchform erschienen im BoD Verlag Norderstedt 2012,ISBN 978-3-8448-1813-0.*
[155] *zB. Grasberg-Mine (Indonesien) oder Escondida (Chile)*
[156] *Die Ölreserven sind in Folge unkonventionellen Öls (Offshore, Ölsande, Schieferöl) stabil*

gebrochen, abgebaut, gefördert, transportiert und verarbeitet werden muss, um die gleiche Menge an Gold zu gewinnen. In Folge dessen steigen auch die ökologischen Herausforderungen deutlich an. **So stieg durch den Übergang zu vermehrtem Übertagebau das Verhältnis von Abraum zu Erz seit den 1980er Jahren von unter 1 auf über 10 an, was zu einer exponentiellen Kostenentwicklung führt.**

Der durchschnittliche Erzgehalt neu entdeckter Erzkörper betrug im Jahr 2007 nur mehr 1,1g/Tonne und ist ebenfalls beständig fallend. Das Verhältnis von Ertrag zu Aufwand verringerte sich von 105 in den 1960er Jahren auf 11 in der ersten Dekade des neuen Jahrtausends. Dies bedeutet, dass man seit der Jahrtausendwende für jeden Dollar den man in Exploration investiert, nur noch 11 Dollar an Gold findet. Dies entspricht im Vergleich zu den 60er Jahren einer Abnahme um den Faktor 10. Die folgende Tabelle zeigt das jeweils über eine Dekade gemittelte Verhältnis von gefundenen Unzen (gemessen in US Dollar) zu Explorationsausgaben.

Verhältnis von Ertrag zu Aufwand bei der Goldexploration

Dekade	Verhältnis Ertrag/Aufwand
1950er	42
1960er	105
1970er	83
1980er	57
1990er	23
2000er	11

Quelle: Müller, McKeith (2009)

Weiterhin stellen die „6 großen P's" für Miner essentielle Herausforderungen dar: [157]

- **People:** Mangel an gut ausgebildeten Facharbeitern, Geologen und Ingenieuren führt zu stark steigenden Personalkosten
- **Procurement:** Steigende Kosten in der Beschaffung von Gütern und Dienstleistungen für die Förderung
- **Power:** steigende Energiekosten, zB durch sinkende Erzgehalte
- **Permits:** Steigende Auflagen und Kosten für Bergbaulizenzen
- **Projects**: Abgebaute Reserven können immer schwerer ersetzt werden
- **Politics:** steigende staatliche Markteingriffe, zB für den Umwelt- und Arbeitsschutz sowie steigende Abgabenlast zB. durch neue Steuern.

Von "NIMBY" (not in my back yard zu "BANANA" (build absolutely nothing anywhere near anyone)

Besonders der letzte Punkt wird unserer Meinung nach immer wichtiger für erfolgreiche Investments im Mining-Sektor. So hat sich die Tendenz in Richtung Nationalisierung und höherer Besteuerung der Minenindustrie im Vorjahr weiter verstärkt. **Die chronischen Haushaltsdefizite rund um den Globus wecken Begehrlichkeiten. Zahlreiche neue Steuern und Lizenzgebühren wurden zuletzt eingeführt und vorgeschlagen.**

[157] *South African Chamber of Mines, gesehen in Müller „Modellierung der globalen Goldproduktion durch Anwendung der Hubbert'schen Peak Oil Methodik"*

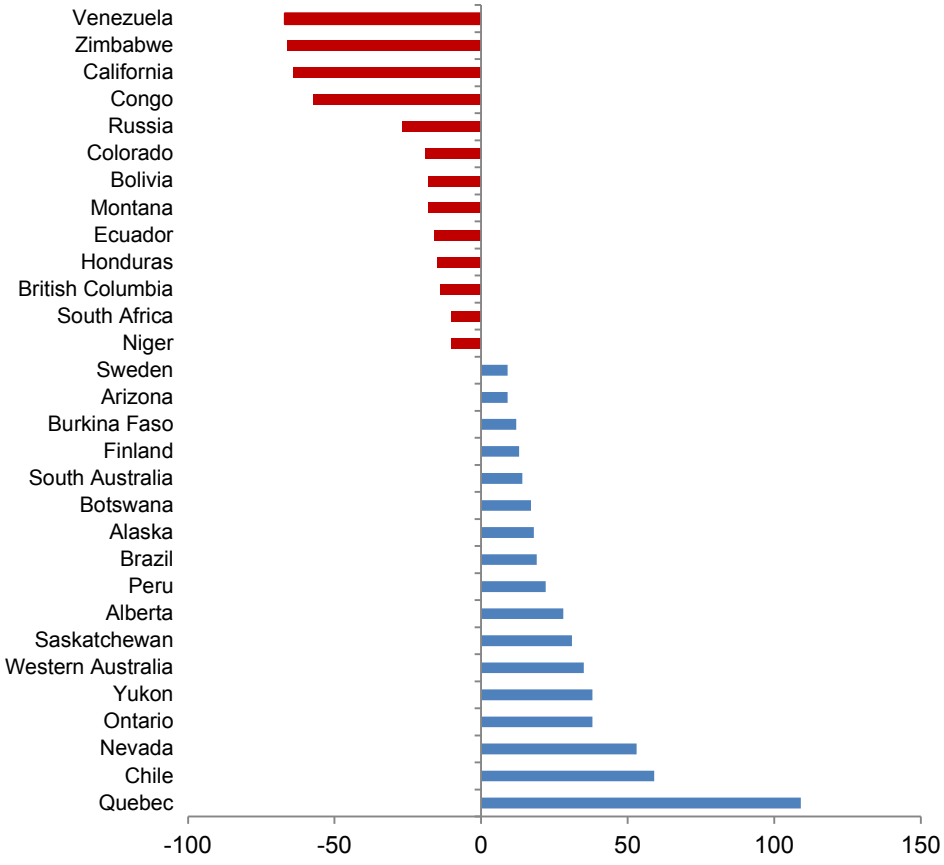
Verschiedene Arten des politischen Risikos:

- Bergbaureformen/neue Gesetzgebung/Neuverhandlung bestehender Lizenzen (Mongolei, Guinea, Brasilien, Simbabwe)
- Enteignungen/Verstaatlichungen (Argentinien, Venezuela, Südafrika)
- „national champions“ (Südafrika, brasilien, Russland)
- Sicherheit (Elfenbeinküste, Mali, Niger, Mexiko)
- Neue Steuern und Abgaben (Tanzania, Sambia, Peru, Brasilien, Australien)

Ein Grund dafür, dass Gold- und Öl-Aktien derzeit so günstig bewertet sind, ist der, dass diese Sektoren auf beinahe einmalige Art und Weise politischem Risiko ausgesetzt sind: sobald man Milliarden von Dollar in eine Mine oder ein Ölfeld investiert hat, befindet man sich potenziell in Geiselhaft der Politiker, die Steuern nach Belieben eintreiben oder gar die Aktiva beschlagnahmen können.

Insofern ist für den Investor die Wahl der richtigen Jurisdiktion mittlerweile eine der essentiellsten Entscheidungskriterien bei Goldaktien-Investments. Nachfolgende Grafik zeigt den Unterschied zwischen den lt. Umfrage am wenigsten attraktiven Mining-Jurisdiktionen (rote Balken) vs. der attraktivsten Regionen (blaue Balken).

Unterschied zwischen attraktivsten und unattraktivsten Mining-Jurisdiktionen

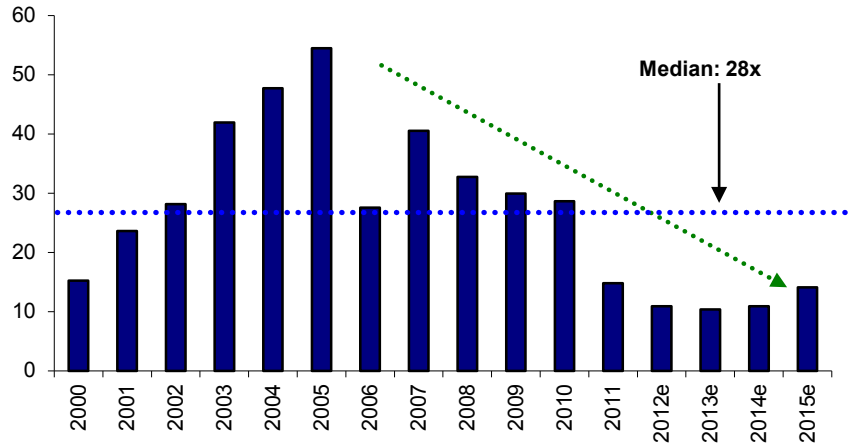


Quelle: Fraser Institute , Erste Group Research

Goldaktien (weiterhin) auf historisch niedrigen Bewertungsniveaus

Die fundamentale Bewertung der Goldaktien ist derzeit historisch günstig. Bei den Aktien aus dem Gold Bugs Index liegt das geschätzte KGV für 2012 derzeit bei 13,9x. Für 2013 soll es auf 12x absinken. Dies ist im Vergleich zur eigenen Historie (Median KGV 2000-2012: 28x) aber auch in Relation zu zahlreichen anderen Branchen eine extrem günstige Bewertung. Zudem bestätigt es die Tatsache, dass der Markt derzeit alles andere als euphorische Erwartungen einpreist.

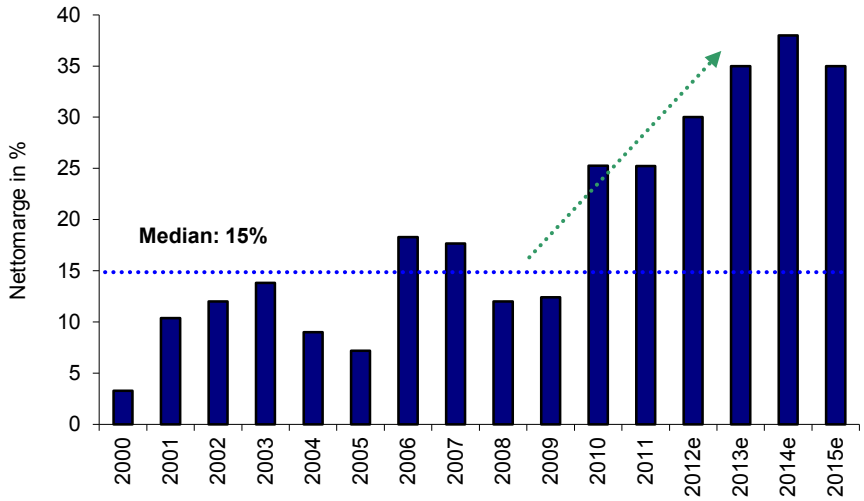
Historisches und geschätztes KGV Gold Bugs Index



Quelle: JCF Factset, Erste Group Research

Im Median weisen die Titel des Gold Bugs Index in 2012 eine Nettomarge von 30% aus. Im Median der letzten 10 Jahre lag die Nettomarge bei lediglich 15%. Bis 2014 wird mit einer Margenausweitung auf 38% gerechnet.

Gold Bugs Index: Nettomargen 2000-2015e



Quelle: JCF Factset, Erste Group Research

Dividendenpolitik enttäuschend – beginnt jetzt ein Umdenken hinsichtlich der Dividendenpolitik?

Das EV/EBITDA befindet sich auf dem niedrigsten Stand seit 20 Jahren. Die Eigenkapitalrentabilität ist zuletzt auf 12% gestiegen. Weiterhin enttäuschend entwickelt sich hingegen die Dividendenrendite. Sie liegt im HUI derzeit bei 1,39% und soll gemäß Konsensschätzungen im Laufe der nächsten Jahre nur geringfügig steigen. **Wir sehen im fehlenden Willen höhere Dividenden auszuschütten, einen der größten negativen Eigenschaften des Mining-Sektors.** Vergleicht man das Payout-Ratio mit den Branchen Versorger (80%), Energie (67%) oder Finanz (52%) so ist verständlich, dass der Mining-Sektor bei Fondsmanagern unbeliebt ist. Nur der Technologiesektor schüttet auf Branchenbasis weniger Dividende aus.

Es scheint, als würde nun jedoch ein Umdenken stattfinden. In einer Umfrage von PWC antworteten 27% aller Befragten, dass sie höhere Dividendenausschüttungen in Erwägung ziehen. Zudem haben zB. Barrick Gold oder Anglogold ihre Dividendenzahlungen zuletzt erhöht. Newmont Mining hat die Dividendenzahlungen hingegen an den Goldpreis gekoppelt. **Ein Anstieg oder Verringerung von USD 100 bedeutet eine Erhöhung oder Senkung der Dividende von 20 Cents je Aktie. Dies ist unserer Meinung nach sowohl für das Management als auch den Investor aufgrund erhöhter Transparenz und Planbarkeit sinnvoll. Wir erwarten ähnliche Schritte von weiteren Majors.**

Höhere Dividendenrenditen würden den Goldsektor einer wesentlich breiteren Investorenschaft öffnen. Aufgrund des weiterhin steigenden Free Cash Flows glauben wir, dass Yields von 3-4% definitiv möglich wären. 2012 werden nur wenige Branchen eine Kombination aus hohem Umsatzwachstum, steigenden Margen und Gewinnwachstum ausweisen können. Der Goldsektor wird definitiv dazuzählen. Dies ist in einem Markt, der verzweifelt nach hohen Dividendenrenditen bei fairer Bewertung sucht, definitiv ein fundamental attraktives Setup.

Fazit

Es sollte einmal mehr hervorgehoben werden, dass wir Gold als Währung und somit als Form des Sparens sehen, während wir Goldaktien als Investment sehen.

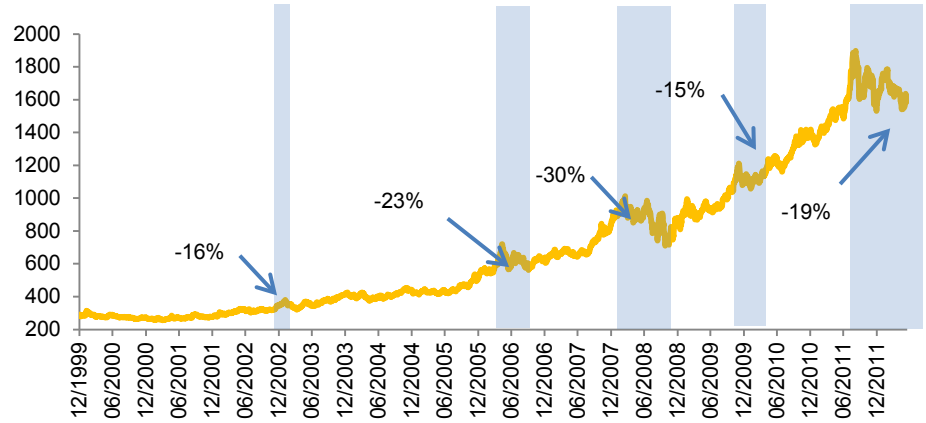
Wir denken, dass der Goldsektor derzeit auf einem extrem soliden Fundament steht. Obwohl der Pessimismus ähnlich groß ist, wie noch vor 4 Jahren, ist die fundamentale Verfassung der Goldindustrie wesentlich gesünder als damals. Starke Bilanzen, hohe Free Cash-flows, deutlich gestiegene Margen, niedrige Verschuldungsniveaus und steigende Dividenden sprechen für den Sektor. Es gibt zudem wenige Sektoren, die seitens der Investment-Community stärker untergewichtet werden. Weiteres scheint es, als gäbe es ein Umdenken, weg von „Wachstum um jeden Preis“ in Richtung Shareholder Value. **Wir denken, dass solide Mining-Titel in politisch stabilen Regionen, derzeit eine Spekulation mit hoher Hebelwirkung und attraktivem Chance/Risiko-Profil darstellen. Insofern gehen wir davon aus, dass die derzeitigen historisch günstigen Bewertungsniveaus attraktive Einstiegsniveaus darstellen.**

Technische Analyse des Goldpreises

Wir erwarten baldiges Ende der korrektiven Phase

Es scheint, als würde die mehrmonatige korrektive Phase nun zu Ende gehen. Als Gold im Vorjahr das neue Allzeithoch bei 1.920 markierte, handelte der Preis 3 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 19%ige Korrektur was den Drawdown betrifft, durchschnittlich war. Die Dauer (blaue Balken) der Korrektur fällt jedoch klar überdurchschnittlich aus.

Größere Korrekturen seit Beginn des Bullenmarktes

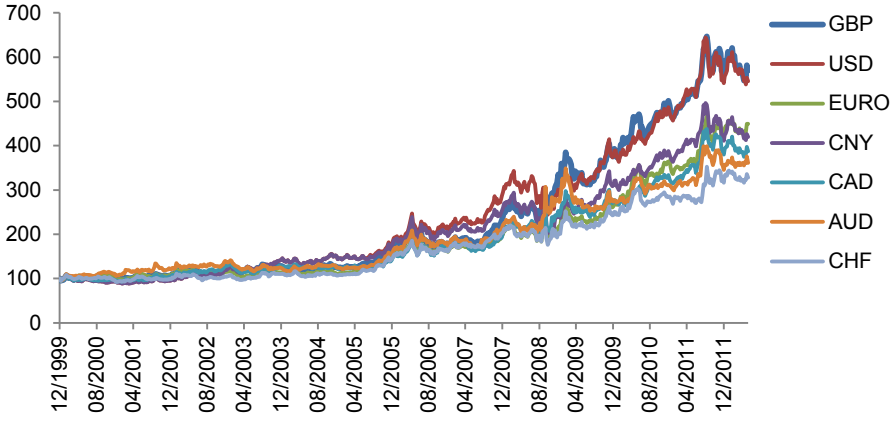


Quelle: Datastream, Erste Group Research

„Currencies don't float, they just sink at different rates" Clyde Harrison

Zudem ist der Aufwärtstrend in praktisch allen Papiergeldwährungen rund um den Globus intakt. Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man den Aufwärtstrend gegen das britische Pfund, den USD, den Euro, den chinesischen Yuan, den kanadischen und australischen Dollar sowie gegen den Schweizer Franken. Erst wenn hier erste Divergenzen einsetzen, wird es Zeit, das Bullenszenario zu überdenken. Noch ist es jedoch noch lange nicht so weit, der Aufwärtstrend ist weiterhin intakt und zeigt weder Anzeichen von Überhitzung, noch Anzeichen von Schwäche.

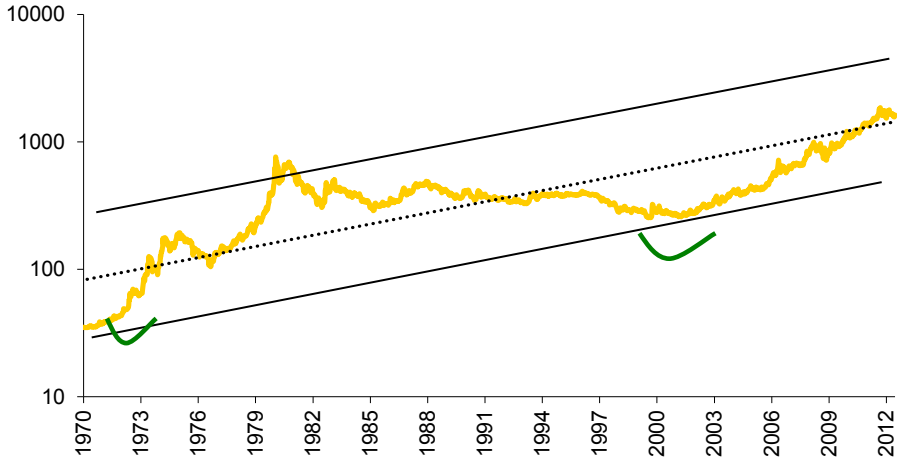
Gold in unterschiedlichen Währungen seit Beginn des Bullenmarktes (auf 100 indiziert)



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Auch anhand der logarithmischen Skalierung erkennt man, dass die Preisentwicklung nicht überzogen ist, sondern sich erst in der Mitte des langjährigen Aufwärtstrends befindet.

Gold seit 1970 (logarithmische Darstellung)



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Gold in Backwardation signalisiert Vertrauenserosion

Am 15. Mai handelte Gold zum ersten Mal seit Dezember 2008 wieder in Backwardation. Was eigentlich nicht sein dürfte, passierte somit erneut. Bei Silber waren es der Mai- und Juli-Kontrakt, bei Gold der Juni-Kontrakt. Was bedeutet dies nun? **Vereinfacht gesagt bedeutet Backwardation, dass der Preis eines Futures-Kontraktes niedriger ist, als der Preis auf dem Spotmarkt.** Wichtig ist diesbezüglich der sogenannten „cost of carry". So müssen die Kosten für Versicherung, Lagerung, Finanzierung und Transport in den Preis eingerechnet werden. Wäre dies nicht der Fall, so würden Arbitrageure sofort das physische Gut für Cash verkaufen, gleichzeitig den günstigeren Future kaufen und somit einen garantierten Gewinn einstreifen. **Wenn dieser risikolose Gewinn nicht wahrgenommen wird, spricht man von Backwardation.**

"Lasting backwardation in gold is tantamount to the realization that gold is no longer for sale at any price"
Antal Fekete

Was bedeutet Backwardation nun im Hinblick auf Gold? Die Bedeutung einer ausgeprägten Backwardation des Goldpreises lässt sich ausschließlich als mangelndes Vertrauen in die zukünftige Lieferung interpretieren. Bei einer gewöhnlichen Ware wird die physische Knappheit meist mit Hilfe höherer Preise aufgelöst. Bei einem ausreichend hohen Preis für Weizen sinkt die Nachfrage bis die vorhandenen Bestände ausreichen um der reduzierten Nachfrage gerecht zu werden. Anders bei Gold: hier dürfte de facto niemals eine Backwardation stattfinden, nachdem es – aufgrund des hohen stock-to-flow-Ratios – nie eine „Goldknappheit" geben kann. Backwardation signalisiert somit eine massive Vertrauenserosion in das Finanzsystem[158]. Die Bedeutung einer Backwardation von Gold heißt, dass das Vertrauen in eine zukünftige Lieferung – im Vergleich zum aktuellen Besitz – gering ist. **Nachdem aktuell lediglich 0,3% aller Kontrakte physisch ausgeübt werden, könnte ein plötzlicher Anstieg von physischen Settlements zu massiven Verwerfungen führen.**

[158] *"Permanent Gold Backwardation: The Crack Up Boom", Keith Weiner*

„I wanna get physical..“

Generell scheint es, als würde es eine sukzessive Abkehr von „Papiergold“-Investments hin in Richtung physischer Käufe geben. Die physische Investmentnachfrage wird heuer die ETF-Nachfrage vermutlich um den Faktor 5 übersteigen. Vor wenigen Jahren war die Situation noch völlig konträr, ETF’s waren für 80% der Investmentnachfrage verantwortlich. **Dieser Paradigmenwechsel zeigt das sukzessive fallende Vertrauen in Papiergold.**

Extrem negatives Sentiment gibt positive Kontraindikation

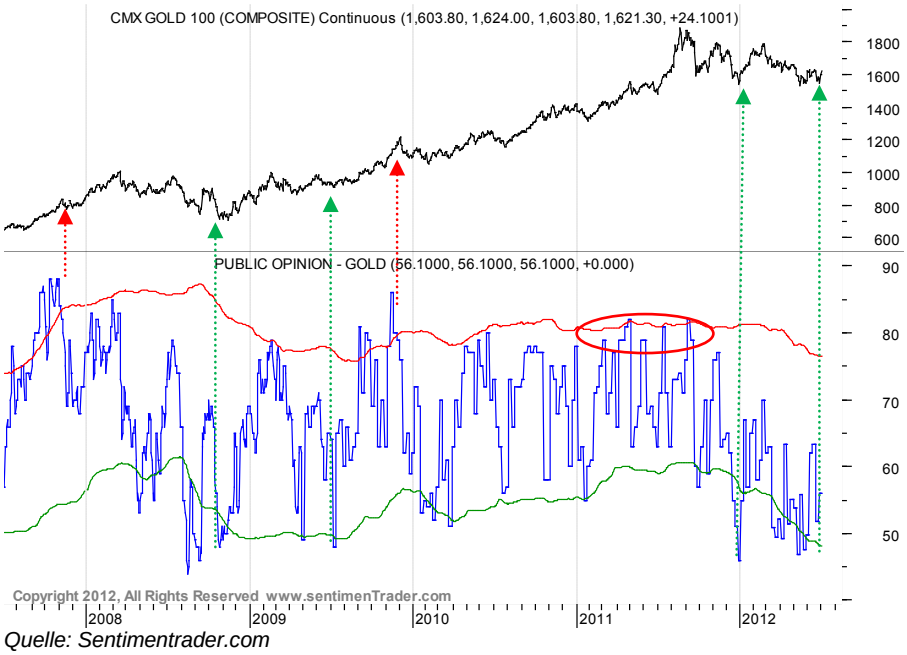
Sentiment mittlerweile auf extrem bearishen Niveau

Die Tatsache, dass das Sentiment während Korrekturen (beispielsweise während der Korrektur seit September 2011) sehr schnell auf extrem bearishe Niveaus umschlägt, stimmt uns weiterhin zuversichtlich. 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 noch weit entfernt ist.

Der nachfolgend abgebildete Public Opinion Indikator kombiniert die Stimmungsumfragen von Market Vane, Consensus, Daily Sentiment Index, Bloomberg, Larry Williams und Ned Davis Research. Er signalisiert derzeit eine äußerst verhaltene Stimmung im Lager der Gold Bugs.

Die rote und grüne Linie zeigen jeweils Extremwerte (1,5 Standard-abweichungen über dem einjährigen Moving Average) und geben meist verlässliche Kontraindikationen, dh. die Bullen werden bei steigenden Preisen zu optimistisch und vice versa. Deshalb sieht man vor größeren Trendwenden meist Extremwerte. Wir haben deshalb grüne und rote Pfeile eingezeichnet, die die Verlässlichkeit der Signale zeigen. Nachdem im Frühling 2012 die bearishsten Niveaus seit 2009 markiert wurden, gehen wir davon aus, dass dies den Boden der korrektiven Bewegung markiert hat.

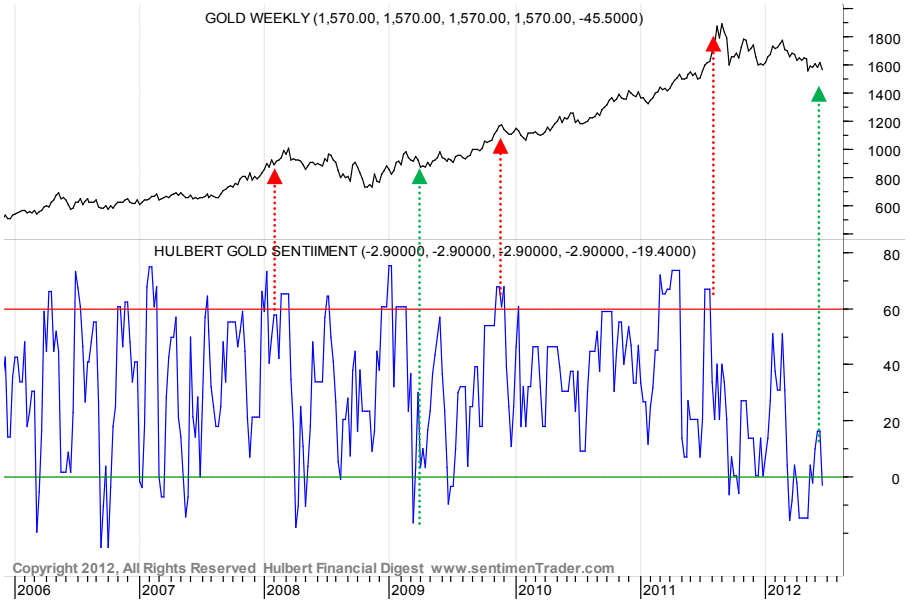
Public Opinion Indikator



Quelle: Sentimentrader.com

Lt. Hulbert Financial Digest liegt die Gewichtung der Goldnewsletter derzeit bei lediglich 18%. Hulbert verfolgt dabei auf täglicher Basis die Empfehlungen von hunderten Newslettern. Das Netto-Exposure kann von 100% Short bis 100% Long variieren. Auch hier erkennt man, dass Extremwerte meist eine Trendumkehr ankündigen. Nachdem das Sentiment im Frühjahr 2012 die bearishsten Niveaus seit 2009 erreichte, interpretieren wir dies als klaren Hinweis auf das Ende der Korrektur.

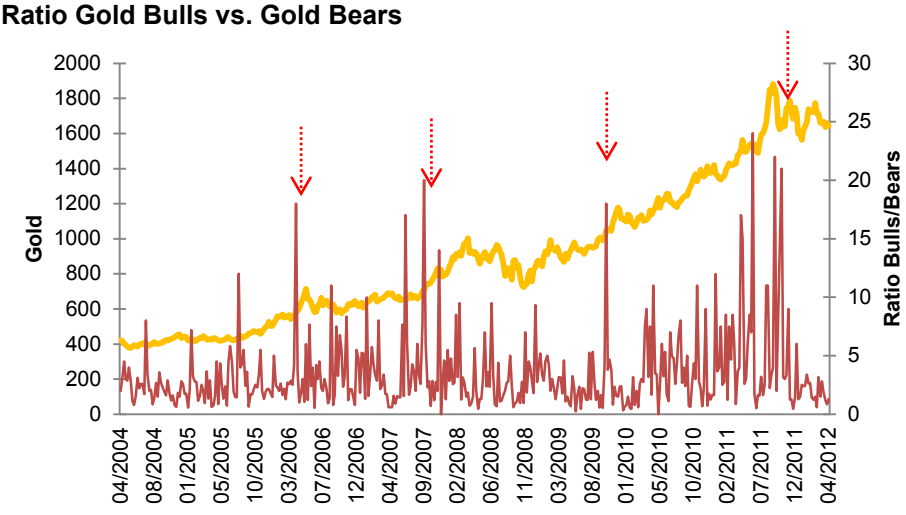
Hulbert Gold Sentiment Index



Quelle: Sentimentrader.com

Am nachfolgenden Chart ist das Verhältnis zwischen Bullen und Bären (rote Linie) gemäß Bloomberg-Umfrage abgebildet. Auch hier erkennt man, dass der Optimismus nach wie vor keine Euphorie-Niveaus erreicht hat. Spikes über die Marke von 20 haben oftmals Korrektur-bewegungen des Goldpreises angekündigt. Auch hier lässt sich aktuell keinerlei überbordende Euphorie erkennen, was ganz klar positiv zu interpretieren ist.

Ratio Gold Bulls vs. Gold Bears



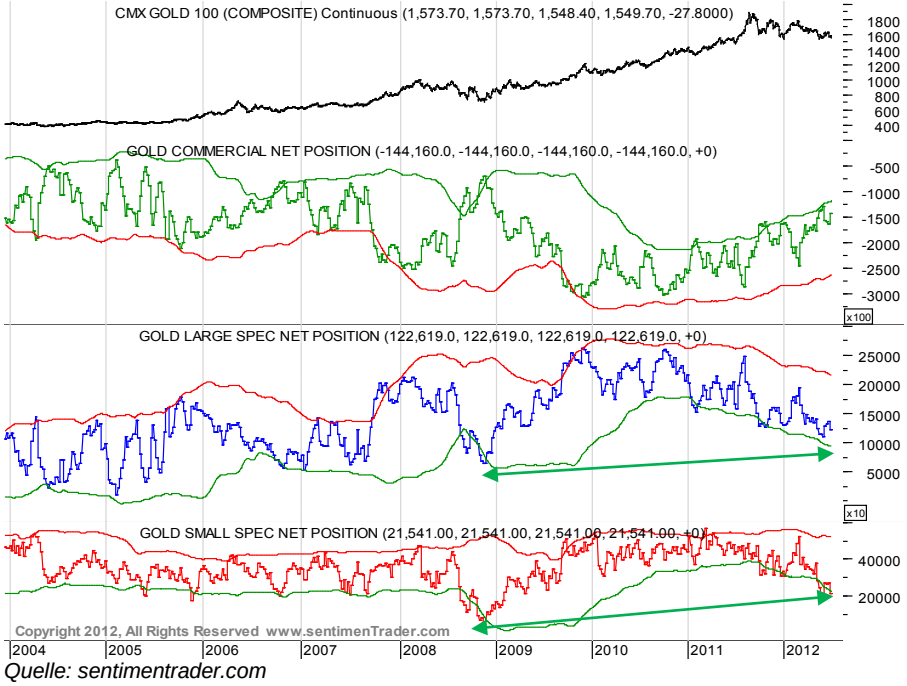
Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Der Commitment of Traders-Report (CoT) zeigt derzeit ebenfalls – aus der Perspektive des Contrarians - ein klar positives Bild. 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“.

Am nachfolgenden Chart erkennt man, 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 moneys (Commercials) bestätigt diese These. Im Vergleich zum August des Vorjahres, haben die „large speculators“ ihre Netto-Long Positionen um 60% verringert. Dies bedeutet den aktuell niedrigsten Stand seit dem Tiefststand in 2008/2009. Ähnliches gilt auch für die „small speculators“. **Dies signalisiert einen attraktiven Einstiegszeitpunkt.**

Die umfangreichen Short-Positionen, die seitens der Non-Commercials gehalten werden, wandeln sich in dem Moment in Kaufkraft um, da Gold beweist, dass es den Abwärtstrend gebrochen hat. **Darüber hinaus ist das sehr geringe Niveau von Netto-Short-Positionen seitens der Commercials (vor allem bei Silber) aus Sicht eines Contrarians als hochgradig bullish einzustufen.**

Comitments of Traders (CoT) Report



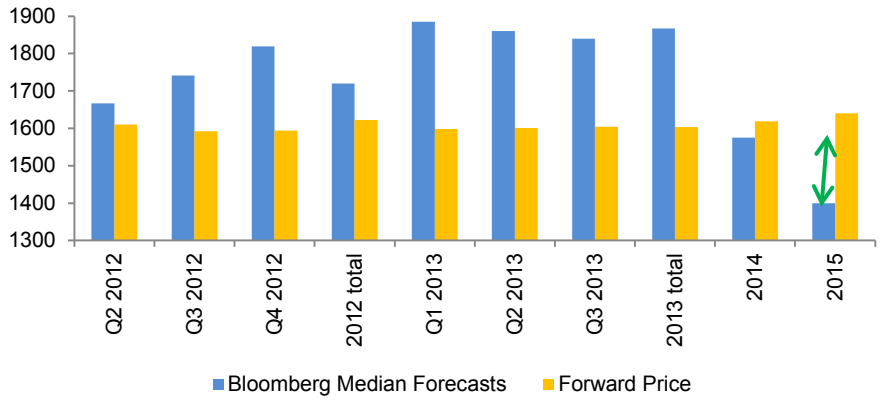
Quelle: sentimentrader.com

Goldanalysten weiterhin bearish – verlässlicher Kontraindikator

Auch seitens der Analysten sind die Markterwartungen alles andere als euphorisch. Normalerweise müsste der Konsens am Ende eines Trends deutlich höhere Kursziele ausweisen, bei Gold ist jedoch kein solcher irrationaler Überschwang zu erkennen. Seitens der 24 von Bloomberg gecoverten Goldanalysten lässt sich wenig Euphorie erkennen, wie nachfolgende Grafik beweist. Der Konsens geht ab 2014 von fallenden Goldnotierungen aus. Die Kursziele liegen im Median bei USD 1.720 (2012), USD 1.835 (2013), USD 1.600 (2014) und USD 1.400 (2015). Dies steht im Kontrast zum Forward-Preis, der für 2015 einen Goldpreis von 1640 signalisiert.

Die von uns formulierten USD 2.300 stellen das mit Abstand höchste Langfrist-Kursziel dar, wir fühlen uns mit dem Contrarian-Call weiterhin wohl.

Bloomberg Gold-Prognosen versus Forward Preis



Quelle: Bloomberg, Erste Group Research

Saisonalität erklärt Schwächephase des Goldpreises

Ein wesentlicher Faktor für die jüngste Seitwärtsphase des Goldpreises ist die ausgeprägte Saisonalität. Wichtige Gründe für die saisonalen Schwankungen sind die sogenannte Wedding-Season aber auch das Diwali-Fest in Indien. Nachdem in Indien mehrheitlich im Herbst und Frühling geheiratet wird, deckt sich die Schmuckindustrie im dritten und vierten Quartal mit Material ein. Zudem füllen Juweliere ihre Goldbestände für das Weihnachtsfest meist im 3. und 4. Quartal auf. Deshalb weisen das 4. sowie das 1. Quartal eines Jahres die besten Performances auf, im 2. Quartal korrigiert der Goldpreis deutlich und im 3. Quartal ist oft eine Seitwärtstendenz zu beobachten. **Diese Saisonalität hat sich bis zuletzt in 75 - 80% der Fälle bestätigt. Zudem ist die Saisonalität kein Geheimnis mehr und insofern verstärkt sich die Entwicklung als „selffulfilling prophecy".**

Anhand der nachfolgenden Tabelle erkennt man die jährlichen Tiefst- und Höchststände für Gold und Silber seit Beginn des Bullenmarktes 2001. Die Jahrestiefs werden meist von Jänner bis Mai markiert, der Höchststand zwischen September und Dezember.

Jahreshöchst- und tiefststände bei Gold und Silber

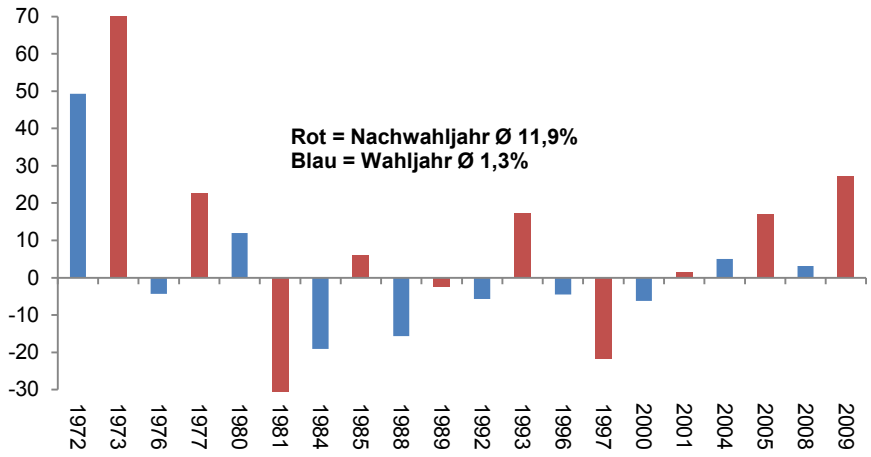
Jahr	Jahrestief GOLD	Jahreshoch GOLD	Jahrestief SILBER	Jahreshoch SILBER
2001	2. April	17. September	21. November	19. Jänner
2002	4. Jänner	27. Dezember	29. Jänner	16. Juli
2003	7. April	31. Dezember	3. April	31. Dezember
2004	10. Mai	2. Dezember	10. Mai	2. Dezember
2005	8. Februar	12. Dezember	4. Jänner	12. Dezember
2006	5. Jänner	12. Mai	6. Jänner	12. Mai
2007	10. Jänner	8. November	21. August	7. November
2008	24. Oktober	17. März	24. Oktober	17. März
2009	15. Jänner	2. Dezember	15. Jänner	2. Dezember
2010	5. Februar	9. November	8. Februar	30. Dezember
2011	29. Jänner	5. September	28. Jänner	22. August
2012ytd	16. Mai	28. Februar	16. Mai	29. Februar

Quelle: Datastream, Erste Group Research

Beeinflusst der US-Wahlzyklus den Goldpreis? Nachwahljahre weisen wesentlich bessere Performances als Wahljahre aus

Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man die jährliche Performance von Gold in Wahljahren bzw. in dem Jahr nach den US-Wahlen. Man erkennt, dass Gold in Wahljahren (blaue Balken) oft negativ tendiert. Im Schnitt liegt die jährliche Performance bei lediglich 1,3%. Dies könnte einerseits eine demonstrative Stärke-Bekundung des US-Dollars vor Wahlen bedeuten, andererseits sind stark steigende Goldpreise als Fieberthermometer des Finanzsystems vermutlich ungewünscht. Anhand der roten Balken erkennt man wiederum, dass Nachwahljahre tendenziell positiv tendieren. Im Schnitt lag die Entwicklung bei 11,9%.

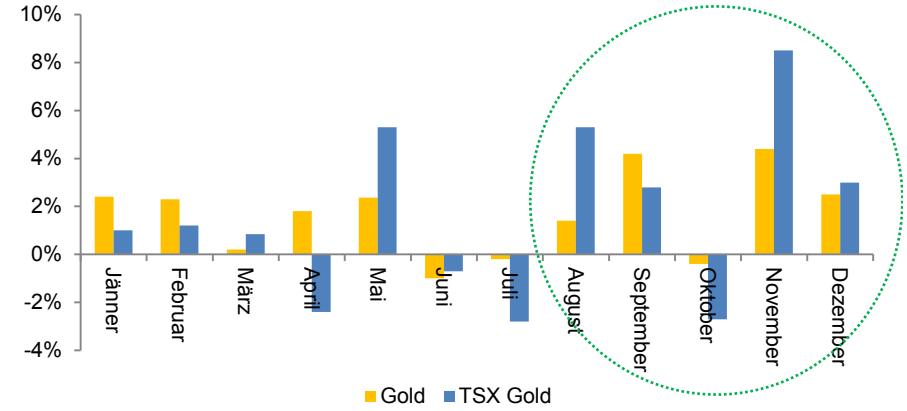
Jährliche Performance in Wahljahren vs. Nachwahljahren



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Am folgenden Chart erkennt man die monatliche Saisonalität des Goldpreises und des TSX Gold Index seit Beginn des Bullenmarktes. Es ist klar ersichtlich, dass ab August die saisonal beste Phase beginnt. **Aufgrund der starken Saisonalität gehen wir davon aus, dass der Goldpreis zumindest bis Ende Juli eher seitwärts tendieren wird.** Anschließend beginnt die saisonal beste Phase für den Goldpreis.

Monatliche Saisonalität des Goldpreises und des TSX Gold Index



Quelle: Dundee Capital Markets, Erste Group Research

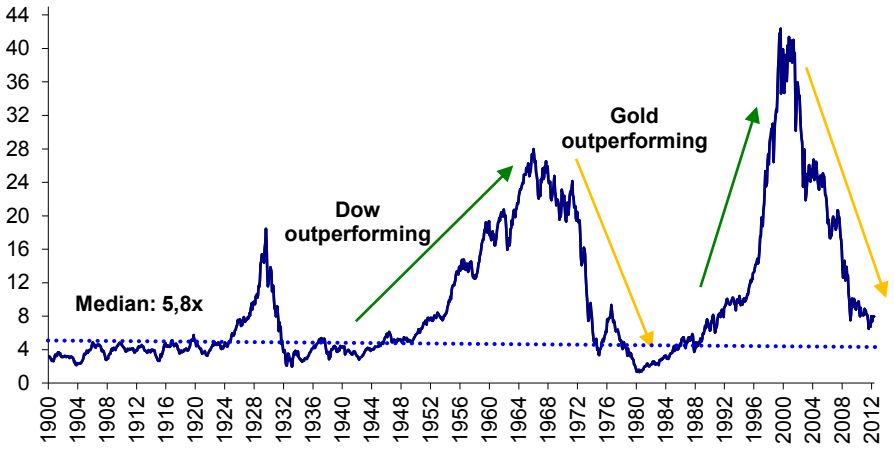
Ratio-Analyse

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 Ratio-Linie dargestellt wird. Steigt die Linie an, so gewinnt der Zähler gegenüber dem Nenner an Wert. Eine steigende Linie impliziert somit relative Stärke. Die Analyse von langfristigen Verhältnissen zwischen Gold und anderen Assets soll dem Anleger zu einer neuen und langfristig orientierten Betrachtungsweise der aktuellen Marktsituation dienen. Durch die einfache Division erkennt man durch den direkten, langfristigen Vergleich zueinander, ob eine faire oder eine Über- bzw. Unterbewertung von Gold vorliegt.

1) Dow / Gold (aktuell 7,8x)

Mit einem Wert von 7,8x liegt das Verhältnis derzeit über dem langfristigen Median von 5,8x. Das bedeutet, dass Gold in Relation zum Dow Jones aktuell nach wie vor relativ günstig bewertet ist, wobei es sich aber auch nicht mehr die Bezeichnung „dirt cheap“ verdient. Bullenmärkte enden jedoch in der Euphorie und im Exzess, insofern gehen wir davon aus, dass noch deutlich niedrigere Werte erreicht werden. Im Jahre 1932 lag das Verhältnis bei 2x, am Ende des letzten Bullenmarktes 1980 lag das Verhältnis bei 1,3x. Wir gehen davon aus, dass im Zuge des säkularen Bullenmarktes wieder Werte von mindestens 2x erreicht werden könnten. Bei einem konstanten Dow müsste Gold also auf USD 6.200 steigen.

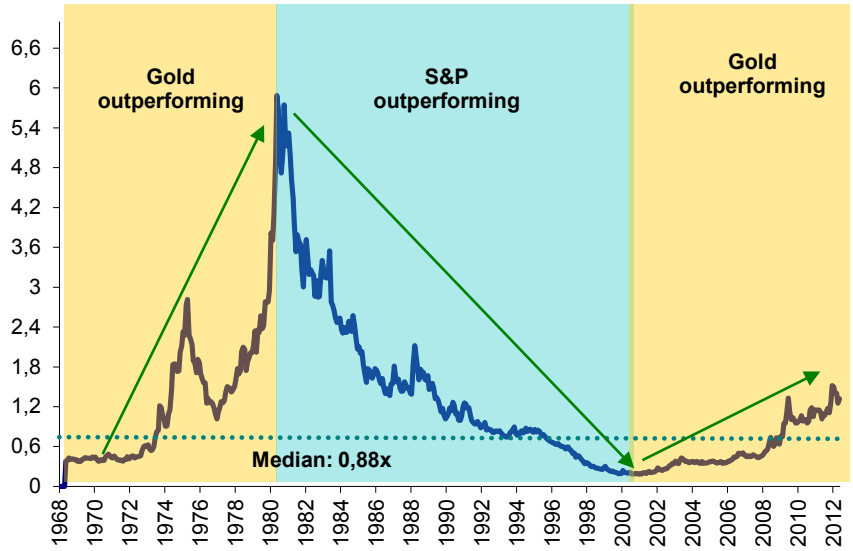
Dow Jones / Gold Ratio seit 1900 (In Excel (Dow Gold lang)



Quelle: Datastream, Erste Group Research

2) Gold / S&P 500 (aktuell 1,2x)

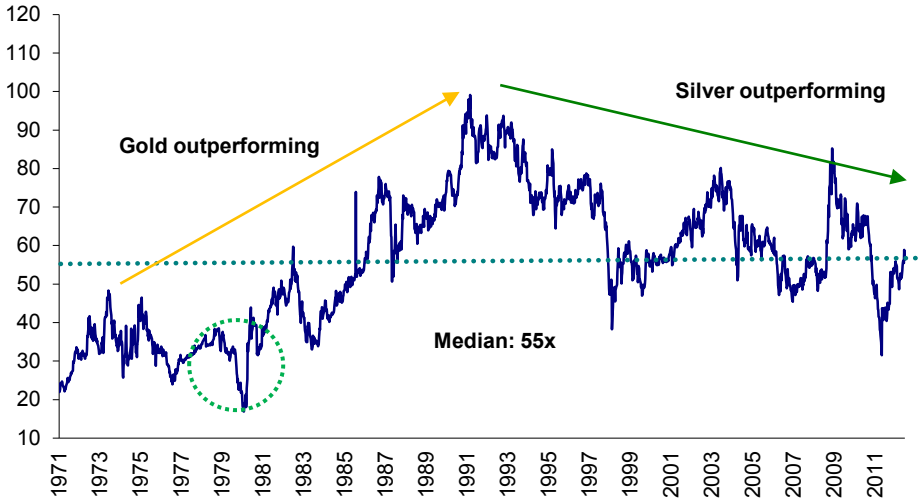
Derzeit liegt das Verhältnis über dem langfristigen Median von 0,88x. Am Chart erkennt man, dass das Ratio von 1994 bis ca. 2008 eine Bodenbildungsformation (ähnlich einer cup&handle-Formation) ausgebildet hat und nun an Momentum zulegt. Vergleicht man die aktuelle Bewegung mit den 70er Jahren, so spricht viel für eine dynamische Bewegung in Richtung deutlich höherer Stände. Bullenmärkte enden nicht im Bereich eines langfristigen Medians, sondern im Extrem. Um den Höchststand von 6x zu erreichen, müsste Gold (bei konstantem S&P) auf USD 7.800/Unze steigen.



Quelle: Datastream, Erste Group Research

3) Gold / Silber seit 1971 (aktuell: 56x)

Derzeit liegt das Verhältnis bei ca. 56 und somit nur marginal über dem Median von 55x. Silber ist somit im 40-jährigen Zeithorizont relativ fair bewertet. Der Tiefststand des Ratios lag im Jahr 1980, als man für 1 Unze Gold 14 Unzen Silber erhielt. Der historische Höchststand wurde 1940 markiert, damals erhielt man für eine Unze Gold 100 Unzen Silber. Ähnlich hohe Werte wurden auch 1990 erreicht. Wir gehen weiterhin davon aus, dass Silber in der Endphase des Goldbullenmarktes klare relative Stärke zeigen wird. Dies belegt auch die Entwicklung des Verhältnisses Ende der 70er Jahre (anhand des grünen Kreises ersichtlich)[159].



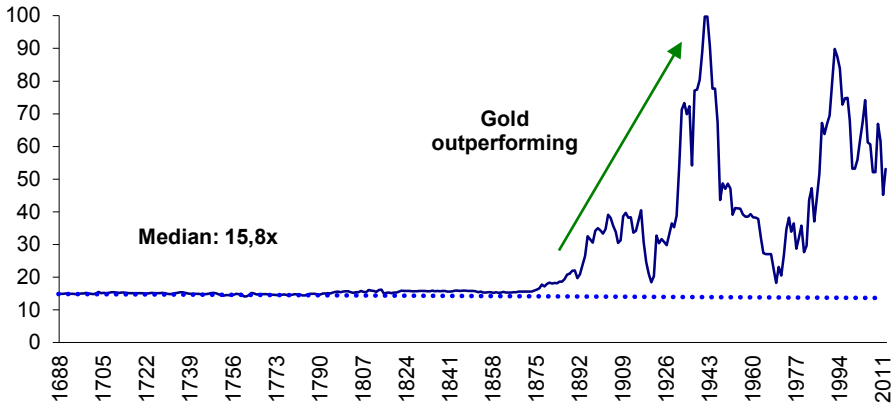
Quelle: Datastream, Erste Group Research

[159] *Wobei hier die Silberspekulation der Gebrüder Hunt eine große Rolle spielte*

4) Gold / Silber seit 1688 (aktuell: 56x)

Eine Betrachtung im Verlauf der Jahrhunderte zeigt, dass Gold seit Anfang des 20. Jahrhunderts in Relation zu Silber deutlich an Kaufkraft gewonnen hat. Der langfristige Median (seit 1688) liegt bei 15,8x. Dies deckt sich in etwa auch mit dem Verhältnis der physischen Bestände. So kommt Silber in der Erde ca. 17x häufiger vor als Gold. Lt. USGS sind die gemessenen und vermuteten Ressourcen von Silber sogar lediglich 6x so hoch wie bei Gold.

Im alten Ägypten war Gold 13,3x so viel wert wie Silber. Die Verhältniszahl basierte auf astronomischen Berechnungen (da sich der silberne Mond 13,3x schneller durch den Tierkreis bewegt als die goldene Sonne[160]) und hielt über 800 Jahre bis ins Zeitalter der Lydier. In Zeiten des Bimetallismus lag das Verhältnis meist zwischen 10 und 15. Es ist jedoch klar, dass dies kein vom Markt auserkorenes Verhältnis war, sondern von Regierungen diktiert. **Seit 1870 steigt das Verhältnis an, was auch bedeuten kann, dass der freie Markt Gold als primäres monetäres Metall ansieht.**

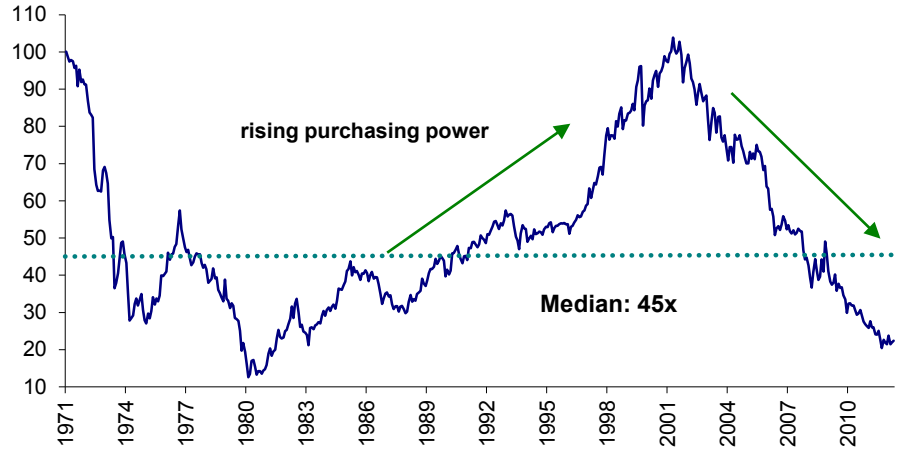


Quelle: Measuringworth.com, Erste Group Research

5) Verfügbares Einkommen / Gold (aktuell 22x)

Vergleicht man das durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen in den USA mit dem Goldpreis, so erkennt man die deutlich nachlassende Kaufkraft in Relation zu Gold. Konnte man mit dem jährlichen verfügbaren Einkommen Anfang 2000 noch mehr als 100 Unzen Gold kaufen, so liegt der Wert aktuell lediglich bei 26x. Der Tiefststand des Ratios wurde im Jahre 1980 bei 12x markiert. Würde dieser Stand (bei stabilem verfügbaren Einkommen) erreicht werden, so müsste der Goldpreis auf USD 3.100 steigen.

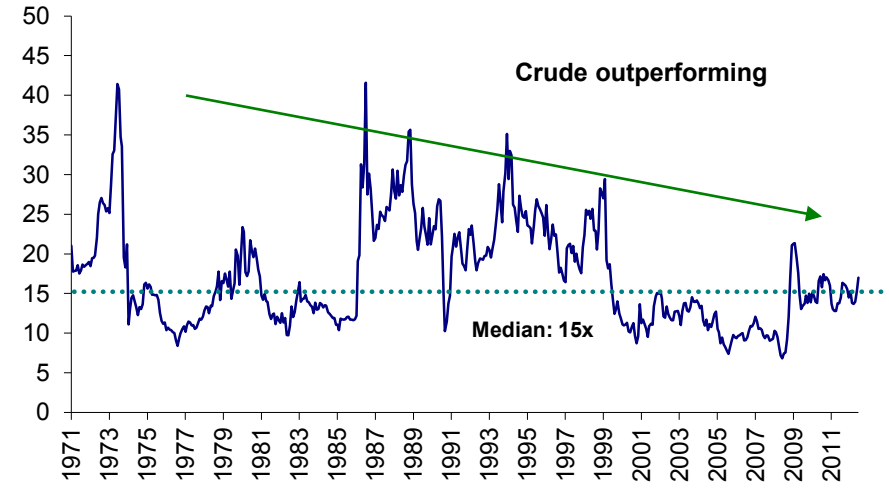
[160] *Vgl. „Geld-Gold-Gewissen", Gérard Klockenbring bzw. Ferdinand Lips „Gold Wars"*



Quelle: Datastream, Erste Group Research

6) Gold / Brent-Öl (aktuell 17x)

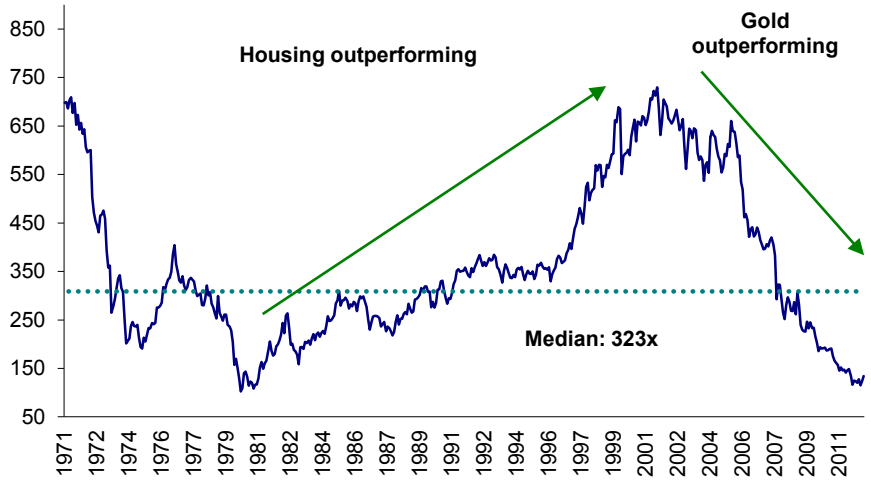
Mit einer Unze Gold kann man aktuell 17 Barrel Brent-Öl kaufen, dies liegt geringfügig über dem langfristigen Median. Insofern ist Gold in Relation zu Öl aktuell fair bewertet. Das Hoch wurde 1986 markiert. Damals konnte man mit einer Unze Gold mehr als 40 Barrel Rohöl kaufen. Der historische Tiefstwert lag im Jahre 2008 bei einem Stand von knapp 6 Barrel je Unze. Es scheint nun aber, als würde die knapp 25-jährige Outperformance von Öl langsam enden und nun die relative Stärke von Gold zunehmen.



Quelle: Datastream, Erste Group Research

7) Hauspreis / Gold (aktuell 134x)

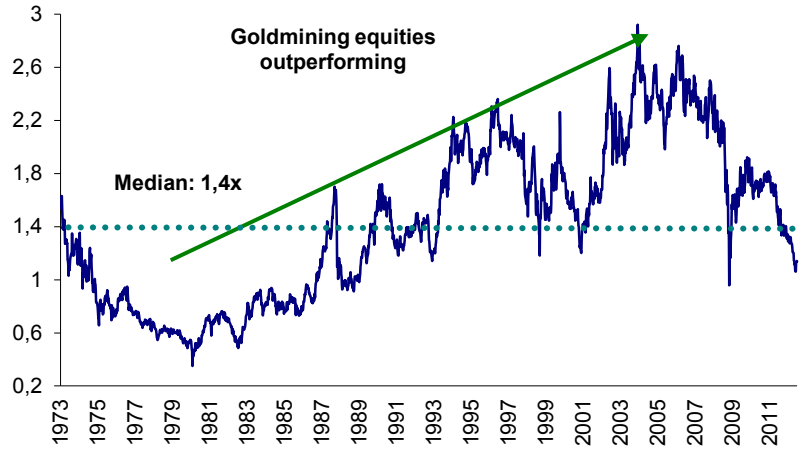
Derzeit benötigt man 134 Unzen Gold um ein durchschnittliches Einfamilienhaus in den USA zu erwerben. Im Vergleich zu 2001 bei einem Stand von mehr als 700 Unzen je Eigenheim, ist Gold somit in Relation zu Immobilien teuer. Der langfristige Median liegt bei 323x. Der Tiefststand aus dem Jahre 1980 bei knapp 100 ist jedoch noch entfernt.



Quelle: Datastream, Erste Group Research

8) World Gold Mining Index / Gold (aktuell 1,13x)

Derzeit liegt das Verhältnis zwischen dem Datastream World Gold Mining Index und Gold bei einem Wert von 1,13x und damit unter über dem langfristigen Median von 1,4x. Ein steigendes Verhältnis zeigt Outperformance zugunsten der Aktien an. Anhand der Entwicklung erkennt man, dass Gold-Aktien seit Beginn der Hausse keine Outperformance gebracht haben. Man sieht zudem, dass die Goldaktien ab dem Ende der letzten Goldhausse 1980 bis 2005 in Relation zu Gold klare relative Stärke zeigten.



Quelle: Datastream, Erste Group Research

Fazit Ratio-Analyse

Der langfristige Vergleich zwischen Gold und anderen Asset-Klassen zeichnet ein klar positives Szenario. Zwar befinden sich viele Verhältnisse im Rahmen bzw. leicht unter dem langfristigen Median, dies zeigt jedoch, dass die Bewertung derzeit alles andere als exzessiv ist. Das vielzitierte Argument der „Gold-Bubble“ kann somit leicht entkräftet werden. Lediglich im Vergleich zu US-Immobilien scheint Gold derzeit zu teuer zu sein.

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 den baldigen Eintritt in die Trendbeschleunigungsphase untermauert.**

FAZIT

***„Es kommt nicht darauf an, die Zukunft vorherzusagen, sondern auf die Zukunft vorbereitet zu sein“* Perikles**

Nein, Gold ist keine „eierlegende Wollmilchsau“. Wir zählen uns keineswegs zu den radikalen Gold-Fundamentalisten, die Gold als Lösung aller Probleme ansehen. Wir sind jedoch davon überzeugt, dass Gold im aktuellen Umfeld eine sinnvolle und günstige Versicherung gegen „worst case“-Szenarien darstellt.

***“There are decades when nothing happens and there are weeks when decades happen”*, Lenin**

Die Zeiten eines klassischen Goldstandards sind nur noch für einen kleinen Teil der Bevölkerung in lebendiger Erinnerung. Früher entsprach ein Dollar noch 1,555 Gramm Gold, anschließend verringerte sich der Wert auf 0,888 Gramm. Heute bekommt man lediglich 0,0194 Gramm Gold für einen Dollar, Tendenz fallend. Insofern ist die Einlösbarkeit in Gold für den Großteil der Bevölkerung eine extrem abstrakte Vorstellung. Dennoch werden die Rufe nach einer Golddeckung immer lauter. Initiativen wie aktuell in Utah oder der Schweiz (Gold-Franken) zeigen, dass der politische Widerstand bröckelt und Gold wieder zunehmend als *ultimative Währung* an Akzeptanz gewinnt**. Wir sehen eine sukzessive Fortsetzung dieses Remonetarisierungs-Trends. Der Grundstein für eine Rückkehr zu ‘Sound Money’ dürfte gelegt sein.**

***„Probleme kann man nicht mit derselben Denkweise lösen, durch die sie entstanden sind.“* Albert Einstein**

Wir glauben, dass finanzielle Repression in ihren unterschiedlichsten Facetten, im Laufe der nächsten Jahre immer weiter um sich greifen wird. Die langfristigen Kosten der fehlenden Konsolidierungs-bemühungen sind jedenfalls beträchtlich. Während kurzfristig die künstlich gesenkten Anleiherenditen suggerieren, dass die Sparbemühungen auf Schiene sind, sollte man nicht vergessen, dass hierfür in erster Linie Markteingriffe verantwortlich sind. Insofern halten wir sukzessiven Vermögenstransfer (eine etwas euphemistische Bezeichnung für schleichende Enteignung) als langfristig verheerende Strategie, nachdem keinerlei Korrektur vorangegangener Fehlallokationen vollzogen wird, sondern lediglich eine (anfangs weitgehend unsichtbare Form) der Umverteilung stattfindet und eine zeitliche Verzögerung erfolgt. Mit zunehmender Abhängigkeit von solchen Maßnahmen steigen auch die später zu erwartenden Kollateralschäden und **die Saat für eine noch größere Krise wird gesät.**

Negative Realzinsen und weiterhin expansive Zentralbanken sollten positives Umfeld für Gold und Goldaktien garantieren

Was bedeutet dies nun für Gold? Wir haben im Vorjahr ausführlich beschrieben, wieso negative Realzinsen ein perfektes Umfeld für den Goldpreis bedeuten. Während der 20-jährigen Goldbaisse der 1980er und 90er Jahre, lag das Realzinsniveau bei durchschnittlich 4%. In lediglich 5,9% aller Monate waren die Realzinsen im negativen Terrain. Ganz anders jedoch die Lage in den 70er Jahren. Hier lag der Realzins in 54% der Monate im negativen Bereich. Seit 2000 ist der Realzins in 51% aller Monate im Minus, was ein optimales Umfeld für Gold bedeutet. **Nachdem die Federal Reserve ihre Nullzinspolitik nun bis zumindest Ende 2014 fortsetzen wird, sollte dies weiterhin negative Realzinsen und somit ein positives Fundament für weitere Goldpreisanstiege bedeuten.**

Goldnachfrage wird von steigendem Einkommen in China und Indien weiter profitieren

Gold wird häufig als Investment für Untergangspropheten und chronische Pessimisten bezeichnet („Fear Trade“). Diese Komponente wird derzeit als einziger Grund für den Goldbullenmarkt genannt. Es wird jedoch häufig vergessen, dass China und Indien die treibenden Faktoren auf der Nachfrageseite sind. Die Realzinsen sind weiterhin in beiden Ländern negativ. Im Grunde genommen haben lokale Investoren stark begrenzte Möglichkeiten was die Verwendung ihrer Ersparnisse betrifft. Gold ist hier ein seit Jahrhunderten bewährtes Wertaufbewahrungsmittel.

Die hohe traditionelle Goldaffinität und der steigende Wohlstand werden die Nachfrage langfristig unterstützen. **Wer davon ausgeht, dass die Einkommen in China und Indien weiterhin steigen und die Realzinsen weiter negativ bzw. niedrig bleiben, wird Gold deshalb zwangsläufig als Nutznießer dieser Entwicklung erkennen („Love Trade").**

Gold wieder „as good as gold"- wir erwarten weitreichende Auswirkungen

Die jüngsten Vorschlägen der FDIC[161], des OCC und der Federal Reserve bezüglich der regulatorischen Eigenkapitalvorschriften, sehen für Gold nun erstmals ein nullprozentiges Risikogewicht vor. Gold ist somit wieder offiziell „as good as gold" und wird mit Cash gleichgesetzt. Wir gehen davon aus, dass die Umsetzung dieser Vorschläge weitreichende Auswirkungen haben wird. So werden die Opportunitätskosten für das Halten von Gold massiv gesenkt.

"The great corollary of over indebtedness is the relative scarcity of good collateral to support the debt load outstanding. This imbalance of debt to collateral is impacting the ability of banks to make loans to their customers, for central banks to make loans to commercial banks, and for shadow banks to be funded by the overnight Repo market. Hence the growth of gold as a collateral asset to debt heavy markets is inevitably in the cards and is de facto occurring. ***Gold is stepping up to the plate as "good" collateral in a world of bad collateral."*** Prof. Lew Spellman, ehem. Ökonom der Federal Reserve

Goldaktien sind derzeit eine Spekulation mit äußerst attraktivem Chance/Risiko-Profil

Wir denken, dass der Goldmining-Sektor derzeit auf einem soliden Fundament steht. Obwohl der Pessimismus ähnlich groß ist, wie noch vor 4 Jahren, ist die fundamentale Verfassung der Goldindustrie wesentlich gesünder als damals. Starke Bilanzen, hohe Free Cash-flows, deutlich gestiegene Margen, niedrige Verschuldungsniveaus und steigende Dividenden sprechen für den Sektor. Es gibt zudem wenige Sektoren, die seitens der Investment-Community stärker untergewichtet werden. Weiters scheint es, als gäbe es ein Umdenken, weg von „Wachstum um jeden Preis", in Richtung Shareholder Value. **Wir denken, dass solide Mining-Titel in politisch stabilen Regionen derzeit eine Spekulation mit hoher Hebelwirkung und attraktivem Chance/Risiko-Profil darstellen. Insofern gehen wir davon aus, dass die derzeitigen historisch günstigen Bewertungsniveaus attraktive Einstiegsniveaus darstellen. Es sollte jedoch einmal mehr hervorgehoben werden, dass wir Gold als Währung und somit als Form des Sparens sehen, während wir Goldaktien als Investment sehen.**

"*Gold is a very underowned asset, even though gold has become much more popular…It's an imprudently small percentage, particularly at a time when we're losing a currency regime*" Ray Dalio

Gold bleibt in aller Munde, aber nicht in aller Depots. Besonders ausgeprägt ist die Untergewichtung seitens institutioneller Anleger. Gold ist weiterhin lediglich mit etwa 0,15% in institutionellen Portfolios gewichtet. Ähnlich geringe Allokationen sehen wir auch im Bereich der Goldmining-Aktien. **Die Marktkapitalisierung aller 16 Titel Gold Bugs Index liegt per Ende Juni bei 180 Mrd. USD. Zum Vergleich: das monatliche Budgetdefizit der USA belief sich allein Im Monat März auf USD 198 Mrd.**

[161] *Federal Deposit Insurance Corporation, Einlagensicherungsfonds der Vereinigten Staaten*

Wir gehen davon aus, dass der aktuelle Bullenmarkt ein weiterhin attraktives Chance/Risiko-Profil bietet. Welche negativen Einflussfaktoren müßten eintreten, damit wir ein Ende des Aufwärtstrends ausrufen würden?

- Realzinsen über längeren Zeitraum über +3%
- Wenn Gold in Relation zu anderen Assetklassen (siehe Ratio-Analyse) neue Extremwerte markieren würde
- Tiefgreifende strukturelle Reformen um Schuldenstand nachhaltig abzubauen
- Ende von weiteren Stimulus-Maßnahmen (QE, LTRO, Operation Twist,..) seitens der Zentralbanken
- Tiefe Rezession in China und Indien
- Nachhaltig starker US-Dollar
- Massives Hedging seitens der Produzenten
- Sentiment extrem positiv, Goldpreis mit Divergenz

***„Die beste Zeit, einen Baum zu pflanzen, war vor zwanzig Jahren. Die nächstbeste Zeit ist jetzt"*….Dies gilt auch für den Goldkauf**

Nachdem ein Großteil der Schulden weder getilgt noch abgeschrieben, sondern vielmehr transferiert wurde, ist das Überschuldungsproblem weiterhin nicht gelöst. Fiskalische Probleme können niemals (nachhaltig) mit monetären Mitteln gelöst werden. Ähnlich wie Hardwareprobleme nicht mittels Softwareupdates geklärt werden können[162].

Weiterhin exzellentes Chance/Risiko-Verhältnis

Was die Stimmungslage betrifft, so sehen wir bei Gold definitiv keine Euphorie-Levels. Skepsis, Angst und Panik sind nie der Endpunkt einer Hausse. **Deshalb glauben wir, dass sich unser vor einigen Jahren formuliertes Langfrist-Ziel von USD 2.300 je Unze als konservativ erweisen könnte.**

USD 2.000 bzw. USD 2.300 als nächste Kursziele

Kurzfristig scheint die Saisonalität für eine weitere Seitwärtstendenz zu sprechen, ab August beginnt jedoch bereits die saisonal beste Phase für Gold. Als nächstes **12-Monats-Ziel sehen wir die Marke von USD 2.000. Wir erwarten dass die parabolische Trendphase noch bevorsteht. Im Zuge dieser sollte zumindest unser Langfrist-Ziel von USD 2.300 am Ende des Zyklus' erreicht werden.**

[162] *Vgl. Tomas Sedlacek, „Keynes stünde heute am rechten Rand", Interview FuW, Mai 2012*

Disclaimer

Diese Unterlage dient als zusätzliche wirtschaftliche Information für unsere Kunden und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Finanzanalysten unseres Hauses. Die Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Hinweise auf die frühere Performance garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft. Obwohl wir die von uns beanspruchten Quellen als verlässlich einstufen, übernehmen wir für die Vollständigkeit und Richtigkeit der hier wiedergegebenen Informationen keine Haftung. Diese Unterlage ist weder ein Anbot, noch eine Einladung zur Anbotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Erste Group Bank AG wird in Österreich von der Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5,1090 Wien und für Investment Banking in Großbritannien von der Financial Services Authority (FSA) beaufsichtigt.

Published by Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG Börsegasse 14, OE 543
A-1010 Vienna, Austria. Tel. +43 (0)5 0100-ext.

Erste Bank Homepage: www.erstebank.at On Bloomberg please type: EBS AV and then F8 GO