

## In Gold we Trust 2014 – *Extended Version*

**Wir befinden uns auf einer Reise in die äußersten Sphären des monetären Universums.** Die derzeit stattfindenden monetären Experimente werden zahlreiche Konsequenzen haben, deren Ausmaß im Hier und Jetzt schwer absehbar sind. **Gold bleibt als Antagonist ungedeckter Papiergeldwährungen ein exzellenter Hedge gegen steigende Preisinflation und Worst Case-Szenarien.**

Ronald-Peter Stoeferle, CMT  
rps@incrementum.li

Mark J. Valek, CAIA  
mjv@incrementum.li



**Geldpolitik funktioniert nicht wie ein Skalpell, sondern wie ein Vorschlaghammer.** Das Kräftemessen zwischen einer marktbereinigenden, natürlichen Deflation und der von der Politik induzierten Inflation setzt sich fort. Letztes Jahr haben wir für diese Situation den Begriff der „*monetären Tektonik*“ geprägt, der diese Wechselwirkung beschreibt.

Unserer Ansicht nach steht keineswegs fest, dass die inflationären Kräfte das Rennen machen werden. Allerdings suggerieren die sozioökonomischen Anreizstrukturen und die hohe Verschuldung eindeutig, dass im Zweifelsfalle höhere Inflationsraten toleriert werden. **Sollte sich der Inflationstrend umkehren, werden sich ausgesprochene Opportunitäten bei inflationssensitiven Anlagen, wie z.B. Gold und Goldaktien ergeben.**

Im Zuge des Preiskollapses des Vorjahres wurde massiver technischer Schaden angerichtet. **Die letzten Monate zeigen klar, dass viel Spekulation aus dem Sektor gewichen ist.** Ein Großteil der Bullen scheint das Handtuch geworfen zu haben. Solange wir keine Rückkehr zu konservativer Fiskal- und Geldpolitik sehen, verlassen wir das Bullenlager jedoch nicht. Wir halten die derzeitige Abkühlung für eine positive Entwicklung, die einen festen Boden für eine Fortsetzung des langfristigen Aufwärtstrends gewährleisten sollte.

**Die stete Migration des Goldes von West nach Ost setzt sich unvermindert fort.** Wir halten es für gut möglich, dass Gold immer stärker gehortet wird und sich die Zirkulation verringert, nachdem es zunehmend von „starken Händen“ gehalten wird.

**Goldaktien weisen derzeit ein klar asymmetrisches Auszahlungsprofil auf.** Im Zuge der Marktberreinigung wurden seitens der Minen neue Prioritäten gesetzt und Rentabilität und Kapitaldisziplin der Maximierung der Goldförderung vorgezogen. Zudem gibt es derzeit keinen Sektor, dem seitens der Investorenschaft größere Skepsis entgegengebracht wird.

**Aus technischer Sicht gehen wir davon aus, dass sich der Goldpreis am Ende seiner langen Konsolidierungsphase befindet.** Aufgrund der eindeutig positiven CoT-Daten, des negativen Sentiments und der Saisonalität sind wir der Überzeugung, dass die Bodenbildungsphase de facto beendet ist. **Das Potenzial auf 12-Monats-Sicht sehen wir bei USD 1.500.**

Langfristig erwarten wird, dass die parabolische Trendbeschleunigungsphase noch bevorsteht. **Im Zuge dieser sollte unser Langfrist-Ziel von USD 2.300 am Ende des Zyklus' erreicht werden.**

Alle Preise sind Schlusskurse  
vom 20. Juni 2014

## Inhaltsverzeichnis

1.	EINLEITUNG .....	3
2.	EINSCHÄTZUNG DER MONETÄREN GROSSWETTERLAGE.....	5
	a) 1971: Der monetäre Paradigmenwechsel .....	5
	b) <i>Der Status Quo</i> .....	7
	c) <i>Gründe für die aktuelle Korrektur des Goldpreises</i> .....	11
3.	GOLD UND INFLATION .....	16
	a) <i>Systemische Inflationssucht</i> .....	16
	b) <i>Deflation aus Sicht der Österreichischen Schule</i> .....	17
	c) <i>Die Quantitätstheorie des Geldes</i> .....	19
	d) <i>Zunehmende Inflationsakzeptanz</i> .....	21
	d) <i>Monetäre Tektonik: Die Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation</i> .....	22
	e) <i>Der Goldpreis und die Teuerungsrate</i> .....	25
	f) <i>Künftige Wachstums- und Inflationsszenarien</i> .....	28
	g) <i>Fazit: Inflation vs. Deflation</i> .....	30
4.	DIE KONSEQUENZEN DER GLOBALISIERTEN NULLZINSPOLITIK.....	32
	a) <i>Verhältnis zwischen Kapitalgüter- und Konsumgüterproduktion illustriert</i> <i>Ungleichgewicht der Produktionsstruktur</i> .....	35
	b) <i>Profiteure und Leidtragende der Nullzinspolitik</i> .....	36
	c) <i>Die Auswirkungen der Nullzinspolitik auf System-Fragilität</i> .....	40
5.	DROHT EUROPA EIN JAPANISCHES SZENARIO .....	41
6.	DIE AUSSERGEWÖHNLICHEN PORTFOLIOEIGENSCHAFTEN VON GOLD .....	44
	a) <i>Die Opportunitätskosten von Gold</i> .....	47
	b) <i>Negative GOFO-Raten: Beginn der nächsten Hausse-Phase?</i> .....	48
7.	STOCK-TO-FLOW RATIO ALS WICHTIGSTER GRUND FÜR DIE MONETÄRE BEDEUTUNG VON GOLD.....	50
	a) <i>Der große Trugschluss der „hohen Gold-Nachfrage“</i> .....	53
8.	GOLD UND DIE INTERNATIONALE FINANZORDNUNG .....	56
	a) <i>Adieu Exorbitant Privilege</i> .....	57
	b) <i>China und die Bedeutung von Gold</i> .....	60
	c) <i>Der Internationale Währungsfonds und Sonderziehungsrechte</i> .....	62
9.	DIE MIGRATION DER GOLDNACHFRAGE VON WEST NACH OST .....	65
10.	THERE ARE NO MARKETS ANYMORE, JUST INTERVENTIONS.....	69
11.	STRUKTURELLE ÜBERSCHULDUNG SPRICHT FÜR WEITERE AUFWERTUNG VON GOLD.....	71
	a) <i>Vermögensabgaben und finanzielle Repression als Lösung der</i> <i>Überschuldung?</i> .....	75
12.	BEWERTUNGSANSÄTZE FÜR DEN GOLDPREIS.....	78
	a) <i>Quantitatives Bewertungsmodell: Szenario-Analyse</i> .....	78
	b) <i>Relative Bewertung mittels Ratio-Analyse</i> .....	81
13.	GOLDAKTIE.....	84
	a) <i>Stock to Flow: die besondere Anomalie der Goldaktien</i> .....	84
	b) <i>Sind Minenaktien nach dem Abverkauf ein Contrarian-Investment historischen</i> <i>Ausmaßes?</i> .....	86
	c) <i>Schöpferische Zerstörung: Steht der Sektor vor einer Kehrtwende?</i> .....	88
14.	TECHNISCHE ANALYSE: IST DIE BODENBILDUNGSPHASE NAHEZU ABGESCHLOSSEN?.....	91
15.	FAZIT .....	95

Diese Publikation basiert auf dem „Goldreport 2014“, welcher für das Erste Group Research (Erste Group Bank AG) verfasst wurde. Er enthält weiterführende Ausführungen und Erläuterungen. Der Autor, Ronald-Peter Stöferle, ist ein externer Berater des Erste Group Research. Er ist gegenwärtig Gesellschafter und Mitglied der Geschäftsleitung der Incrementum AG, Liechtenstein ([www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)). Ansichten in diesem Report über spezifische Unternehmen, Wertpapiere, Industrien oder Marktsektoren sind die Ansichten des Autors alleine und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Erste Group Bank AG überein. **Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.**

Wir bedanken uns herzlich bei Maximilian Tarrach, Raphael Schaad, Yannick Möhring, Markus Blaschok und Thomas Vesely für ihre tatkräftige Unterstützung!

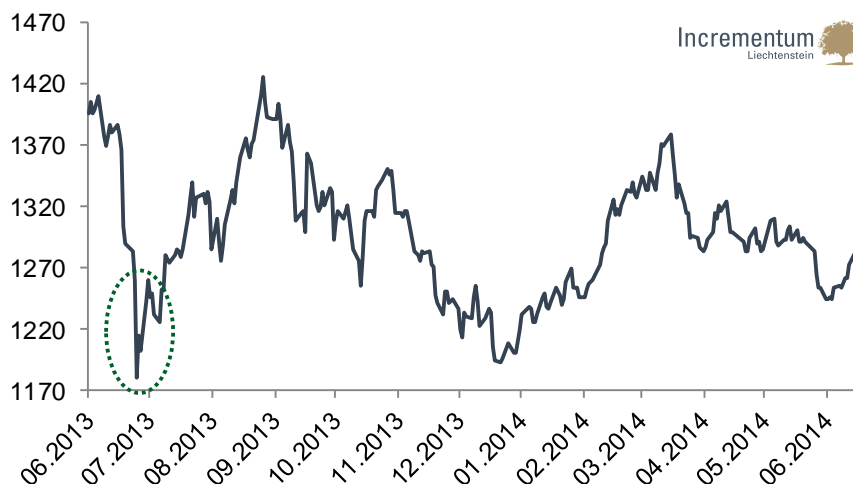
## 1. EINLEITUNG

**Die letzten Goldbullen scheinen das Handtuch geworfen zu haben**

Unser letzter Goldreport wurde am 27. Juni 2013 publiziert, als die Aufregung um die fallende Goldpreis-Entwicklung ihren Höhepunkt erreichte. Dieses Datum entpuppte sich rückblickend als Mehrjahres-Tief. Damals kamen wir zur Conclusio, dass im Zuge des Preiskollapses massiver technischer Schaden angerichtet wurde und die Reparatur des Chartbildes einige Zeit in Anspruch nehmen würde. **Dies hat sich als korrekte Prognose herausgestellt, wengleich die Gegenbewegung deutlich schwächer ausfiel, als von uns erwartet.**

Die letzten Monate zeigen klar, dass viel Spekulation aus dem Sektor gewichen ist. Ein Großteil der Bullen scheint das Handtuch geworfen zu haben. Volatilität und Interesse der Marktteilnehmer verringerten sich im vergangenen Jahr markant. Wir halten dies für eine langfristig gesunde Entwicklung, die einen festen Boden für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends gewährleisten sollte.

### Gold in USD seit letztem Goldreport



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**“So we did the right thing. I hope.”**

**Ben Bernanke in seiner Abschiedsrede**

Mit ihren monetären Interventionen haben die Notenbanken terra incognita betreten. Geldpolitik funktioniert nicht wie ein Skalpell, sondern wie ein Vorschlaghammer.<sup>1</sup> Oberflächlich haben die extremen geldpolitischen Stimuli vor allem die Finanzmärkte beruhigt. Die erzielten Ergebnisse für die Realwirtschaft hinken hingegen weiterhin den Erwartungen hinterher. Der oft herbeigesehnte „selbsttragende Aufschwung“ fühlt sich vielerorts als sehr mäßiger Aufschwung an und ist bislang nirgends selbsttragend. Es werden vermutlich noch Monate und Jahre vergehen, bis das volle Ausmaß der Kollateralschäden der monetären Maßnahmen zu sehen sein wird. Unserer Meinung nach werden diese überwiegend negativ sein. **Interventionen führen stets dazu, dass alte Fehlallokationen weiter fortgeführt werden, während neue dazukommen.**

<sup>1</sup> „Die Herren des Geldes“, Liaquat Ahamed, S. 356

**„Krise war gestern“ scheint Konsensus zu sein**

Das derzeitig noch vorherrschende „*Lowflation*“-Umfeld, welches von niedriger Preisinflation und tendenziell unter den Erwartungen liegenden Wachstumszahlen geprägt ist, entpuppt sich als **Schlaraffenland für Aktieninvestoren**. Solange der Stimulus nicht in den Inflationsdaten aufscheint, fürchten die Marktteilnehmer kein Versiegen des monetären Aphrodisiakums. Generell überwiegt bei Investoren das Sentiment „*Krise war gestern*“, der „Yellen-Put“ wird bei der Asset Allocation als fester Bestandteil vieler Portfolios einkalkuliert. **Je länger die Niedrigzinsphase andauert, umso stärker wird den Anlegern eine exzessive Risikotoleranz aufoktroziert.**

**„Es ist eine verrückte Welt: Die großen Notenbanken setzen den Markt außer Kraft. Die Marktteilnehmer verändern ihr Verhalten, richten sich allein an den Notenbanken aus – und umgekehrt.“** Jürgen Stark, ehemaliger EZB-Chefvolkswirt

Was man bereits jetzt klar erkennt ist, dass die massiven Marktinterventionen einen Regimewechsel markiert haben: Während vor 2008 noch die Balance von Wirtschaftswachstum und lediglich moderate Teuerung im Fokus der Notenbank-Bemühungen standen, so sind die verantwortlichen Notenbanker mittlerweile zu Getriebenen der Finanzmärkte mutiert. **Die permanenten Kunstgriffe der Bank- und Währungspolitik sind mittlerweile eine Notwendigkeit geworden, um den Fortbestand des Fiat-Schuldgeldsystems zu verlängern.**

Leser unserer jährlichen Reports wissen, dass wir Gold primär als monetäres Gut und nicht wie einen Rohstoff analysieren. In unserem mittlerweile achten „In Gold we Trust“-Report wollen wir deshalb erneut einen nüchternen Blick auf das große Bild werfen und eine holistische Analyse des Goldsektors vornehmen.

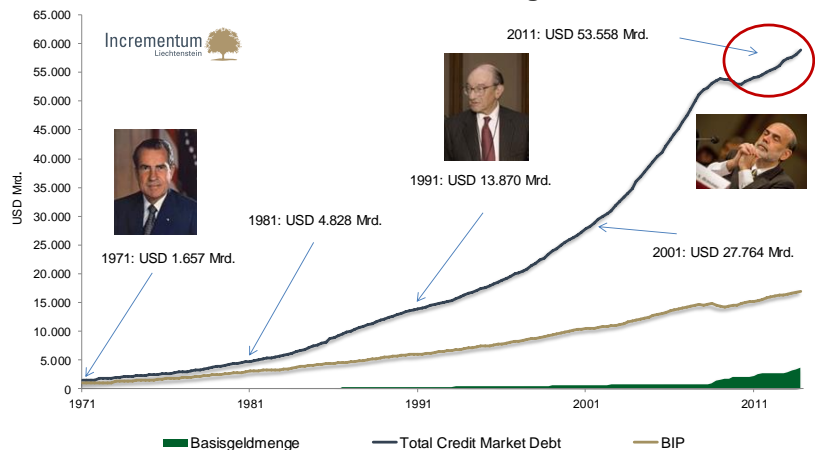
## 2. EINSCHÄTZUNG DER MONETÄREN GROSSWETTERLAGE

### a) 1971: Der monetäre Paradigmenwechsel

***“The monetary system is the lifeblood of the economy, and therefore, artificial tampering with money, credit, and interest rates will affect the entire structure of the economy. When the credit bubble pops Austrian theory implies that it will have widespread fallout as the malinvestments are cleared.”***  
Seth Daniels

Die Entmaterialisierung des Geldsystems zu Beginn der 1970er Jahre entfesselte die Geldpolitik und ermöglichte ein überproportionales Kredit- und Schuldenwachstum. Ein auf Sparen und realen Investitionen aufgebautes Wirtschaften wurde von einem kreditinduzierten Wachstumswahn abgelöst. Kreditinduziertes Wachstum wird im heutigen Schuldensystem in erster Linie dadurch „geschaffen“, dass mehr Geld über gesteigerte Kreditschöpfung des Bankensystems oder über eine steigende Staatsverschuldung in die Wirtschaft gepumpt wird.<sup>2</sup> Die oberflächliche Stabilität der Finanzmärkte ist mittlerweile zu einem hohen Maße von ständiger Geldmengeninflationierung abhängig. **Da die Geschäftsbanken derzeit nicht genug zur Kreditausweitung beitragen, muss dies durch unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen der Notenbanken kompensiert werden.**

#### BIP, Total Credit Market Debt und Geldmengenbasis seit 1971



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**“Monetäre Tektonik”** nimmt an Bedeutung zu

Dieses schuldeninduzierte Wachstum erkennt man eindrucksvoll anhand der obigen Grafik. So stieg die „total credit market debt“ in den USA seit 1971 um den Faktor 35, die Geldmengenbasis um den Faktor 54 und das BIP lediglich um den Faktor 14. Die sichtbare Delle der Schuldenexpansion ab 2008 musste von der Fed mittels einer Aufblähung der Basisgeldmenge kompensiert werden. **Letztes Jahr haben wir für diese Situation den Begriff der „monetären Tektonik“ geprägt, der die Wechselwirkung zwischen Kreditdeflation und zentralbankinduzierter Inflation beschreibt.**

Seit 2009 “zartes Deleveraging”, jedoch weiterhin ungesund hohes Verschuldungsniveau

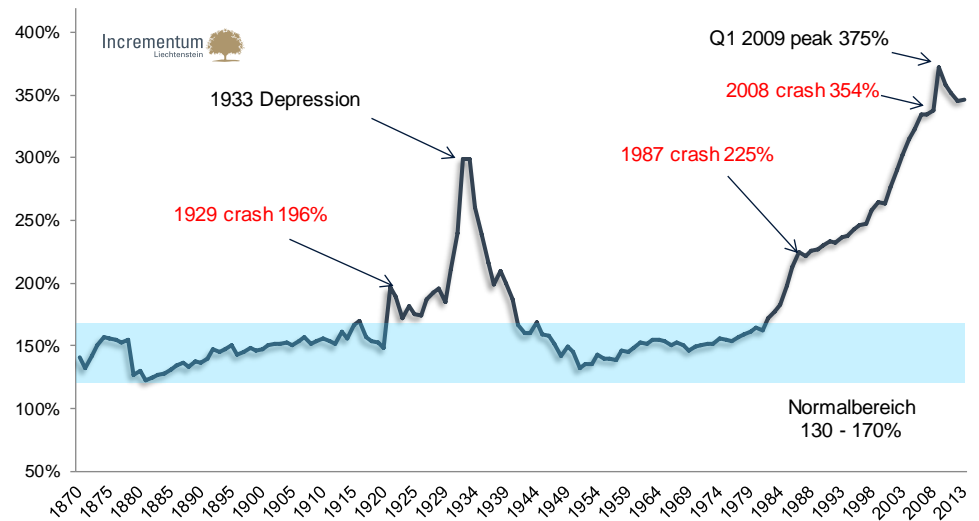
Das Verhältnis zwischen der volkswirtschaftlichen Gesamtverschuldung und dem BIP lag in den USA in den vergangenen 150 Jahren meist bei rund 150%. Historisch gibt es nur zwei wesentliche Ausnahmen: Einerseits die 1920er Jahre („roaring twenties“), in denen durch eine starke Kreditausweitung die Grundlage für den Börsencrash und

<sup>2</sup> In dem Zusammenhang sei auf das in Zentralbankkreisen mittlerweile ernsthaft diskutierte „GDP-Targeting“ hingewiesen, bei dem die Geldpolitik explizit ein (nominales!) Wirtschaftswachstumsziel verfolgt, welches sie erreicht, indem sie die Geldmenge entsprechend ausweitet. Vgl. auch [http://en.wikipedia.org/wiki/Nominal\\_income\\_target](http://en.wikipedia.org/wiki/Nominal_income_target)

die Große Depression gelegt wurde, und andererseits die aktuelle Phase, welche ihren Ursprung in den 1970er Jahren fand.

Anders als im Oktober 1929 wurde nach dem Aktiencrash 1987 durch lockere Zinspolitik unter Alan Greenspan eine weitere Verschuldung der Volkswirtschaft forciert. Ende 2008 lag das Verhältnis bei 375% und erreichte ein Allzeithoch. Seitdem findet zwar ein zartes Deleveraging statt, dennoch befinden wir uns nach wie vor auf unnatürlich hohem Niveau und in „uncharted territory“.

**Total US Credit Market Debt in % des BIP's**



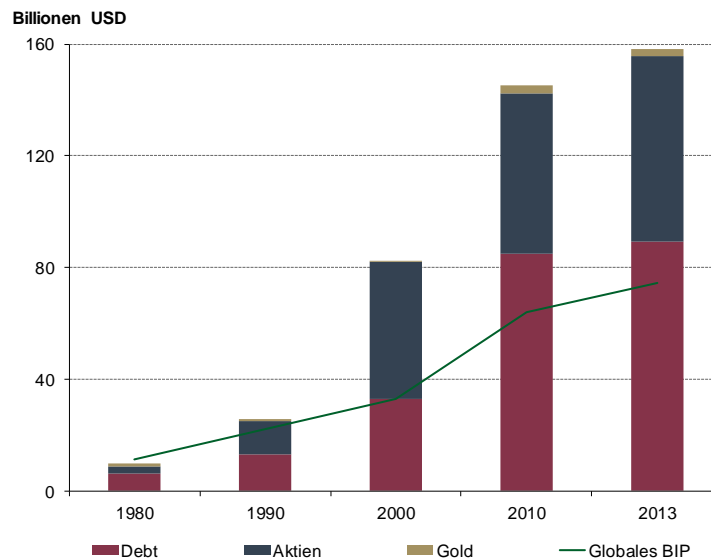
Quelle: Dr. David Evans, sciencespeak.com

**„To prevent busts, one must stop booms from happening in the first place by taking away the punchbowl of credit well before the party has gotten out of hand. So wisdom consists in consciously renouncing immoderate greatness.”**  
**William Ophuls, Immoderate Greatness**

**Die deutliche Aufblähung von Papier-Assets im Vergleich zu Sachgütern ist in der nachfolgenden Grafik illustriert.** Trotz erheblicher Schwankungen hat sich das globale Finanzvermögen allein seit dem Jahre 2000 verdoppelt. **Das Wachstum stammt in erster Linie aus den Rentenmärkten.** Zwischen 2000 und 2013 hat sich das Volumen der ausstehenden Schuldenpapiere fast verdreifacht (von USD 33 Billionen auf USD 100 Billionen). Ausschlaggebend dafür war das niedrige Zinsniveau, die fortschreitende finanzielle Repression, rekordhohe Budgetdefizite und eine erhöhte Risikoaversion. Im gleichen Zeitraum ist der Gegenwert der Aktienmärkte um lediglich 35% gestiegen (von USD 49 Billionen auf USD 66 Billionen).<sup>3</sup> Ebenfalls ersichtlich ist, dass der Anteil von Gold, welcher im Vergleich zu 2000 zwar deutlich angewachsen ist, jedoch noch immer auf extrem niedrigen Niveaus verharrt.

<sup>3</sup> Vgl. "Gold Investor: Risk management and capital preservation", World Gold Council

## Globale Finanzanlagen steigen in noch nie dagewesener Geschwindigkeit



Quelle: BIS, Thomson Reuters GFMS, World Bank, World Federation of Exchanges, World Gold Council

### b) Der Status Quo

**„Crisis takes a much longer time coming than you think, and then it happens much faster than you would have thought.“**

**Rudi Dornbusch**

**„Things often look better when one is under the influence of free-flowing liquidity.“**

**Richard Fisher**

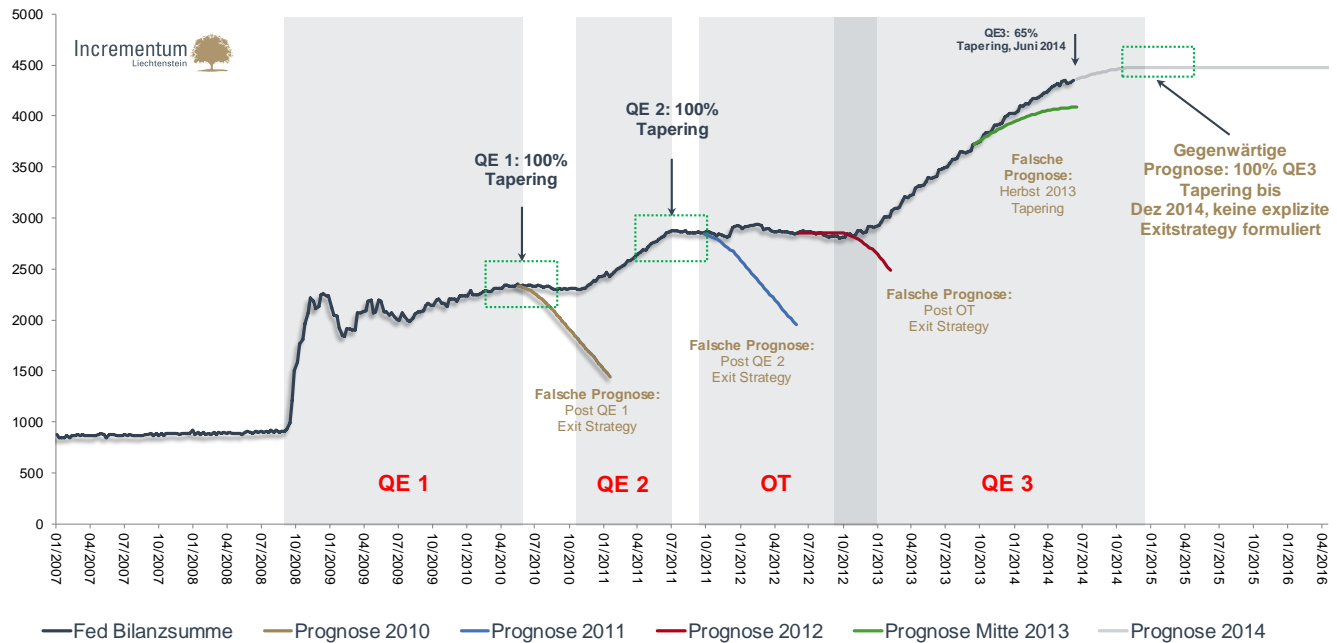
Derzeit beobachten die Marktteilnehmer mit Argusaugen den wiederholten Ausstiegs-Versuch der Federal Reserve aus der unkonventionellen Geldpolitik. In den vergangenen fünf Jahren sind bereits zwei solcher Versuche fehlgeschlagen. Sowohl nach Beendigung von QE1, als auch von QE2 kam es an den Finanzmärkten innerhalb kurzer Zeit zu massiven Verwerfungen. Beim aktuellen, dritten Versuch des Ausstiegs wird daher von der US-Notenbank ein „sanfteres Ende“ des Gelddrucks versucht.

Die Ökonomin Stephanie Pomboy mutmaßt, dass Tapering der Versuch der Notenbank ist, die vorher beschriebene Aufblähung der Papiervermögens vorübergehend zu verlangsamen.<sup>4</sup> Für diese These sprechen auch etliche Kommentare von langjährigen Notenbankmitgliedern, welche die niedrige Risikowahrnehmung der Investoren nicht mehr ganz geheuer scheint. Der wahrscheinlich unterhaltsamste Vergleich fiel in dem Zusammenhang wohl vom FOMC Mitglied Richard Fisher im Jänner 2014: Er wies auf den Effekt hin, wonach unter Alkoholeinfluss die Dinge schöner aussehen als sie wirklich sind und brachte den Vergleich, das QE einen ähnliche Wirkung auf die Anleger habe. Diese sehen Risikopapiere durch das künstliche Niedrigzinsniveau wie durch „Beer Goggles“.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> [http://www.youtube.com/watch?v=1mVM3\\_8nYq0](http://www.youtube.com/watch?v=1mVM3_8nYq0)

<sup>5</sup> <http://www.dallasfed.org/news/speeches/fisher/2014/fs140114.cfm>

**Fedbilanz vs. Erwartungen**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Tapering = Tightening**

**Das so genannte „Tapering“<sup>6</sup>, also der langsame Ausstieg aus der QE-Politik, wird aus unserer Sicht auch diesmal wieder deutlich spürbare Konsequenzen auf die Kapitalmärkte haben.** Sollte darüberhinaus der Versuch einer Rückführung des bereits geschaffenen Geldes in Angriff genommen werden, so würde zweifelsfrei eine massive Rezession als Konsequenz eintreten. Die Exit-Diskussionen sind unserer Meinung nach Verbal-Hygiene. **Für ein System, das – in Folge des rapide abnehmenden Grenznutzens jeder zusätzlich geschaffenen Geldeinheit - sukzessive steigenden monetären Stimulus benötigt, ist das derzeit stattfindende „tapering“ definitiv ein „tightening“.**

*“There was a time, not that long ago actually, when it was the economy that drove asset prices like equity and real estate valuations. But today, the causation is viewed, even in policy circles, as running in the opposite direction. It is asset prices that now drive the economy.”*

Dave Rosenberg

*„If you are not confused about the economy, you don't understand it very well.“*

Charlie Munger

Die reflexartige Reaktion bei nachlassender Wirkung der kurzfristig stimulierenden Geldpolitik wird auch zukünftig wieder der Griff zu stärkerem monetären Ecstasy sein. Im Gegensatz zur Mehrheit der Marktteilnehmer gehen wir davon aus, dass QE nicht ohne weiteres beendet wird, sondern á la longue wahrscheinlich fortgeführt bzw. durch andere bzw. stärkere geldpolitische Drogen, wie beispielsweise Negativzinsen, ersetzt wird. Die EZB hat dies bereits im Juni erfolgreich vorexerziert. Insofern stehen die Notenbanken vor der wesentlichen Entscheidung zwischen einem weiteren Aufblasen künstlicher Bubbles oder einer schmerzhaften, konjunkturellen Bereinigung. **Basierend auf der jüngsten Historie denken wir, dass man im Zweifel ganz klar ersteren Weg präferieren wird.**

Zentraler Einflussfaktor für die Finanzmärkte bleibt deshalb (leider) weiterhin die Antizipation von Notenbank-Aktionen. Um die Wirtschaftsaktivität nachfrageseitig zu stimulieren setzt die Fed heute – wie bereits im letzten US-Konjunkturzyklus - wieder auf den sogenannten „wealth-effect“. Es ist nicht zuletzt dieses Phänomen, welches die Abhängigkeit einer konsumorientierten Wirtschaft von immer expansiverer

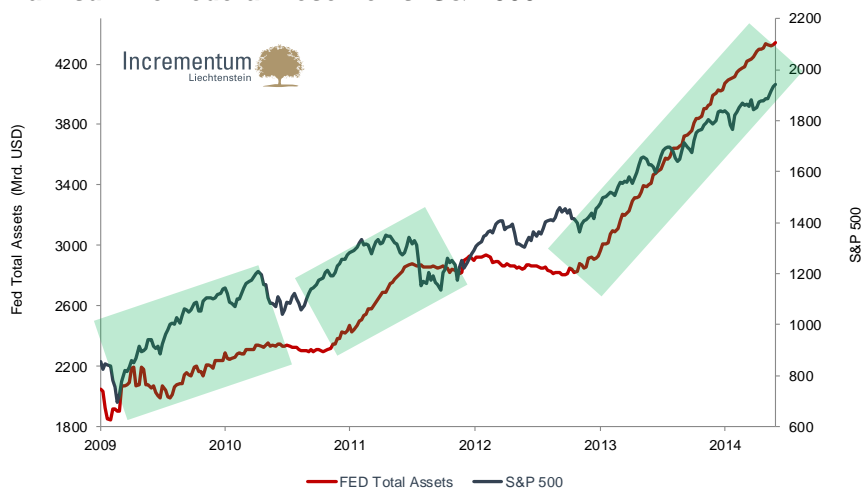
<sup>6</sup> Der Begriff stammt übrigens aus der Sportwissenschaft und beschreibt die Reduktion des Trainingsumfanges vor einer großen Ausdauerbelastung (z.B. bei einem Wettkampf).



**“Stocks are currently supported by three layers of debt: an indebted consumer buying products from companies that have issued debt to buy back equity owned by speculators on margin. Any diminution in the availability of credit will collapse the accordion of debt and send markets far lower than most observers think possible.”**  
 Daniel Oliver

Geldpolitik verschlimmert. Fallen die Marktwerte der neuerlich künstlich reflationierten Vermögensanlagen, verringert sich der Konsum erst recht und erhöht die Gefahr einer Rezession. Der Anreiz mit noch expansiverer Geldpolitik gegenzusteuern, ist entsprechend groß. Die außerordentlich hohe Korrelation zwischen Bilanzsumme der Federal Reserve und dem Verlauf des S&P 500 erkennt man anhand der nachfolgenden Grafik.

**Bilanzsumme Federal Reserve vs. S&P 500**



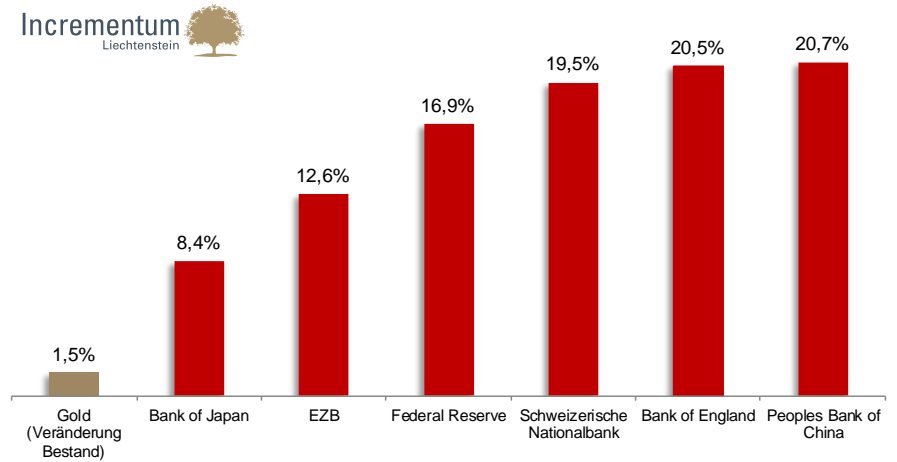
Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

**“Over the years, all the governments in the worlds, having discovered that gold is, like, rare, decided that it would be more convenient to back their money with something that is easier to come by, namely: nothing.”**  
 Dave Barry

Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man die jährlichen Wachstumsraten der Notenbankbilanzen seit 2002. Klar ersichtlich ist, dass die Bank of Japan seit 2002 eine vergleichsweise restriktive Notenbankpolitik verfolgt, was sich nun allerdings dank Abenomics schlagartig ändert. Auch die EZB war mit einer jährlichen Inflationierung in Höhe von „lediglich“ 12,6% restriktiv, zumindest auf relativer Basis. Inflationierungsweltmeister ist weiterhin die Peoples Bank of China, dicht gefolgt von der Bank of England. Im Vergleich dazu wuchs der Goldbestand jährlich um lediglich 1,48%. Dies untersteicht die relative Knappheit von Gold im Vergleich zu beliebig vermehrbaren Fiat-Währungen. **Aufgrund der monetären Exzesse und des globalen Abwertungs-Wettbewerbs der vergangenen Jahre, gehen wir davon aus, dass der Wechselkurs<sup>7</sup> zwischen Gold und Papier weiter steigen wird.**

<sup>7</sup> Wenn man – so wie wir – Gold als monetäres Gut und nicht als Rohstoff sieht, so muss man korrekterweise stets vom Wechselkurs von Gold sprechen.

**Annualisierte Veränderungsrate von Notenbankbilanzen vs. jährliche Veränderung des Goldbestandes (2002-2014)**

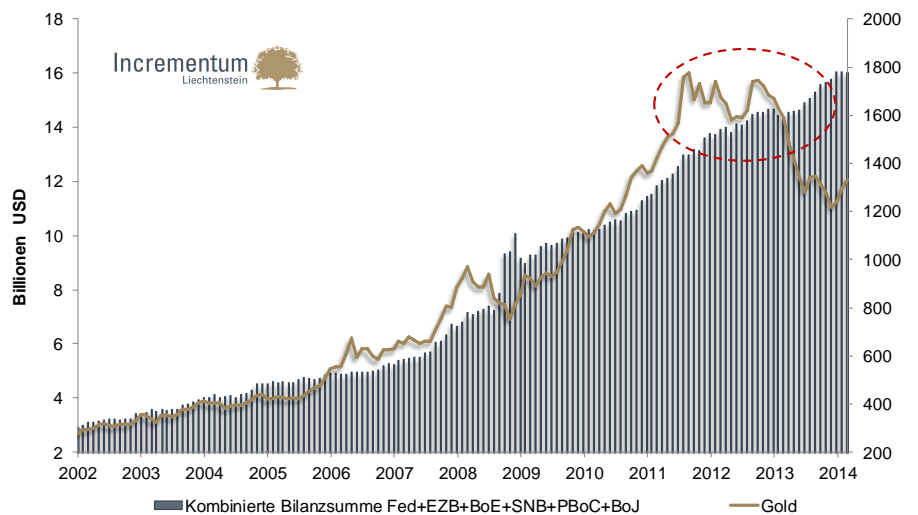


Quelle: Datastream, Bloomberg, Incrementum AG

**Divergenz zwischen Geld- und Goldmengenentwicklung**

Eine seit 2011 stattfindende Divergenz zwischen Geldmengen- und Goldpreisentwicklung erkennt man anhand der nachfolgenden Grafik. Sie zeigt die kombinierte Bilanzsumme von Federal Reserve, EZB, Bank of England, SNB, Peoples Bank of China und der Bank of Japan. **Wenn die Geldmengen mit schnellerem Momentum als der physische Goldbestand wachsen, so sollte der Goldpreis steigen und umgekehrt.** Die Grafik zeigt uns, dass entweder der Goldpreis zu stark korrigiert hat oder die Zentralbankbilanzen in Zukunft stagnieren bzw. fallen werden. Wer sich mit Wirtschaftsgeschichte befasst weiß, wie wenige Präzedenzfälle es für nachhaltige Verkürzungen von Zentralbankbilanzen bislang gab.

**Kombinierte Bilanzsummen Fed+EZB+BoE+SNB+PBoC+BoJ in Billionen USD (2002-2014)**

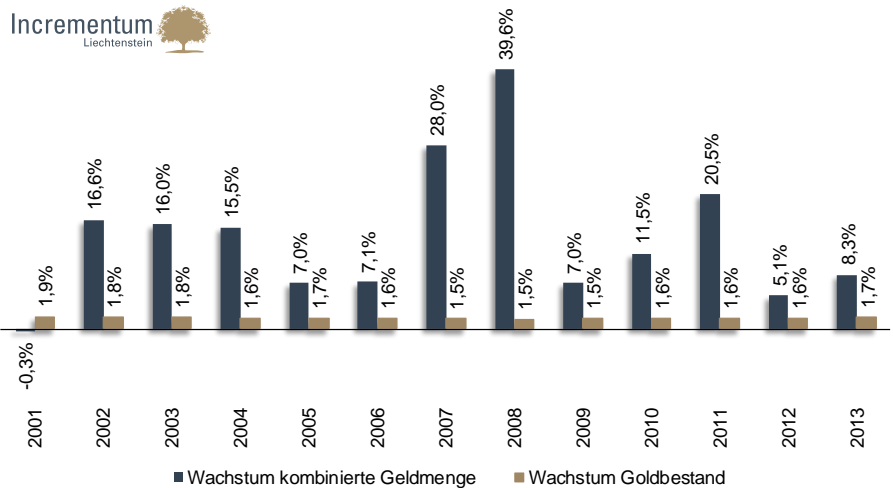


Quelle: Bloomberg, Datastream, Incrementum AG

**“Every dollar printed is a government tax on cash balances.”**  
 Frank Hollenbeck

Am nachfolgenden Chart haben wir die jährliche Veränderungsrate der Geldmenge in den USA, der Eurozone, China und Japan der jährlichen Veränderung des Goldbestandes gegenübergestellt.

**Vergleich: Wachstum kombinierte Geldmenge Fed, EZB, PBoC und Bank of Japan vs. Veränderung Goldbestand**



Quelle: Ned Davis Research, U.S. Geological Survey, Incrementum AG

**“Gold is an expression of the world’s distrust of the way our central bankers conduct their affairs.”**

**James Grant**

**“As we look back throughout history, it quickly becomes obvious that Christopher Columbus was the world’s first modern central banker. He left without knowing where he was going, when he arrived he did not know where he was, and he did it all with other people’s money.”**

**Charles Gave**

Neben der Inflationierung der Notenbankbilanzen wurden zuletzt aber auch zahlreiche weitere potenziell inflationäre Maßnahmen wie z.B. **Liquiditäts-Swap-Abkommen** vereinbart. Vereinfacht richten sich hierbei Notenbanken untereinander unbeschränkte Kreditlinien ein. Im Oktober 2013 unterzeichneten Bank of England, Bank of Japan, EZB, Federal Reserve, Schweizerische Nationalbank und die Bank of Canada ein Abkommen, in welchem die bislang zeitlich befristeten „Krisen“-Swap-Abkommen in unbefristete Laufzeiten umgewandelt wurden. Dies ist insbesondere für die Finanzierung von Dollar-Verbindlichkeiten von Banken außerhalb der USA relevant. Banken können so direkt Dollar von der EZB, BoJ, SNB etc. borgen und die jeweiligen Notenbanken swappen ihre Währungen bei der Fed. So wird eine garantierte und de facto unbegrenzte Dollar-Liquidität gewährleistet. **Dies führt dazu, dass die Geldpolitik zunehmend vereinheitlicht wird und die Notenbanken die Hoheit über die heimische Geldmenge verlieren**, da sie jeden Betrag zur Verfügung stellen müssen, der von den ausländischen Geschäftsbanken gefordert wird. **Gemäß Thorsten Polleit ist damit die Währungssouveränität de facto aufgehoben.**<sup>8</sup>

**c) Gründe für die aktuelle Korrektur des Goldpreises**

Die Wechselkursentwicklung von Gold war im Gesamtjahr 2013 klar negativ. Seit Jahresbeginn hat sich das Blatt jedoch gewendet und die Entwicklung war in nahezu jeder Währung positiv. Seit Beginn des Bullenmarktes liegt die durchschnittliche Entwicklung bei 10,8%.

<sup>8</sup> Vgl. „Grenzüberschreitendes Geldvermehrten“, Dr. Thorsten Polleit, Rottmeyer.de

**Gold Performance seit 2001 in div. Währungen (%)**

	EUR	USD	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Durchschnitt
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%	20,58%	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%
2012	6,80%	7,00%	2,20%	5,40%	4,30%	6,20%	20,70%	4,20%	10,30%	7,46%
2013	-31,20%	-23,20%	-28,80%	-18,50%	-23,30%	-30,30%	-12,80%	-30,20%	-19,00%	-24,14%
2014 ytd	6,70%	5,00%	2,50%	0,20%	7,20%	8,10%	1,70%	6,10%	2,40%	4,43%
Durchschnitt	10,09%	13,06%	12,18%	8,16%	9,89%	10,32%	11,63%	8,06%	14,51%	10,88%
Median	9,15%	14,20%	8,55%	10,05%	10,15%	11,65%	13,45%	6,55%	17,90%	11,29%

Quelle: James Turk, Goldmoney.com, Incrementum AG

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

**Richard Russell**

Seit Veröffentlichung unseres letzten Reports am 27. Juni 2013 war die Goldpreisentwicklung durchwachsen. Nachdem unser im Vorjahr formuliertes Kursziel von USD 1.480 klar verfehlt wurde, müssen wir fairerweise auch Selbstkritik üben. Deshalb wollen wir nachfolgend analysieren, welche Ursachen die schwächer als erwartete Goldpreisentwicklung hatte.

**Ausschlaggebend für die schwache Entwicklung sind bzw. waren unserer Meinung nach folgende Faktoren:**

- **Stark disinflationäre Tendenzen**
- **Damit einhergehend steigende Realzinsen<sup>9</sup>**
- **Teilweise rückläufige Geldmengen** (insb. EZB) bzw. das geringere Momentum der Geldmengenausweitung (Tapering der Federal Reserve)
- **Steigende Opportunitätskosten** in Folge rallierender Aktienmärkte
- **ETF's:** Starke Abflüsse in Höhe von ca. 900 Tonnen im Vorjahr.<sup>10</sup> Der Exodus hat sich jedoch deutlich verlangsamt, so gab es im Februar erstmals seit 2012 wieder Netto-Zuflüsse.
- **Rückläufige Credit-Spreads**
- **Analystenmeinungen** zunehmend negativ (ua. Goldman Sachs, Credit Suisse, Société Générale,....)

**Konsens sieht Goldhausse beendet: Gold ist mittlerweile ein Contrarian-Investment**

**Auch wenn der Konsens nun von einem Ende der Goldhausse ausgeht, so sind wir der Meinung, dass der fundamentale Case mehr denn je intakt ist.** Im letzten Goldreport hatten wir bereits die Ähnlichkeiten zur „Mid-Cycle-Korrektur“ zwischen 1974 und 1976 erwähnt. Diese Phase ähnelte der aktuellen Phase besonders aufgrund der ausgeprägten Disinflation, steigender Realzinsen und eines extrem hohen Pessimismus hinsichtlich der weiteren Goldpreisentwicklung.

<sup>9</sup> Wobei anzumerken ist, dass sich die Realzinsen natürlich weiterhin noch im negativen Terrain befinden.

<sup>10</sup> Die ETF-Verkäufe waren aber viel eher eine Konsequenz des Preisrutsches, als ein Grund.

### „Mid-Cycle“-Korrektur 1974-1976 vs. aktuelle Korrektur (seit 2011)



Quelle: Datastream, Incrementum AG, Erste Group Research

**Mittlerweile scheint es, als wäre – analog zu der Situation in 1976 – die Stimmung hinsichtlich Gold gekippt. Ein Auszug aus der New York Times vom 29. August 1976<sup>11</sup> bestätigt die Ähnlichkeit zur aktuellen Stimmungslage eindrucksvoll:**

*“Two years ago gold bugs ran wild as the price of gold rose nearly six times. But since cresting two years ago it has steadily declined, almost by half, putting the gold bugs in flight. The most recent advisory from a leading Wall Street firm suggests that the price will continue to drift downward, and may ultimately settle 40% below current levels...”*

*...The sharply reduced rates of inflation combined with resurgence of other, more economically productive investments, such as stocks, real estate, and bank savings have combined to eliminate gold's allure....*

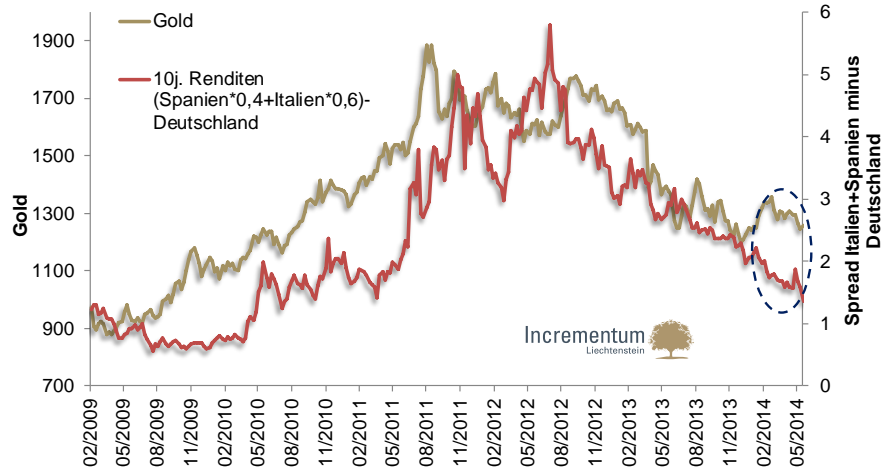
*...Although the American economy has reduced its rapid rate of recovery, it is still on a firm expansionary course. The fear that dominated two years ago has largely vanished, replaced by a recovery that has turned the gold speculators' dreams into a nightmare.”*

**Der nächste Chart zeigt, dass der Goldpreis definitiv auch unter der (vorübergehend) zurückgekehrten Zuversicht in der Eurozone leidet.** Die Renditedifferenz zwischen italienischen und spanischen<sup>12</sup> sowie deutschen Staatsanleihen nimmt seit einigen Monaten deutlich ab und befindet sich aktuell auf dem niedrigsten Stand seit 2011. **Dies signalisiert, dass Event-Risiken in der Eurozone zuletzt ausgepreist wurden.** Interessanterweise zeigt der Goldpreis seit Anfang 2014 jedoch eine Divergenz und könnte somit wieder steigende Nervosität innerhalb der Eurozone vorankündigen.

<sup>11</sup> Also nur wenige Tage nach dem Tiefpunkt der Korrektur

<sup>12</sup> BIP-Gewichtung, d.h. Italien zu 60% und Spanien zu 40% gewichtet

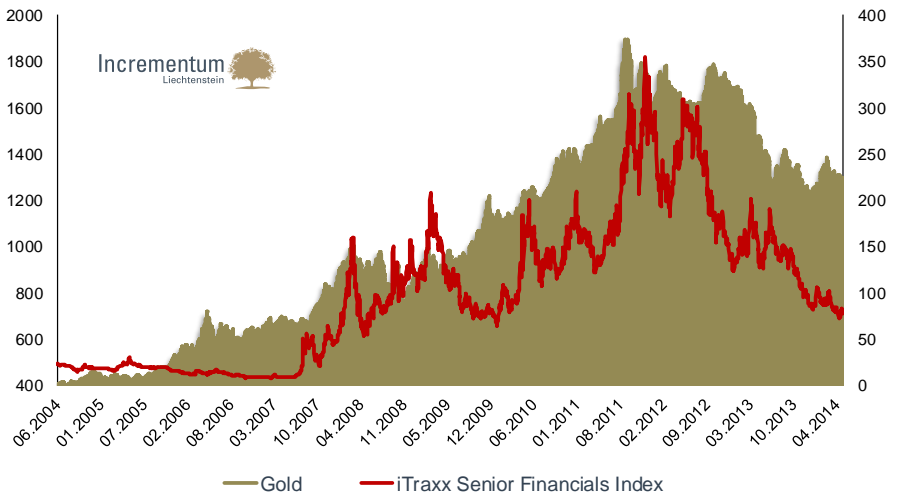
**Rendite-Spread zwischen Italien+Spanien und Deutschland vs. Goldpreis**



Quelle: Erste Group Research, Incrementum AG, Datastream

Der nachfolgende Chart illustriert die extrem hohe Korrelation zwischen dem Goldpreis und den Kreditausfalls-Prämien (CDS) für Finanzrisiken. Das Vertrauen der Finanzmarktteilnehmer in die Stabilität von Finanzinstituten liegt beinahe wieder auf Vorkrisenniveau.

**Gold (linke Skala) vs. iTraxx Senior Financials Index (rechte Skala)**



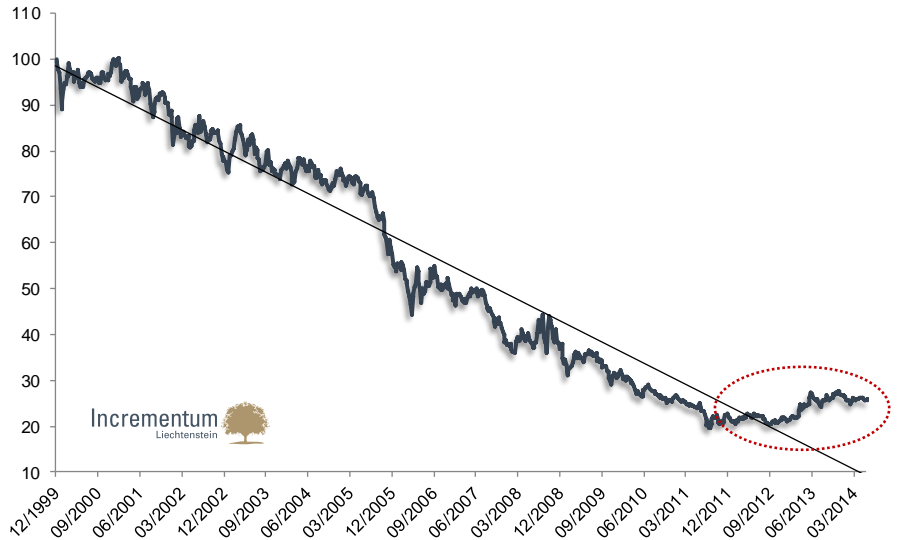
Quelle: Erste Group Research, Incrementum AG, Bloomberg

**“100 years ago, the dollar was worth 1555mg of gold. Today, it is worth about 25mg. The long-term price target is 0.”  
Dr. Keith Weiner**

**Den langfristigen Abwärtstrend der meisten Währungen im Vergleich zu Gold erkennt man am nachfolgenden Chart.** Der Abwärtstrend des gleichgewichteten Währungs-Baskets<sup>13</sup> hat sich zuletzt jedoch abgeflacht und von der Trendlinie distanziert.

<sup>13</sup> Der Basket besteht aus: US-Dollar, Euro, Schweizer Franken, Japanischem Yen, Renminbi, Indischer Rupie, Britischem Pfund, Kanadischem Dollar und Australischem Dollar.

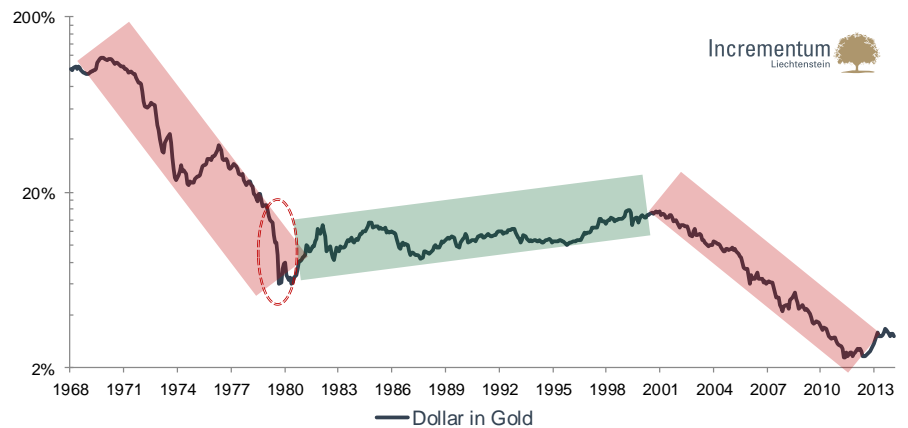
**Währungs-Basket in Gold gemessen: Langfristiger Abwärtstrend intakt, aktuell jedoch Bodenbildung?**



Quelle: Datastream, Incrementum AG

Die längerfristige Betrachtung zeigt, dass die Kaufkraftabwertung des Dollars versus Gold in langen Zyklen verläuft. Man erkennt, dass die aktuelle Abwertungsphase im Vergleich zu den 70er Jahren noch deutlich moderater ausfällt. Die finale Trendbeschleunigung analog zu den 70er Jahren, welche in der Grafik mit einem Kreis markiert ist, hat bislang noch nicht stattgefunden. Zeitlich entspricht die aktuelle Phase in etwa der letzten Abwertungsphase.

**Dollar in Gold gemessen (logarithmische Skalierung)**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

Der wesentliche, fundamentale Grund warum wir unsere positive Grundeinschätzung hinsichtlich Gold nach wie vor nicht überdenken, ist die weiterhin bestehende Kombination aus (extrem) expansiver Fiskal- und Geldpolitik. Sollten sich diese Gegebenheiten wie beispielsweise im Jahr 1980 signifikant ändern, würden wir – unter Berücksichtigung der restlichen Rahmenbedingungen – das grundsätzlich positive Umfeld für Gold durchaus in Frage stellen. Wie schon eingangs erörtert weist aktuell allerdings nicht viel in diese Richtung.

### 3. GOLD UND INFLATION

**Die Tendenz der Preisinflation und der Realzinsen spielt für die Goldpreisentwicklung eine entscheidende Rolle.** An dieser Stelle wollen wir uns daher diesem wesentlichen Themenkomplex widmen.

#### a) Systemische Inflationssucht

**"Das Wichtigste ist, zu verstehen, dass Inflation kein Akt Gottes ist, dass sie keine Naturkatastrophe ist und keine Krankheit. Inflation ist eine politische Strategie."**  
Ludwig von Mises

Der Begriff **Inflation** wird üblicherweise synonym mit der Teuerungsrate von Konsumentenpreisen verwendet. Tatsächlich greift diese Sichtweise jedoch zu kurz. Um das Phänomen der Geldentwertung zu verstehen, halten wir eine Unterscheidung der Begriffe **Inflation und Teuerung (oder Preisinflation)** für sinnvoll. Der kausale Zusammenhang zwischen höherer Geldmenge (Inflation) und höheren Preisen (Teuerung) wird von wenigen Volkswirten bestritten, oftmals geht die eigentliche Beziehung zwischen Ursache und Wirkung im heutigen Sprachgebrauch jedoch verloren.

Die vorherrschende Geldordnung hat im Laufe des 20. Jahrhunderts eine sukzessive Metamorphose, von einer goldgedeckten Währung zu einer mit Schulden gedeckten Währung, durchgemacht. **Geld wird heute entweder durch die Vergabe von neuen Krediten von Geschäftsbanken geschöpft, oder von Zentralbanken durch eine Bilanzverlängerung (über Ankauf von Schuldtiteln) geschaffen.**

**Als direkte Konsequenz daraus hat sich das System der Marktwirtschaft sukzessive in einen „Kreditismus“ verwandelt.**<sup>14</sup> Die Realwirtschaft ist von ständiger Kredit- und Geldmengenausweitung (also Inflationierung) abhängig geworden. Daraus resultiert sowohl der heutige „Wachstumswahn“ als auch der „Inflationwahn“.

Die EZB definiert als Preisstabilität eine jährliche Geldentwertung (gemessen am Konsumentenpreisindex) von nahe zwei Prozent. Es scheint grundsätzlich paradox einen stabilen Zustand mittels einer Exponentialfunktion zu definieren, welche sich alle 70 Jahre vervierfacht. Gemäß herrschender Lehre ist ein wirklich stabiles Preisniveau (also etwa 0% Teuerung) nachteilhaft, weil unter solchen Umständen die Wirtschaft nicht prosperieren kann. **Diese Aussage erweist sich im historischen Kontext eindeutig als falsch.**

**Zutreffend ist viel eher, dass das monetäre Regime das Inflations-Paradigma vorgibt.** Aus den Vereinigten Staaten steht zur Untermauerung dieser These aufschlussreiches, langfristiges Datenmaterial zur Verfügung. Anhand der Grafik erkennt man die annualisierten, realen Wachstumsraten (jeweils mit rotem Strich markiert – rechte Skala) und den Verbraucherpreisindex. Die unterschiedlichen farblichen Markierungen teilen den Zeitraum in drei unterschiedliche monetäre Phasen:

- Vor 1913: Ausschließlich Gold (und Silber) dienen als Geldbasis<sup>15</sup>
- 1914-1971: Teilweise Golddeckung vorgeschrieben
- Ab 1971: Keine Golddeckung mehr erforderlich (Fiat-Money Schuldgeld)

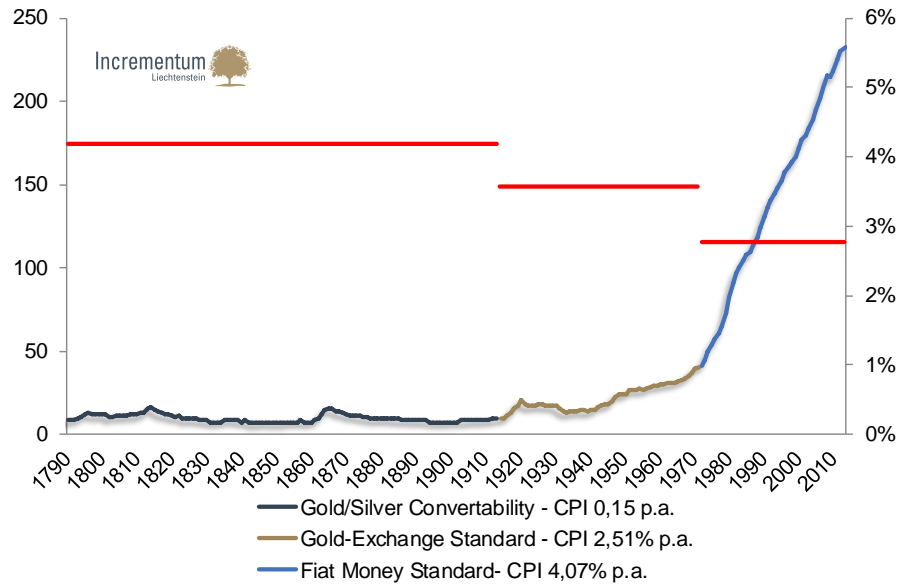
<sup>14</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle, Valek

<sup>15</sup> In diesem Zeitraum war die Konvertierbarkeit zweimal temporär aufgehoben, sie wurde aber jeweils binnen einiger Jahre wiederhergestellt.



**“All that deflation does is shatter the illusion of prosperity created by monetary pumping.”  
Frank Shostak“**

**Konsumentenpreisentwicklung und durchschnittliche Wachstumsraten in unterschiedlichen Geldsystemen**



Quelle: measuringworth.com, Incrementum AG

**Bis zum Ende des klassischen Goldstandards (1913) hat sich das Ausbleiben stetiger Preisinflation nicht als wachstumshemmend erwiesen.** Ganz im Gegenteil: die durchschnittlichen, realen Wachstumsraten sind mit dem Übergang auf den Gold-Devisen-Standard bzw. auf das heutige Schuldgeldsystem jeweils gesunken. Daraus könnte man ableiten: je konsequenter die Goldpreisdeckung, umso geringer die Teuerung und desto höher das Wirtschaftswachstum.<sup>16</sup>

**b) Deflation aus Sicht der Österreichischen Schule**

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

Das „Deflationsgespenst“, die große „Deflationsfalle“ und auch die verheerende „Deflationsspirale“ waren in den Medien zuletzt omnipräsent und wurden beinahe hyperinflationär kommentiert. Die Panikmache vor sinkenden Preisen erscheint jedoch verwunderlich, so begrüßt doch ein Großteil der Konsumenten fallende Preise. Dies ist im Technologiebereich, etwa bei Smartphones oder Fernsehern, oder auch bei Fernreisen seit Jahren evident. Aus Sicht der österreichischen Schule ist Deflation eine Erhöhung der Geldqualität und eine Verringerung der Geldquantität. Sie stellt eine partielle Neuausrichtung der relativen Preise dar, die während der Boom-Phase verzerrt wurden.

**Prof. Jörg Guido Hülsmann beschreibt, dass die Schädlichkeit der Preisdeflation heute eines der heiligen Dogmen der Geldpolitik darstellt.** Theoretische und empirische Beweise zur Erhärtung dieser Vorwürfe sind gemäß Hülsmann jedoch entweder schwach oder sie fehlen

<sup>16</sup> **Anmerkung:** Dass der Goldstandard als rigide und unflexibel kritisiert wird ist im Kontext des mittlerweile extrem stark regulierten planwirtschaftlichen Geldsystems verständlich. Die Geldmengenbasis lässt sich nicht ohne Grenze inflationieren, ein Teilreservebankensystem welches nach einem künstlichen Kreditboom deflationär kollabiert, kann unter einer Goldgedeckten Währung nicht reflationiert werden. Ludwig von Mises hat faszinierenderweise bereits vor über 100 Jahren auf die weitreichenden Konsequenzen des Teilreservebankensystems hingewiesen (Vgl. „Theorie des Geldes und der Umlaufmittel“).

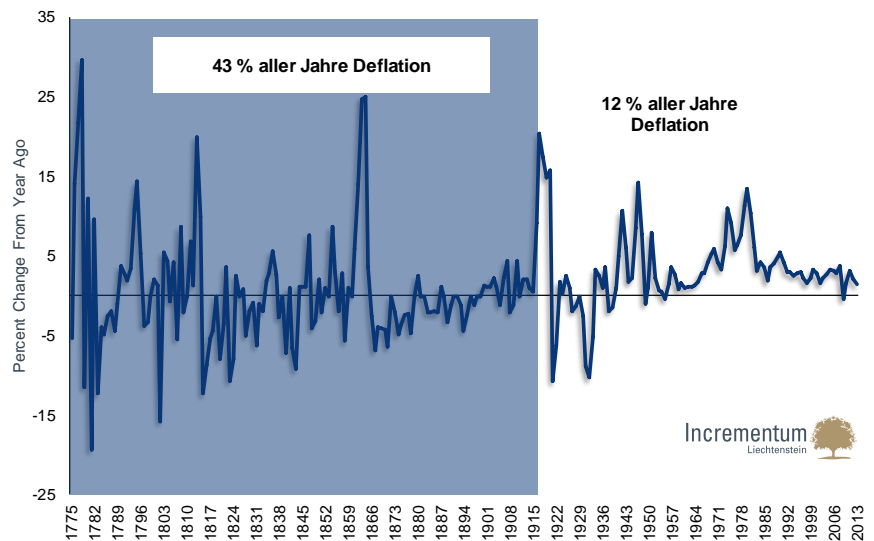
**„Kratze einen Inflationisten, und du stößt auf einen Schuldner. Kratze einen Deflationisten, und du findest einen Gläubiger.“**  
Arthur Salz

ganz. Preisdeflation bedeutet stets eine ungeliebte Rosskur. Dies liegt in erster Linie daran, dass es im Rahmen der Überschuldung zu starken Vermögensverschiebungen kommen muss. **Dass es mit Ausnahme der Großen Depression keinen empirischen Zusammenhang zwischen Deflationsphasen und Depressionen gibt, bestätigt auch eine umfassende historische Studie der Federal Reserve:**<sup>17</sup>

*“Our main finding is that the only episode in which we find evidence of a link between deflation and depression is the Great Depression (1929-34). We find virtually no evidence of such a link in any other period.... **What is striking is that nearly 90% of the episodes with deflation did not have depression. In a broad historical context, beyond the Great Depression, the notion that deflation and depression are linked virtually disappears.**”*

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

**Preisdeflation ist seit 1913 eine Seltenheit: CPI yoy seit 1775**



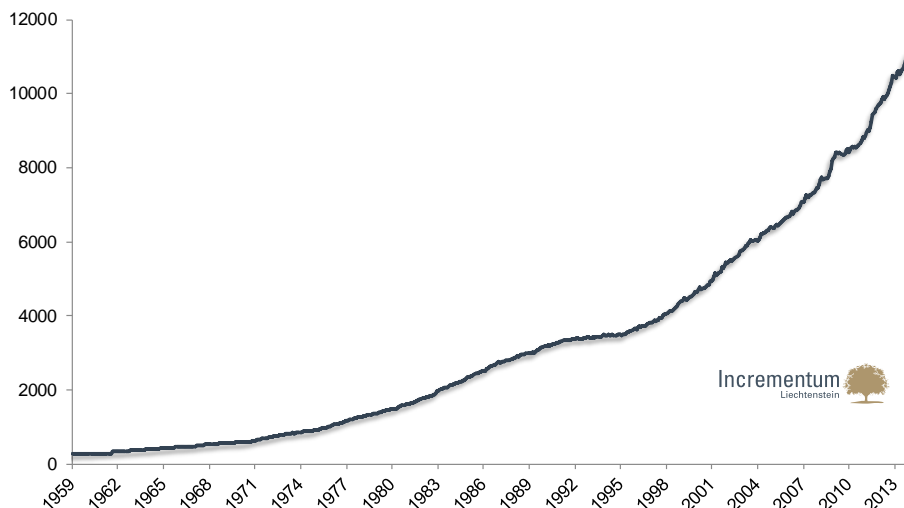
Quelle: Professor Robert Sahr, Measuringworth.com, Incrementum AG

**„Durch hohe Schulden – und nur durch hohe Schulden – werden fallende Preise zu einer gesellschaftlichen und politischen Zerreißprobe.“**  
Prof. Jörg Guido Hülsmann

**In dem heutigen, stark gehebelten Teilreserve-Schuldgeldsystem hat eine ausgeprägte Kreditdeflation erschütternde realwirtschaftliche Konsequenzen.** Die Entzugssymptome einer Schuldenliquidierung sind umso schlimmer, je stärker die Kreditabhängigkeit ausgeprägt ist. Sollte eine ungehemmte Umkehr der Kreditausweitung stattfinden, würde sich eine ausgeprägte Geldmengendeflation auf weite Teile des Bankensystems fatal auswirken. **Die permanente Geld- und Kreditmengenausweitung wird daher für das Schuldgeldsystem zum Selbstzweck.**

<sup>17</sup> Vgl. „Deflation and Depression: Is There an Empirical Link?“ Federal Reserve Bank of Minneapolis, Andrew Atkeson und Patrick Kehoe, Jänner 2004. Die Studie wertete Daten aus 17 Nationen und im Umfang von 100 Jahren aus.

### Die exponentielle Inflation der M2 Geldmenge (Mrd. USD)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Dies ist der wahre Grund, warum Deflation heute die Nemesis eines jeden Notenbankers darstellt.** Das Ziel jedes Organismus, jedes Menschen und jeder Bürokratie ist es, seine Überlebenschancen zu maximieren. Insofern ist Deflation für das aktuelle Geldsystem eine existentielle Bedrohung, welche es *mit allen Mitteln* zu bekämpfen gilt. Um die inhärente Instabilität des Kreditsystems zu kaschieren, wird die stattfindende Kredit-Deflation (Deleveraging) deshalb weiterhin von überaus expansiver Zentralbankpolitik kompensiert werden. **Dies ist unserer Meinung nach ein Balanceakt auf Messers Schneide.**

### c) Die Quantitätstheorie des Geldes

**“Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon.”**  
Milton Friedman

Nicht nur die Österreichische Schule der Nationalökonomie versteht Inflation als monetäres Phänomen: weitaus bekannter ist die Sichtweise der „Chicago School“. **Die Quantitätstheorie des Geldes bringt die Geldmenge in Verbindung mit dem Preisniveau und dem Handelsvolumen der Güter**, welches vereinfacht auch als das nominelle BIP angenommen werden kann. Aus der nominellen Wirtschaftsleistung und einer vordefinierten Geldmenge kann die sogenannte Umlaufgeschwindigkeit des Geldes berechnet werden. Wenn man zudem berücksichtigt, dass die breite Geldmenge (z.B. M2) in einem Teilreservebankensystem ein Ergebnis eines Multiplikationsprozesses ist, kann man folgende zwei Gleichungen aufstellen:

$$\text{Breite Geldmenge} * \text{Umlaufgeschwindigkeit} = \text{Nominelles BIP} \\ (\text{Quantitätstheorie})$$

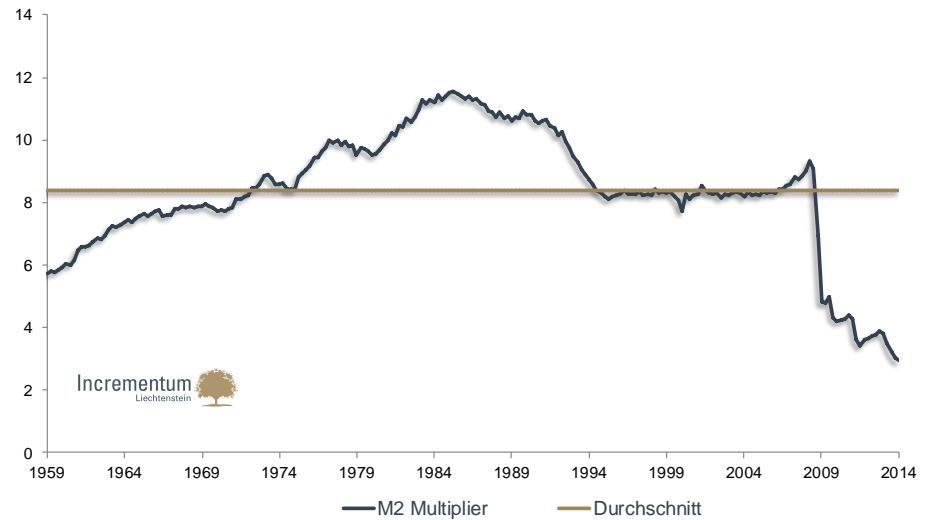
und

$$\text{Zentralbankgeld} * \text{Geldmengenmultiplikator} = \text{Breite Geldmenge (z.B. M2)}$$

**Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise 2008 sind sowohl der Geldmengenmultiplikator als auch die Umlaufgeschwindigkeit (Velocity) massiv zurückgegangen.** Aus monetaristischer Betrachtungsweise ist in erster Linie der Rückgang dieser beiden Variablen

dafür verantwortlich, dass trotz aller Zentralbankinterventionen bislang kein verstärktes Wachstum der breiten Geldmenge und damit einhergehend bislang auch noch keine hohen Teuerungsraten aufgetreten sind.

**Geldmengenmultiplikator seit 1959**



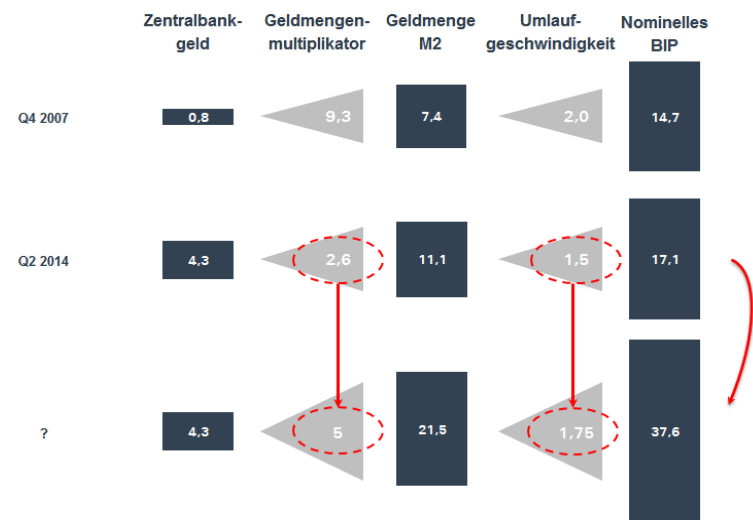
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Zentralbankgeld wird oft als „High Power Money“ bezeichnet, weil es durch das Teilreservesystem multipliziert werden kann**

Sollte die Kreditvergabe der Geschäftsbanken (beispielsweise durch die Implementierung von tiefen Negativzinsen) den Geldmengenmultiplikator wieder Richtung des historischen Mittels bewegen und/oder die Umlaufgeschwindigkeit ebenfalls anziehen, so wäre ein signifikantes Anschwellen des nominellen BIPs die Folge.

Anhand der folgenden Darstellung wird ersichtlich, welches Inflationspotenzial sich durch die großzügige Bereitstellung von Zentralbankliquidität aufgestaut hat. Dabei nehmen wir die eben beschriebene Logik der monetaristischen Betrachtungsweise zu Hilfe und gehen davon aus, dass sich der Geldmengenmultiplikator und die Umlaufgeschwindigkeit nur annähernd normalisieren.

**Geldmengenmultiplikator und Umlaufgeschwindigkeit<sup>18</sup>**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

<sup>18</sup> Vgl. "Investing in a World without a risk-free rate?", UBS Research

***“Debt-to-GDP ratios are calculated in nominal rather than real terms. Nominal debt needs to be repaid with nominal growth in income. Nominal growth equals real growth plus inflation. Since real growth is anemic, the central banks must cause inflation to have any hope of increasing nominal growth and reducing these debt-to-GDP ratios.”***

Jim Rickards

Die gesteigerte breite Geldmenge und eine erhöhte Umlaufgeschwindigkeit ergibt zwangsläufig ein höheres nominelles BIP. Im hier schematisch skizzierten Fall würde das BIP um etwa 120% ansteigen. **Der nominelle BIP-Zuwachs setzt sich aus realem Wachstum und einem gesteigerten Preisniveau zusammen.** Es ist naheliegend, dass in diesem Szenario der weitaus größere Teil des Nominalzuwachses einem erhöhtem Preisniveau geschuldet wäre. Sollten die beiden Variablen „Geldmengenmultiplikator“ und „Umlaufgeschwindigkeit“ das Vorkrisenniveau wiedererlangen, hätte das ein entsprechend größeres BIP-Wachstum zur Folge.

**Die Österreichische Schule steht quantitativen Modellen generell skeptisch gegenüber, vor allem wenn deren Parameter stark aggregiert sind.** Die Bestimmung der „korrekten“ Geldmenge – welche einen wesentlichen Input der Quantitätstheorie bildet – stellt im Teilreserve-Bankensystem eine schwierige Aufgabe dar. Selbst Notenbanken haben unterschiedliche Konventionen für die Berechnung der Geldmengenaggregate. Österreichische Ökonomen betrachten in erster Linie das Verhalten der handelnden Individuen und sprechen in diesem Zusammenhang von der Nachfrage nach Geldhortung, was konzeptionell der Änderung in der Umlaufgeschwindigkeit im monetaristischen Vokabular entspricht.

#### **d) Zunehmende Inflationsakzeptanz**

***„To me, a wise and humane policy is occasionally to let inflation rise even when inflation is running above target.”***

Janet Yellen

**Mittlerweile mehren sich die Stimmen, welche eine ausgeprägte Inflationierung als einzig gangbare Lösung zur Verringerung der Schuldenquoten ansehen.** Um das Verhältnis von Gesamtverschuldung und Wirtschaftsleistung auf ein nachhaltigeres Niveau zu bringen, braucht es ein höheres nominelles BIP-Wachstum als Schuldenwachstum. Da sich nominelles Wachstum aus realem Wachstum und Preisinflation zusammensetzt, lässt sich höheres nominelles Wachstum durch zunehmende Preisinflation herbeiführen.

***“...inflation can gain substantial momentum before the general public notices it. It was not until 1974, nine years into an inflationary cycle, that inflation became a potent political issue and prominent public policy concern. This lag in momentum and perception is the essence of money illusion.”***

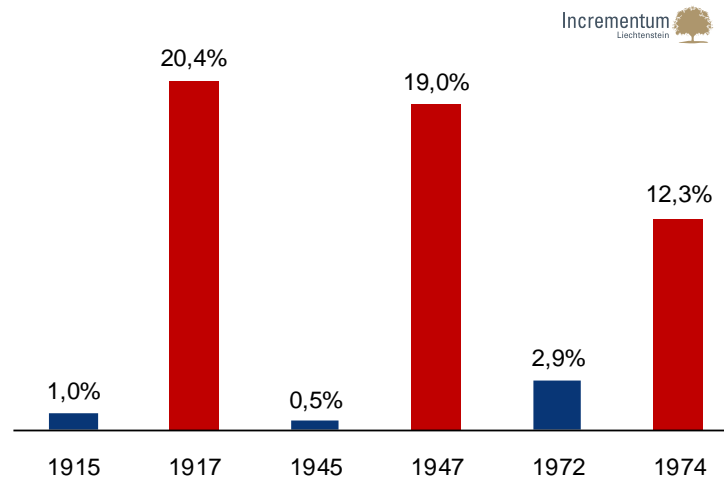
Jim Rickards

Kenneth Rogoff, ehem. Chefökonom des IWF schrieb bereits Ende 2008 im Central Banking Journal, dass eine höhere Teuerung von 5-6% für die nächsten Jahre gesünder sei, als Deflation in Höhe von 2-3%. Außergewöhnliche Zeiten erfordern außergewöhnliche Maßnahmen, so Rogoff. Es bleibe nur Inflation als „Exit-Strategie“. Auch der (leider) einflussreiche Nobelpreisträger Paul Krugman propagiert eine Anhebung der Inflationsziele. Er argumentiert, dass ein zu niedriges Inflationsziel den europäischen Notenbankern einen Vorwand liefert, keinerlei weitere monetärer Stimuli zu setzen. Er bezeichnete dies als **“Selbstzufriedenheitsfalle”**.<sup>19</sup>

**Die Geschichte lehrt uns: Weder die Mainstream-Ökonomie noch Notenbanker können die Spezifika der Inflationsdynamik steuern.** Die kläglich scheiternden Versuche, das Teuerungsniveau wie ein Thermostat zu regulieren, zeugen von Hybris, mangelnder Urteilsfähigkeit und Naivität. **Diese Anmaßung von Wissen ist gefährlich und wird schlussendlich scheitern. Teuerungswellen treten unerwartet und innerhalb relativ kurzer Zeit auf.** Dies wird, wie am nachfolgenden Chart ersichtlich ist, durch zahlreiche Episoden der Geschichte bestätigt.

<sup>19</sup> Vgl. „Paul Krugman moniert am EZB-Forum die Anhebung des Inflationsziels“, Institutional Money

### Inflationsdynamik: Bereits innerhalb von zwei Jahren dramatischer Anstieg der Preisinflation möglich



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

#### d) Monetäre Tektonik: Die Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation

*„Since inflation favors the government and deflation favors the worker, governments always favor inflation“*

Jim Rickards

Das Kräftemessen zwischen einer marktberichtigenden, natürlichen Deflation und der von der Politik induzierten Inflation hat sich im Vorjahr fortgesetzt. Die inflationären Maßnahmen der Zentralbanken haben bislang die deflationären Tendenzen aus dem Geschäftsbankensektor kompensiert und eine oberflächliche Stabilität bezüglich der Teuerungsrate hergestellt, auch wenn das Pendel in den vergangenen 12 Monaten weiterhin mehr in Richtung Disinflation geschwungen ist.

Gemäß Austrian Business Cycle Theory steigen im Zuge des Inflationierungsprozesses zuerst die Preise von Kapitalgütern (=Asset Price Inflation) an. Erst anschließend setzt die Verbraucherpreisinflation (=Teuerung) ein. Die derzeit stattfindende Asset Price Inflation ist an vielen Beispielen unübersehbar. Neben den substantziellen Wertzuwächsen bei Immobilien und Aktien stiegen auch die Preise für Antiquitäten, Luxusgüter, teure Weine, Oldtimer etc. deutlich an.

**Für die Transmission von monetärer Inflation in ausgeprägte Konsumentenpreisinflation sind Rohstoffpreise entscheidend.** Ein Umfeld mit deutlich steigenden Rohstoffpreisen (in Landeswährung) ist für einen signifikanten Anstieg der Teuerungsrate die Hauptvoraussetzung. Aktuell wirken weiterhin verschiedene potentiell inflationäre sowie deflationäre Kräfte aufeinander ein. Nachfolgend haben wir die wesentlichsten Einflussfaktoren aufgelistet:

#### Deflationäre Kräfte:

- Bilanzverkürzungen: Unterkapitalisierte Banken sind weiterhin restriktiv hinsichtlich Kreditvergabe
- Deleveraging: überschuldete Verbraucher reduzieren Kreditlast
- Regulierung: Basel III

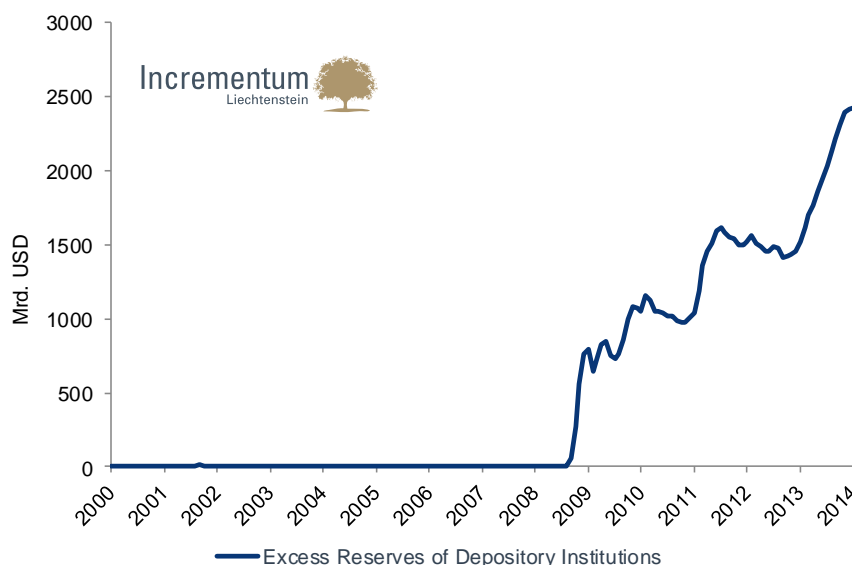
- Derzeit niedriger Geldmengenmultiplikator und niedrige Umlaufgeschwindigkeit<sup>20</sup>
- Produktivitätssteigerungen
- Restrukturierung von Schulden (Griechenland, Zypern)

**Inflationäre Kräfte:**

- Nullzinspolitik
- Kommunikationspolitik (forward guidance)
- Operation Twist
- Quantitative Easing
- Währungsabwertung (Währungskrieg)
- Zulassungskriterien für Sicherheiten
- Strafzinsen (Negativzinsen für Banken)

**Bislang schlugen die Bemühungen, mehr Geld in Form neuer Kredite in Umlauf zu bringen, fehl.** Die Nachfrage nach Kredit ist weiterhin niedrig. Die durch das Quantitative Easing neu geschaffenen Bankreserven werden vorerst als Überschussreserven bei der Notenbank geparkt. Ohne Konsequenz blieb QE dennoch nicht: Die marktverzerrenden Effekte der niedrigen langfristigen Zinsen dürfen nicht unterschätzt werden. Die bereits angesprochene spektakuläre Vermögenspreisinflation ist nur ein Nebeneffekt von QE.

**Excess Reserves (Mrd. USD)**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Einen exzellenten Indikator für die Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation stellt das Gold/Silber-Ratio dar.** Der ökonomische Hintergrund ist plausibel: Silber hat einen Hybridcharakter mit einerseits monetären Eigenschaften und andererseits industrieller Nachfrage. Die Einsatzmöglichkeiten von Silber sind vielfältig, z.B. in der Medizintechnik, in Batterien und chemischen Katalysatoren, Solarpanelen etc. Zudem wird es auch häufig in frühzyklischen Sektoren verwendet, sodass es verlässliche „Konjunkturprognosen“ liefern kann und akkurat steigende Inflationstendenzen signalisiert. Die industrielle Verwendung von Gold ist

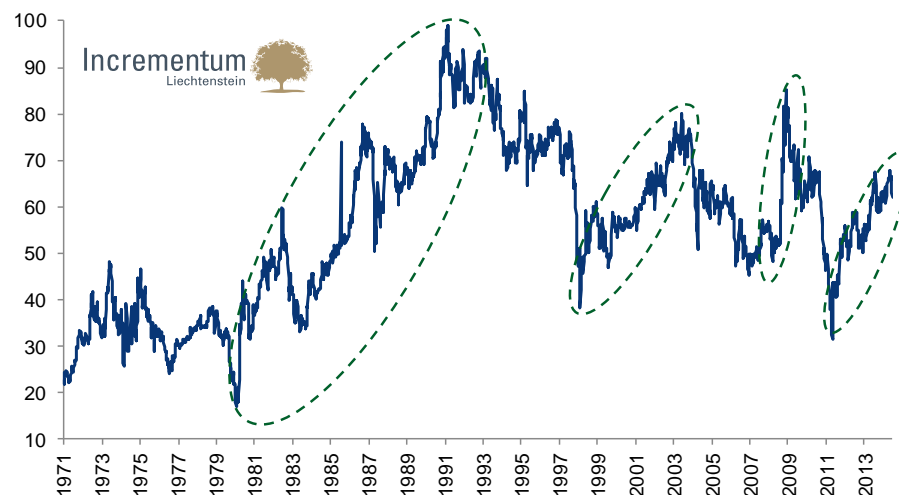
<sup>20</sup> Die Österreichische Schule spricht hier korrekterweise vom “demand for money”.

hingegen gering, die Nachfrage ist in erster Linie monetärer Natur. Zudem profitiert Gold auch in deflationären Phasen.<sup>21</sup> **Insofern kann man das Gold/Silber-Ratio auch als Deflations/Reflations-Verhältnis bezeichnen.**<sup>22</sup>

Im Moment befindet sich das Verhältnis weiterhin in einem Aufwärtstrend, d.h. die relative Schwäche von Silber hält an. Zudem erkennt man, dass der Goldpreisanstieg zu Beginn des Jahres nicht durch eine relative Stärke von Silber bestätigt wurde. Dies suggeriert, dass die Goldpreisbewegung in erster Linie durch die politische Prämie in Folge der Ukraine-Krise zu erklären war.

**Gemäß unserer statistischen Auswertungen ist ein nachhaltiger Goldpreisanstieg bei einem gleichzeitig steigendem Gold-Silber-Ratio deutlich unwahrscheinlicher. Die aktuelle Situation beim Gold/Silber Ratio beobachten wir deshalb gerade besonders aufmerksam, weil der Trend in den letzten Wochen an einer möglichen Trendwende angelangt ist.**

#### Gold/Silber-Ratio seit 1971 (Kreise zeigen disinflationäre Phasen)



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

#### Exkurs: Incrementum Inflation-Signal

Wie mittlerweile ausführlich beschrieben, interpretieren wir Inflation eindeutig als monetäres Phänomen. Aufgrund der monetären Tektonik kann es jedoch abwechselnd zu inflationären und deflationären Phasen kommen.

**Incrementum Inflation-Signal zeigt seit Juni 2014 steigende Inflationstendenz an**

**Um zu messen, wie viel monetäre Inflation tatsächlich in die Realwirtschaft gelangt, verwenden wir eine Reihe von marktbasierten Indikatoren.** Unsere proprietäre Messmethodik lässt sich mit einem „monetären Seismographen“ vergleichen. Das Ergebnis der Messung resultiert im „Incrementum Inflation-Signal“, welches die vorherrschende Inflationstendenz anzeigt.

Einer der Inputfaktoren für das Signal ist das eben beschriebene Gold/Silber Ratio. Es wurde von uns mit anderen quantitativen Faktoren

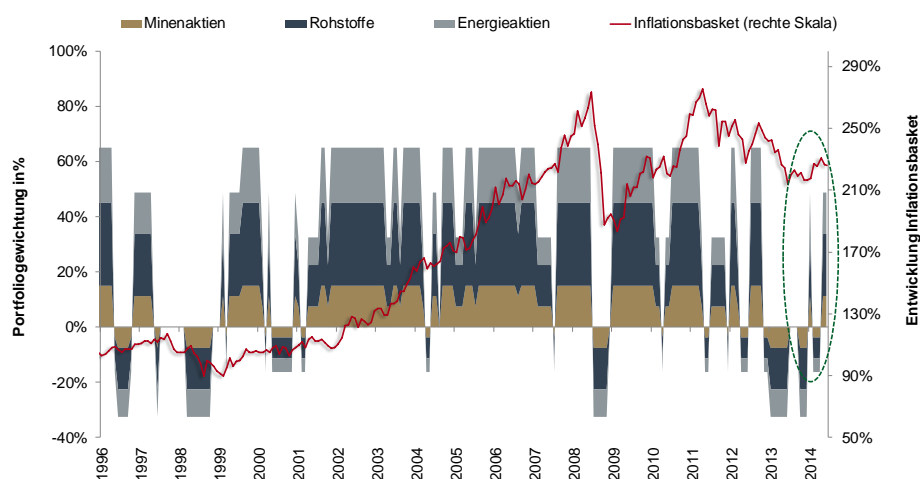
<sup>21</sup> Nicht jedoch in einem disinflationären Umfeld

<sup>22</sup> Vgl. „Why we are optimistic about silver vs. gold and non-U.S. EPS?“, Barry Bannister, Stifel Nicolaus



kombiniert und ein Gesamtsignal daraus abgeleitet. **Gemäß dem jeweiligen Signal werden in dem von uns verwalteten Fonds Positionen für steigende, neutrale oder fallende Inflationstendenzen eingegangen.** Historisch gab es immer wieder längere Phasen (etwa 6-24 Monate), in denen die disinflationären Kräfte überwogen und wo es nicht ratsam war in inflationssensitive Anlageklassen investiert zu sein. Aktuell zeigt das Signal seit Mitte Juni wieder steigende Inflationsraten an.

### Incrementum Inflationssignal seit 1996



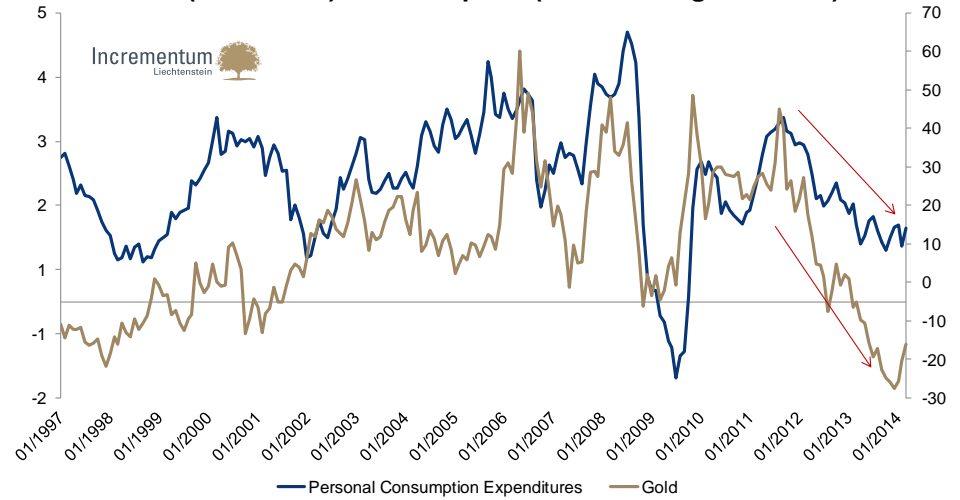
Quelle: Incrementum AG

### e) Der Goldpreis und die Teuerungsrate

**Vielerorts wird Gold als Inflationsschutz bezeichnet. Dies ist nicht 100%ig korrekt.** Wir haben im Vorjahr quantitativ dargelegt, dass nicht das absolute Niveau der Teuerung für den Goldpreis relevant ist, sondern vielmehr die Tendenz der Teuerung. Steigende Teuerungsraten bedeuten generell ein positives Umfeld für den Goldpreis, während fallende Raten (=Disinflation) ein schlechtes Umfeld bedeuten. Dies erkennt man auch anhand des nachfolgenden Charts. Seit Herbst 2011 ist die Entwicklung des PCE-Index<sup>23</sup> deutlich rückläufig, im Moment sieht es jedoch nach einer Trendumkehr aus.

<sup>23</sup> Personal Consumption Expenditure Index, ein für die Fed essentielles Inflationsmaß, aus welcher sich die Kerninflationsrate ableitet.

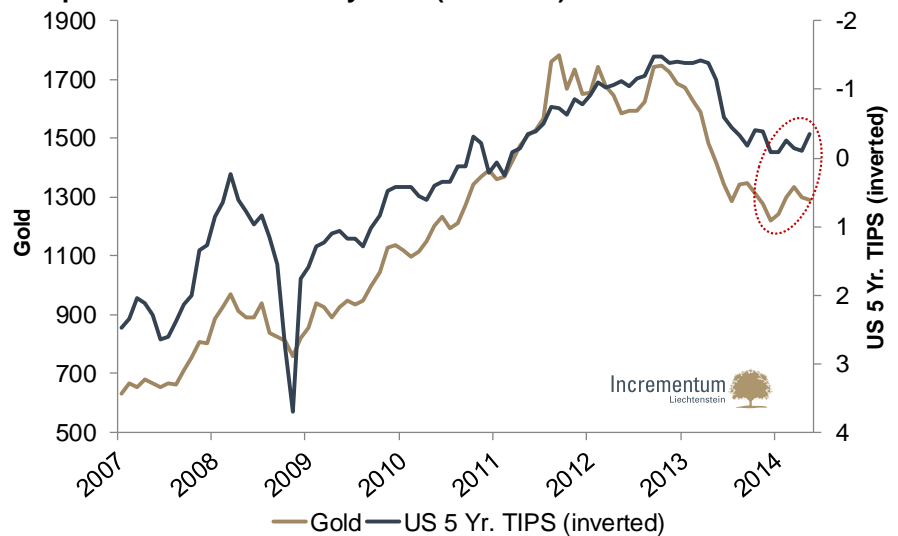
**Preisinflation (PCE-Index) und Goldpreis (Veränderungsrate in %)**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Auch anhand der inflationsgeschützten Anleihen erkennt man, dass Teuerung seit 2011 sukzessive ausgepreist wurde. Seit wenigen Wochen scheinen die inflationsindexierten Anleihen (TIPS) jedoch wieder steigende Teuerungsraten einzupreisen. Dies wurde auch vom Goldpreis bestätigt.

**Goldpreis vs. Rendite der 5y TIPS (invertiert)**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Alternative Inflationsindizes zeigen bereits steigende Inflationsraten an**

**Eine alternative Messmethode der Teuerungsraten bietet das „Billion Prices Project“ des MIT.<sup>24</sup> Das Ziel des Projektes ist, die Inflationstendenz rascher und akkurater als herkömmliche Inflationsindizes zu messen. Mittels einer Software werden auf Tagesbasis die Preisveränderungen von 5 Millionen Waren in 70 Nationen abgefragt. Für die USA wird der Konsumentenpreisindex "MIT US Daily Index" errechnet, welcher seit 2009 jeden Wendepunkt des CPI akkurat und mit zeitlichem Vorlauf erkannt hat.<sup>25</sup> Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man, dass der Index eine Divergenz zum CPI bildet und zuletzt nach oben tendierte.**

<sup>24</sup> <http://bpp.mit.edu>

<sup>25</sup> Vgl. "Billion Prices Project: Introducing Real-Time Economics", DuVergne Smith, Nancy.

### Billion Prices Index vs. CPI



Quelle: State Street Price Stats, WSJ.com

**Wir sind der Meinung, dass der Inflationsausblick aktuell eine der wichtigsten Makrokennzahlen für die Finanzmärkte darstellt.** Sobald steigende Preisinflation von den Marktteilnehmern ernsthaft in Betracht gezogen wird, könnte sich das generelle Marktsentiment grundlegend ändern. Die derzeit nach wie vor anhaltende Erwartungshaltung „*im Zweifel gibt es weitere Maßnahmen der Notenbanken*“ wird bei steigender Inflationserwartung vermehrt in Frage gestellt werden.

**Aktien und inflationsgeschützte Anleihen bieten nur sehr bedingt Inflationsschutz**

**Darauf basierend möchten wir nachfolgend auf die Eigenschaften verschiedener Anlageklassen in unterschiedlichen Inflationsregimes eingehen.** Neben Edelmetallen werden inflationsindexierte Anleihen oftmals als inflationsssichernde Anlagen genannt. Viele Anleger sind sich jedoch nicht bewusst, dass **die inflationsssichernde Eigenschaft nur mit Ende der Laufzeit gegeben ist.** Während der Laufzeit weisen solche Anleihen beträchtliche Zinssensitivitäten zu Nominalzinsveränderungen auf. Dies ist für die Portfoliobildung ein nicht unwesentlicher Faktor. Vor allem länger laufende Inflationsanleihen haben bei steigenden Inflationstendenzen oft „Gegenwind“, weil diese Zeiten mitunter von steigenden Nominalzinsen begleitet sind. Wenn diese Anlageklasse nun als Inflationsabsicherung eines Portfolios beigemischt wird, kann es in einzelnen Jahren zu herben Enttäuschungen kommen.

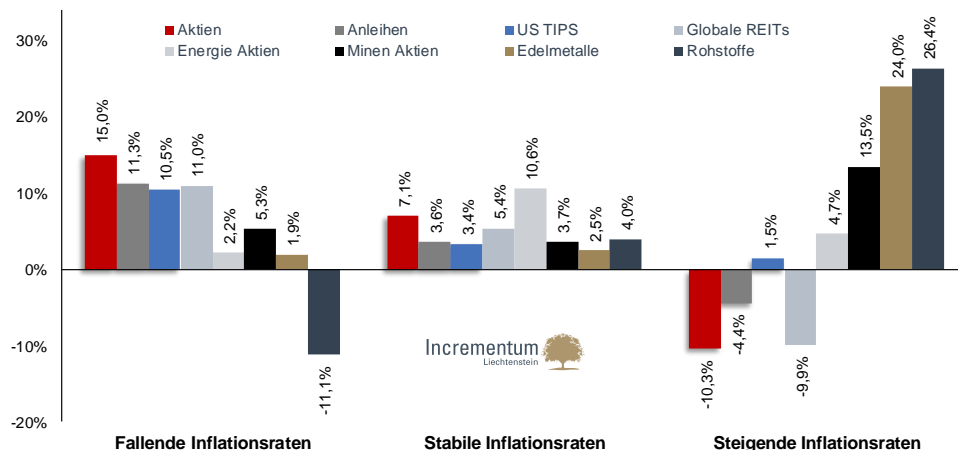
**Gold, Energie und Rohstoffe weisen hohe Inflationssensitivität auf**

**Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man klar, dass sowohl Aktien, aber auch Anleihen in einem Umfeld steigender Inflationsraten zu den Verlierern zählen.** Auch wenn Aktien aufgrund ihrer Eigenschaft als Realwerte häufig zu den inflationsgeschützenden Anlagen gezählt werden, so ist dies historisch gesehen nicht so eindeutig. Zahlreiche Studien belegen, dass Aktienpreise und Inflation negativ korreliert sind.<sup>26</sup> Dies bedeutet, dass sich eine Erhöhung der Preisinflation im Normalfall negativ auf die Aktienpreise auswirkt.<sup>27</sup> Selbstverständlich sind hierbei allerdings deutliche Branchenabhängigkeiten festzustellen. **Dies ist ein wesentlicher Grund, wieso Gold und Rohstoffaktien im Sinne einer umsichtigen Portfoliodiversifikation attraktive Eigenschaften aufweisen.**

<sup>26</sup> Vgl. „Asset returns and inflation“, Eugene Fama und William Schwert

<sup>27</sup> Vgl. „The ‘Fisher Effect’ for Risky Assets: An Empirical Investigation“, Journal of Finance, Jaffe und Mandelker

### Wertentwicklung unterschiedlicher Assetklassen in verschiedenen Inflationsregimes



Quelle: Wellington Asset Management, Incrementum AG

### f) Künftige Wachstums- und Inflationsszenarien

Um die aktuelle wirtschaftliche Situation in einer Inflationsmatrix einordnen zu können sowie mögliche Entwicklungen darzustellen, soll uns die Darstellung auf der folgenden Seite dienen. Die Grafik zeigt die möglichen Zukunftsszenarien anhand ihrer Wachstums- und Teuerungsrate.

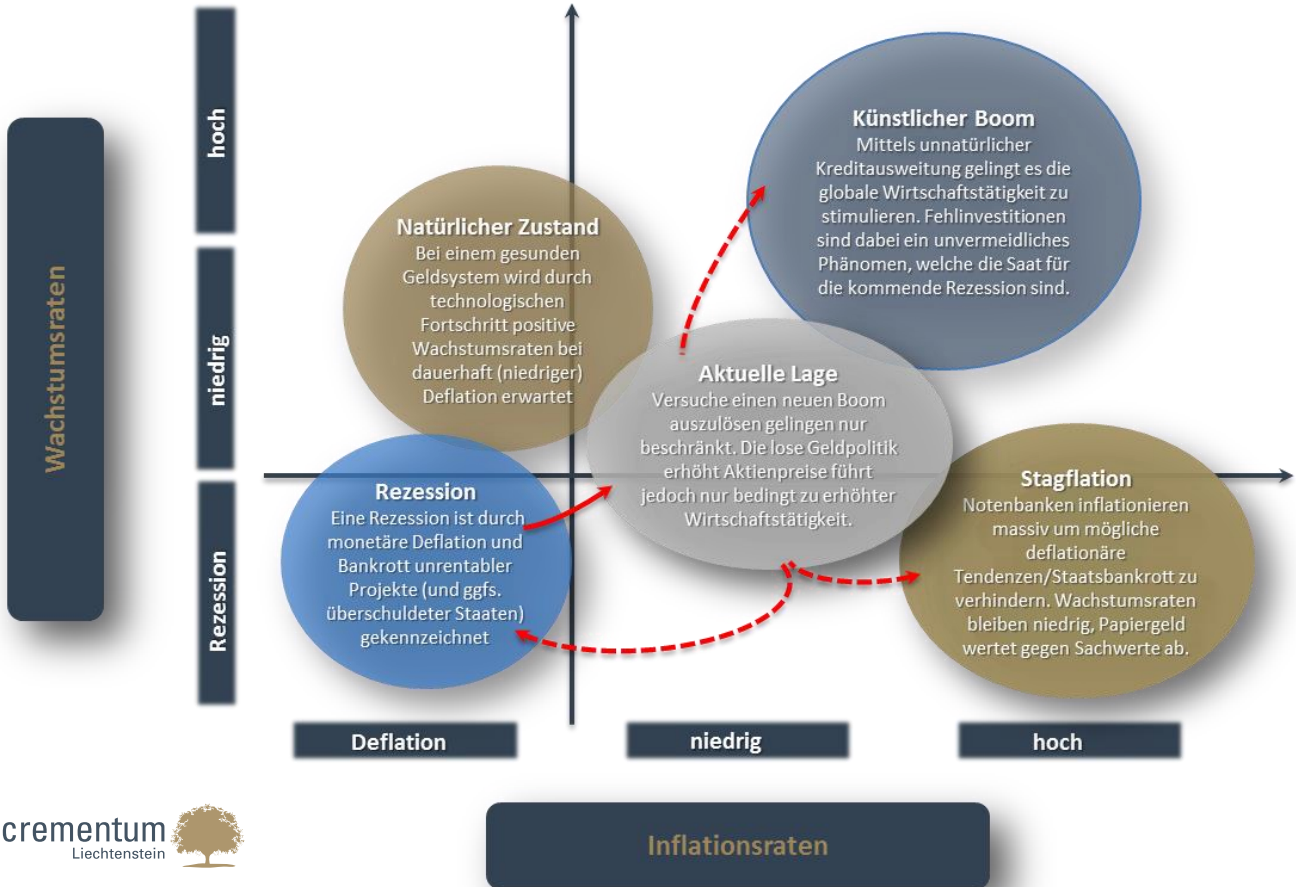
#### Stagflation war für Mainstream-Ökonomie undenkbar

**Ein Szenario, das aus wirtschaftlicher, politischer und sozialer Sicht zerstörerisch wirkt, stellt die Stagflation dar.**<sup>28</sup> Damit wird die ökonomische Situation bezeichnet, in der gleichzeitig wirtschaftliche Stagnation (rückläufiges Wirtschaftswachstum sowie hohe Arbeitslosigkeit) und hohe Inflation (Teuerung) auftreten. Entstanden ist der Begriff während der anhaltenden Wirtschaftskrise der 1970er-Jahre, als die USA eine steigende Teuerungsrate mit gleichzeitig schrumpfender Wirtschaft erlebten. Diese Situation wurde zuvor von der Mainstream-Ökonomie für unmöglich gehalten.

Die Stagflation selbst wurde allerdings erstmals in den 1960er-Jahren in Großbritannien und den Vereinigten Staaten beobachtet. In den 1960ern glaubte die amerikanische Notenbank an eine stabile inverse Beziehung zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation. Die Geldpolitik der Fed hatte das Ziel, die Gesamtnachfrage für Güter und Dienstleistungen zu stimulieren und die Arbeitslosenquote niedrig zu halten. Der einzige *trade-off* für die damaligen Ökonomen war eine – in kontrollierbarem Maße – steigende Inflationsrate.

<sup>28</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle und Valek

Stagflation, künstlicher Boom oder Rezession?



Quelle: „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle und Valek

**„The next major theme is stagflation — this will be the legacy of the Bernanke regime. You cannot keep real short-term rates negative for this long in the face of even modestly positive real economic growth without generating financial excesses today and inflationary pressures in the future.“**  
 Dave Rosenberg

**Assetklassen in Stagflation:**  
 Aktien und Anleihen pfui, Gold und Rohstoffe hui

Die durch die hohe Teuerung hervorgerufene Lohn-Preis-Spirale (welche ein Anpassungsprozess zwischen Lohn- und Preissteigerungen von Haushalten und Unternehmen ist) war jedoch nicht der Auslöser für die gravierende Stagflation der 1970er-Jahre. Der Grund lag vielmehr in der Geldmengenausweitung, welche bereits Anfang 1960er Jahre begonnen hatte. Der Übergang hatte auch schwerwiegende Auswirkungen auf die Kapitalmärkte sowie auf die realen Erträge der Investoren. **Wegen der monetären Inflation – und der nachfolgenden Teuerung – erwies sich das Jahrzehnt als klar unterdurchschnittlich für Renten- und Aktieninvestoren, wogegen Rohstoffe und Edelmetalle haussierten.**

Die Teuerung stieg im folgenden Jahrzehnt dramatisch an. Der Übergang hatte auch schwerwiegende Auswirkungen auf die Kapitalmärkte sowie auf die realen Erträge von Investoren. **Wegen der monetären Inflation der 1970er-Jahre (und der nachfolgenden Teuerung) erwies sich das Jahrzehnt als klar unterdurchschnittlich für Renten und Aktien, wogegen Rohstoffe und Edelmetalle haussierten.**

Gemäß der Mainstream-Ökonomie wird Stagflation meist durch Angebotsschocks (Preisschocks) ausgelöst, die durch steigenden Kostendruck das allgemeine Preisniveau beeinflussen. Die Unternehmer werden durch stark steigende Inputkosten (Energiepreise) zu höheren

**Zahlreiche Ähnlichkeiten  
zwischen Stagflation der 1970er  
und dem aktuellen Umfeld**

***“Acquiring gold is not an investment. It is a conscious decision to REFRAIN from investing until an honest monetary regime makes rational calculation of relative asset prices possible.”***  
**Andreas Acavalos**

***“Deflation is every central bank’s nemesis because it is difficult to reverse, impossible to tax, and makes sovereign debt unpayable by increasing the real value of debt.”***  
**Jim Rickards**

Verkaufspreisen getrieben. Bei gleichbleibender Gesamtnachfrage setzt ein Umsatzrückgang ein, welcher schließlich zu einer Verringerung der Produktion und damit Entlassung von Beschäftigten (Arbeitnehmern) führt. In der keynesianischen Wirtschaftstheorie postuliert die Philips-Kurve, dass ein proportionaler Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum (bzw. Arbeitslosigkeit) und Inflation besteht.<sup>29</sup>

**Bei Betrachtung der gegenwärtigen Lage lassen sich in manchen Regionen Ähnlichkeiten mit einer anfänglichen Stagflation beobachten.** Die ökonomische Geschichte Japans mag sich als Vorbote zukünftiger Entwicklungen hinsichtlich stagnierender Wachstumswahlen erweisen. Hier zeigt sich, dass die vergangene keynesianische Fiskalpolitik nicht in der Lage war, die andauernde Stagnation zu beheben. Stattdessen verschuldete sich der japanische Staat enorm. Nach ausbleibendem Erfolg versucht man nun nach keynesianischer Logik,<sup>30</sup> den Teufel mit dem Beelzebub auszutreiben, indem man im Rahmen von Abenomics größere Konjunkturpakete schnürt – gestützt durch außerordentlich lockere Geldpolitik.

### **g) Fazit: Inflation vs. Deflation**

**Die derzeit stattfindenden monetären Experimente gleichen einem Spaziergang auf einer Rasierklinge.** Eine niedrige Inflationsrate kann durch entschiedenes Handeln einer Zentralbank brachial nach oben getrieben werden. Ob die Flut an Geldern, welche dem Bankensystem derzeit zur Verfügung gestellt werden dann rechtzeitig trockengelegt werden kann, ist mehr als fraglich. Schlimmstenfalls findet ein Vertrauensverlust in die Währung statt, welcher nicht mehr rückgängig gemacht werden kann. In den 1920er Jahren hieß es, die Notenbanker ähneln Schiffskapitänen, die sich nicht nur weigerten, die Grundregeln der Navigation zu erlernen, sondern auch noch behaupteten, diese seien überflüssig.<sup>31</sup> Im Moment wirkt es so, als würden die Notenbanker mit einer Seekarte des Atlantiks eine Pazifikdurchquerung planen.<sup>32</sup>

**Aus unserer Sicht steht nicht im Vorhinein fest, ob die inflationären Kräfte dieses Kräfterennen gewinnen werden.** Allerdings wird aufgrund der sozioökonomischen Anreizstrukturen im Zweifel jedenfalls eine höhere Preisinflation gegenüber einer deflationären Bereinigung favorisiert. Allerdings sind die disinflationären Kräfte nicht zu unterschätzen. Vor allem das südeuropäische Geschäftsbankensystem ist nach dem Kredit-Bust noch nicht ausreichend kapitalisiert und gibt nur sehr zaghafte neue Kredite frei. **Der vorangegangene inflationäre Kreditboom hallt nun spürbar deflationär nach.**

Zwischenzeitlich kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass beispielsweise aufgrund einer weiteren großen Bankenkrise oder einer Staatspleite die deflationären Effekte überwiegen. Ein temporär deflationärer Akt wie 2008, gefolgt von hoher Preisinflation, erscheint ein durchaus realistisches Szenario.

<sup>29</sup> Gemäß dieser Kurve steigt bei niedriger Arbeitslosigkeit die Preisinflation, während sie bei hoher Arbeitslosigkeit abnimmt. Hohe Beschäftigung geht mit hohem Wirtschaftswachstum einher. Eine hohe Inflationsrate führt daher zu hohem Wirtschaftswachstum. Eine Stagflation ist definitionsgemäß unmöglich.

<sup>30</sup> Nicht der keynesianische Ansatz sei falsch, sondern lediglich dessen Ausführung.

<sup>31</sup> Vgl. „Lords of Finance“, Seite 93

<sup>32</sup> Vgl. „Keine Dogmen“, Philipp Vorndran, Flossbach von Storch News, Oktober 2013

**Seit Herbst 2011, als die Teuerungsraten in den USA bei einer Veränderungsrate von mehr als 4% standen, sehen wir einen stark disinflationären Trend.** Nachdem das offizielle Teuerungsziel von 2-2,5% mittlerweile schon relativ weit unterschritten wird und die Tendenz auch weiter abnehmend ist, haben Federal Reserve und EZB nun Pouvoir für weitere Maßnahmen, um dem disinflationären Trend entgegenzutreten. **Sollte sich der Inflationstrend umkehren, werden sich hier ausgesprochene Opportunitäten bei inflationssensitiven Anlagen ergeben.**

*„Zuerst schwang das Pendel hin zu unendlichem Zins und bedrohte den Dollar mit Hyperinflation. Jetzt im Moment schwingt das Pendel hin zum anderen Extrem, zu null Zins, und beschreibt eine Hyperdeflation. Das ist genauso schädlich für die Produzenten wie der Schwung hin zu unendlichem Zins in den frühen 1980er-Jahren. Es ist unmöglich, vorherzusagen, ob das eine oder das andere Extrem des Schwingens der Abrissbirne die Weltwirtschaft zum Kollabieren bringen wird. Hyperinflation und Hyperdeflation sind bloß zwei verschiedene Formen des selben Phänomens: Kreditkollaps. Es ist sinnlos, darüber zu streiten, welche der beiden Formen dominieren wird: Es trübt den Fokus der Untersuchung und vereitelt Versuche, das Desaster zu vermeiden.“<sup>33</sup>*

Prof. Antal Fekete

---

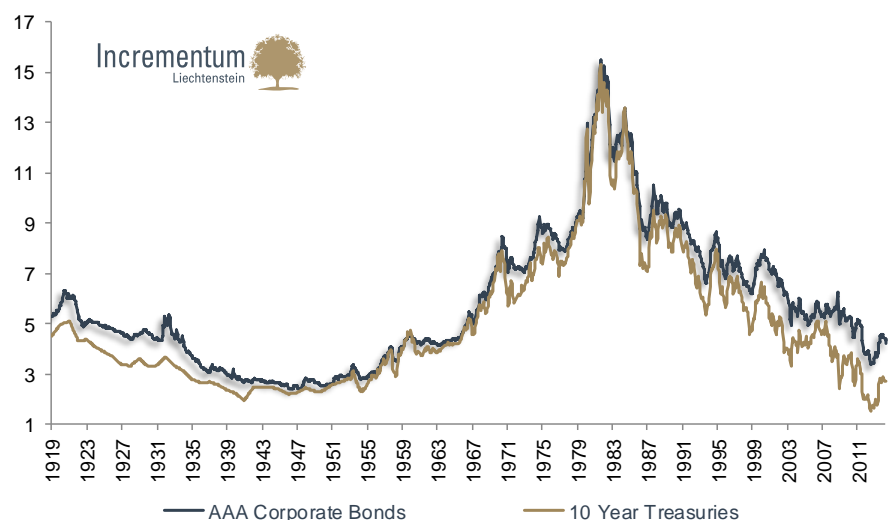
<sup>33</sup> “Monetary Economics 101: The Real Bills Doctrine of Adam Smith. Lecture 10: The Revolt of Quality”, Prof. Antal Fekete

#### 4. DIE KONSEQUENZEN DER GLOBALISIERTEN NULLZINSPOLITIK

**Yields in zahlreichen Ländern auf historischen Allzeit-Tiefs**

Die Anleihenpreise in praktisch allen Industrienationen befinden sich nahe der Allzeithochs. Noch nie zuvor gab es auf globaler Basis ein solch niedriges Zinsgefüge. **Betrachtet man diese Vorgänge genauer, so wird klar, dass die tieferliegenden Probleme durch die globalisierte Nullzinspolitik nicht gelöst werden, sondern stattdessen die natürliche Selektion des Marktes untergraben wird.**

**Rendite von 10j US-Bonds und AAA-Unternehmensanleihen seit 1919**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Prof. Robert Shiller, Incrementum AG

**„Interest rates are the heart, soul and life of the free enterprise system.“  
Michael Gayed**

**Michael von Prollius meinte, dass der Schlüssel zur Vermeidung von Boom und Bust sei, „die Zinsen die Wahrheit über die Zeit erzählen zu lassen“.<sup>34</sup> Diese Wahrheit wird aktuell jedoch verschleiert bzw. negiert.** Schlecht wirtschaftende Regierungen, Finanzinstitute, Unternehmer und Konsumenten werden so künstlich über Wasser gehalten. Sie werden somit nicht für ihr Fehlverhalten bestraft, stattdessen werden die Fehler weiter perpetuiert. Die Verschleppung dieses Selektionsprozesses führt zu einer Schwächung der Wirtschaftsstruktur und einem einhergehendem Anstieg der Fragilität des Systems.

**Absinkendes Zinsniveau ermöglicht sukzessive wachsende Staatsverschuldung**

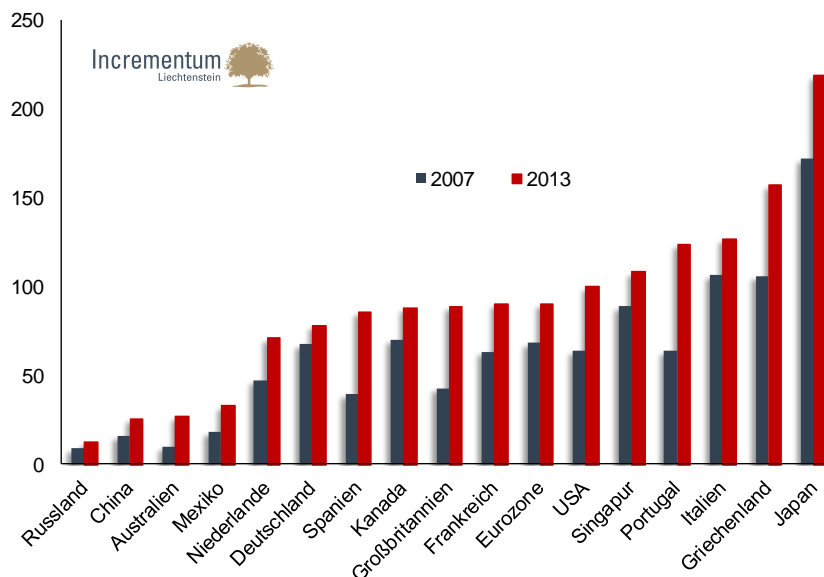
**In Folge des strukturell zu niedrigen Zinsniveaus entwickelt sich eine „Kultur der unverzüglichen Gratifikation“<sup>35</sup>, welche sich dadurch auszeichnet, dass Konsum via Verschuldung und nicht aus dem Ersparten finanziert wird.** Dieses Leben auf Pump geht mit steigender Zeitpräferenz einher und untergräbt die Nachhaltigkeit des verantwortungsvollen Wirtschaftens. Das Absinken des Zinsniveaus machte eine sukzessive wachsende Staatsverschuldung möglich, ohne dass die Zinslasten (als Anteil an den Staatsausgaben) wuchsen.

<sup>34</sup> Vgl. „Geldsozialismus“, S. 124, Roland Baader

<sup>35</sup> Vgl. „Wenn Menschen zu Ratten werden“, Linus Huber



### Vergleich Schuldenstände (Debt/GDP) 2007 vs. 2013



Quelle: Tradingeconomics.com, Incrementum AG

**Kräftige Erhöhung der Leitzinsen mittlerweile unmöglich**

**Ohne negative Realzinsen wären die stetig wachsenden Schuldenberge schon bald nicht mehr tragbar.** Die Notenbanken sind mittlerweile zu Gefangenen der Überschuldungspolitik avanciert. Dies bemerkte auch der IWF in einem Stabilitätsbericht.<sup>36</sup> Man kritisiert, dass die Rückführung der außergewöhnlichen Geldpolitik nicht mit entsprechenden Vorbereitungen der Politik für ein normales und selbstständiges Wachstum einherging. Es sei vermutlich bereits unmöglich, eine Normalisierung der Geldpolitik zu erreichen, ohne heftige finanzielle Verwerfungen an den Finanzmärkten auszulösen. **Eine Erhöhung der Leitzinsen würde das gesamte Finanzsystem destabilisieren.**

#### Die Niedrigzinspolitik hat folgende schwerwiegende Konsequenzen:

- Eigentlich konservative Anleger verspüren zunehmende **Veranlagungsnot** und gehen in Aussicht langfristiger niedriger Zinsen überzogene Risiken ein. Dies führt zu Fehlallokationen von Kapital und Blasenbildungen.
- Das süße Gift der niedrigen Zinsen und des billigen Geldes<sup>37</sup> führt deshalb zu massiver **Vermögenspreisinflation (Aktien, Kunst, Immobilien).**
- Die strukturell zu niedrigen Zinsen der Industrienationen führen aufgrund von carry-trades zur Bildung von Vermögensblasen und Ansteckungseffekten in den Schwellenländern.
- Eine **Schwächung der Struktur von Finanzmärkten**, nachdem unvorsichtiges Verhalten der Marktteilnehmer gefördert wird (*moral hazard*).
- Veränderung **menschlicher Verhaltensmuster** aufgrund der stetig sinkenden Kaufkraft. Während Sparsamkeit immer mehr zu einem Relikt der Vergangenheit mutiert, wird Verschuldung rational.
- Die **Eigentumsbildung** wird sukzessive erschwert.

<sup>36</sup> „Global Financial Stability Report“, IWF, April 2014

<sup>37</sup> Bert Flossbach, Wiwo Roundtable, 22. Juli 2013

- Die **Tauschmittel- und Rechenheinfunktion** des Geldes nimmt an Bedeutung zu, während die **Wertaufbewahrungsfunktion** an Bedeutung verliert.<sup>38</sup>
- Die Anreize für **Haushaltsdisziplin** nehmen ab. Die Zentralbanken haben den Regierungen Zeit verschafft. Die hohen Defizite erscheinen wenig problematisch, es gibt keinerlei Anreiz für Reformprogramme bzw. eine nachhaltige Konsolidierung des Staatshaushaltes.
- Entstehung von **Zombiebanken und –unternehmen**. Sehr niedrige Zinsen verhindern den gesunden Prozess der schöpferischen Zerstörung. Wie in Japan in den Neunzigerjahren ermöglicht die Nullzinspolitik, dass Unternehmen mit geringer Rentabilität überleben. Banken können potenziell uneinbringliche Kredite schier unendlich verlängern und verringern so ihren Abschreibungsbedarf.
- **Verteilungsgerechtigkeiten (Cantillon Effekt)**: Der Effekt beschreibt die Tatsache, dass neu geschaffenes Geld weder *gleichmäßig* noch *gleichzeitig* auf die Bevölkerung verteilt wird. Die Geldausweitung ist deshalb niemals neutral. Es kommt zu einem permanenten Vermögenstransfer von späten Geldnutzern hin zu frühen Geldnutzern.<sup>39</sup>

**Weiters hat permanente Inflation auch deutlich negative Auswirkungen auf die Qualität der hergestellten Produkte.** Dies kann man exemplarisch anhand von Verschlechterungen im Baugewerbe beobachten. Laut Hülsmann gibt es beispielsweise in Ländern, die unter beständiger Inflation leiden, besonders viele Häuser und Straßen, die ständig repariert werden müssen.<sup>40</sup>

### **Soziokulturelle Implikationen der Nullzinspolitik**

**Die globale Nullzinspolitik hat aber nicht nur wirtschaftliche Konsequenzen. Prof. Hülsmann beschreibt in seinem faszinierenden Buch „Die Ethik der Geldproduktion“, dass sich die sozialen Verhaltensweisen inflations-induziert verändern.** Finanzielle Fragen beginnen eine immer größere Rolle im Leben zu spielen. Inflation, die Hülsmann so wie alle Ökonomen der Österreichischen Schule als Geldmengenausweitung definiert, macht eine Gesellschaft zunehmend materialistisch.<sup>41</sup> Gemäß Thomas Woods sind die moralischen Aspekte bei Jugendlichen besonders ausgeprägt *„Sie lernen in der Gegenwart zu leben und verachten jene, die ihnen ‚altmodische‘ Moral und Sparsamkeit beizubringen versuchen“.* Die Niedrigzinsstruktur begünstigt kurzfristigen Konsum auf Kosten von langfristigen Investitionen für zukünftige Generationen.<sup>42</sup>

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

**Zudem leidet auch die Vertrauensbasis zwischen Gläubiger und Kreditnehmer. „Credo“ stammt aus dem lateinischen und bedeutet „Ich glaube“.** Daraus leitet sich das deutsche Wort „Kredit“ ab. Schulden und Kredit beruhen stets auf dem einem gewissen Maß an Vertrauen und dem Glauben dass man sein Geld (inkl. angemessener Zinszahlungen) zurückerhält.<sup>43</sup> Das Vertrauen am Finanzmarkt wird in Form von

<sup>38</sup> Vgl. „Ein Staatsgeldsystem lädt Regierungen immer zum Betrug ein“, Hubert Milz, Ludwig von Mises Institut Deutschland

<sup>39</sup> Vgl. „Cantillon Effekt beschreibt ungleiche Distribution von neu geschaffenem Geld“, In Gold We Trust Report 2013

<sup>40</sup> „Die Ethik der Geldproduktion“, Jörg Guido Hülsmann, Seite 217

<sup>41</sup> „Die Ethik der Geldproduktion“, Jörg Guido Hülsmann, Seite 216

<sup>42</sup> „Money and Morality: the Christian Moral Tradition and the Best Monetary Regime“, gesehen in: Hülsmann „Die Ethik der Geldproduktion“, Seite 215

<sup>43</sup> Vgl. „Die Billionen Schulden Bombe“, Daniel Stelter

Risikoprämien ausgedrückt. Je weniger vertrauenswürdig ein Kreditnehmer ist, desto höher muss die Rendite sein, die der Kreditgeber verlangen wird.<sup>44</sup> Finden jedoch Interventionen statt, so fördert dies die Fragilität des Vertrauens.<sup>45</sup> Kredit ist bekanntlich „*schlummerndes Misstrauen*“. Der Punkt, an dem Vertrauen kollabiert und die Kreditgeber den Glauben in die Bonität aufgeben, ist deshalb unmöglich zu prognostizieren.<sup>46</sup> **Wir sind der festen Überzeugung, dass Gold einen sinnvollen Hedge für solche Vertrauenskrisen darstellt.**

### a) Verhältnis zwischen Kapitalgüter- und Konsumgüterproduktion illustriert Unausgewogenheit der Produktionsstruktur

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

Die Österreichische Schule hat erkannt, dass in einem freien Geldsystem der Zins das Verhältnis aus dem Zusammentreffen des Sparmittelangebotes und der Nachfrage nach Sparmitteln für Investitionszwecke darstellt. Er ist der Preis heutigen Geldes ausgedrückt in zukünftigem. In unserem ungedeckten, monopolistisch emittierenden Geldsystem ist dieses Verhältnis verzerrt. Die vorherrschende Zinsstruktur signalisiert ein viel höheres Sparmittelangebot, als real am Markt vorhanden ist. Dies ist verheerend, da der Zins den Aufbau des Kapitalstocks leitet, der die Produktivität und steigende Realeinkommen langfristig wachsen lässt. Der Zins zeigt an, wie viele Ressourcen für neue Investitionen tatsächlich verfügbar sind bzw. welche Investitionsobjekte sich „nicht rechnen“, weil aufgrund der allgemeinen Ressourcenknappheit nun einmal nicht alle Investitionsprojekte umgesetzt werden können.<sup>47</sup>

**Zinsen sind ein unverzichtbarer Kompass**

**Der Zins ist deshalb die ultimative Kenngröße der Wirtschaft.** Er bringt die Zeitpräferenzen der Menschen in Einklang und ist somit ein **unverzichtbarer Kompass** für alle Marktteilnehmer. Gemäß Roland Baader ist die Lebenszeit die kostbarste Ressource des Menschen. Das bedeutendste ökonomische Phänomen im menschlichen Leben ist die Knappheit. Der echte Marktzins stellt nun den entscheidenden Verbindungsfaktor zwischen Lebenszeit und Knappheit dar.<sup>48</sup>

**“Let’s be clear. We’ve intentionally blown the biggest government bond bubble in history. We need to be vigilant to the consequences of that bubble deflating more quickly than we might otherwise have wanted.”**  
Andy Haldane, Bank of England director of financial stability

**Das Verhältnis zwischen der Produktion von Kapitalgütern und Konsumgütern stellt ein wunderbares Abbild für die Unausgewogenheit einer Wirtschaft dar.** Gemäß Österreichischer Konjunkturzyklus-Theorie<sup>49</sup> führen niedrige Sparquoten und rasche Geldmengenexpansion stets zu einer Verlängerung der Produktionsstruktur, welche langfristig unhaltbar ist, sofern sie nicht durch eine Erhöhung des Sparvolumens gedeckt ist. Es folgt verstärkte Tätigkeit in den höheren Stufen der Kapitalstruktur (Investitionsgüter), was zulasten der niedrigeren Stufen der Produktionsstruktur (Konsumgüter) erfolgt.

Dies erkennt man anhand der nachfolgenden Grafik. **Ein Anstieg der Ratio-Linie weist darauf hin, dass sich die Kapitalstruktur zunehmend von Stufen niedriger Ordnung zu Stufen höherer Ordnung verschiebt.**

<sup>44</sup> Goldbesitz bedeutet hingegen pures Eigentum und beinhaltet keinerlei Verbindlichkeit. Dies erklärt auch wieso es keine laufenden Zinsen zahlt: es beinhaltet kein Gegenparteirisiko.

<sup>45</sup> Vgl. „Memo to Central Banks: You’re debasing more than our currency“, Dylan Grice

<sup>46</sup> Vgl. „The „Bang“ Moment is Here“, John Mauldin

<sup>47</sup> Vgl. „Was der unbegrenzte Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB wirklich bedeutet“, Dr. Thorsten Polleitt, Rott&Meyer

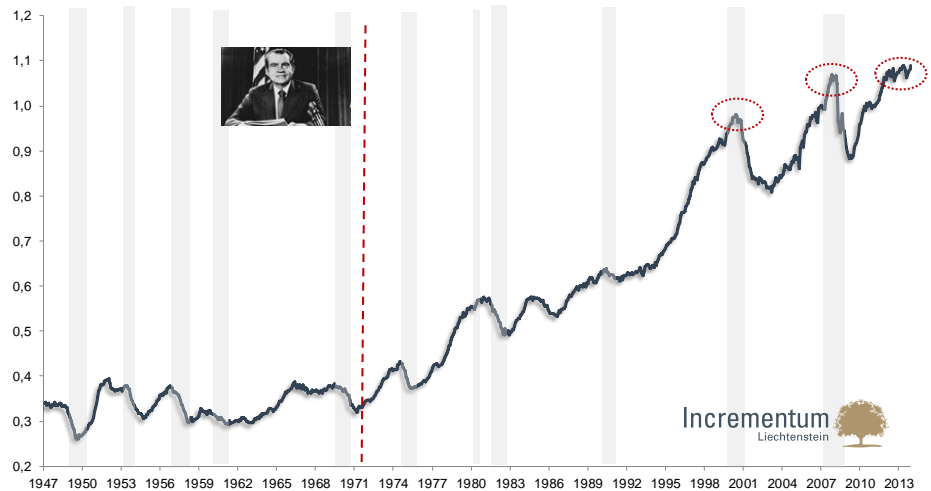
<sup>48</sup> Vgl. „Geldsozialismus“, S. 90, Roland Baader

<sup>49</sup> Austrian Business Cycle Theory (ABCT)

### Verhältnis zwischen Kapitalgüter- und Konsumgüterproduktion auf gefährlich hohem Niveau

Dieses Phänomen ist ein Symptom einer kreditinduzierten Hausse. Die Grafik lässt erkennen, dass auf Phasen in denen die Kapitalgüterproduktion übermäßig stark steigt, meist Rezessionen folgen. Die Produktionsstruktur passt sich dabei der Konsum- bzw. Sparneigung der Marktteilnehmer an. Da die geldpolitische Reaktion auf die Rezession allerdings nicht lange auf sich warten lässt, kommt es meist zu keiner vollständigen Reallokation des zuvor falsch verwendeten Kapitals. Man erkennt zudem, dass sich das Verhältnis vor der Beendigung des Bretton Woods Abkommens 1971 stets innerhalb eines Seitwärtskanals befand und erst nach Ende der Goldbindung stark nach oben tendierte<sup>50</sup>. **Erst zum zweiten Mal in der Geschichte übersteigt aktuell die Produktion von Kapitalgütern die Produktion von Konsumgütern. Das erste Mal geschah dies im Jahre 2007 und somit kurz vor Beginn der Finanzkrise.**

### Verhältnis Kapitalgüter vs. Konsumgüterproduktion (graue Flächen zeigen US-Rezessionen)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG, acting-man.com

### Fazit

Die krampfhaftige Vermeidung der schöpferischen Zerstörung wird langfristige negative Auswirkungen auf die wirtschaftliche Stabilität des Systems haben. **Die Saat für die nächste Krise ist aufgrund der Niedrigzinspolitik und der monetären Stimuli bereits gesät.**

### b) Profiteure und Leidtragende der Nullzinspolitik

#### Cui bono?

In einer lesenswerten Studie<sup>51</sup> hat McKinsey die Profiteure und die Leidtragenden der Niedrigzins-Politik identifiziert. Die Studie kommt zu dem Resultat, dass Regierungen und Großunternehmen die größten Nutznießer sind, da sie wesentlich höhere Anteile an verzinslichen Verbindlichkeiten als an verzinslichen Aktiva aufweisen und sich somit der Zinsdienst deutlich verringert hat.

<sup>50</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle und Valek

<sup>51</sup> Vgl. McKinsey Global Institute, „QE and ultra-low interest rates: distributional effects and risks“, November 2013

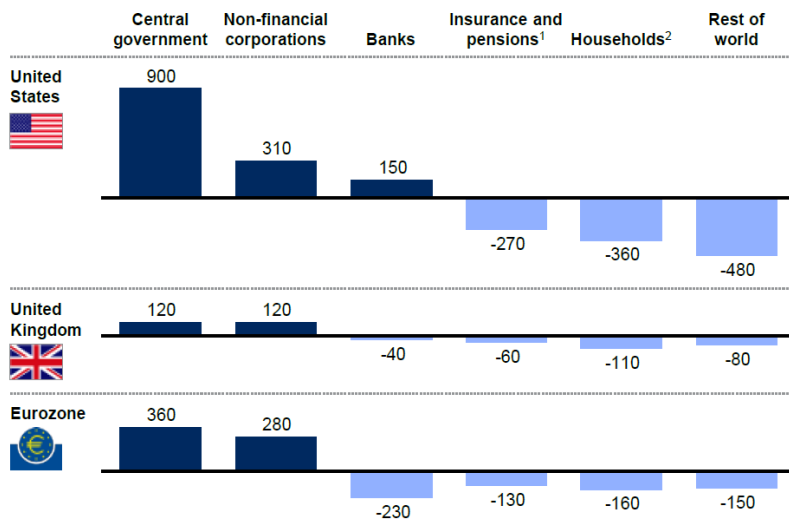
**Nullzinspolitik gefährdet Versicherungen und deren Begünstigte**

In den USA sank der Durchschnittssatz auf alle ausstehenden Anleihen von 4,8% in 2007 auf 2,4% in 2012. In Großbritannien von 5,1% auf 3,2% und in der Eurozone von durchschnittlich 4,5% auf 3,3%. Zwischen 2007 und 2012 konnten Regierungen der Eurozone, der USA und des Vereinigten Königreiches durch die Niedrigzinspolitik insgesamt USD 1,6 Billionen sparen. Dies lag an einerseits verringertem Schuldendienst und andererseits an den höheren Gewinnen der Notenbanken.<sup>52</sup>

**Institutionelle Investoren wie z.B. Pensionskassen und Lebensversicherungsgesellschaften (und deren Begünstigte) sind hingegen die größten Verlierer der Politik des billigen Geldes.** Die Renditen der meisten Staatsanleihen liegen mittlerweile wieder deutlich unter dem Garantiezins. In Deutschland liegt der Garantiezins im Moment bei 1,75%, die Rendite einer 10-jährigen Bundesanleihe hingegen bei 1,36%.<sup>53</sup> Sobald die höher rentierenden Anleihen auslaufen, erfolgen Reinvestitionen zu niedrigeren Renditen. **Je länger diese Diskrepanz anhält, umso stärker ist das Überleben vieler Versicherer bedroht, so die Studie.**

**The impact of lower interest rates is directionally the same for different sectors across advanced economies, except for banks**

Estimated cumulative change in net interest income, 2007–12  
\$ billion, converted at constant 2012 exchange rate



Quelle: McKinsey Global Institute

*“The money rate can, indeed, be kept artificially low only by continuous new injections of currency or bank credit in place of real savings. This can create the illusion of more capital just as the addition of water can create the illusion of more milk. But it is a policy of continuous inflation. It is obviously a process involving cumulative danger.”*

Henry Hazlitt

**Investoren müssen in Anbetracht der andauernden Niedrigzinspolitik auf der Suche nach Renditen immer höhere Risiken eingehen. Dieser Renditehunger treibt mittlerweile besorgniserregende Blüten.** Während früher überwiegend Staatsanleihen gekauft wurden, so zog die „Yield-Karawane“ weiter in Richtung Unternehmensanleihen, später zu Mittelstandsanleihen und nun in Richtung Junk-Bonds sowie Frontier-Market-Anleihen.<sup>54</sup>

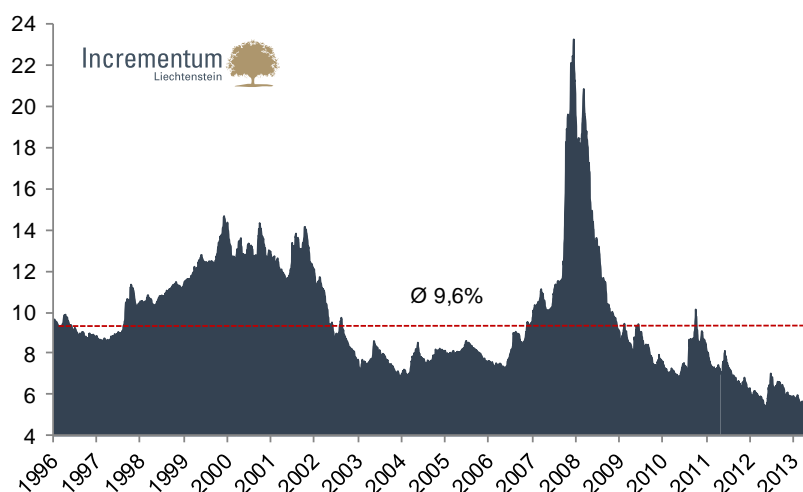
<sup>52</sup> Die Ausschüttungen der Federal Reserve an das Finanzministerium beliefen sich zwischen 2009 und 2012 auf insgesamt 291 Mrd. USD.

<sup>53</sup> Stand: 16. Juni 2014

<sup>54</sup> Darunter versteht man Länder, die hohe Wachstumsraten aufweisen, jedoch noch nicht den Stand eines Emerging Markets erreicht haben. Die Frontier Markets umfassen im Moment z.B. Algerien, Mosambique, Tunesien, Bangladesch oder Kolumbien.

Gemäß einer Studie der Bank of America<sup>55</sup> notieren mittlerweile 50% aller Staatsanleihen bei einer Rendite von unter ein Prozent. Deshalb führt die Jagd nach Rendite zu irrationalem Überschwang in riskanten Anleihen-Segmenten. Dies erkennt man auch anhand der nachfolgenden Grafik. Die Rendite des US High Yield Index fiel auf 5,2% und damit deutlich unter den langfristigen Durchschnitt von 9,6%. **Vor wenigen Jahren wurde noch eine Rendite von 5% bei US-Treasuries als niedrig angesehen.**

#### Rendite US High Yield Index seit 1996



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**„Beim Denken ans Vermögen  
leidet oft das Denkvermögen.“**  
Karl Farkas

**Selbst Nationen, die nicht unbedingt als Hort der Stabilität gelten, konnten zuletzt problemlos Anleihen emittieren.** Sambia registrierte beispielsweise Nachfrage in Höhe von USD 12 Mrd. - und damit eine 15-fache Überzeichnung - für eine 10-jährige Anleihe zu 5,4%. Auch Ruanda konnte sich bei 6,875% problemlos finanzieren und sah eine 8-fache Überzeichnung. Pakistan konnte erstmals seit 2007 wieder einen Bond platzieren und USD 1 Mrd. zu 8,25% einsammeln. Die Emission entspricht 5% der jährlichen Staatseinnahmen. **Generell erinnern die Rekordpreise und die deutlichen Überzeichnungen an die Exzesse am Neuen Markt oder der Nasdaq Ende der 90er Jahre.**

**„Cov-lites are pretty dangerous  
pieces of paper for those who  
advance the loan.“**  
Jon Moulton

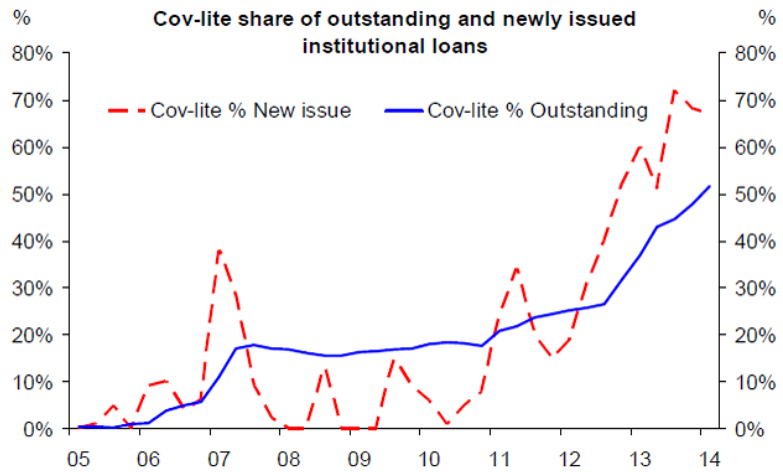
**„Covenant Light“-Kredite (kurz Cov-Lite) sind das Äquivalent zu Subprime-Krediten am Markt für Unternehmenskredite.** Man versteht darunter Anleihen im Hochrisikosegment mit besonders lockeren Vertragskonditionen, bei denen der Kreditgeber auf übliche Sicherungsklauseln weitgehend verzichtet. Ein Großteil dieser Kredite wird für Übernahmen (meist LBO's) oder die Refinanzierung alter Kredite genutzt. Die Financial Times nannte diese Anleihenform *„das finanzielle Pendant zu Bungee-Jumping, nur ohne zweiten Sicherheitsgurt.“*<sup>56</sup> 2013 wurden insgesamt USD 238 Mrd. neue Cov-Lite-Kredite vergeben, das Volumen übertraf somit die Spitzenwerte aus 2007. Eine Entwicklung, die uns nachdenklich stimmt.

<sup>55</sup> Vgl. "Yield Chasers United sets new records as well", Acting-man.com

<sup>56</sup> Vgl. "Return of cov-lites hints at more caution not madness", Financial Times

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

**Detlev Schlichter**



Quelle: Torsten Slok, DB Global Markets Research

### Fazit

**Je länger die Nullzinsphase andauert, desto höhere Risiken werden Investoren, die gewisse Renditeanforderungen haben, eingehen müssen.** Normalerweise müssten die gesunkenen Renditen mit in ähnlichem Maße gesunkenen Risiken einhergehen. Dies ist vor allem in Anbetracht der weltweit stark gestiegenen Staatsverschuldung äußerst zweifelhaft.<sup>57</sup>

*"The artificial prosperity cannot last because the lowering of the rate of interest, purely technical as it was and not corresponding to the real state of the market data, has misled entrepreneurial calculations. It has created the illusion that certain projects offer the chances of profitability when, in fact, the available supply of factors of production was not sufficient for their execution. Deluded by false reckoning, businessmen have expanded their activities beyond the limits drawn by the state of society's wealth. They have underrated the degree of the scarcity of factors of production and overtaxed their capacity to produce. In short: they have squandered scarce capital goods by malinvestment."*

Ludwig von Mises, On the Manipulation of Money and Credit

<sup>57</sup> Anmerkung: Die Implikationen der Nullzinspolitik werden mittlerweile sogar seitens der Fed gesehen, Vgl. „Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences“, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No. 126, William R. White, August 2012

## c) Die Auswirkungen der Nullzinspolitik auf System-Fragilität

**“When risk is separated from gain, the system is doomed”  
Charles Hugh-Smith**

**„Preise sagen uns, was wir zu tun haben – und häufig ist das etwas anderes, als wir beabsichtigt haben.“**

**Friedrich August von Hayek**

**“To confuse masking risk with the elimination risk is the acme of hubris and the perfect setup for disaster.”**

**Charles Hugh-Smith**

**Risiko ist ein allgegenwärtiges Merkmal des Lebens.** Es kann nicht ausgeschlossen oder verhindert werden, sondern lediglich kurzfristig unterdrückt werden. Die oberflächliche Verschleierung von Risiken führt deshalb auch nur zu oberflächlicher Stabilität.<sup>58</sup> **Werden Systeme ihrer natürlichen Volatilität<sup>59</sup> beraubt, so führt dies irgendwann zu noch größerer, kaskadierender Volatilität und steigender Fragilität.<sup>60</sup>**

**Die Notenbanken versuchen derzeit, die natürlichen Zyklen zu verhindern.** Dies ähnelt dem Versuch, die Verantwortung über die Jahreszeiten übernehmen und die Temperatur konstant bei 21 Grad halten zu wollen. Wenn man aber in einem natürlichen System die Varietät unterdrückt, jagt man das System letztlich in die Luft. Der Fehler besteht laut Nassim Taleb darin, zu glauben, dass komplexe Systeme wie Maschinen funktionieren. **Dies führe dazu, dass man das Gefühl hat, die Bedienungsanleitung der Waschmaschine gelte auch für andere Bereiche.<sup>61</sup>**

**Stabilität ohne Volatilität ist jedoch unmöglich.** Im Zuge der „Krisenbekämpfung“ fragilisieren wir soziale und wirtschaftliche Systeme, indem wir ihnen Stressoren und Zufälligkeit entziehen und sie in das „Prokrustesbett“<sup>62</sup> einer kuscheligen, gemütlichen – allerdings letztlich schädlichen – Modernität packen.<sup>63</sup> Niall Ferguson hatte bereits beschrieben<sup>64</sup>, dass Systeme über lange Perioden stabil arbeiten können und es erscheint als wären sie im Gleichgewicht, während sie sich in Wirklichkeit permanent anpassen. An einem nicht zu prognostizierenden Moment setzt eine kritische Phase ein, in der selbst ein winziger Trigger zu einem Phasenübergang (phase transition) und einer Krise führen kann. **Selbst ein winziger Schock kann deshalb zu unverhältnismäßig großen – und teilweise fatalen – Konsequenzen führen.**

**Wir denken deshalb, dass die intellektuelle Monokultur der Notenbanker<sup>65</sup> zahlreiche unbeabsichtigte Konsequenzen haben wird, deren Ausmaß im Hier und Jetzt schwer absehbar ist. Die Reaktion auf die aktuelle Krise nährt bereits die nächste Krise. Gold bleibt als Antagonist ungedeckter Papiergeldwährungen ein exzellenter Hedge gegen Worst Case-Szenarien.**

<sup>58</sup> Vgl. „When Risk is Separated From Gain, The System is Doomed“, Charles Hugh-Smith

<sup>59</sup> Der Begriff „Volatilität“ stammt übrigens aus vom lateinischen „volare“ (Fliegen).

<sup>60</sup> Zudem werden die unterdrückten Volatilitäten seitens der quantitativen Risikomodelle (value at risk etc.) unterschätzt.

<sup>61</sup> „Im philosophischen Basislager“, Schweizer Monat

<sup>62</sup> „Prokrustes, eine Figur der griechischen Mythologie, war Besitzer eines Gasthauses, der Reisende dadurch an die Größe seines Betts anpasste, dass er denen, die zu groß für das Bett waren, die Gliedmaßen abschnitt und die kleinen auf die erforderliche Länge dehnte. Das hatte ganz ohne Zweifel zur Folge, dass Gast und Bett perfekt zusammenpassten.“ aus Nassim Taleb, Antifragilität

<sup>63</sup> Vgl. „Antifragilität – Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen“, Nassim Nicholas Taleb

<sup>64</sup> „America, the fragile empire“, Niall Ferguson, Los Angeles Times

<sup>65</sup> Sowohl Ben Bernanke, als auch Mario Draghi und zahlreiche andere wichtige Notenbanker haben am MIT studiert. Sie eint ein stark experimentelles Herangehen an die Geldpolitik. Das Aufeinandertreffen von Theorie und Wirklichkeit ist jedoch meist anders als im Labor simuliert. Zudem ist die Politik der Notenbanker „rule reactive“, dh. sie ähnelt einem Autofahrer, der auf den Rückspiegel starrt. Anhand der Veröffentlichung der Sitzungs-Protokolle aus 2008 ist klar ersichtlich, wie wenig sich die hochdekorierten Ökonomen der kommenden Probleme bewußt waren.



**„Ich bezweifle, dass die Industrienationen aus ihrer misslichen Lage herauskommen, ohne dass die Gläubiger Verluste erleiden, deutliche Abschreibungen von Vermögenswerten vorgenommen werden und eine Rekapitalisierung der Bankensysteme erfolgt.“**  
**Mervyn King, ehem. Gouverneur der Bank of England**

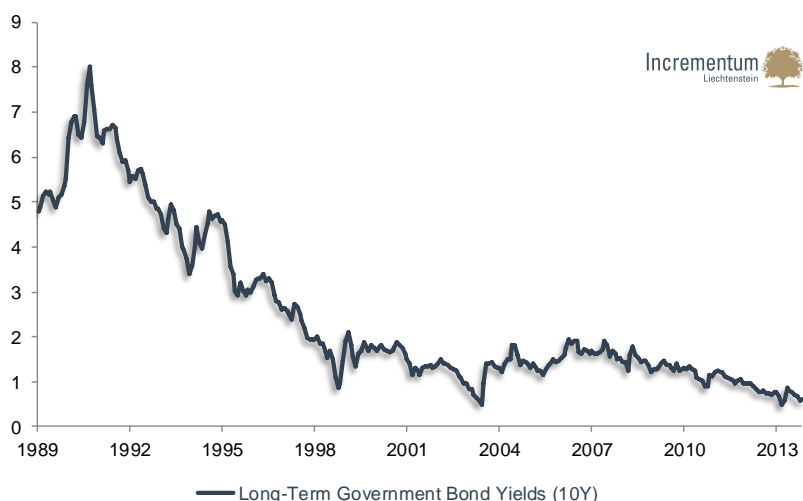
## 5. DROHT EUROPA EIN JAPANISCHES SZENARIO?

Im Hinblick auf monetäre Verlotterung ist Japan sicherlich der Vorreiter der letzten Jahre.<sup>66</sup> Japan war der erste bedeutende Industriestaat, welcher das Platzen einer massiven Immobilien- und Kreditblase im Jahre 1990 durchlebt hat. Es war das erste Land, in welchem als Gegenreaktion auf die deflationären Konsequenzen daraus die Nullzinspolitik eingeführt wurde und das „moderne Quantitative Easing“ seine traurige Premiere feierte. Die unbeabsichtigten Konsequenzen der Nullzinspolitik sind in Japan bereits besonders evident. Dazu gehören besonders die steigende Interdependenz von Geld- und Fiskalpolitik und die Erosion der Allokations- und Signalfunktion des Zinses. Dies führt zu einer immer weiter anwachsenden Welle aus spekulativen Übertreibungen und makro-ökonomischen Rettungsaktionen und schlussendlich in die **schleichende Verstaatlichung des Finanz- und Wirtschaftssystems.**<sup>67</sup>

Aufgrund der bereits 17 Jahre andauernden Nullzinspolitik hat der Staat den Großteil der Schuldenlast bereits zu niedrigsten Zinsniveaus refinanziert. Trotz der günstigen Finanzierungsbedingungen macht der Zinsdienst mittlerweile bereits 25% der Staatseinnahmen aus. Ein Anstieg der Durchschnittsverzinsung um nur drei Prozentpunkte würde die gesamten Staatseinnahmen aufbrauchen.<sup>68</sup> **Allein daran ist ersichtlich, dass sich höhere Zinsniveaus unmöglich mit der budgetären Situation vereinbaren lassen. Wir bezeichnen diese wirtschaftspolitische Sackgasse als „Keynesianisches Endgame“.**

Die jüngste Politik – nach dem japanischen Premierminister Shinzō Abe oft als *Abenomics* bezeichnet – würde man im Poker-Jargon als das finale „All-In“ bezeichnen. **Dieses monetäre Hasardspiel wird unserer Meinung nach gravierende Konsequenzen haben, welche nicht nur auf Japan beschränkt sein werden.**

### Renditen 10Y – Staatsanleihen Japan



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

<sup>66</sup> Vgl. „Are central bankers losing control?“, Detlev Schlichter

<sup>67</sup> Vgl. „Die Japanischen Lehren für die europäische Krise“, Prof. Gunther Schnabl, Universität Leipzig

<sup>68</sup> Vgl. „Global Economic Landscape Driving Today’s Energy Environment“, Kyle Bass

### **Zahlreiche Ähnlichkeiten zwischen Entwicklung in Japan und Europa**

**Auch wenn es zwischen Europa und Japan signifikante Unterschiede gibt - wie z.B. die Heterogenität der nationalen Interessen – so folgt Europa dem wirtschaftlichen Entscheidungspfad Japans.** Der Zins tendiert gegen null, Banken und Großunternehmen werden versteckt subventioniert und die Risiken bei der Notenbank abgeladen, während die Staatsverschuldung unentwegt steigt. Gemäß der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich wiederholen die westlichen Industrienationen die Fehler der japanischen Regierung. **Allerdings mit dem Unterschied, dass die Zentralbanken nun selbst in Gefahr geraten, zu Zombiebanken zu werden.**<sup>69</sup>

**Der Weg in die Niedrigzins- und Hochverschuldungsfalle ist das Ergebnis vieler einzelner Krisenlösungsschritte,** welche isoliert betrachtet als sinnvoll erscheinen mögen. Will Europa aus dieser Erfahrung lernen, so müssten ein baldiger Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik, eine Flexibilisierung des Arbeitsmarktes sowie eine überzeugte fiskalische Konsolidierung stattfinden.<sup>70</sup> Dies wäre ein schmerzhafter Anpassungsprozess, allerdings der einzige Weg zurück auf einen langfristig nachhaltigen Wachstumspfad. Andernfalls droht wie in Japan ein sukzessiver Verfall des Wohlstandsniveaus und ein immer höherer Druck auf die Sozialsysteme.<sup>71</sup>

### **Japan in der monetären Sackgasse**

**Auch die japanische Sparmentalität scheint gewisse Parallelen zu Teilen von Europa aufzuweisen.** Die alternde Bevölkerung lebt in festem Vertrauen in die Werthaltigkeit ihrer heimischen Staatsanleihen, deren Erlöse in der Zwischenzeit jedoch für wenig sinnvolle vulgärkeynesianische Konjunkturprogramme verwendet wurden. Dies stellt gewissermaßen die Gegenseite der inländischen, meist über Postbank und Pensionskassen kanalisierten Sparvermögen dar. Trotz der niedrigen Zinsen bescherten Bankvermögen und Staatsanleihen real gesehen in Japan in den vergangenen zwei Jahrzehnten deutliche Kaufkraftgewinne, nicht zuletzt wegen der vielzitierten Preisdeflation.

---

<sup>69</sup> Bank for International Settlements, 82nd Annual Report, Juni 2012 – gesehen bei Daniel Stelter, „Die Billionen Schuldenbombe“

<sup>70</sup> An dieser Stelle sei nicht unerwähnt, dass vor allem in Südeuropa teilweise bereits sehr schmerzhaft, strukturelle Reformen in Angriff genommen wurden, welche den Staaten aufoktroiert wurden. So gesehen könnte man argumentieren, dass in Europa eine etwas schwächere keynesianische Wirtschaftspolitik als in Japan erfolgt ist, was von etlichen Mainstream Ökonomen auch lautstark bemängelt wird.

<sup>71</sup> Vgl. „Die japanischen Lehren für die europäische Krise“, Prof. Gunther Schnabl, Working Papers on Global Financial Markets

Sofern die Inflationserwartungen im Zuge des aggressiven Reflationierungsprogrammes nachhaltig ansteigen, ist davon auszugehen, dass die Bankguthaben sukzessive abgezogen werden und in alternative Investments umgeschichtet werden. Die japanische Goldnachfrage, welche sich im Vorjahr bereits von einem sehr niedrigen Niveau verdreifacht hat, könnte signifikant zunehmen.<sup>72</sup> **Mittlerweile handelt der Goldpreis in japanischen Yen nur knapp unter dem Allzeithoch.**

### Goldpreis in JPY



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

<sup>72</sup> „Gold Demand in Japan Tripled Amid Abenomics as Prices Slumped“, Bloomberg.com

## 6. DIE AUSSERGEWÖHNLICHEN PORTFOLIOEIGENSCHAFTEN VON GOLD<sup>73</sup>

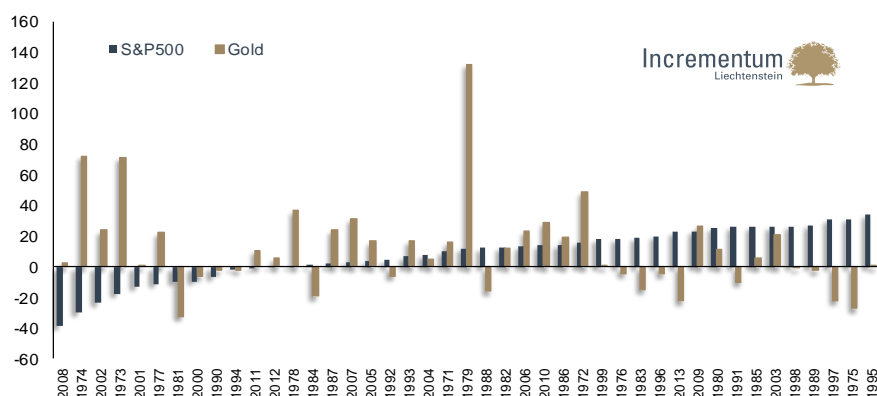
„Nur ein verzweifelter Spieler setzt alles auf einen Wurf.“  
 Friedrich von Schiller

Wie schon in den letzten Reports formuliert, sind wir der festen Überzeugung, dass Gold aufgrund seiner einzigartigen Eigenschaften ein sinnvoller Portfoliobaustein ist. Nachfolgend haben wir die wesentlichen Vorteile noch einmal zusammengefasst:

- **Erhöhte Portfoliodiversifizierung:** Gold korreliert mit anderen Vermögenswerten im Schnitt mit 0,1<sup>74</sup>
- **Wirksamer Hedge bei Tail-Risk Events**<sup>75</sup>
- **Kein Gegenparteienrisiko bei physischer Anlage**
- **Hochliquides Anlagegut:** Die tägliche Liquidität ist deutlich höher als z.B. bei deutschen Bundesanleihen, UK-Gilts, US-Agencies und den liquidesten Aktien
- **Portfoliohedge in Zeiten steigender Inflationsraten** und starker Deflation (nicht jedoch bei Disinflation!)<sup>76</sup>
- **Dollar-Hedge:** Gold weist eine Korrelation von -0,5 zum US-Dollar auf und korreliert mit den meisten anderen Währungen ebenfalls negativ.

Zahlreiche Studien belegen, dass eine Gold-Beimischung die Wertschwankung eines Portfolios verringert und somit die statistischen Portfolioeigenschaften verbessert. Dies signalisiert auch die nachfolgende Grafik. Die jährlichen Performances des S&P sind von links (schwächstes Jahr) nach rechts (bestes Jahr) sortiert und werden der jeweiligen Entwicklung von Gold gegenübergestellt. Man erkennt, dass Gold in den sechs stärksten Verlust-Jahren des S&P nicht nur relativ, sondern auch absolut klare Outperformance ausweisen konnte. Dies bestätigt die Eigenschaft als Portfolio-Hedge. Andererseits erkennt man auch, dass Hausse-Phasen am US-Aktienmarkt kein gutes Umfeld für die Goldpreisentwicklung bedeuten. Insofern wäre es plausibel, dass eine Fortsetzung der Gold-Hausse mit einem Ende der Aktienmarkttrally einhergehen müsste.

Vergleich Jahresperformance Gold vs. S&P500



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

<sup>73</sup> Wir sind auf die Portfolioeigenschaften von Gold bereits in unseren letzten Goldreports detailliert eingegangen, siehe „Die außergewöhnlichen Portfolioeigenschaften von Gold“ – Goldreport 2013, „Gold als stabilisierende Portfoliokomponente“ – Goldreport 2012 sowie „Gold als Portfolioversicherung“ – Goldreport 2011

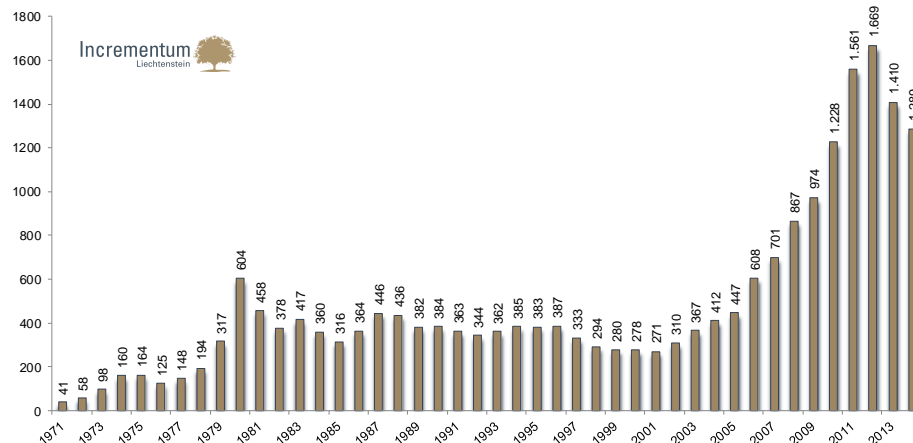
<sup>74</sup> Vgl. „Gold: a commodity like no other“, World Gold Council

<sup>75</sup> Vgl. „Gold: hedging against tail risk“, World Gold Council

<sup>76</sup> Vgl. „The impact of inflation and deflation on the case for gold“, Oxford Economics

**Seit 15. August 1971 – dem Beginn der neuen monetären Zeitrechnung – beläuft sich die annualisierte Wachstumsrate des Goldpreises auf 8,25%.** Die reale Aufwertung der Währung Gold gegenüber dem Dollar beträgt im Schnitt 4,3% pro Jahr. Dass sich die derzeitige Korrektur im langfristigen Kontext relativiert, lässt sich anhand der nachfolgenden jährlichen Durchschnittspreise erkennen.

### Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis



Quelle: Incrementum AG, Datastream

### Fungibilität als zentraler Vorteil von Gold

**Die hohe Absatzfähigkeit ist ein wesentliches Merkmal von Gold. Je leichter ein Gut konvertiert werden kann, desto ausgeprägter ist seine „moneyness“.** Carl Menger hatte die **Theorie der Markt- bzw. Absatzfähigkeit** bereit im 19. Jahrhundert entwickelt. Demnach hat sich Gold in einem langfristigen Evolutionsprozess durchgesetzt, weil seine Marktfähigkeit höher war, als bei jedem anderen Gut. **Gold und Silber erlangten ihren monetären Status nicht aufgrund ihrer angeblichen Knappheit, sondern vielmehr aufgrund ihrer überlegenen Marktfähigkeit.**<sup>77</sup>

**Hier besteht ein zentraler Unterschied zwischen Gold und anderen Wertspeichern wie z.B. Immobilien, Diamanten oder Kunstwerken:** Ein Van Gogh, ein teurer Bordeaux-Wein oder eine Immobilie sind im Rahmen einer Krise nur schwer kurzfristig zu einem akzeptablen Preis liquidierbar.<sup>78</sup> Zudem sind die Spezifika von Kunstwerken oder Immobilien erst im Rahmen einer längeren sorgfältigen Prüfung ersichtlich. Die Fungibilität von Gold ist deshalb ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal. **Dieses Merkmal scheint ein weiterer Grund zu sein, wieso Notenbanken weiterhin Gold und nicht Immobilien, Kunstgegenstände oder Rohstoffe, als zentrale Währungsreserven halten.**

### Gold ist pures Eigentum und trägt kein Gegenparteienrisiko

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

<sup>77</sup> Vgl. „Critique of Mainstream Austrian Economics“, Prof. Antal Fekete

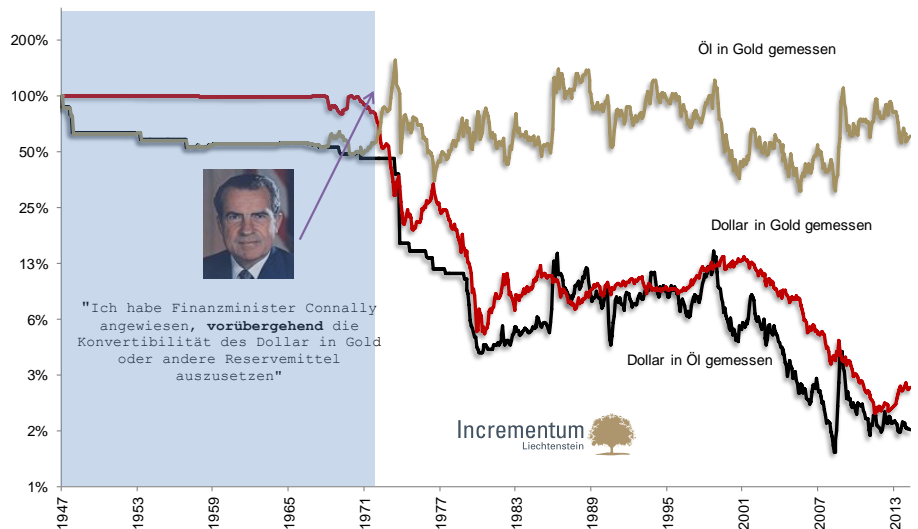
<sup>78</sup> Anmerkung: Dies wird im englischen oftmals als „ultimate liquidity“ bezeichnet. Der Mainstream misst die Liquidität eines Gutes meist in normalen Zuständen, während die Liquidität in Stresssituationen unserer Meinung nach wichtiger ist. In solchen Phasen ist es niemals der Briefkurs (offer), sondern immer der Geldkurs (bid) der plötzlich verschwindet. Aufgrund der hohen Liquidität und des niedrigen Bid-Ask-Spreads wird Gold deshalb in Stresssituation oftmals rasch verkauft um Liquidität zu schaffen.

**hingegen auf zahlreichen Versprechen unterschiedlichster Gegenparteien.** Die Attraktivität eines liquiden Gutes ohne Gegenparteienrisiko wird in Phasen (vermeintlicher) Sicherheit geringer bewertet. Bei zunehmender Sorge über potenzielle Ausfallrisiken (deflationäres Umfeld) wird diese Eigenschaft von Gold wieder höher bewertet werden.

**Dies ist auch ein Grund, wieso wir uns hinsichtlich ETF's kritisch zeigen.** ETF-Gold mag in ruhigen Zeiten Vorteile aufweisen (geringer bid/ask-Spread, hohe Liquidität), in unruhigem Fahrwasser kann ein Anspruch auf Gold via ETF jedoch nicht die Absicherungswirkung entfalten, die dem physischen Gold zukommt. In solchen Phasen schwindet vermutlich das Vertrauen in die Einlöseverpflichtung des ETF-Anbieters.<sup>79</sup>

**Jedes Portfolio enthält grob gesprochen zwei Teile: Liquidität und Investments.** Gold entfällt ganz klar in erstere Gruppe und sollte deshalb hauptsächlich mit anderen Währungen verglichen werden. Auch wenn der Kaufkraftvergleich kurzfristig negativ ausfällt, so ist die mittel- und insbesondere langfristige Sicht der Dinge klar positiv. Eine Unze Gold kauft aktuell noch immer die etwa gleiche Menge Erdöl wie 1947. Dies, sowie den rapide fallenden Kaufkraftverlust des Dollars in Öl und Gold gemessen, erkennt man eindrucksvoll anhand der nachfolgenden Grafik.

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



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Eine weitere wesentliche Eigenschaft sollte nicht unerwähnt bleiben: Papiergeld kann lediglich Gelddienste erfüllen, während Warengeld als Geld und als Ware fungiert. **Daraus folgt, dass die für Papiergeld gezahlten Preise auf null schrumpfen können, während der Preis für Warengeld stets positiv sein muss.**<sup>80</sup>

<sup>79</sup> Vgl. „Schwanz oder Hund“, Institutional Money Magazin

<sup>80</sup> Vgl. „Die Ethik der Geldproduktion“, Jörg Guido Hülsmann

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

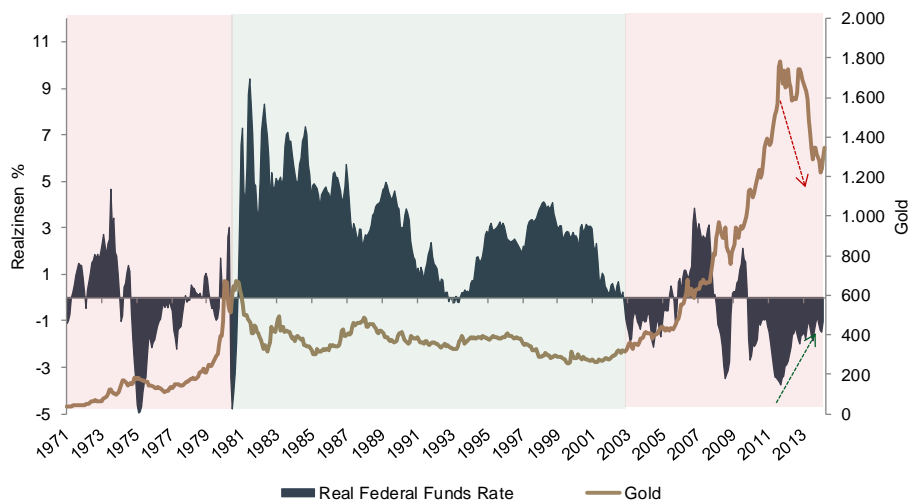
## a) Die Opportunitätskosten von Gold

Es gibt eine Reihe von Gründen, Gold zu besitzen, es zu kaufen oder zu verkaufen. So findet es Einsatz als Schmuck, als Währungsreserve, in Form von Kunstgegenständen und bei technologischen Anwendungen. Ebenso vielfältig sind deshalb auch die Zeithorizonte, die zwischen einer kurzfristigen Spekulation eines Traders, bis hin zu einer generationenübergreifenden monetären Versicherung reichen. Diese Entscheidungen sind nicht transparent, sondern hängen von miteinander konkurrierenden Opportunitäten im Zeitverlauf ab.

**Die Opportunitätskosten sind deshalb für den Goldpreis essentiell.** Wie hoch sind die konkurrierenden wirtschaftlichen Chancen und Risiken, die ich in Kauf nehme, weil ich Gold halte? Realzinsen, Wachstumsraten der Geldmengenaggregate, Volumen und Qualität der Schulden, politische Risiken, sowie Attraktivität von anderen Anlageklassen sind die wichtigsten Determinanten der Opportunitätskosten. Alle Marktteilnehmer haben hierfür unterschiedliche Filter, Gedanken und Zeitpräferenzen und lassen diese in die Preisfindung einfließen.

**Die nachfolgende Grafik zeigt die Realzinsen<sup>81</sup> und den Goldpreis.** Klar ersichtlich ist, dass in den 70er Jahren und seit 2002 ein überwiegend negatives Realzinsniveau vorherrschte und dies ein positives Umfeld für Gold bedeutete.

### Realzinsen vs. Goldpreis seit 1971

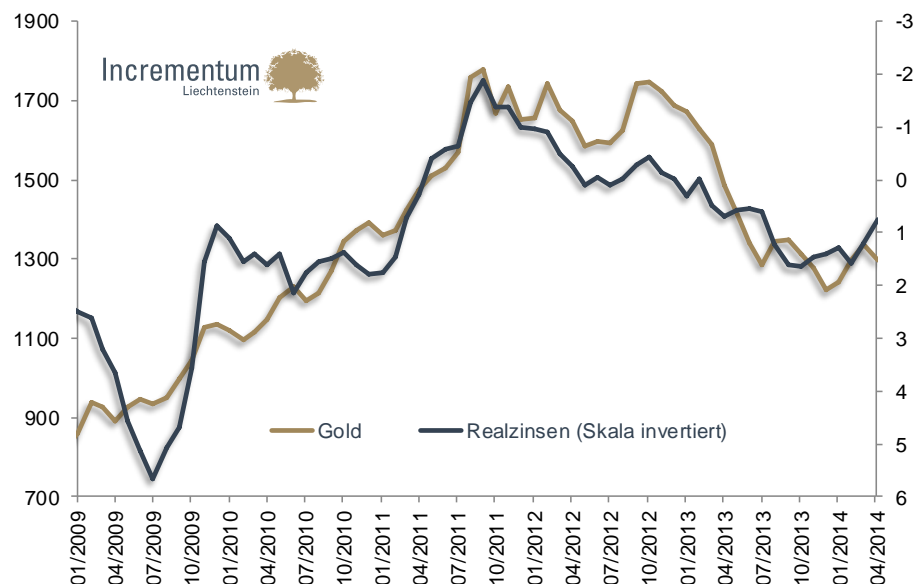


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Anhand der kurzfristigeren Betrachtung der Realzinsen lässt sich erkennen, dass die Phase seit 2011 von steigenden Realzinsen geprägt war, was sich wiederum in fallenden Goldpreisen manifestierte.

<sup>81</sup> Fed Funds Rate abzüglich Preisinflationsrate

**Gold vs. Realzinsen (invertierte Achse)**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Eine langfristig negative Goldpreisentwicklung müsste deshalb mit steigenden bzw. konstant positiven Realzinsen einhergehen.** Aufgrund der mittlerweile erreichten Schuldenniveaus – seitens der Industrienationen, der Unternehmen aber auch der Privathaushalte – halten wir dies für schwer vorstellbar.

**b) Negative GOFO-Raten: Beginn der nächsten Hausse-Phase?**

**GOFO = LIBOR (USD) minus Gold-Lease Rate**

Ein wichtiger Indikator für die Struktur des Goldmarktes ist die sogenannte **GOFO-Rate**. Die Abkürzung steht für „Gold Offered Forward Rates“ und bezeichnet den Zinssatz, zu dem institutionelle Goldbesitzer (vorrangig Zentralbanken) ihr Gold verleihen können. Gold wirft bekanntlich keine Zinsen ab, deshalb ist diese Rate normalerweise positiv, d.h. die Zentralbanken zahlen Anlegern, die sich Gold leihen wollen eine Entschädigung dafür, dass sie für Dollars Gold bekommen. Der Goldverleiher legt den Kreditbetrag, den er erhält, zwischenzeitlich zum LIBOR-Zins<sup>82</sup> an.

**Extreme Anomalie – GOFO seit Juli 2013 überwiegend negativ**

**Was bedeuten negative GOFO-Raten?** Ein bisher einmaliges Phänomen (seit Juli 2013) sind über einen längeren Zeitraum hinweg negative GOFO-Raten.<sup>83</sup> Zwischen Jänner 1989<sup>84</sup> und Juli 2013 gab es lediglich sieben Handelstage, an denen die GOFO-Rate im negativen Terrain lag. Dies entspricht 0,117% aller Tage. Am 8. Juli 2013 war die GOFO-Rate schließlich erstmals seit 24. November 2008 wieder negativ. Seitdem sind

<sup>82</sup> LIBOR ist der durchschnittliche Zinssatz (London-Preisfixing), zu dem sich Banken gegenseitig Dollar leihen. Der LIBOR ist ein wichtiger Orientierungspunkt für andere Zinssätze auf der ganzen Welt, z.B. für Hypotheken- oder Kreditkartenzinsen. Im Vorjahr wurde bekannt, dass der LIBOR seitens einiger Banken jahrelang manipuliert wurde.

<sup>83</sup> Besonders bei den 1-monatigen und 3-monatigen GOFOs

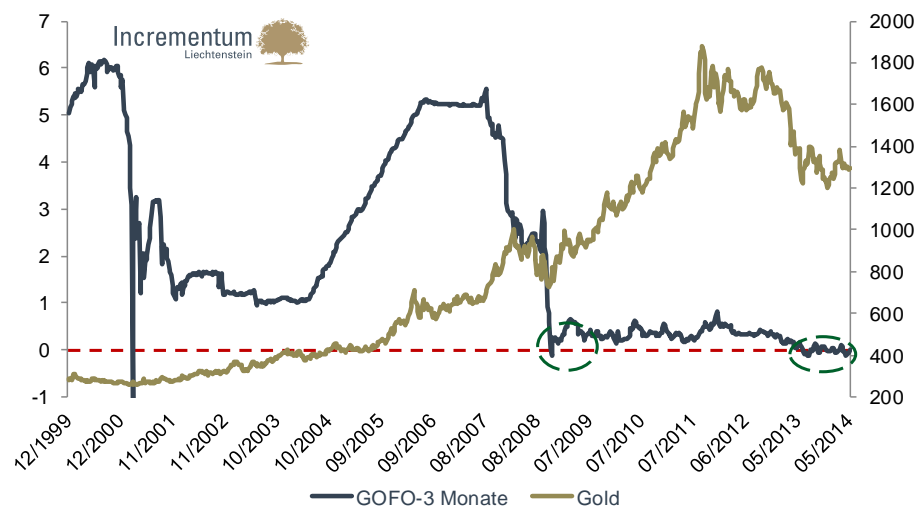
<sup>84</sup> Seitdem publiziert die LBMA die GOFO-Rates



negative GOFOS nicht die Ausnahme, sondern die Norm. In mehr als 60% aller Tage lagen die 1-Monats GOFOS unter null.<sup>85</sup>

Dies impliziert, dass Banken und Anleger bereit sind Strafzinsen dafür zu bezahlen, Gold im Hier und Jetzt zu halten. Dies zeugt von einer scheinbar extrem angespannten Marktsituationen in Folge ungewöhnlich hoher physischer Goldnachfrage. **Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man, dass negative GOFO-Raten oftmals steigende Goldpreise ankündigten.**

**3-Monats GOFO (linke Skala) vs. Gold (rechte Skala)**



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

<sup>85</sup> Vgl. „Another Review of GOFO and Gold Price“, TF Metals Report

## 7. STOCK-TO-FLOW RATIO ALS WICHTIGSTER GRUND FÜR DIE MONETÄRE BEDEUTUNG VON GOLD

**“Wenn ein Gut Geld bleiben soll, darf die öffentliche Meinung nicht glauben, dass mit einer schnellen und unaufhaltsamen Vermehrung seiner Menge zu rechnen ist.“**

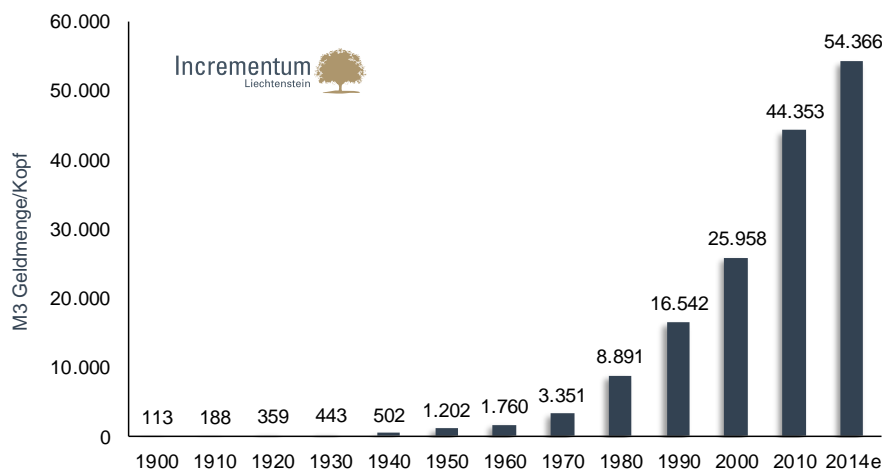
Ludwig von Mises

Ludwig von Mises vertrat stets die Meinung, dass Geld ein Gut wie jedes andere ist. Es unterscheidet sich in einem wesentlichen Merkmal: Geld ist das allgemein akzeptierte Tauschmittel, nachdem es das liquideste Gut ist. Gemäß Mises ist die Tauschmittelfunktion somit zentral, während Wertaufbewahrungs- und Recheneinheitsfunktion lediglich Unterfunktionen darstellen. Dies impliziert auch, dass eine steigende Geldmenge den Tauschwert des Geldes verringern muss.<sup>86</sup>

**Angebot und Nachfrage bestimmen deshalb nicht nur die Güterpreise, sondern auch den Preis des Geldes bzw. dessen Kaufkraft.** Das Vertrauen in die aktuelle und zukünftige Kaufkraft von Geld hängt maßgeblich davon ab, wie viel Geld derzeit vorhanden ist, aber auch wie sich die Erwartungshaltung hinsichtlich des zukünftigen Geldangebotes entwickelt. Je mehr davon angeboten wird – im Verhältnis zur vorhandenen Gütermenge - desto wertloser wird es.

Dies erkennt man auch anhand der nachfolgenden Grafik. 1913 lag die Bevölkerungszahl der USA bei 97 Millionen. Die Geldmenge M3 betrug damals rund USD 20 Milliarden, also USD 210 pro Kopf. Derzeit beläuft sich die US-Bevölkerung auf 317 Mio., während die Geldmenge M3 auf USD 17,26 Billionen<sup>87</sup> stieg. Dies bedeutet einen Pro-Kopf Bestand von USD 54.366.

### M3 pro Kopf seit 1900 (in USD)



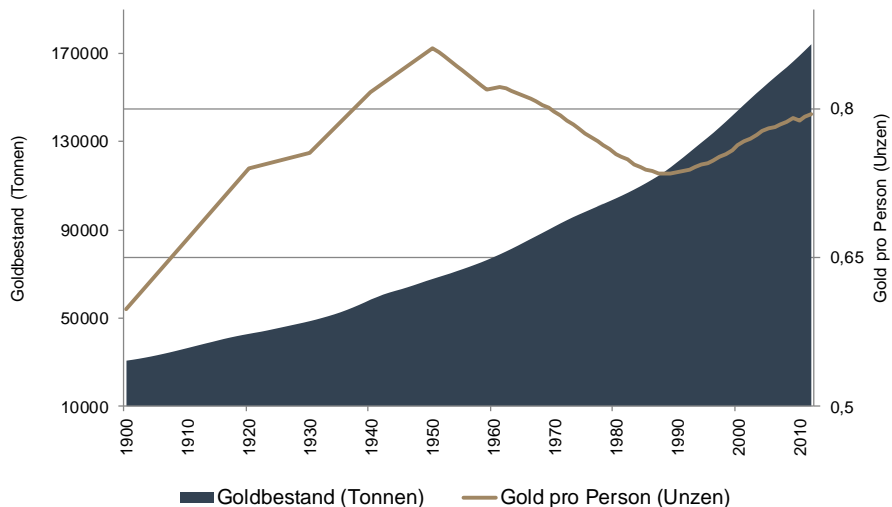
Quelle: US Census, US Geological Survey, Wikipedia, Incrementum AG

Anhand der nächsten Grafik ist ersichtlich, dass der Pro-Kopf Bestand an Gold seit Beginn des 20. Jahrhunderts in einer relativ engen Bandbreite zwischen 0,6 und 0,85 Unzen schwankt. Dies ist bemerkenswert, nachdem die Gesamtbevölkerung von 1,65 Mrd. in 1900 auf aktuell 7 Mrd. explodierte.

<sup>86</sup> Vgl. “Die wahre Lehre vom Geld”, Dr. Thorsten Polleit, Liberales Institut

<sup>87</sup> Quelle: [www.nowandfutures.com](http://www.nowandfutures.com)

**Goldbestand in Tonnen vs. Gold pro Kopf (Unzen) seit 1900**



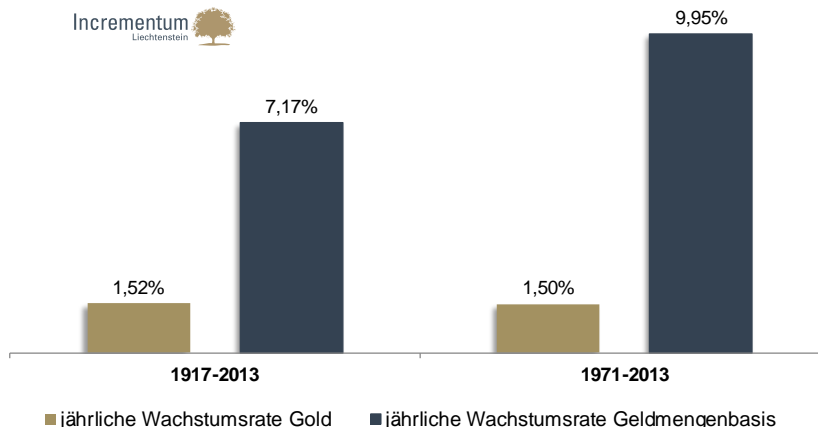
Quelle: Myrmikan Capital, Incrementum AG

***“It’s all about relative supply curves – the supply curve for bullion is far more inelastic than is the case for paper money. It really is that simple.” David Rosenberg***

**Die Angebotskurve von Gold verändert sich nur marginal.** In erster Linie ist das Recycling-Angebot volatil, während sich die Minenproduktion extrem unelastisch verändert. Vergleich man dies mit der Angebotskurve von Papiergeldwährungen, so ist dies einer der wesentlichsten Vorzüge von Gold: Regierungen können Währungen nach Belieben drucken. Es besteht kein Unterschied zwischen den (digitalen) Druckkosten einer Hundert Euro-Note und einer 10 Euro-Note. Es gibt aber sehr wohl einen wesentlichen Unterschied zwischen der Förderung von 100 Unzen Gold oder 10 Unzen Gold. Sie ist genau 10 Mal so aufwändig.

Anhand der nachfolgenden Grafiken erkennt man diese **„relative Knappheit“**. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) der Basisgeldmenge lag in den USA zwischen 1917 und 2013 bei 7,17%. Das Angebot an Gold stieg hingegen lediglich um 1,52%. Betrachtet man die Veränderung seit Beginn der neuen monetären Ära – also dem Ende des Bretton Woods Abkommens - so liegt die Wachstumsrate mit 9,95% noch beträchtlich höher. **Diese relative Knappheit ist der wesentlichste Vorzug von Gold im Vergleich zu Fiat-Währungen.**

**Annualisierte Veränderungsrate: Gold vs. Basisgeldmenge 1917-2013 und 1971-2013**



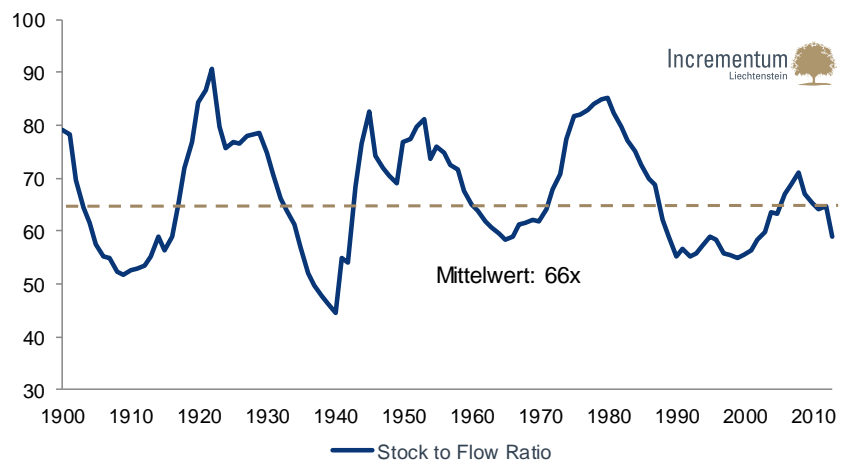
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Gold is the money of kings; silver is the money of gentlemen; barter is the money of peasants; but debt is the money of slaves**

Wir sind bereits in unseren letzten Reports ausführlich auf die zentrale Bedeutung des Stock-to-flow Ratios eingegangen. Vereinfacht gesagt bedeutet das Verhältnis, dass es bei Gold und Silber - anders als bei Rohstoffen – eine enorme Diskrepanz zwischen jährlicher Produktion und dem gesamten verfügbaren Bestand gibt (= hohe Stock-to-flow Ratio). Wie bereits im Vorjahr formuliert, gehen wir davon aus, dass das konstant hohe Stock-to-flow Verhältnis das wichtigste Spezifikum von Gold (und Silber) darstellt. Das gesamte jemals geförderte Gold beläuft sich auf ca. 177.000 Tonnen. Dies bezeichnet man als „stock“. Die jährliche Produktion belief sich 2013 auf knapp 3.000 Tonnen. Dies nennt man „flow“. Dividiert man die beiden Beträge, so erhält man die Stock-to-flow Ratio von knapp 59 Jahren. **Die Kennzahl drückt die Anzahl der Jahre aus, die es dauern würde um mit der aktuellen Goldproduktion den Bestand zu verdoppeln.**

Die nachfolgende Grafik zeigt den Verlauf des Verhältnisses seit 1900. Man erkennt, dass es sich in etwa wie eine Sinuskurve um den Mittelwert von 66 schlängelt.

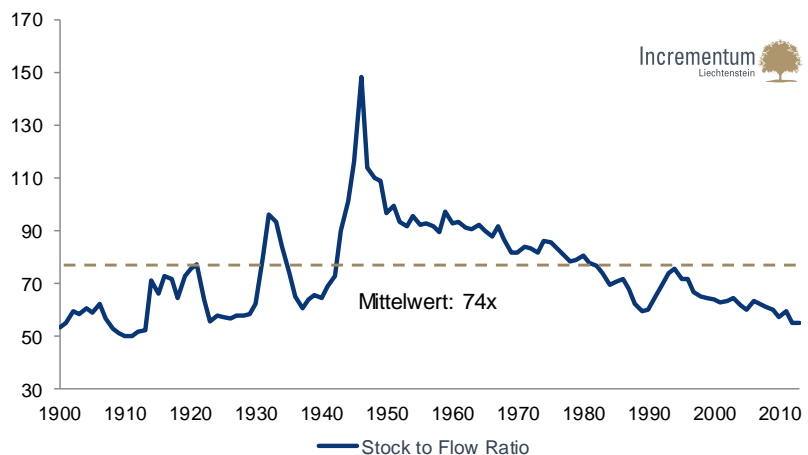
**Gold: Stock-to-Flow Ratio seit 1900**



Quelle: US Geological Survey, Incrementum AG

Bei Silber ist hingegen ein klarer langfristiger Trend zu erkennen. Bis 1951 war dieser ansteigend und ab dann fallend.

**Silber: Stock-to-Flow Ratio seit 1900**



Quelle: US Geological Survey, Incrementum AG

### Die monetäre Tauglichkeit von Gold, Silber sowie des US-Dollars

Um die monetäre Tauglichkeit zu quantifizieren haben wir anhand der Stock-to-flow Ratio (StfR) drei sinnvolle Kennzahlen für Gold, Silber sowie den US-Dollar ermittelt und in der nachfolgenden Tabelle dargestellt:

- Die durchschnittliche absolute Höhe der StfR
  - je **höher** desto besser ist die Eignung als Geld
  - zeigt an wie hoch der jährliche Zuwachs gewöhnlich ist
- Die Differenz zwischen dem höchsten und niedrigsten Wert der StfR
  - je **geringer** desto besser die Eignung als Geld
  - zeigt an mit welchen Extremfällen man langfristig bei der StfR rechnen muss (Solidität – Verlässlichkeit - Manipulierbarkeit)
- Der Median der Veränderungsrate der StfR
  - je **geringer** desto besser die Eignung als Geld
  - zeigt an wie stark die kurzfristigen Schwankungen der StfR sind

Stock-to-flow Ratio (1900-2013)	Mittelwert	Differenz der Extrema	Median der yoy-Veränderung (in %)
<b>Gold</b>	67,1	<b>46,8</b>	<b>3,1</b>
<b>Silber</b>	<b>74,3</b>	98,1	3,2
<b>US-Dollar (M3)</b>	37,1	3362,3	30,6

Quelle: Nowandfutures.com, Incrementum AG

Es ist anhand der obigen Gegenüberstellung klar ersichtlich, dass der US-Dollar stellvertretend für Fiat-Währungen, bei allen drei Kriterien die schlechtesten Werte aufweist. **Die Kennzahlen illustrieren sehr augenscheinlich, wieso der Dollar untauglich ist, als stabiles Geld zu fungieren.** Gold hat im Vergleich zweimal die Nase vorn und wird nur bei dem Mittelwert der StfR von Silber übertroffen. Insofern bestätigt sich einmal mehr, dass Gold das primäre monetäre Metall ist.

#### a) Der große Trugschluss der „hohen Gold-Nachfrage“

**Da Gold kein Verbrauchsgut ist, sind die impliziten Annahmen, welche von nahezu allen Goldanalysten getroffen werden, nicht zutreffend.** Dies hat weitreichende Auswirkungen auf die Aussagekraft der Mainstream-Goldanalysen und soll an dieser Stelle näher betrachtet werden.<sup>88</sup>

#### Elementare Missverständnisse vieler Goldanalysen

**Warum ist es entscheidend, dass Gold kein Verbrauchsgut ist?** Zum einen da bei Gold die Angebots- und Nachfrageseite interpersonell nicht klar getrennt ist. Jeder Goldbesitzer kann zu jedem Zeitpunkt als Verkäufer aber auch als Käufer von Gold auftreten. Dies klingt trivial, unterscheidet sich Gold aber bedeutend von Verbrauchsgütern, welche verbraucht werden. Man kann von einem Marktteilnehmer, der ein Verbrauchsgut kauft, typischerweise nicht erwarten, dass er es in Manier eines Spekulanten nur aufgrund einer bestimmten zukünftigen Preiserwartung gekauft hat.

<sup>88</sup> Wir möchten die Arbeit von Robert Blumen zu diesem Thema empfehlen, insb. "Does Gold Mining Matter?" und "The Myth of the Gold Supply Deficit" sowie „What is key for the price formation of gold“.

Demnach gibt es zwei weitestgehend getrennte Gruppen von Personen, welche bestimmte Verbrauchsgüter kaufen oder verkaufen.<sup>89</sup> Verkauft werden sie von Produzenten, gekauft von Konsumenten. Zum anderen rauben die Konsumenten den Konsumgütern durch den Konsum ihre Funktion und müssen das Gut neu beziehen, falls sie die Funktion wieder für sich beanspruchen wollen.

**Alleiniger Fokus auf  
„Goldnachfrage“ ist irreführend**

**Was bedeutet dies für die Preisbildung bei Gold?** Das Gros der Goldanalysten sieht die Nachfrage als einzig entscheidende Seite für die Preisbildung und nimmt damit an, dass die Entscheidung der Goldbesitzer, ob sie ihr Gold verkaufen wollen, ausschließlich durch die Nachfrage bestimmt wird. Wenn sich ein Marktteilnehmer entschlossen hat eine Unze Gold zu kaufen und mit einem Verkäufer bei einem Preis übereinkommt, wird von Goldanalysten durch die Tatsache, dass ein Handel stattgefunden hat, die Goldnachfrage bestimmt. Wenn dies nun häufiger als in einem vorangegangenen Zeitraum geschehen ist, sei die Nachfrage gestiegen.

**„Demand is not a quantity“  
Robert Blumen**

**Dadurch, dass mehr Trades zustande gekommen sind, folgern viele Analysen nun, dass aufgrund der „erhöhten Nachfrage nach Gold“ der Preis steigen müsse.** Ist dieser Schluss überhaupt zulässig? Nein, das Einzige was geschah ist, dass die Anzahl der Trades gestiegen ist. Ob dies nun aber auf eine Veränderung des Angebots oder der Nachfrage zurückzuführen ist, kann nicht ausgesagt werden. Zulässig wäre eine solche Aussage hingegen im Konsumgüterbereich. Hat ein Supermarkt über zwei Zeiträume ein Gut bei konstantem Preis immer verfügbar und wird dieses im zweiten Zeitraum häufiger verkauft als im ersten, so kann man aufgrund der statistisch feststellbaren Verkaufszahlen durchaus darauf schließen, dass die Nachfrage gestiegen ist.

Nehmen wir den anderen Fall an, dass sich die Präferenzen aller Marktteilnehmer aufgrund eines bestimmten Ereignisses hin zu Gold verschieben. Dann erhöht sich die Nachfrage zwar deutlich, aber es muss nicht einmal zu einem Trade kommen, da die Angebotsseite auch eine höhere Präferenz zur Goldhaltung hat, da beispielsweise eine Währungsreform befürchtet wird. Somit muss es nicht einmal zu einem höheren Preis für Gold kommen, obwohl die Nachfrage massiv gestiegen ist, wenn niemand sein Gold verkaufen will und es zu keinem Trade kam, der dem aktuellen Marktpreis entsprechen würde.

**Reservennachfrage ist für die  
Preisfindung essentiell**

Der Grund, weshalb Individuen heute nicht ihr ganzes Geld ausgeben liegt daran, dass sie Reservennachfrage (engl. „reservation demand“) für Geld haben und einen größeren Nutzen in der Zukunft erwarten. Deshalb ist die Reservennachfrage für die Preisfindung essentiell. Aufgrund der monetären Bedeutung von Gold ist es daher auch bei Gold entscheidend, wer es höher bewertet: der neue, inkrementelle Käufer oder der bestehende Eigentümer. Ein Großteil der Goldanalys(t)en beschäftigt sich jedoch ausschließlich mit dem „exchange-demand“ und geht deshalb davon aus, dass die Preisfindung bei Gold mithilfe eines banalen Konsumationsmodelles prognostiziert werden kann. Wenn man die Nachfrage quantifizieren will, ist man darauf angewiesen die einzig dafür zu ermittelnden Daten der Anzahl der Trades bei entsprechenden Preisen zu verwenden. **Wir sind der Meinung, dass dies bei Gold zu bedeutenden Fehlschlüssen führen**

<sup>89</sup> Händler sind bei dieser Betrachtung ausgeschlossen, da sie eine gänzlich andere Funktion erfüllen und für unsere Analyse keine Rolle spielen. Sie erhöhen gegen Einhebung einer Marge die Absatzfähigkeit des Gutes. Ihre Motivation ist es aber weder das Gut zu konsumieren noch zu halten.

**kann.** Die nachgefragte und angebotene Menge muss bei einem zustande kommenden Preis immer äquivalent sein. Die Versteifung auf solche Quantitäten kann uns aber keine Informationen über vergangene oder zukünftige Preise geben.

#### **Fazit**

***“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**

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

## 8. GOLD UND DIE INTERNATIONALE FINANZORDNUNG

*„Der Goldstandard ist der beste 'Gouverneur', den man sich vorstellen kann für eine Welt, die immer noch eher menschlich als göttlich ist.“*

Montagu Norman, ehem.

Gouverneur der Bank of England

**Der Goldstandard erlebte seine Hochblüte zur Zeit des klassischen Liberalismus.** Der erste Weltkrieg setzte dieser Phase ein jähes Ende.<sup>90</sup> Auch wenn es vielerorts heißt, dass der Goldstandard „gescheitert“ sei, so ist dies schlicht inkorrekt. Vielmehr waren die geplanten Staatsausgaben aufgrund der Restriktionen des Goldstandards nicht möglich.<sup>91</sup> **Unserer Meinung nach ist es gewiss kein Zufall, dass das 20. Jahrhundert, welches besonders goldfeindlich war, exakt jenes Jahrhundert war, in dem die meisten Hyperinflationen auftraten.**

**Ludwig von Mises kam bereits 1923 zur Einsicht, dass eine Währungsreform in Form einer Abkehr von Fiat-Geld niemals ein technisches Problem sein könnte.** In erster Linie ist gemäß Mises eine Abkehr von inflationistischer Politik notwendig. Dies kann nur möglich sein, wenn sich die Politik von Ideologie und sämtlichen imperialistischen, militaristischen, protektionistischen, etatistischen und vor allem sozialistischen Ideen verabschiedet.<sup>92</sup>

*Why then, is gold the unmentionable four letter word of economics? The answer is threefold; A misunderstanding of the role of money; a misreading of history; and finally, visceral revulsion to the notion that a metal can do a better job guiding monetary policy than a gaggle of finance ministers, central bankers and well-degreed economists.“*

Malcolm Forbes

**Wie bereits in den Vorjahren erläutert, sind wir der festen Meinung, dass die Remonetarisierung von Gold bereits im Gange ist. Auch im klassischen Finanzwesen werden langsam Stimmen lauter, welche sich dahingehend äußern.** So sprach sich OMFIF<sup>93</sup>, ein globaler Think Tank der Notenbanken und Sovereign Wealth Funds, in einem aufsehenerregenden Report<sup>94</sup> für eine Remonetarisierung von Gold aus. Gold solle wieder eine zentrale Rolle im globalen Währungsgefüge spielen. Aufgrund seiner Historie sei Gold prädestiniert, um den Aufbau und die Pflege von Vertrauen und Stabilität in internationalen monetären Beziehungen<sup>95</sup> wieder-herzustellen. Gold wäre als Währungsanker von gegenseitigem Nutzen für alle Länder und könnte den derzeit eskalierenden Währungskriegen ein Ende setzen. **Der Report zeigt eindrucksvoll, dass grundlegende Veränderungen des Währungsgefüges bereits auf höchster Ebene diskutiert werden.**<sup>96</sup>

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

**Die Anzahl von Initiativen, die eine Heimholung bzw. eine saubere Inventur der staatlichen Goldreserven fordern, wächst weiter.** Wir sind der Überzeugung, dass dieser Wunsch nach Transparenz das wachsende Interesse der Bevölkerung an den staatlichen Goldreserven dokumentiert. So bilden sich in der Schweiz, Großbritannien, Finnland, Australien, Polen, Mexiko, den Niederlanden und Rumänien Initiativen, die eine Repatriierung bzw. saubere Inventur der Goldbestände fordern. In Österreich hat der Rechnungshof eine Inventur der in London eingelagerten Goldreserven vorgenommen, nachdem 80% der österreichischen Goldreserven bei der Bank of England lagern. In Deutschland begann die Repatriierung der Goldbestände etwas zaghaft. Im Vorjahr waren es lediglich 37 Tonnen, die

<sup>90</sup> Vgl. „Das Ende des Scheins“, Detlev Schlichter, S. 220

<sup>91</sup> Vgl. „Über Geldsysteme und Spekulationsblasen“, Raphael Schaad

<sup>92</sup> „The belief that a sound monetary system can once again be attained without making substantial changes in economic policy is a serious error. What is needed first and foremost is to renounce all inflationist fallacies. This renunciation cannot last, however, if it is not firmly grounded on a full and complete divorce of ideology from all imperialist, militarist, protectionist, statist, and socialist ideas.“ Ludwig von Mises, Stabilization of the Monetary Unit—From the Viewpoint of Theory“ (1923), gesehen in „Über Geldsysteme und Spekulationsblasen“, Magisterarbeit Raphael Schaad

<sup>93</sup> Official Monetary and Financial Institutions Forum

<sup>94</sup> „Gold, the Renminbi and the multi-currency reserve system“, OMFIF, Jänner 2013

<sup>95</sup> Vgl. „Ein Schub für Renminbi und Gold“, Lars Schall

<sup>96</sup> Vgl. „The Central Bank Revolution II“, Hinde Capital, 2013



**„Wir sollten dem Gold mehr vertrauen als machthungrigen Menschen. Es hat weder deren Schwächen noch böse Absichten. Es war, ist und bleibt das Geld der Freiheit.“**

**Roland Baader**

aus Paris und New York nach Frankfurt geliefert wurden. Doch selbst wenn es bis 2020 tatsächlich 700 Tonnen werden sollten, lagerte dann immer noch gut die Hälfte der Goldreserven im Ausland. Dass die Rückholaktion von 700 Tonnen Gold sieben Jahre beanspruchen sollte, erscheint erstaunlich. Die Bundesbank begründete dies mit der Signalwirkung in Zeiten der Krise und mit der aufwändigen Logistik bei der Sicherung des Transports und bei der Schaffung von Lagerkapazitäten.<sup>97</sup>

**Zahlreiche weitere Beispiele zeigen, dass sich die Remonetarisierungstendenzen im Aufwind befinden.** Besonders in den USA wird der Ruf nach einer Golddeckung bzw. einer Akzeptanz als offizielles Zahlungsmittel immer lauter. Nachdem im Jahre 2011 bereits der US-Bundesstaat Utah Gold und Silber als offizielle Zahlungsmittel anerkannt hatte, liegen nun ähnliche Pläne in zahlreichen anderen Bundesstaaten vor. In Texas wurde zuletzt die Mehrwertsteuer auf Gold-, Silber- und Platinmünzen abgeschafft. Die Begründung – welcher stattgegeben wurde – war, dass Gold und Silber offizielle Zahlungsmittel darstellen und somit nicht besteuert werden dürfen. Ähnliche Gesetzesänderungen werden aktuell auch in zahlreichen weiteren Bundesstaaten diskutiert.

**Die größte realpolitische Hürde für einen formellen Wiedereintritt von Gold in die internationale Finanzordnung, stellen derzeit die Statuten des Internationalen Währungsfonds dar.** Ende der 1970er Jahre wurde Gold aus den „General exchange arrangements“ verbannt. Im Zuge dessen wurde den Mitgliedsstaaten die Abwicklung internationaler Transaktionen in Gold untersagt.<sup>98</sup>

**Wir sind der festen Überzeugung, dass die Remonetarisierung von Gold an keinem exakten Zeitpunkt erfolgt, sondern stattdessen ein steter und langfristiger Prozess ist. Ein Prozess, der bereits seit langem im Gange ist und nun an Fahrt aufnimmt.** Die Rolle von Gold wird innerhalb einer Übergangszeit von einem Dollar-Standard zu einem Multiwährungssystem oder einer neuen globalen Reservewährung am Größten sein. Dies würde vermutlich mit erhöhter Volatilität an den Währungs- und Rohstoffmärkten einhergehen, in der der Markt sukzessive ein neues Gleichgewicht auslotet. Denkbar ist das erhöhte Preisinflation aufgrund von steigenden Rohstoffpreisen das Vertrauen in den Papierdollar substanziell beschädigt. **Ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt, dass es immer Gold bedurfte, neues Vertrauen in eine Währung zu schaffen.**<sup>99</sup>

#### **a) Adieu Exorbitant Privilege<sup>100</sup>**

**The Golden Rule: He who has the Gold makes the rules.**

**Besonders seit Beginn der Ukraine-Krise werden Stimmen laut, die eine Emanzipation vom Dollar-Standard befürworteten.** Unter ihnen ist u.a. Wladimir Putins Wirtschaftsberater Sergei Glazyey, der der Meinung war, dass Russland alle geplanten Sanktionen der Vereinigten Staaten einfach damit umgehen könne, indem man die Dollar-Währungsreserven umtauscht und ein eigenes Bezahlsystem etabliert<sup>101</sup>. Auch der staatliche

<sup>97</sup> Vgl. „Viele misstrauen immer noch der Bundesbank: Ist das ganze Gold weg?“, Dimitri Speck

<sup>98</sup> Vgl. <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/AA/index.htm#art4>

<sup>99</sup> Vgl. „The Big Reset“, Willem Middelkoop

<sup>100</sup> Bezeichnung des ehem. französischen Finanzministers Giscard d'Estaing in den 1960er Jahren, die das amerikanische Privileg der Weltleitwährung beschreibt.

<sup>101</sup> Vgl. „Putin Advisor Threatens With Dumping US Treasuries, Abandoning Dollar If US Proceeds With Sanctions“, Zerohedge.com

Ölkonzern Gazprom Neft<sup>102</sup> bereitet möglicherweise eine Umstellung der Verträge auf Eurobasis vor. 95 Prozent der Kunden seien nach Angaben des Konzerns dazu bereit<sup>103</sup>.

Die Haltung Russlands hinsichtlich der Dollar-Hegemonie fasst folgendes Zitat von Wladimir Putin treffend zusammen:

*„Die Amerikaner leben aktuell über ihre Verhältnisse und wälzen einen Teil ihrer Probleme einfach auf die Weltwirtschaft ab. Sie verhalten sich wie Parasiten der Weltwirtschaft durch ihr Dollar-Monopol. Wenn in Amerika eine systematische Fehlentwicklung stattfindet, betrifft diese in der Folge auch alle Anderen. Länder wie Russland und China halten einen erheblichen Teil ihrer Reserven in amerikanischen Staatspapieren. **Es sollte deshalb noch weitere Reservewährungen geben.**“<sup>104</sup>*

Alexey Moiseev, der stellvertretende Finanzminister Russlands, erwähnte in einem Interview mit dem Sender Russia 24, dass es eine „**currency switch executive order**“ gäbe, die es dem Präsidenten erlaube, den Unternehmen vorzuschreiben wie viel Prozent ihres Handels in Rubel abgewickelt werden müssen. Diesen Prozentsatz könne man quasi über Nacht auf 100% setzen. China und der Iran wurden von Politonline.ru zitiert, wonach sie bereit wären, Russland dabei zu unterstützen.

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

**Auch aus den Reihen hochrangiger Institutionen wird der Ruf nach einer neuen Weltwährung immer lauter.** So machte z.B. Justin Yifu Lin, der ehemalige Chef-Ökonom der Weltbank, den Vorschlag, den US-Dollar durch eine einzige globale Weltwährung zu ersetzen: *„Die Dominanz der Greenbacks ist die Wurzel der weltweiten Verwerfungen des Finanz- und Währungssystems. Die Lösung dieses Problems besteht darin, die nationalen Währungen zu Gunsten einer globalen Währung aufzugeben.“*<sup>105</sup>

Dass die Dollar-Emanzipation immer stärker an Momentum gewinnt, belegen zahlreiche weitere Beispiele:

- **Das unlängst abgeschlossene Gas-Abkommen zwischen Russland und China ist ein bedeutender Meilenstein der strategischen (Energie-) Kooperation der beiden Länder.** Bis 2020 wird Russland jährlich 38 Mrd. Kubikmeter Gas an China exportieren, anschließend wird die Liefermenge schrittweise auf das Doppelte aufgestockt werden. Die genaue Höhe der Transaktion ist nicht bekannt, es werden bis zu USD 500 Mrd. kolportiert. **Abgerechnet wird bis auf weiteres in USD, die Verträge können aber jederzeit auf Yuan oder Rubel umgestellt werden, somit würde der US-Dollar nicht mehr benötigt.** Abgesehen von diesem Deal wurden 48 weitere Wirtschaftsabkommen besiegelt. Das Handelsvolumen der beiden Nationen soll innerhalb der nächsten fünf Jahre auf USD 200 Mrd. verdoppelt werden.
- **Im Zuge der westlichen Sanktionen hat die russische Notenbank allein im März 20,5% ihrer US-Staatsanleihen verkauft.** Seit März des Vorjahres wurden die Bestände an US-Treasuries von USD 153 Mrd. auf USD 100 Mrd. verringert.

<sup>102</sup> Gazprom Neft ist das fünftgrößte Mineralölunternehmen Russlands.

<sup>103</sup> Vgl. "Gazprom macht sich unabhängig vom Petro-Dollar", Deutsche Wirtschafts Nachrichten

<sup>104</sup> Vgl. "Putin says U.S. is "parasite" on global economy", Reuters

<sup>105</sup> Vgl. "Replace dollar with super currency: economist", ChinaDaily USA

- Im Oktober 2013 schlossen die EZB und die People's Bank of China (PBoC) ein bilaterales Währungsswap-Abkommen in Höhe von 350 Mrd. Yuan und 45 Mrd. Euro. Die EZB kann nun Euro-Banken Yuan-Kredite bereitstellen und die PBoC chinesischen Banken Euro-Kredite.<sup>106</sup>
- **Auch der chinesische Zentralbankchef sähe lieber eine „stark-souveräne Reservewährung“, die den US-Dollar ersetzen soll.** In einer Studie, die auf der Webseite der chinesischen Zentralbank veröffentlicht wurde, hieß es, dass eine internationale Reservewährung, welche „frei von den Interessen einzelner Nationen“ und die „fähig wäre dauerhaft stabil zu bleiben“, einen Segen für das Finanzsystem bedeuten würde.<sup>107</sup>
- **OMFIF empfiehlt eine Aufnahme von Gold in die Sonderziehungsrechte des IWF.** Neben Gold sollen auch die „R-Währungen“<sup>108</sup> einen höheren Status im internationalen Währungsgefüge erhalten und in den SDR-Korb aufgenommen werden.
- Der IWF nahm zuletzt den Australischen und den Kanadischen Dollar – also die führenden Rohstoffwährungen – in die Liste der offiziellen Währungsreserven auf. Damit ist die Liste der offiziellen Reservewährungen auf sieben gewachsen.<sup>109</sup>
- **Die Eurasische Wirtschaftsunion<sup>110</sup> möchte eine gemeinsame Freihandelszone schaffen und zu einem Gegengewicht der Europäischen Union avancieren.** Die Gemeinschaftswährung namens „Altyn“ soll innerhalb der nächsten fünf Jahre in Umlauf gebracht werden. Der Name stammt ursprünglich aus der tatarischen Sprache und bedeutet „Gold“.
- **Auch die BRICS-Nationen wollen sich währungspolitisch immer stärker emanzipieren.** Die fünf Staaten arbeiten intensiv an der Gründung einer eigenen Bank für Entwicklungshilfe, welche in erster Linie Infrastrukturprojekte finanziert. Auch die Entwicklung eines Währungsfonds sei geplant.
- **Die Shanghaier Organisation für Zusammenarbeit (SOZ) und der Golf-Kooperationsrat bilden weitere Organisationen, die sich für wirtschaftliche Zusammenarbeit und darüber hinaus für eine Abkopplung vom Dollar einsetzen.** Die SOZ fördert Infrastrukturprogramme und geostrategische Interessen der asiatischen Welt. Ihre Agenden gehen weit über Freihandelszonen hinaus, so verfolgt man zunehmend Geldsysteminitiativen sowie militärstrategische Ziele.

---

<sup>106</sup> Vgl. „EZB und die People's Bank of China treffen bilaterale Währungsswap-Vereinbarung“, Europäische Zentralbank

<sup>107</sup> Vgl. „Replace dollar with super currency: economist“, China Daily

<sup>108</sup> Renminbi, Indische Rupie, Russischer Rubel, Brasilianischer Real und Südafrikanischer Rand

<sup>109</sup> Dollar, Euro, Pfund Sterling, Yen, Schweizer Franken, Kanadischer Dollar, Australischer Dollar

<sup>110</sup> Aktuell bestehend aus Russland, Kasachstan und Weissrussland. Armenien und Kirgigistan sollen demnächst beitreten.

## Fazit

Die deckungsgleichen Interessen der oben erwähnten Zusammenschlüsse hinsichtlich einschneidender Veränderungen des Währungssystems sollten die westlichen Nationen aufhorchen lassen, besonders nachdem Russland und China ihre diesbezüglichen Aktivitäten in den letzten Monaten deutlich intensiviert haben.

### **b) China und die Bedeutung von Gold**

***"No asset is safe now. The only choice to hedge risks is to hold hard currency - gold."***

**Zhang Jianhua, People's Bank of China**

***„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**

**Golddeckung des Renminbi würde internationale Akzeptanz substantiell erhöhen**

**China setzte zuletzt zahlreiche wichtige Schritte hinsichtlich einer Emanzipation vom Dollar-zentrischen Weltbild.** Während in den 1960er Jahren (vor dem Zusammenbruch von Bretton Woods) Frankreich der wichtigste Kritiker der Dollar-Währungshegemonie war, so scheint es nun China zu sein. Wir gehen davon aus, dass die baldige Transformation des Renminbi zu einer verlässlichen, stabilen und global gehandelten Währung eine der obersten Prioritäten der chinesischen Führung ist.<sup>111</sup>

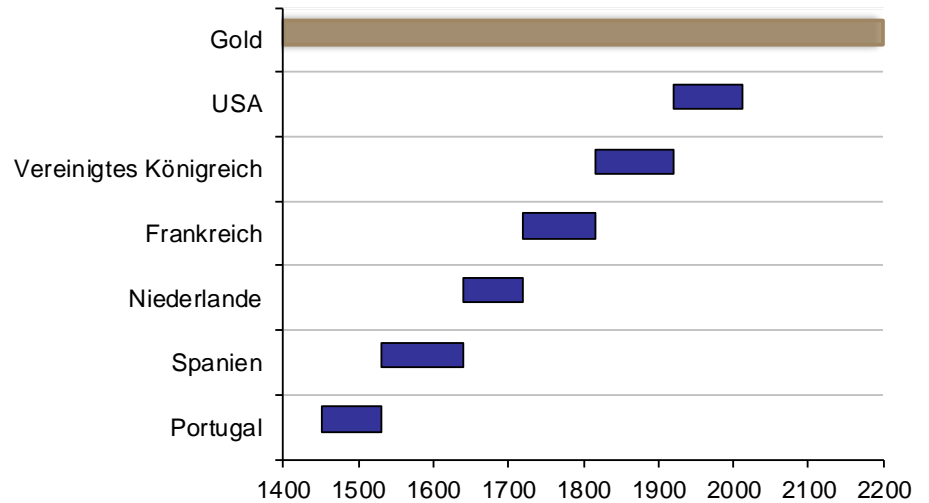
**Obwohl China mittlerweile die zweitgrößte Volkswirtschaft ist und fast vier Billionen Dollar an ausländischen Währungsreserven angehäuft hat, wird der Renminbi dem erreichten wirtschaftlichen Status noch nicht gerecht.** In einem ersten Schritt versucht China den Status seiner nationalen Währung als Handelswährung zu stärken. Mit Hilfe bilateraler Handelsabkommen und Clearing-Agreements wird die wirtschaftliche Integration und Konvertibilität des Renminbi sukzessive aufgebaut. **Die zahlreichen Maßnahmen, auf die wir auch bereits in den Vorjahren eingegangen sind, zeigen bereits Erfolg.** Nach einem Bericht der Society of Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) hat der Renminbi den Euro bereits vom 2. Platz der am häufigsten verwendeten Handelswährungen abgelöst. Aktuell hat der Renminbi einen Anteil am Weltmarkt von 8,6%. Zwar besetzt der US-Dollar mit einem Anteil von 80% immer noch den Löwenanteil, jedoch wächst die Bedeutung des Renminbis rasch. Im Januar 2012 lag sein Anteil am Weltmarkt bei nur 1,9%.

**Der Aufstieg des Renminbi in das internationale Währungsgefüge kann allerdings nur erreicht werden, wenn die Währung zu einer regionalen und globalen Reservewährung avanciert.** Neben einem starken Wechselkurs wäre dafür auch ein freier Geld- und ein liquider Rentenmarkt von Nöten. Wir denken, dass in diesem Zusammenhang auch Gold ein Eckpfeiler der chinesischen Strategie sein wird. Euro und Dollar wären vermutlich keine Reservewährungen, wenn hinter ihnen nicht mehrere tausend Tonnen Gold stehen würden. So war der enorme Goldbestand der Vereinigten Staaten – neben der militärischen Übermacht – ein zentraler Grund, wieso der US-Dollar zur Weltreservewährung gekrönt wurde.

**Trotz des fulminanten Aufstiegs Chinas sollte man die Kirche im Dorf lassen und nicht etwa mit einer unmittelbaren Ablösung des US-Dollars durch den Renminbi rechnen.** Eine Veränderung des Währungsgefüges ist in der Regel ein langwieriger Prozess, so dauerte der Übergang vom britischen Pfund zum US-Dollar beispielsweise mehrere Dekaden.

<sup>111</sup> Wobei man hier klar zwischen *Reservewährung* und *Handelswährung* differenzieren sollte.

**Internationale Reservewährungen seit 1400**

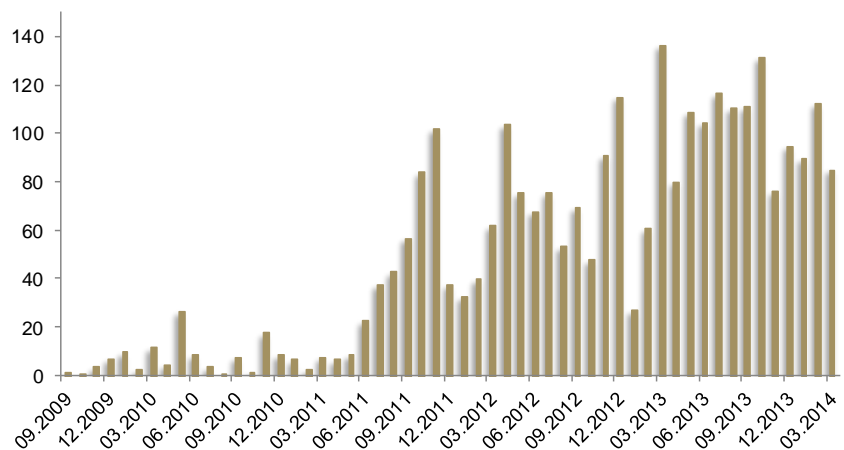


Quelle: JP Morgan – Eye on the Market, Erste Group Research, Incrementum AG

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

**Laut World Gold Council hat die chinesische Notenbank seit 2009 keine offiziellen Goldkäufe getätigt. Wir gehen jedoch davon aus, dass die PBoC ihre Goldbestände sukzessive ausbaut und über weitaus höhere Reserven, als die offiziell ausgewiesenen 1.054 Tonnen, verfügt. Wir halten es für realistisch, dass China mittlerweile über 4.000-6.000 Tonnen und damit die zweithöchsten Goldbestände weltweit verfügt. Ein goldgedeckter Renminbi würde die internationale Akzeptanz auf einen Schlag erhöhen. **Trotzdem sind wir nicht der Meinung, dass die chinesische Zentralbank einen Goldstandard plant**, da sie sich somit schlagartig einen Großteil ihres geldpolitischen Handlungsspielraums nehmen würde, welchen sie aktuell höchst aktiv ausnützt. **Viel eher glauben wir, dass China seine Goldreserven aufstockt, um einen Hedge für die immensen Dollar-Bestände aufzubauen.****

**Chinesische Netto-Goldimporte aus Hongkong (in Tonnen)**



Quelle: Koos Jansen – "In Gold we Trust Blog", Incrementum AG

### c) Der Internationale Währungsfonds und Sonderziehungsrechte

***The test of central bank status is not the name but the purpose. A central bank has three primary roles: it employs leverage, it makes loans, and it creates money. Its ability to perform these functions allows it to act as a lender of last resort in a crisis. Since 2008, the IMF has been doing all three in a rapidly expanding way.***

**Jim Rickards**

Das Wortungetüm Sonderziehungsrechte<sup>112</sup> (SDR) bezeichnet eine vom IWF eingeführte Währungseinheit, die nicht auf den Devisenmärkten gehandelt wird. Derzeit sind der USD mit 41,9%, der EUR mit 37,4%, der JPY mit 9,4% und das Britische Pfund mit 11,3% gewichtet. Neben der Funktion als Währungseinheit kann der IWF auch SDRs begeben. Dies ist bislang allerdings **noch** nicht in signifikantem Ausmaß geschehen.<sup>113</sup> Das letzte Mal wurden im Jahr 2009 188,6 Mrd SDR's geschöpft. Dies entsprach in etwa USD 282 Mrd. Weitgehend unbekannt ist der Umstand, dass Sonderziehungsrechte bereits vielerorts genutzt werden. So dienen sie als Recheneinheit bei internationalen Haftungsansprüchen, in der Luftfahrt, der Schifffahrt und bei Ölundfällen auf hoher See.

In einer lesenswerten Studie<sup>114</sup> äußert sich der IWF kritisch hinsichtlich der Dominanz des Dollars und betonte die Bedeutung von SDR's: „Das aktuelle System hat einige ernstzunehmende Fehlkonstruktionen, die eine Politik der Reservehaltung und Reservebildung befeuern und begünstigen, die letztendlich unhaltbar ist und die, bis sie nicht aufgegeben wird, das System großen Risiken und Schocks aussetzt, die durch eine Reformierung des Systems hätten verkleinert werden können“. Um dieses Problem zu lösen, schlägt der IWF vor, eine globale Reservewährung zu etablieren, welche „im Prinzip nur ein größer angelegter SDR wäre, allerdings mit regelmäßigen oder konjunkturabhängigen Emissionen versehen, die mit der Größe der Reservehaltung abgestimmt sind. Denn ein solches System könnte zu globaler Stabilität, wirtschaftlicher Stärke und globaler Gleichheit beitragen.“

***“The SDR's mix of opacity and unaccountability permits global monetary elites to solve sovereign debt problems using an inflationary medium, which in turn allows individual governments to deny political responsibility.”***

**Jim Rickards**

**Der IWF macht keinen Hehl aus seinen Ambitionen, den Dollar durch Sonderziehungsrechte zu ersetzen.** In einer Studie<sup>115</sup> präsentierte man einen mehrstufigen Plan, um die SDR's als globale Reservewährung zu positionieren. Der IWF empfiehlt darin die Erhöhung der Liquidität von SDR's indem Unternehmen, wie z.B. IBM oder Volkswagen SDR-denominierte Bonds emittieren. Staatsfonds sollten diese Bonds aus Gründen der Währungsdiversifikation erwerben. Die Studie empfiehlt, dass der SDR-Anleihenmarkt den amerikanischen Treasury-Markt möglichst exakt replizieren solle.<sup>116</sup> **Dass die Etablierung einer globalen Währung ein explizites Ziel des IWF darstellt, erkennt man anhand der nachfolgenden Grafik.**

<sup>112</sup> Im englischen “Special Drawing Rights”, kurz SDR

<sup>113</sup> Das Rettungspaket des IWF an die Ukraine wurde in Sonderziehungsrechten denominiert.

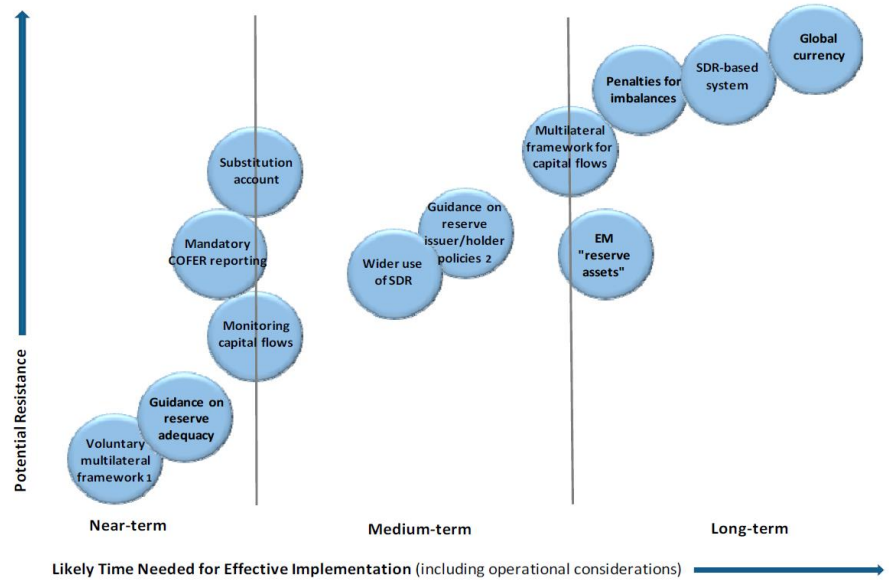
<sup>114</sup> Vgl. “Reserve Accumulation and International Monetary Stability”, International Monetary Fund

<sup>115</sup> “Enhancing International Monetary Stability – A Role for the SDR?”, IMF, 2011

<sup>116</sup> Vgl. „The Death of Money“, S. 212, James G. Rickards

**“Until 1971 the Dollar was an IOU (I owe you) Gold. Now the Dollar is an IOU nothing. The SDR is a who owes you nothing”.**  
**Peter Millar**

**IWF: Meilensteine zur Weltwährung**



Quelle: IWF, Reserve Accumulation and International Monetary Stability

**Der Economist hat bereits 1988 prognostiziert, dass es im Jahre 2018 eine weltweite Einheitswährung geben würde.** Im Zuge des 1987er Crashes wurde die Idee einer gemeinsamen Währung namens „Phoenix“ entwickelt, die quasi aus der Asche wiederaufersteht. Der IWF sollte die neue Zentralbank sein und eine globale Reservewährung emittieren.

**Economist, Cover 9. Juni 1988**



Quelle: Britanniaradio.com

## Fazit

***“The agreed changes in IMF governing structure are important in achieving a sense of political legitimacy for its governing structure and decision-making...  
A new Bretton Woods conference? We are long ways from that. But surely events have raised, whether we want to admit it or not, some fundamental questions that have been ignored for decades.”  
Paul Volcker***

**Die nächste große Krise könnte zu einer Neuausrichtung des internationalen Währungsgefüges führen.** Die meisten Vorschläge eines stärkeren Einsatzes von Sonderziehungsrechten erscheinen aus „österreichischer“ Sicht wenig sinnvoll, da ein global institutionalisiertes Fiatgeld nicht die eigentlichen systemimmanenten Probleme des Schuldgeldsystems vermeidet. Sonderziehungsrechte sind Derivate auf Derivate, insofern ist es zweifelhaft, ob dieses Instrument auf viel Vertrauen stoßen würde. Dennoch sollte man den politischen Willen dahinter nicht unterschätzen. Eine Ausweitung der Sonderziehungsrechte und die Weiterentwicklung des IWF zur weltweiten Zentralbank kämen nicht nur der Mentalität der (westlichen) Planer entgegen, sondern hätten für diese auch den Vorteil, dass die Regierungen ihre diversen Projekte weiter über eine unsichtbare Inflationssteuer finanzieren könnten. Der Zungenbrecher „Sonderziehungsrecht“ klingt zudem wesentlich angenehmer als „Währungsreform“ und könnte eine solche über die Hintertür bedeuten. Politisch reizvoll wäre die Lösung vermutlich auch, nachdem im Falle einer hohen Teuerung niemand wirklich verantwortlich gemacht werden könnte, nachdem der IWF für die meisten Menschen ähnlich wenig greifbar ist wie etwa die Begriffe QE, LTRO oder OMT.<sup>117</sup>

---

<sup>117</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle und Valek



## 9. DIE MIGRATION DER GOLDNACHFRAGE VON WEST NACH OST

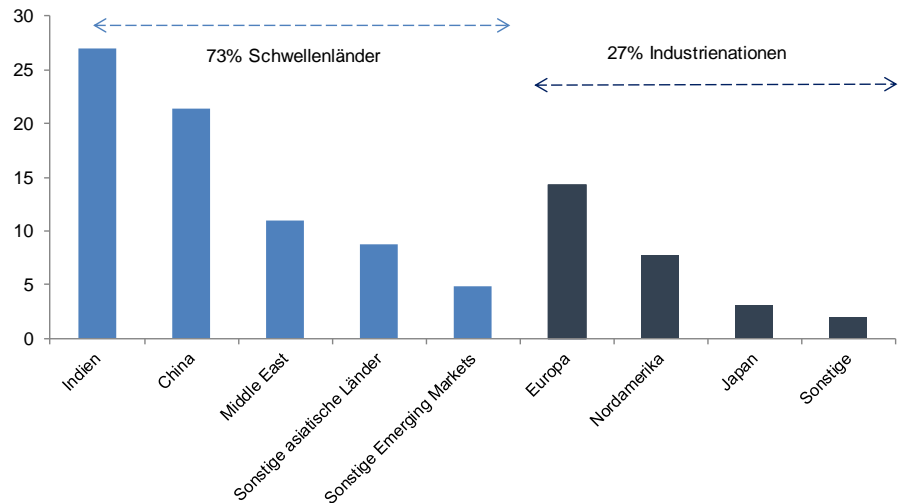
**Die stete Migration des Goldes von West nach Ost setzt sich unvermindert fort**

**„Chindia“ ist mittlerweile für 62% der physischen Nachfrage verantwortlich**

Gold wandert immer ab aus jenen Ländern, in denen Kapitalaufzehrung stattfindet, hin zu den Ländern, in denen Kapitalaufbau stattfindet. Die Römer hatten dies bereits vor mehr als 2.000 Jahren festgestellt, als Chinesen und Inder im Tausch gegen Gewürze und Seide lediglich Gold und keine römischen Waren akzeptierten. Wir halten es für gut möglich, dass Gold immer stärker gehortet wird und sich die Zirkulation verringert, nachdem es zunehmend von „starken Händen“ gehalten wird.<sup>118</sup>

Der Großteil der physischen Goldnachfrage stammt mittlerweile aus den Schwellenländern. Gemäß World Gold Council belief sich die Nachfrage seitens der Schwellenländer in den letzten fünf Jahren auf mehr als 70%. Allein „Chindia“ war im letzten Jahr für 62% der gesamten Nachfrage verantwortlich. Der Nachfragerückgang Indiens wurde in jüngster Vergangenheit von chinesischer Nachfrage (über)kompensiert. Der Regierungswechsel in Indien wird sich auf die Goldnachfrage positiv auswirken, nachdem die Importrestriktionen gelockert werden dürften.

### Goldnachfrage Schwellenländer und Industrienationen (5-Jahres-Durchschnitt) in %

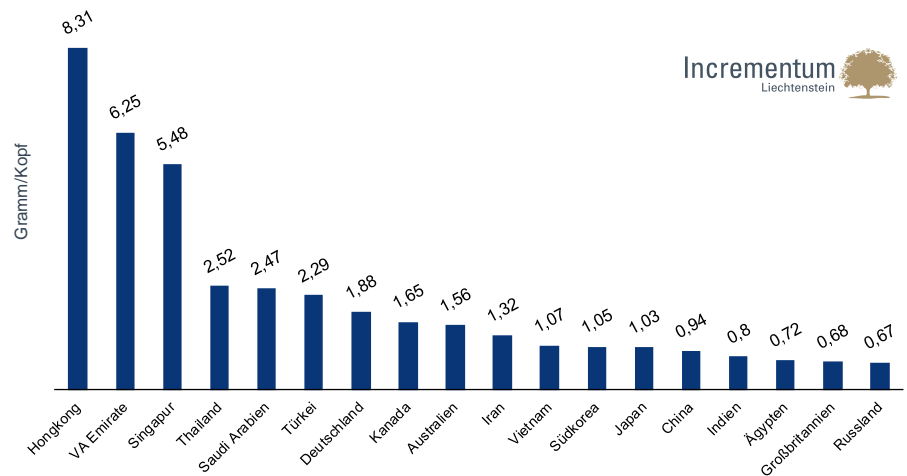


Quelle: Thomson Reuters GFMS, World Gold Council, Incrementum AG

Betrachtet man die Pro-Kopf-Nachfrage des Vorjahres, so erkennt man ebenfalls, dass sich unter den 20 größten Goldkäufern bereits zahlreiche Schwellenländer befinden. Dies ist insbesondere aufgrund der deutlich geringeren Kaufkraft erstaunlich.

<sup>118</sup> Vgl. „The Long Monetary March“, Myrmikan Update, September 23, 2013

### Pro-Kopf Nachfrage in Gramm



Quelle: GFMS, Thomson Reuters

Die chinesische Schmucknachfrage macht mittlerweile fast 30% der globalen Schmucknachfrage aus. Auch die Investmentnachfrage stieg in den letzten Jahren deutlich an. Hauptgrund dürfte die Angst vor einer schleichenden Entwertung von Sparguthaben sein. Dies ist in Folge der jahrelangen Politik der finanziellen Repression und negativer Realzinsen verständlich. **Folgende Faktoren werden sich langfristig auf die asiatische Goldnachfrage auswirken<sup>119</sup>:**

- **Steigende Einkommen:** In einer Studie prognostiziert Ernst & Young<sup>120</sup>, dass die Anzahl der Personen in der Mittelklasse in China bis 2020 auf 500 Mio. ansteigen wird. In Indien soll die Mittelklasse laut Economic Times 2016 bereits 267 Mio. Menschen ausmachen. Bis 2030 werden 64% der weltweiten Mittelklasse in Asien beheimatet sein.
- **Spareinlagen:** Knapp ein Drittel des verfügbaren Einkommens wird in China gespart. Aktuell belaufen sich die Spareinlagen auf umgerechnet USD 7,5 Billionen.
- **Urbanisierung und Transformation vom Agrar- zum Industriestaat**
- **Inflationsangst:** China erlebte eine Hyperinflation von 1937 bis 1949, welche noch immer in der monetären DNA der Chinesen steckt. Zudem gibt es hinsichtlich der offiziell publizierten Inflationszahlen – berechtigterweise – große Skepsis.
- **Mangel an Anlagealternativen:** Enttäuschende Performance des chinesischen Aktienmarktes (siehe nächster Chart)

<sup>119</sup> Vgl. "China's gold market: progress and prospect", World Gold Council

<sup>120</sup> Vgl. „Hitting the sweet spot: The growth of the middle class in emerging markets“ Ernst & Young

**Shanghai Composite vs. Gold in Yuan**

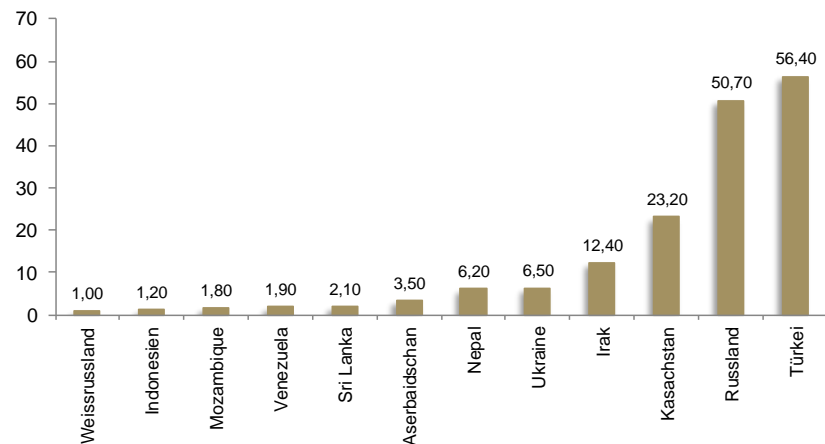


Quelle: Datastream, Incrementum AG

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

**Die offiziellen Notenbankkäufe beliefen sich im Vorjahr auf 409 Tonnen und fielen damit um 135 Tonnen geringer aus als im Vorjahr. Größte Käufer waren erneut die Türkei und Russland.** Generell zeigten die Schwellenländer vermehrtes Selbstbewusstsein hinsichtlich der eigenen (wirtschafts-)politischen Stärke, andererseits aber auch steigendes Misstrauen gegenüber den etablierten Reservewährungen. Dies zeigt sich an den stark gestiegenen Goldkäufen seitens der jeweiligen Notenbanken.

**Notenbankkäufe seit Juni 2013 in Tonnen**



Quelle: World Gold Council

**Während die Notenbanken der Schwellenländer also weiterhin Nettokäufer sind, haben die westlichen Notenbanken zumindest ihre Verkaufsprogramme beendet.** Zuletzt haben die Notenbanken des Euroraums, die EZB, die SNB und die Schwedische Reichsbank ein neues Gold-Abkommen unterzeichnet und sich darauf geeinigt, in den nächsten fünf Jahren „keine bedeutenden Goldverkäufe“ zu tätigen. Das mittlerweile vierte Abkommen sieht erstmals keine Höchstgrenzen für Goldverkäufe vor, wie sie in den vorangegangenen Abkommen noch üblich waren. Die

Zentralbanken bekennen sich weiterhin zur zentralen Bedeutung von Gold im modernen Währungssystem: „*Gold bleibt ein wichtiges Element der globalen Währungsreserven*“ und „*Die Unterzeichner des Abkommens werden ihre Goldtransaktionen weiterhin koordinieren um Marktverwerfungen zu vermeiden*“.

#### **Fazit**

**“Love Trade” wird an Bedeutung gewinnen**

**Die wachsende Bedeutung der asiatischen Mittelschicht auf die Goldnachfrage wird unserer Meinung nach weitgehend unterschätzt.** Ein Großteil der Schwellenländer weist ein deutlich größeres Faible für Gold auf als die Industrienationen. Diese 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“).**

## 10. THERE ARE NO MARKETS ANYMORE, JUST INTERVENTIONS<sup>121</sup>

**Freie Preisbildung ist Schnee von gestern**

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) und Währungen (Schweizer Franken, Japanischer Yen) seitens der Notenbanken massiv interveniert wird, ist offiziell und legitimiert. Zuletzt bestätigte z.B. auch Jean Claude Juncker, dass er im Falle einer Nominierung zum Europäischen Kommissionspräsidenten vorschlagen werde, dass die Finanzminister der Euro-Staaten der EZB „verbindliche Richtlinien für den Wechselkurs“ vorgeben sollten, falls die Währung zu stark werde.<sup>122</sup> **Die freie Preisbildung ist somit vielerorts Schnee von gestern.**

**Dass ein steigender Goldpreis nachlassendes Vertrauen in das Finanz- und Währungssystem signalisiert, liegt auf der Hand.** Dass daran weder Notenbanken noch Politik Interesse haben, ist ebenso selbsterklärend. Insofern sind die Motive für ein „Preismanagement“ klar und plausibel. Es wäre daher naiv auszuschließen, dass bei der Goldpreisfindung nicht interveniert würde. Klare Indizien dafür liefern zahlreiche Zitate honoriger Protagonisten:

*„Joint intervention in gold sales to prevent a steep rise in the price of gold, however, was not undertaken. That was a mistake.“*  
Paul Volcker, ehem. FED-Chairman

Die folgende Aussage ist besonders bemerkenswert, da der Goldpreis hier als Thermometer des Finanzsystems bezeichnet wird und auch die Möglichkeit eines Goldverkaufs spezifisch angesprochen wird:

*“If we are dealing with psychology, then the thermometers one uses to measure it have an effect. I was raising the question on the side with Governor Mullins of what would happen if the Treasury sold a little gold in this market. There’s an interesting question here because if the gold price broke in that context, the thermometer would not be just a measuring tool. It would basically affect the underlying psychology.“*  
Alan Greenspan, ehem. FED-Chairman

**Zahlreiche empirische Beweise für Manipulation des Goldpreises**

**Wurden die Manipulationsvorwürfe stets in die Verschwörungsschublade gesteckt, so gab es in den letzten Jahren zahlreiche handfeste Beweise, die ganz klar für eine Preisdrückung von Gold und Silber sprechen.** Rosa Abrantes-Metz, Professorin an der New York University, hat zusammen mit Albert Metz, Managing Director bei Moody’s, eine Studie vorgelegt, in der sie beweisen, dass die beim London Price Fixing beteiligten Banken, den Goldpreis manipulieren.<sup>123</sup> Das Ausmaß des manipulativen Verhaltens sei besorgniserregend. **Metz sorgte bereits 2012 für Furore, als sie den LIBOR-Manipulationsskandal ins Rollen brachte.**

**„Viele Verschwörungstheorien haben sich als Verschwörungstatsachen herausgestellt.“**  
Kevin Maher

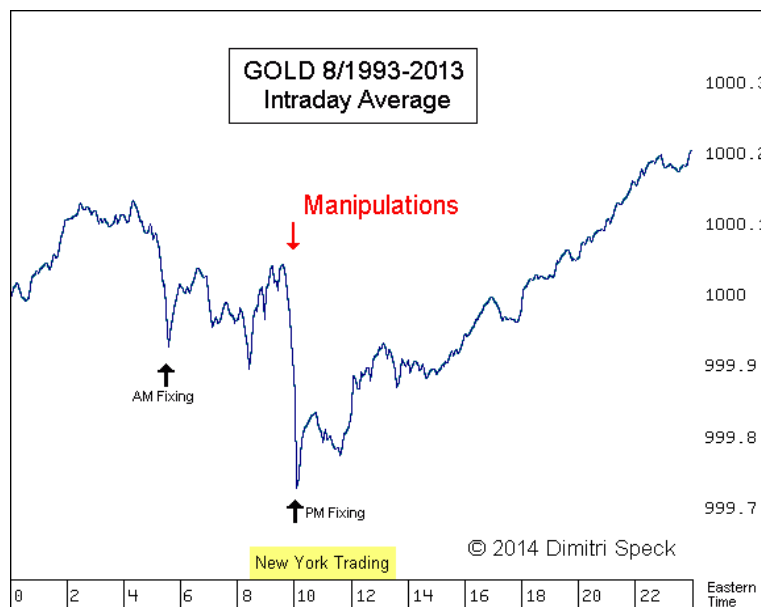
**Eine noch wesentlich umfangreichere Studie hinsichtlich der Manipulation hat der Autor und Fondsmanager Dimitri Speck**

<sup>121</sup> Chris Powell

<sup>122</sup> Vgl. „EZB plant Negativzinsen für die Einlagen von Banken“, Die Presse, 15. Mai 2014

<sup>123</sup> Vgl. „Preismanipulation: Die Goldsuche der Libor-Jägerin“, Der Spiegel

publiziert.<sup>124</sup> In minutiöser Kleinarbeit diagnostiziert er mittels statistischer Methoden, dass am 5. August 1993 eine neue Ära am Goldmarkt begann. An diesem Tag soll die Manipulation beim Preisfixing begonnen haben. **Der nachfolgende Chart zeigt den durchschnittlichen Tageskursverlauf seit 1993.** Man kann deutlich erkennen, dass der Kurs zum Nachmittagsfixing auffällig stark und schnell fällt.



Quelle: Dimitri Speck

*“I see signs of manipulation in gold through the action of “paper gold” on the COMEX.*

*Occasionally we see huge masses of futures being dumped in a matter of minutes on the thinly traded COMEX. All this in an effort to keep the price of gold down. Eventually, gold will reach its rightful level. So to coin a phrase, “You can’t keep a good currency down.”*

Richard Russell

Das etwas anachronistisch anmutende Gold-Fixing, welches 1919 erstmals in den holzgetäfelten Räumen von N.M. Rothschild & Sons in London stattfand, dürfte deshalb bald der Vergangenheit angehören. Nachdem sich der Verdacht erhärtet, dass die Fixing-Teilnehmer ihre privilegierte Position missbraucht haben, rollt nun eine Klagewelle<sup>125</sup> auf die am Goldfixing beteiligten Banken<sup>126</sup> zu. Seitdem im November vergangenen Jahres bekannt wurde, dass die deutsche Finanzaufsicht BaFin und die britische Aufsichtsbehörde FCA wegen Manipulationsvorwürfen ermitteln, reißt die Kritik an der Preisfindung nicht ab. Es scheint, als wären die Tage des Fixings langsam gezählt. Ein Vorbote darauf könnte das Ende des Silber-Fixings sein, welches im August 2014 nach 117 Jahren eingestellt wird.

<sup>124</sup> Vgl. „Geheime Goldpolitik“, Dimitri Speck

<sup>125</sup> Barclays wurde bereits zu einer Strafe von USD 44 Millionen verurteilt. Die FCA lastete der Bank zwar an, dass man zwischen 2004 und 2013 bei der „adäquaten Handhabung von Interessenskonflikten versagt“ habe, dennoch bezog sich die Strafe auf lediglich die Manipulation eines Goldfixings und zwar am 28. Juni 2012.

<sup>126</sup> Barclays, Scotiabank, HSBC und Société Générale sowie Deutsche Bank

## 11. STRUKTURELLE ÜBERSCHULDUNG SPRICHT FÜR WEITERE AUFWERTUNG VON GOLD

***“The natural remedies, if the credit-sickness be far advanced, will always include a redistribution of wealth: the further it is postponed, the more violent it will be. Every collapse of a credit expansion is a bankruptcy, and the magnitude of the bankruptcy will be proportionate to the magnitude of the debt debauch. In bankruptcies, creditors must suffer.”***

**Freeman Tilden, A World In Debt**

Ökonomen und Politiker versuchen weiterhin die hohen Schulden in Relation zur Wirtschaftleistung (Debt/GDP) zu verringern bzw. deren Wachstum zu stoppen. **Wir halten das Verhältnis zwischen dem Schuldenstand und dem Bruttoinlandsprodukt<sup>127</sup> grundsätzlich für wenig aussagekräftig. Die Nutzlosigkeit dieser Kennzahl erkennt man beispielsweise daran, dass die Berechnung des BIP's zuletzt verändert wurde.** Eine Erhöhung des BIP's muss – ceteris paribus – auch die Verschuldung in Relation zum BIP verringern.<sup>128</sup> Dies geschah in den USA, als das BIP plötzlich über Nacht um 3% höher ausgewiesen wurde, nachdem immaterielle Werte wie z.B. Lizenzgebühren und Entwicklungs-Ausgaben plötzlich in die Berechnung inkludiert wurden. In Folge wurden USD 470 Mrd. aus dem Statistik-Hut gezaubert. Dies entspricht in etwa der Wirtschaftsleistung Belgiens.<sup>129</sup>

**Wir halten das Verhältnis zwischen Staatsschulden und Staatseinnahmen für wesentlich aussagekräftiger.** In Japan liegen die Staatsschulden beispielsweise beim 19-fachen der jährlichen Steuereinnahmen. Durch eine Veränderung des Nenners kann man zudem erkennen, wie sich Zinserhöhungen auswirken würden. Wenn z.B. die öffentliche Verschuldung die Einnahmen um den Faktor 10 übersteigt, so würde ein Anstieg der durchschnittlichen Finanzierungszinssätze um 1 Prozentpunkt bedeuten, dass die Staatseinnahmen um 10% steigen müssten. Die folgende Grafik zeigt somit wie weit das keynesianische Endgame bereits fortgeschritten ist.<sup>130</sup>

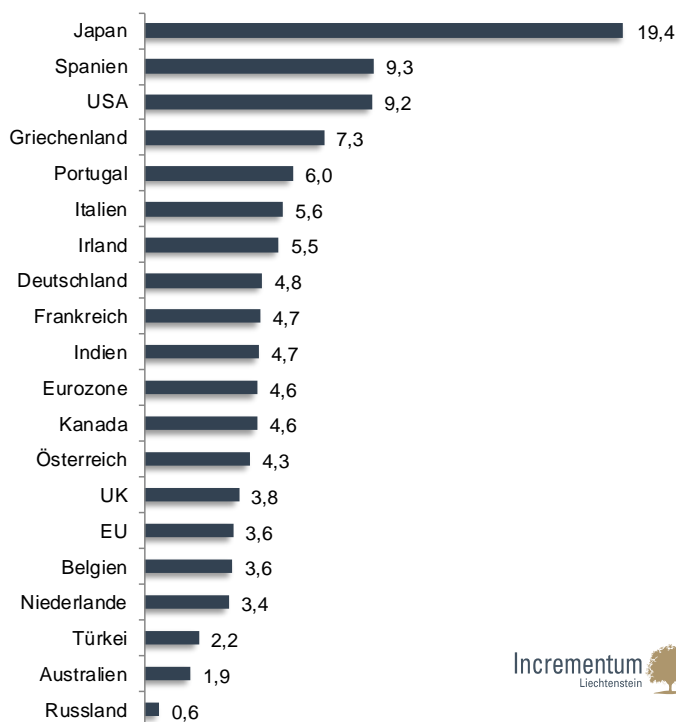
<sup>127</sup> Wobei auch das Konzept des Bruttoinlandsproduktes aus Sicht der Österreichischen Schule kritisch zu sehen ist. Eine kritische Auseinandersetzung mit dieser (vermeintlichen) Kennzahl für den Wohlstand einer Volkswirtschaft würde den Rahmen dieser Publikation jedoch sprengen.

<sup>128</sup> Vgl. „The Mirage of Economic ‚Growth‘, or Kicking Rogoff While He’s Down“, Acting-man.com

<sup>129</sup> Anmerkung: Ab 2014 inkludiert Italien auch die Geschäfte aus dem Drogenhandel, der Prostitution und aus dem Zigarettschmuggel in die BIP-Berechnung. Die illegalen Geschäfte werden modellmäßig berechnet und sollen bis zu 21% der Wirtschaftsleistung ausmachen. Eine solche Inkludierung der Schattenwirtschaft erfolgte in Österreich bereits 2009. Im Jahre 2012 betrug der BIP-Beitrag EUR 890 Mio.

<sup>130</sup> Vgl. „The Critical Chart in Sovereign Debt Analysis“, Greshams-Law.com

### Verhältnis Staatsschulden zu Steuereinnahmen (per Ende 2012)



Quelle: World Bank, Incrementum AG

Zudem fokussiert sich die Diskussion lediglich auf die expliziten, direkt sichtbaren Schulden. Diese gegenwarts- und vergangenheitsorientierte Blickweise zeigt jedoch nur eine Seite der Medaille, während die zukünftige fiskalische Entwicklung sowie demographische Trends vollständig ausgeblendet werden.

**„Auf der Grundlage der wachsenden Schuldenspirale gedeiht bloß quantitatives, nicht qualitatives Wachstum“**  
 Rahim Taghizadegan

Die sogenannte Nachhaltigkeitslücke trägt diesem Problem Rechnung. Sie setzt sich aus den bereits heute ausgewiesenen expliziten Staatsschulden und der impliziten Schuld zusammen. Die implizite Schuld gibt die Differenz aller zukünftigen Leistungen und Beiträge an, die bei geltendem Recht von allen heute lebenden und allen zukünftigen Generationen noch empfangen bzw. gezahlt werden müssen. **Mit anderen Worten zeigt die Nachhaltigkeitslücke, wie groß die Rücklagenbildung sein muss, damit das heutige Leistungsniveau auch in Zukunft finanzierbar bleibt.** Zu diesen verdeckten Schulden zählen alle Leistungen, die der Staat seinen Bürgern und anderen Berufstätigen in Form von Rentenzahlungen, Pflegeleistungen oder Krankenversicherung schuldet.<sup>131</sup>

**“What the government spends more, the public spends less. Public works are not accomplished by the miraculous power of a magic wand. They are paid for by funds taken away from the citizens.”**  
 Ludwig von Mises

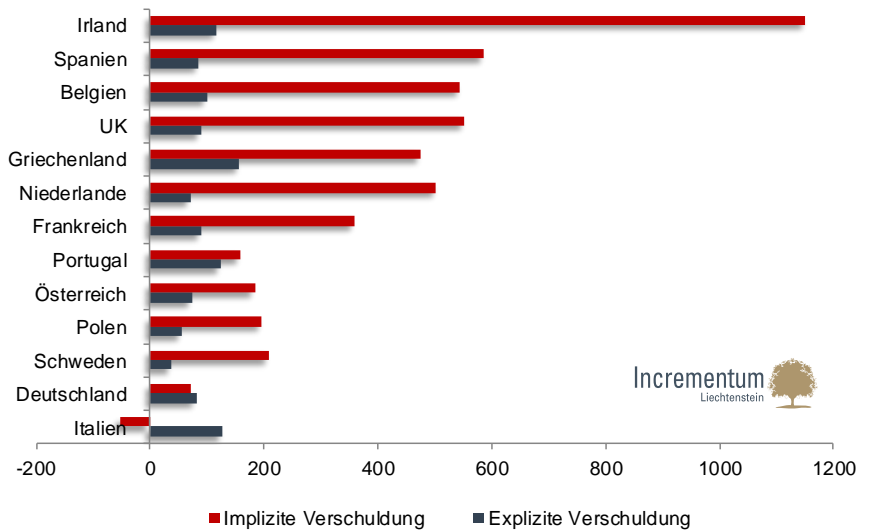
Die folgende Grafik zeigt das Nachhaltigkeitsranking der wichtigsten europäischen Staaten. Besonders zwei Dinge stechen heraus: Nachdem die impliziten deutlich höher als die expliziten Schulden sind, zeigt die traditionelle, vergangenheitsorientierte Schuldenbetrachtung ein deutlich zu optimistisches Bild.<sup>132</sup> Aufgrund der demografischen Entwicklung werden in praktisch allen Industrienationen die Ausgaben für Gesundheit, Pensionen und Pflege deutlich ansteigen. Zudem fällt gleichzeitig auch der Anteil der Menschen im erwerbsfähigen Alter, welche einen Großteil der Sozialversicherungsbeiträge und Steuerlast tragen. Ein weiterer Anstieg der

<sup>131</sup> Vgl. <http://de.wikipedia.org/wiki/Generationenbilanz>  
<sup>132</sup> Vgl. Stiftung Marktwirtschaft, Generationenbilanz



Staatsverschuldung ist daher ohne massivste Konsolidierungsbemühungen praktisch unmöglich. Als Konsequenz droht gemäß Stiftung Marktwirtschaft ein scherenförmiges Auseinanderlaufen der öffentlichen Ausgaben und Einnahmen.

**Implizite vs. Explizite Schulden einiger europäischer Staaten<sup>133</sup>**



Quelle: Stiftung Marktwirtschaft

*“When people talk of a price level, they have in mind the image of a level of a liquid which goes up or down according to the increase or decrease in its quantity, but which, like a liquid in a tank, always rises evenly. But with prices, there is no such thing as a level. Prices do not change to the same extent at the same time. There are always prices that are changing more rapidly, rising or falling more rapidly than other prices.”*

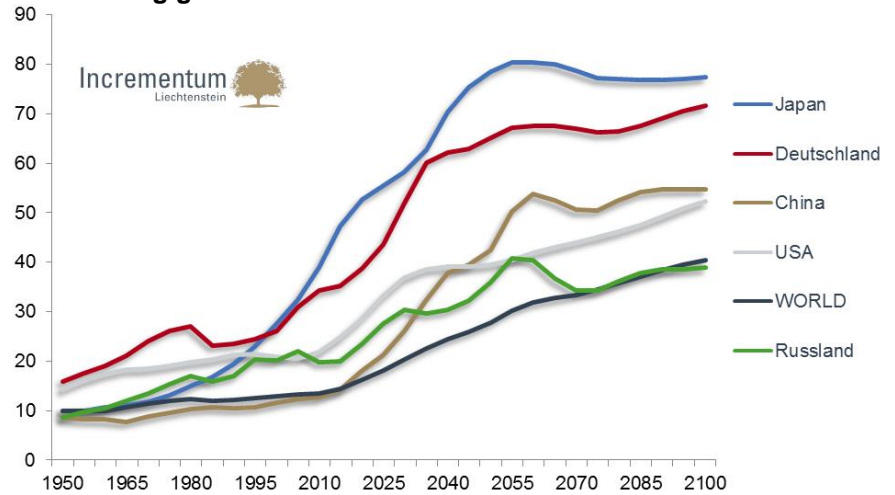
Ludwig von Mises

**Im Hinblick auf Inflation und Deflation sollte auch die demographische Entwicklung nicht unerwähnt bleiben.** Der Altersabhängigkeits-Quotient<sup>134</sup> illustriert das Verhältnis zwischen Pensionisten (älter als 65 Jahre) und der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (20-64 Jahre). Nachdem die extrem geburtsstarken Baby Boomer-Jahrgänge in den nächsten 10-15 Jahren in Pension gehen, steigt das Verhältnis in den meisten Industrienationen sukzessive an. In Japan wird das Verhältnis im Jahre 2055 bei ca. 80 liegen. Dies bedeutet, dass 100 Personen im arbeitsfähigen Alter 80 Pensionisten versorgen werden. Eine Konstellation, die alles andere als nachhaltig ist.

<sup>133</sup> Anmerkung: Während Luxemburgs hohe implizite Schulden vor allem auf einem extrem großzügigen Pensionssystem basieren, ergibt sich für Italien sogar ein implizites Vermögen, da sich der Anteil der altersabhängigen Ausgaben am BIP langfristig kaum erhöhen wird und Italien zudem einen deutlichen Primärüberschuss, d.h. einen Haushaltsüberschuss ohne Berücksichtigung der Zinszahlungen, aufweist.

<sup>134</sup> engl. “old age dependency ratio”

**Altersabhängigkeits-Quotient 1950 bis 2100e<sup>135</sup>**



Quelle: United Nations World Population Prospects, Incrementum AG

Aufgrund der demographischen Trends ist es offensichtlich, dass ein Großteil der staatlichen Pensionssysteme ohne exorbitante staatliche Subventionen in sich zusammenbrechen werden. **Sofern immer größere Ressourcen für die Sicherung des Rentenalters umgeschichtet werden müssen, wird sich dies definitiv auch negativ auf Konsumverhalten und Kreditwachstum auswirken und einen deflationären Überbau bedeuten.**<sup>136</sup>

<sup>135</sup> Die Zahlen beziehen sich auf die „medium Fertility“-Schätzungen gemäß UN

<sup>136</sup> Vgl. Wellenreiter-Invest „Deflationäre Vollbeschäftigung“, Robert Rethfeld

## a) Vermögensabgaben und finanzielle Repression als Lösung der Überschuldung?

***“There is only one way to kill capitalism - by taxes, taxes, and more taxes.”***

**Karl Marx**

Wir sind im Rahmen unserer letzten Goldreports bereits intensiv auf das Thema finanzielle Repression eingegangen. Finanzielle Repression bedeutet stets eine Kombination unterschiedlicher Maßnahmen, die dazu führen, dass das Anlageuniversum für Investoren deutlich eingeschränkt wird. Gelder werden somit in Richtungen kanalisiert, die in einem liberaleren Umfeld in andere Anlageklassen geflossen wäre. Ziel der finanziellen Repression ist eine indirekte Reduktion der Staatsschulden durch gezielte Beeinflussung der Kosten der Staatsschulden, zumeist begleitet durch stetige Inflation. **In letzter Instanz ist finanzielle Repression ein staatlich aufgetroyierter Vermögenstransfer.**

**Eine möglichst „lautlose Schuldenreduktion“ soll durch folgende Maßnahmen erreicht werden:<sup>137</sup>**

- Direkte oder indirekte Deckelungen der Zinssätze (besonders auf Staatsanleihen)
- Maßnahmen, die Inlandsinvestoren an den heimischen Kapitalmarkt binden, wie z.B. Kapitalverkehrskontrollen, regulatorische Regelungen, die den Portfolios institutioneller Investoren einen „home bias“ aufzwingen
- Steuern, die alternative Anlageinstrumente verteuern (z.B. Transaktionssteuern)
- Maßnahmen, die einen direkten oder indirekten staatlichen Einfluss auf Finanzinstitute implizieren (makroprudentielle Regulierung)
- Negative Einlagezinsen. Sie erhöhen jedoch den Anreiz für Banken in relativ risikoarme Wertpapiere zu investieren. Banken werden so ermutigt, Staatsschulden zu monetisieren – etwas, das mit Fug und Recht als Inflationspolitik bezeichnet werden darf.<sup>138</sup>

**Schulden können niemals Schulden tilgen. Schulden streichen Reichtum oder Reichtum streicht Schulden.**

**Eines der wichtigsten Ziele der finanziellen Repression ist es, die nominalen Zinssätze niedriger zu halten als die Teuerungsrate.** Dies senkt die Zinsaufwendungen des Staates und trägt zur realen Reduktion der Schuldenlast bei. Des einen Freud', des anderen Leid: **Weltweit verlieren Sparer so ca. EUR 100 Mrd. pro Jahr.<sup>139</sup> Ersparnisse sind jedoch besonders in Krisen enorm wichtig zur Kapitalbildung und für zukünftiges Wachstum.**

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

**Friedrich August von Hayek**

**Als Standardbeispiel für die „Erfolgsgeschichte“ der finanziellen Repression wird meist die Nachkriegszeit in den USA genannt.** Damals wurden liquide Bonds mit kurzfristigen Laufzeiten in illiquide langläufige Bonds getauscht. Hier erkennt man eine Parallele zur Gegenwart, nachdem die Erhöhung der Laufzeit der ausstehenden Bonds<sup>140</sup> eine zentrale Komponente der Finanzrepression darstellt.<sup>141</sup> Dies erkennt man auch anhand des nachfolgenden Charts.

<sup>137</sup> Vgl. „Niedrigzinsen und die Gefahr der finanziellen Repression: Perspektiven für die Zukunft“, Prof. Dr. Ansgar Belke

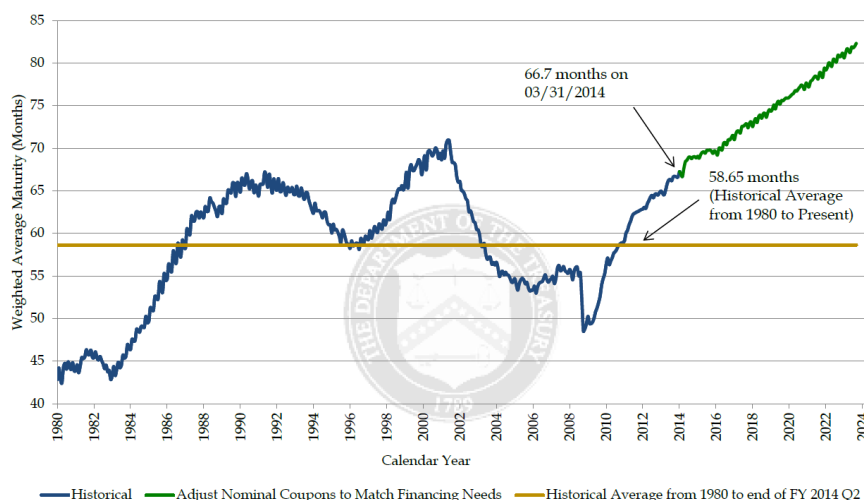
<sup>138</sup> Vgl. „Japanische Zinsverhältnisse in Sichtweite“, Degussa Marktreport, Dr. Thorsten Polleit

<sup>139</sup> <http://www.boerse.de/geldanlage/Aktienhausse-2-Der-Mut-zum-Risiko-wird-belohnt-/7400888>

<sup>140</sup> Maturity Extension Program – MEP

<sup>141</sup> Wesentlicher Bestandteil der damaligen Schuldenreduktion war allerdings die Wachstumspolitik, welche nach dem Krieg eingesetzt hatte. Diese wurde durch strukturelle Staatsverkleinerung und somit signifikanter Freisetzung von Ressourcen für die Privatwirtschaft ermöglicht.

### Gewichtete durchschnittliche Laufzeit in Monaten



Quelle: U.S. Treasury Office of Debt Management, Fiscal Year 2014 Q2 Report

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

**Das Laufzeitprofil der Fed-Bilanz hat sich in den letzten Jahren dramatisch ausgeweitet.** Es ist evident, dass eine Erhöhung der Laufzeit des Bondportfolios die Zinssensitivität erhöht. Wenn die Zinsen rasch ansteigen, so würden umgehend exorbitante Buchverluste für die Notenbanken entstehen und negatives Eigenkapital ausgewiesen werden.  
**Konkrete Beispiele für Repressions-Maßnahmen im vergangenen Jahr:**

- Rückwirkend zum 1. Februar besteuert Italien alle aus dem Ausland eingehenden Überweisungen mit 20%. Nur wenn man nachweisen kann, dass man keine Geldwäsche betrieben hat, erhält man sein Geld zurück. Die Beweislast liegt somit beim Steuerzahler.
- **In Polen wurde ein radikaler Schritt gewagt.** Um die Verschuldungsquote um 8 Prozentpunkte nach unten zu drücken, wurde die Enteignung der privaten Pensionskassen veranlasst. Der Hintergrund liegt darin, dass ab einer Verschuldungsquote von 55% automatisch Sparmaßnahmen implementiert werden. Durch die Enteignung von AXA, ING und Generali wurde die Schuldenquote um acht Prozentpunkte gedrückt. Gemäß Finanzminister Jacek, eröffne dies neues Verschuldungspotenzial für den Staat.

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

**Die aktuell am häufigsten diskutierte neue Einnahmequelle für den Staat sind direktere Maßnahmen, nämlich Zwangsabgaben auf Ersparnisse, Wertpapiere und/oder Immobilien.** Intensiviert wurde die Debatte nach einer Publikation des IWF, die wir nachfolgend zitieren wollen:

*“Die scharfe Verschlechterung der öffentlichen Finanzen in vielen Ländern hat die Möglichkeit einer einmaligen “Kapital-Abgabe” wiederbelebt. Diese außergewöhnliche Maßnahme könnte die Glaubwürdigkeit in Sachen öffentliche Schulden wiederherstellen. Ziel muss sein, dass diese Abgabe so durchgeführt wird, dass ihr niemand entgehen kann. Außerdem muss der Anschein erweckt werden, dass die Maßnahme einmalig sei, damit die Glaubwürdigkeit (ins System) gewahrt bleibt.”<sup>142</sup>*

**Auch die Deutsche Bundesbank sprang auf den Zug auf und meinte:**

<sup>142</sup> “Fiscal Monitor. Taxing Times”, International Monetary Fund: Oktober 2013, S. 49

*„Vor diesem speziellen Hintergrund werden im Folgenden verschiedene Aspekte einer einmaligen Abgabe auf private Nettovermögen der Inländer erörtert, das heißt eine Abgabe auf die Vermögen abzüglich der Verbindlichkeiten. Grundsätzlich ist eine Vermögensabgabe und erst recht eine fortlaufend erhobene Vermögensteuer aus gesamtwirtschaftlicher Sicht mit erheblichen Problemen verbunden, und der damit einhergehende Aufwand sowie die Risiken für den Wachstumspfad einer Volkswirtschaft wiegen schwer. In der Ausnahmesituation einer drohenden staatlichen Insolvenz könnte eine einmalige Vermögensabgabe aber günstiger abschneiden als die dann noch relevanten Optionen.... Sofern die Abgabe an Vermögen anknüpft, das in der Vergangenheit gebildet wurde, und glaubhaft einmalig ist, können die Abgabepflichtigen ihr kurzfristig nur schwer ausweichen, und die Beeinträchtigung der Arbeits- und Sparanreize durch die Abgabe hält sich, anders als bei einer laufend erhobenen Vermögensteuer, in Grenzen.“<sup>143</sup>*

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

**Wriston’s Law of Capital**

Der US-Ökonom Barry Eichengreen hatte bereits im Jahre 1989 in seiner Studie „The Capital Levy in Theory and Practice“ exakt beschrieben, wie eine erfolgreiche Zwangsmaßnahme ablaufen muss: ohne politische Debatten, schnell und vor allem überraschend. Ansonsten flieht das (Groß)kapital über die Grenzen oder in andere Anlageformen.

**Der Weg in Richtung Vermögensabgaben wird somit bereits geebnet.**

Auch wenn man die Zwangsabgabe oft als eine „Millionärssteuer“ betitelt, so sollte Vorsicht geboten sein. Die Erhebung einer solchen Vermögensabgabe hätte massive Auswirkungen auf das Sparverhalten und deshalb langfristig negative Folgen für den Kapitalaufbau. Die Kapitalstruktur wird verzerrt und die Kapitalakkumulation erschwert. Wo in der Vergangenheit die Ersparnisse auf den Kapitalmärkten gebildet wurden, wird nun, um die Abgabe zu umgehen, nach anderen Wegen gesucht. **Da die neuen Wege erst aufgrund der neuen Vermögensabgabe gesucht werden, handelt es sich um ineffizientere Formen der Kapitalbildung, denn ansonsten wären sie schon vorher genutzt worden.**<sup>144</sup>

**Fazit**

**„Entweder der Staat tötet den Staatskredit oder der Staatskredit tötet den Staat.“**

**David Hume**

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

<sup>143</sup> „Einmalige Vermögensabgabe als Instrument zur Lösung nationaler Solvenzkrise im bestehenden EWURahmen?“, Monatsbericht Januar 2014, Deutsche Bundesbank

<sup>144</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle und Valek

## 12. BEWERTUNGSANSÄTZE FÜR DEN GOLDPREIS

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

**Carl Menger**

In der Wissenschaft der Physik gibt es hundertprozentige Präzision. Wir wissen z.B. wie man Fallgeschwindigkeiten oder den Gefrierpunkt von Wasser berechnen kann. Eine solche Konstante kann es im Bereich der Wirtschaft nicht geben, nachdem sich die Daten permanent verändern. Die Ökonomie beschäftigt sich mit dem menschlichen Handeln und dessen Konsequenzen. **Diese spezielle Sichtweise zeichnet die Österreichische Schule aus, welche auf ökonometrische Erklärungsmodelle weitgehend verzichtet.**

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

### a) Quantitatives Bewertungsmodell: Szenario-Analyse

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

**Aristoteles**

Auch wenn wir der Meinung sind, dass Subjekte individuell für den jeweiligen Bewertungsakt verantwortlich sind und es keinen objektiv feststellbaren „fairen Preis“ geben kann, haben wir im Vorjahr erstmals ein langfristiges Bewertungsmodell für die Entwicklung des Goldpreises vorgestellt.

**Obwohl Gold offiziell nicht Teil des internationalen Währungsgefüges ist, spielt es als Währungsreserve weiterhin eine wichtige Rolle.** Wie in den vorherigen Abschnitten bereits erwähnt, nimmt die Stellung von Gold seit einigen Jahren tendenziell zu. Dies manifestiert sich am eindeutigsten dadurch, dass Zentralbanken wieder zu Nettokäufern des Edelmetalls geworden sind. Um eine Quantifizierung des Monetisierungsgrades von Gold vornehmen zu können, beobachten wir in diesem Zusammenhang zwei Parameter:

1. Die **zukünftige Entwicklung der Zentralbankbilanz**
2. Den **zukünftigen impliziten Deckungsgrad der Bilanz** durch die staatlichen Goldreserven

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

Seit Ende des Goldstandards ist für die Zentralbanken kein expliziter Golddeckungsgrad mehr erforderlich. Anhand der Goldreserven und des Marktpreises kann jedoch eine implizite Golddeckung errechnet werden. Eine Grundannahme unseres Modells ist, dass sich verstärkte Ausweitung der Zentralbankbilanzen langfristig (wahrscheinlich über verstärkte Preisinflation<sup>145</sup>) in erhöhten Marktpreisen für Gold ausdrücken wird. Der „*Monetarisierungsgrad*“ des Goldes steigt in Zeiten abnehmenden Vertrauens und fällt in Zeiten zunehmenden Vertrauens in die Papiergeldwährung.

<sup>145</sup> Siehe auch Kapitel Gold und Inflation

**Golddeckung der Basisgeldmenge in %**



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

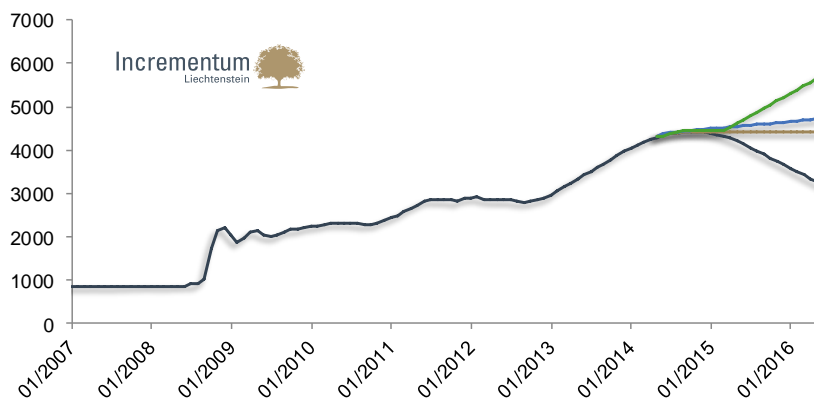
**Monetisierungsgrad von Gold relativ zum Dollar auf Allzeit-Tief**

**Der Monetisierungsgrad von Gold in Relation zur Basisgeldmenge liegt aktuell bei 8% und markiert somit ein Allzeittief.** Das Vertrauen in die US-Geldpolitik befindet sich demnach auf einem hohen Stand. Preisinflation wird von den wenigsten Marktteilnehmern als unmittelbare Gefahr gesehen.

Bereits im Vorjahr hatten wir für einen 24-Monathorizont vier Szenarien für die künftige Entwicklung der US-Zentralbankbilanz erstellt.<sup>146</sup> Diese Szenarien haben wir dieses Jahr an die bislang eingetretenen Entwicklungen angepasst und erneut Eintrittswahrscheinlichkeiten für die kommenden 24 Monate erstellt.

Szenario	Wahrscheinlichkeit 06/2013	Wahrscheinlichkeit 06/2014
QE läuft aus mit Exit	25%	5%
QE läuft aus, ohne Exit	30%	70%
QE läuft nicht aus	30%	10%
QE beschleunigt sich/ läuft erneut an	15%	15%

**Szenarien Bilanzsumme Federal Reserve**



Quelle: Incrementum AG

<sup>146</sup> Wir möchten darauf hinweisen, dass diese Annahmen klar von der Erste Group Research-Meinung abweichen.

Derzeit sieht es so aus, als würde das QE3 zu Jahresende auslaufen. Allerdings hat sich die Wahrscheinlichkeit einer baldigen Rückführung der Zentralbankbilanz drastisch verringert. **Hochrangige US-Notenbanker räumten unlängst erstmals ein, dass die Zentralbankbilanz wohl noch auf Jahre hinaus nicht verkürzt werden wird.**<sup>147</sup>

**Asymmetrischeres Bild als im Vorjahr**

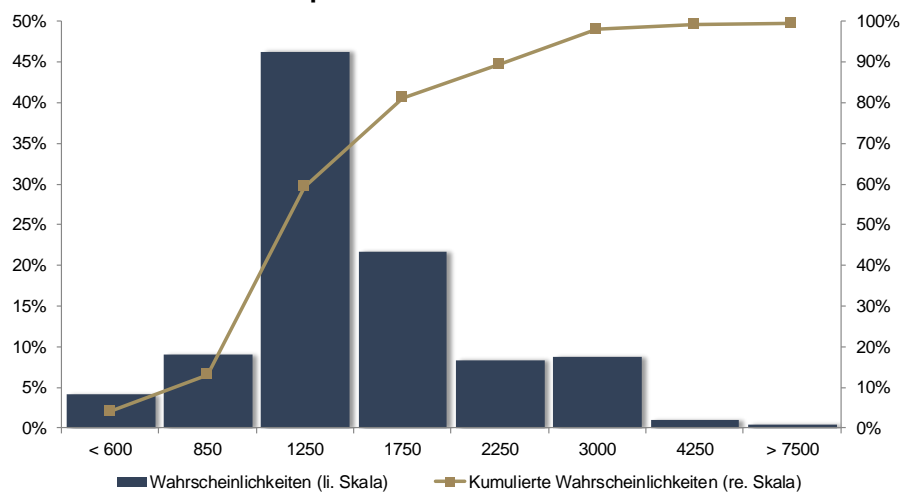
**Somit sehen wir im Vergleich zu letztem Jahr ein asymmetrischeres Bild, was die künftige Zentralbankbilanzentwicklung angeht.**

Das Hauptszenario ist derzeit eindeutig, dass das aktuelle Tapering-Programm im Oktober oder Dezember 2014 zu Ende geht und danach die Zentralbankbilanz stabil gehalten werden soll. Die Szenarien 3 und 4 haben wir mit einer geringen Eintrittswahrscheinlichkeiten beibehalten, da die Zentralbank weiterhin ihrer unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen datenabhängig beurteilt. Eine neuerliche Ausweitung des QE Programms wäre zum aktuellen Zeitpunkt für die allermeisten Teilnehmer eine Überraschung und würde mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Reaktion am Goldmarkt verursachen. Dieser würde sich dann auch auf den impliziten Deckungsgrad der Bilanz niederschlagen. Auch mit einer geringen **Eintrittswahrscheinlichkeit kalkuliert, schlägt sich dies trotzdem nennenswert als Risikoprämie gegenüber dem aktuellen Goldpreis nieder.**

**Langfristig erwarteter Wert von USD 1.515**

**Das Modell errechnet mit den gewichteten Wahrscheinlichkeiten einen langfristig erwarteten Wert von USD 1.515 je Unze Gold.** Diese Einschätzung ist doch deutlich konservativer als im vergangenen Jahr, da aus heutiger Sicht die Beendigung des aktuellen QE Programmes wahrscheinlicher geworden ist. Dies war vor einem Jahr noch bei weitem nicht so wahrscheinlich. Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man jedoch, dass die Verteilung signifikant rechtsschief ist. Sollte also vom aktuell weitläufig erwarteten Pfad der Stabilisierung der Zentralbankbilanz abgewichen werden, so würde sich signifikantes Aufwärtspotenzial für den Goldpreis ergeben.

**Durchgerechnete Verteilungswahrscheinlichkeit aller Szenarien und damit verbundener Goldpreis**



Quelle: Incrementum AG

<sup>147</sup> Vgl. <http://www.bloomberg.com/news/2014-06-11/fed-prepares-to-keep-super-sized-balance-sheet-for-years-to-come.html>



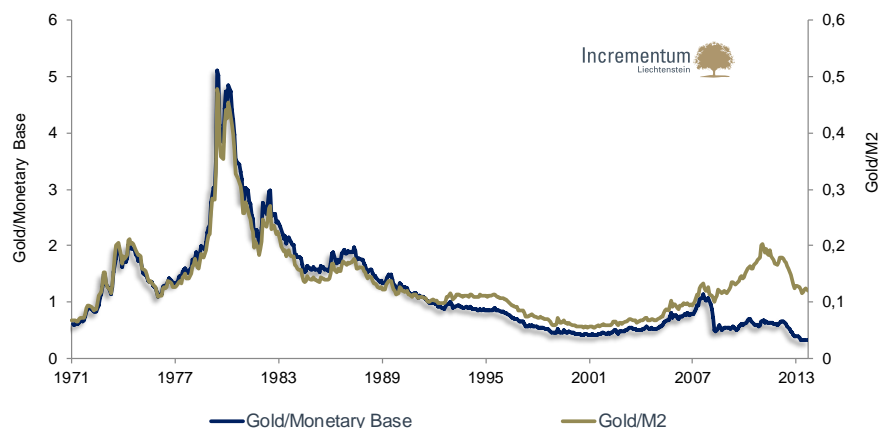
## b) Relative Bewertung mittels Ratio-Analyse

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

### 1) Gold vs. Monetäre Aggregate

Anhand der nachfolgenden Ratio-Grafik erkennt man, dass Gold sowohl gegenüber der Geldmengenbasis als auch im Vergleich zur M2-Geldmenge „günstig“ ist und klar unter den langfristigen Durchschnitten notiert. In Relation zur Geldmengenbasis handelt Gold wie bereits erwähnt auf neuen Allzeit-Tiefstständen.

#### Gold vs. Geldmengenaggregate: Monetary Base (linke Skala) und M2 (rechte Skala)



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

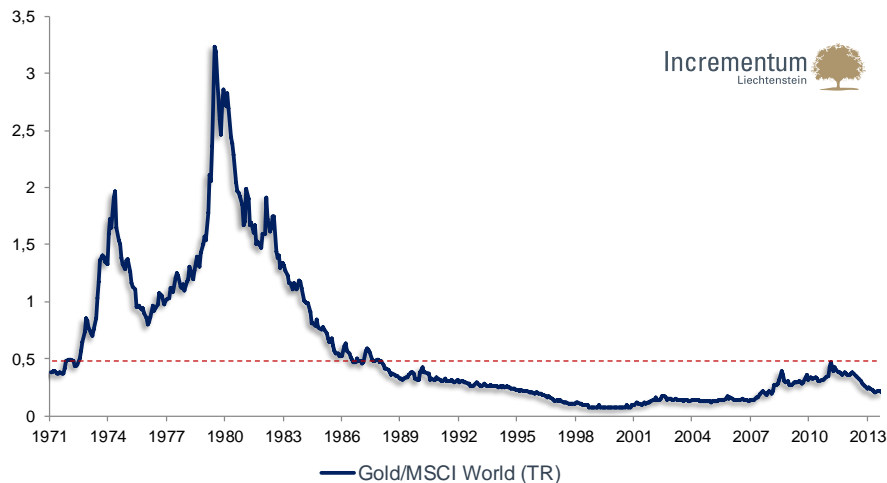
### 2) Gold vs. Aktien

#### Gold in Relation zu MSCI USA und MSCI World unterbewertet

Anhand des Vergleiches mit globalen Aktien<sup>148</sup> erkennt man ebenfalls eine relative Unterbewertung von Gold. Das Verhältnis zwischen Gold und dem MSCI World Index von aktuell 0,20 liegt unterhalb des langfristigen Mittelwerts von 0,6 und weit unterhalb der Höchststände von 3,4. Ähnliche relative Unterbewertungen erkennt man auch anhand des Vergleiches mit DAX, Dow Jones und MSCI Europe.

<sup>148</sup> MSCI World Total Return Index, also inklusive reinvestierter Dividendenerträge

### Gold vs. MSCI World

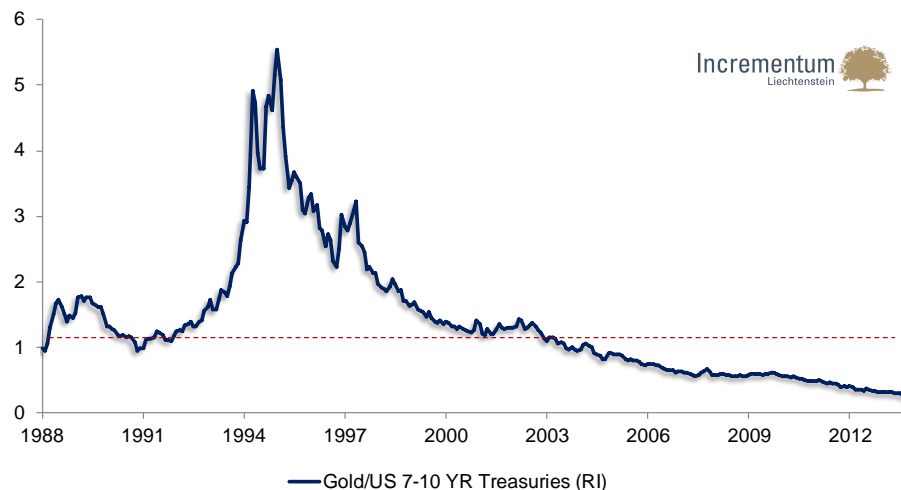


Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

### 3) Gold vs. Bonds

Vergleicht man den Goldpreis mit Bond-Indizes (ebenfalls Total Return), so ist ebenfalls keine Überbewertung von Gold sichtbar. In Relation zu US-Staatsanleihen<sup>149</sup> notiert Gold deutlich unterhalb des langfristigen Durchschnitts. Ähnliche Ergebnisse liefert auch der Vergleich mit Unternehmensanleihen.<sup>150</sup>

### Gold vs. BOFA ML 7-10YR Treasury



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

### Gold vs. High Yield Anleihen und Öl unterbewertet

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

<sup>149</sup> BOFA ML 7-10YR TREASURIES Total Return

<sup>150</sup> z.B. BOFA ML US CORP MASTERS Total Return

**“Fine art behaves the way gold would behave if central banks didn’t manipulate it.”**

**Jim Rickards**

Ratio	Stand aktuell	Langfristiger Durchschnitt	Low	High	Gold relativ teuer?
Gold/Silber	62x	56x	14x	99x	Ja
Gold/Öl (Brent)	11,5x	15x	6,5x	39x	Nein
Gold/CCI <sup>151</sup>	2,46x	1,6x	0,6x	3,2x	Ja
Gold/Fine Wine <sup>152</sup>	5,01x	4,9x	1,5x	15,1	Fair
Gold/Sotheby's <sup>153</sup>	32,5x	29,2x	4,2x	54,3x	Fair
Gold/High Yields <sup>154</sup>	1,21x	1,7x	0,69x	4,5x	Nein
Gold/Housing <sup>155</sup>	0,005x	0,0035x	0,0014x	0,0095x	Ja
Gold/Kupfer <sup>156</sup>	4,1x	3,6x	0,84x	25x	Ja

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

**Der langfristige Vergleich zwischen Gold und anderen Asset-Klassen zeichnet somit ein klar positives Szenario.** Sowohl in Relation zu Geldmengenaggregaten, als auch zu den traditionellen Asset-Klassen (Aktien und Bonds) liegt Gold unter den langfristigen Durchschnitten. Gegenüber einer Auswahl an verschiedenen „Real Assets“ befinden sich einige Verhältnisse über dem Mittelwert, jedoch weit von Extremniveaus entfernt.

<sup>151</sup> Continuous Commodity Index

<sup>152</sup> Liv-ex Fine Wine Investables Index since January 1988

<sup>153</sup> We regard the stock of Sotheby's as a proxy for the art market

<sup>154</sup> BOFA ML US High Yield Masters Total Return, ab 1986

<sup>155</sup> US Average Existing Home Price, Single-family & Condo

<sup>156</sup> Copper Cathode C/LB

## 13. GOLDAKTIEN

### a) *Stock to Flow: die besondere Anomalie der Goldaktien*

„The cure for low prices is low prices“ gilt nicht für Gold

Hohes Stock to Flow hat auch Auswirkungen auf Goldproduzenten

Förderkosten sind KEINE Untergrenze für den Goldpreis

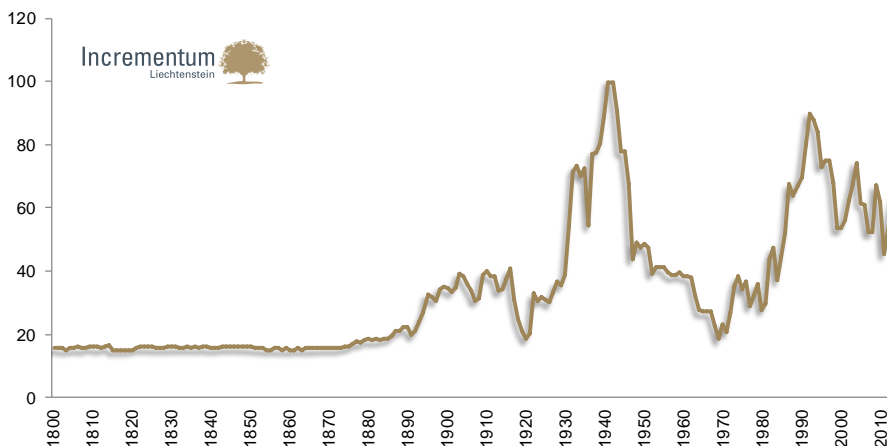
Aufmerksame Leser unserer Reports sind mittlerweile bestens mit dem Konzept des Stock to Flow Ratios vertraut. Gold und Silber werden aufgrund dieses Charakteristikums auch als Bestandsrohstoffe bezeichnet. **Uns ist an dieser Stelle wichtig, diese spezielle Eigenschaft in Verbindung mit Goldaktien zu bringen.**

Gold unterscheidet sich von allen anderen Verbrauchsrohstoffen (also auch von den Edelmetallen Platin und Palladium!) dadurch, dass die geförderte Menge des Rohstoffes zum größten Teil gehortet und nicht verbraucht wird. Die gesamte gehortete Reservemenge an Gold wird in Form von Münzen, Barren, Kunst und Schmuck aufbewahrt. **Der hohe Reservebestand wirkt wie ein riesiges „Warenlager“ und hat zur Folge, dass lange Phasen von überschüssigem Angebot auftreten können.**

Der Preis kann unter Umständen über Jahre hinweg deutlich unter die Förderkosten fallen, wenn z.B. die industrielle Nachfrage aus dem Bestand bedient wird. **Häufig heißt es, dass der Goldpreis niemals unter die Produktionskosten fallen könne. Das vielzitierte Argument einer natürlichen Untergrenze ist bei Gold nicht zulässig.**

Daher rührt auch ein wesentlicher Unterschied im Vergleich zu den anderen Rohstoffproduzenten. Eine Demonetarisierung eines monetären Metalles bewirkt typischerweise den Abbau von Reservebeständen. Zu erwähnen ist hier beispielsweise die Übergangsphase vom Bimetall-Standard zum Goldstandard. Silber wurde demonetarisert, die monetären Bestände wurden in den folgenden Jahrzehnten für die industriellen Bedürfnisse freigesetzt. Das Wegfallen der monetären Nachfrage hat sich entsprechend negativ auf den Preis ausgewirkt. **Dies lässt sich unter anderem auch anhand des Gold/Silber-Ratios ablesen.**

#### Gold/Silber-Ratio seit 1800

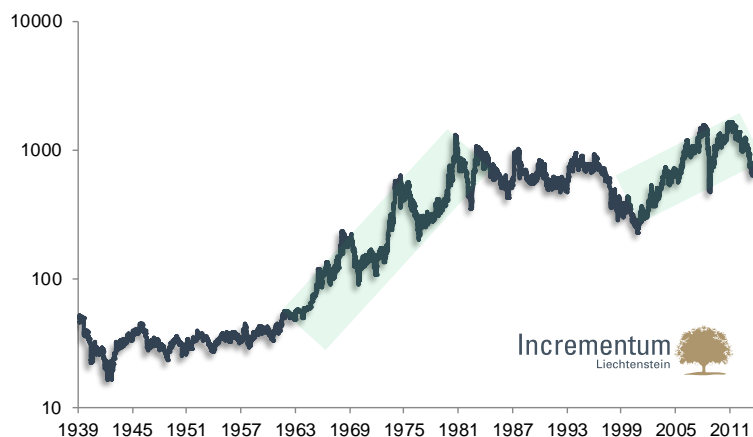


Quelle: Measuringworth.com, Incrementum AG

**Umgekehrt tritt im Zuge einer Remonetarisierung ein massiver, struktureller Nachfrageüberhang auf.** So kann beispielsweise in einem

Fiatgeldsystem, in dem über Jahrzehnte hinweg stabile Geldpolitik betrieben wurde, ein Paradigmenwechsel der Geldpolitik plötzlich massive monetäre Nachfrage nach Gold und Silber auslösen. Ein gutes Beispiel liefern hier die 70er Jahre. In diesem Fall wird der Preis signifikant *über* die Förderkosten steigen und kann zu einer jahrelangen Hausse bei Goldminen führen.

#### **Barrons Gold Mining Index seit 1939 (logarithmische Skalierung)**



Quelle: [www.nowandfutures.com](http://www.nowandfutures.com), Incrementum AG

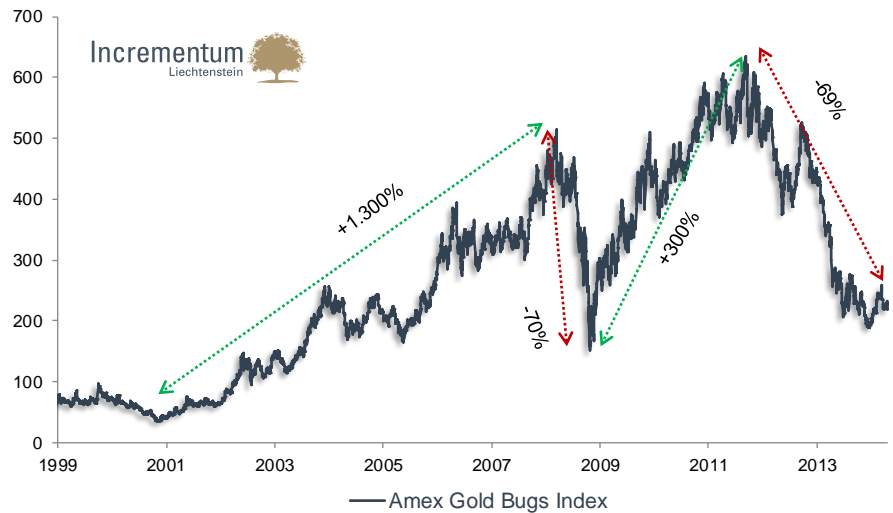
**Die Anomalie der Bestandsrohstoffe führt daher auch zu einer Anomalie bei den Produzenten.** Ein solcher Superzyklus wird unserer Meinung nach in erster Linie durch langfristige Änderungen in der Finanzordnung ausgelöst. **Für Mining-Unternehmen und Mining-Investoren hat dies folgende wesentliche Konsequenzen:**

- Historisch sind überdurchschnittlich lange Bullen- und Bärenmärkte bei Goldaktien zu erkennen
- Der Superzyklus wird ausgelöst durch fundamentale Änderungen der monetären Rahmenbedingungen
- Die langfristig anhaltenden Trends haben auch Auswirkungen auf die Corporate Governance
- Nach ausgedehnten Boomphasen bewirken die strukturell hohen Margen häufig suboptimalen Umgang mit den Unternehmensressourcen
- Ausgiebige Depressionsphasen zwingen die Branche zu einer massiven Konsolidierung, die verbleibenden Unternehmen werden zu extremer Effizienz gezwungen
- Für Investoren ergeben sich insbesondere nach Jahren der Konsolidierung besonders interessante Einstiegszeitpunkte
- **Der ungewöhnlich hohe Top-Down Einfluss der geldpolitischen Geschehnisse auf diese Anlageklasse spricht für eine *aktives Timing der Minenaktien***

**Die nachfolgende Grafik illustriert, dass Goldaktien alles andere als "buy and hold"-Investments darstellen und aktiv verwaltet werden müssen.** Dies bestätigt auch das folgende Zitat: *"Market and sector forces together typically cause 80% of the price movement in a stock. That means the company fundamentals usually account for less than 20% of a stock's price"*

movement. This is the reason a company's stock price sometimes seems to move independently of the fundamentals".<sup>157</sup>

**Amex Gold Bugs Index: Bullenmarkt- und Bärenmarkzyklen seit 1999**



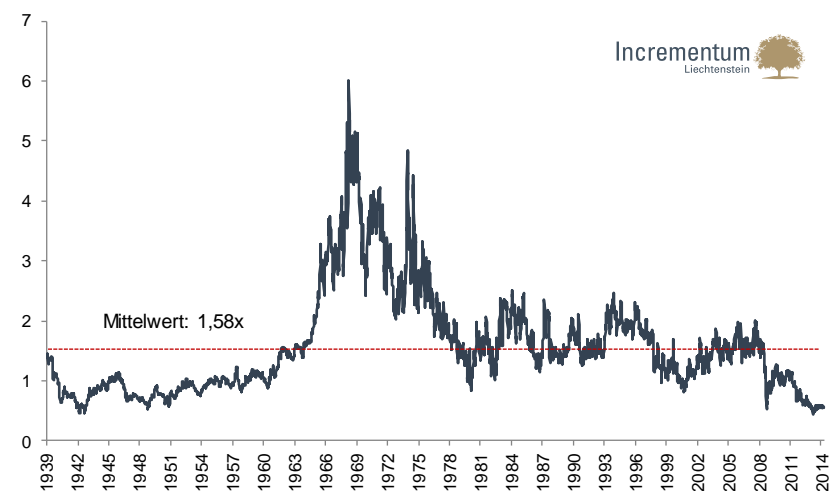
Quelle: Datastream, Incrementum AG

**b) Sind Minenaktien nach dem Abverkauf ein Contrarian-Investment historischen Ausmaßes?**

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

Entwickelte sich der Goldpreis im vergangenen Jahr bereits enttäuschend, so war die Entwicklung der Goldaktien desaströs. Das Ausmaß der Underperformance erkennt man am besten anhand eines langfristigen Vergleiches. Der älteste verfügbare Goldindex, der Barrons Gold Mining Index (BGMI) notiert derzeit relativ zu Gold auf dem niedrigsten Stand seit mehr als 70 Jahren.<sup>158</sup>

**BGMI/Gold-Ratio auf tiefstem Stand seit 1942**



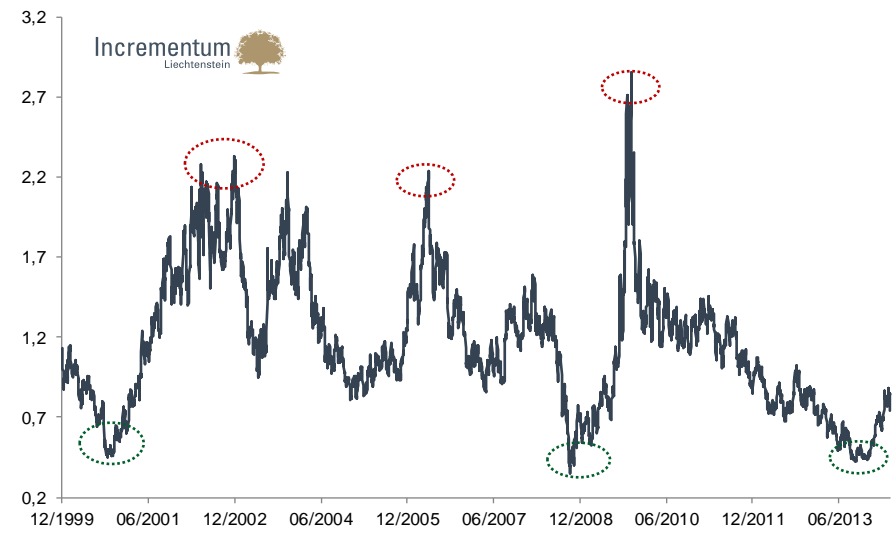
Quelle: Nick Laird, Sharelynx.com, Barrons, Incrementum AG

<sup>157</sup> "The Latent Statistical Structure of Securities Price Changes" Benjamin F. King

<sup>158</sup> Der BGMI inkludiert derzeit ua. Barrick Gold, Freeport, Goldcorp und Kinross Gold

Die folgende Grafik zeigt wie stark überverkauft der Minensektor aktuell ist. Im Sommer 2013 zeigte der 12-Monats-Oszillator eine extrem überverkaufte Situation an, welche es im Zuge dieses Bullenmarktes erst zwei Mal zuvor gab. **Beide Male war es der Startschuss für starke Aufwärtsbewegungen der Minenaktien.**

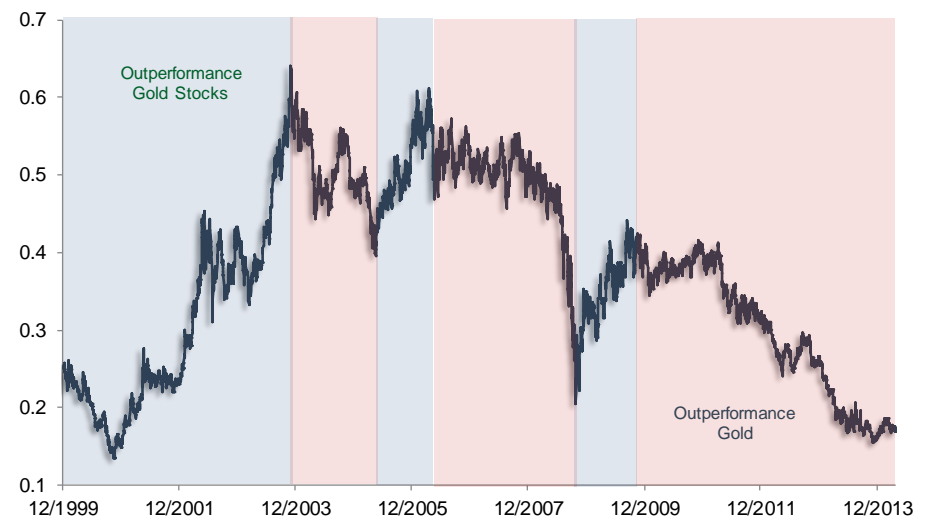
**HUI Index: 12-Monats Oszillator (yoy Change)**



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

**In Relation zum Goldpreis tendieren die Goldaktien im Gold Bugs Index auf dem niedrigsten Stand seit dem Jahre 2000.** In blau sind jeweils Phasen eingezeichnet, in denen Goldaktien den Goldpreis outperformten und in rot Phasen, in denen sich Gold relativ besser entwickelte. Man erkennt, dass die derzeitige Phase die bislang längste Underperformance der Goldaktien seit Beginn des Bullenmarktes zeigt.

**HUI/Gold-Ratio seit 1999**



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

**Weiterhin wird dem Sektor extrem viel Skepsis entgegengebracht.** Dies erkennt man auch anhand des Verhältnisses zwischen HUI-Index und S&P500. Die Ratio-Linie liegt derzeit auf dem niedrigsten Stand seit 2001.



Quelle: Datastream, Incrementum AG

### **c) Schöpferische Zerstörung: Steht der Sektor vor einer Kehrtwende?**

**Stete Extrapolation steigender Goldpreise war für Minenindustrie verheerend**

Goldaktien haben es in den letzten Jahren nicht geschafft den erwarteten Hebel gegenüber Gold zu liefern. Nun scheint es, als würden Mining-Aktien von frustrierten Aktionären für die Fehler der Vorjahre bestraft. Ausschlaggebend dafür war neben der Kosteninflation, suboptimaler Kapitalverwendung sowie physisch hinterlegten Gold ETF's als Investmentalternative, vor allem eine stete Extrapolation steigender Goldpreise.<sup>159</sup> Im Zuge des Bullenmarktes verwendete die Industrie immer höhere Preisannahmen, um zuvor unrentable Unzen in ihre Minenpläne zu inkludieren. Folglich wurden die Lebenszyklen der Minen verlängert und die Produktion ausgeweitet.<sup>160</sup> Ein Großteil daraus erfolgte allerdings aus hochpreisigen Unzen. Zudem wurden zunehmend anspruchsvolle und komplexe Projekte in Angriff genommen und stark verwässernde Übernahmen getätigt. In Kombination mit stetig steigenden Personal- und Inputkosten sowie höheren Steuersätzen führte dies zu sinkenden operativen Cash Flows.

**Goldproduktion je Aktie fiel jährlich um 9%**

Die Kosten wuchsen seit 2000 jährlich um durchschnittlich 11%. **In einem Umfeld steigender Goldpreise war dies kein Problem, die Produktion konnte „at any cost“ ausgeweitet werden. In erster Linie war die Expansion allerdings durch Aktienaussgabe getrieben.** Laut U.S. Global stieg die Goldproduktion der größten 80 Goldproduzenten seit 2008 um 14%, während die Förderung pro Aktie jährlich um 9% fiel.<sup>161</sup> In Folge hatte die Industrie per Ende 2012 (als der Goldpreis im Schnitt bei 1670 Dollar lag) kaum Free Cash Flow produziert und die Verschuldung deutlich erhöht.<sup>162</sup>

**Die scharfe Korrektur des Goldpreises offenbarte schlagartig, dass zahlreiche Projekte, welche bei USD 1.600 rentabel waren, nun unökonomisch sind.** Weitere Entwicklungsprojekte sind auf aktuellem

<sup>159</sup> Vgl. „Gold: Beta's back“, Catherine Raw, BlackRock

<sup>160</sup> Die Goldproduktion stieg zwischen 2008 und 2013 um 24%.

<sup>161</sup> Vgl. „Time to Mine for Gold Mining Opportunities?“, U.S. Global Investors

<sup>162</sup> Vgl. „Beta's back“, Catherine Raw, Mining Journal.com



Preisniveau nicht nur Geldverschwendung sondern können auch existenzbedrohend sein, sofern der Goldpreis für längere Zeit auf diesem Niveau (oder tiefer) verharren sollte.

**Viele Input-Kosten sind ein Derivat des Goldpreises**

Man erkennt im Zuge der Korrektur zudem, wie stark der Goldpreis selbst die Kosten beeinflusst (sowohl nach oben wie auch nach unten). **Zahlreiche Kosten sind ein direktes Derivat des Goldpreises** (z.B. Royalties, Input-Faktoren wie z.B. Drilling-Kosten, Steuern, Gehälter für Fachkräfte etc.). Insofern halten wir den Vorschlag von David Baker für höchstinteressant, wonach Goldproduzenten in der Währung Gold bilanzieren sollten. Zudem sollen die Mining-Unternehmen einen fixen Prozentsatz der Produktion an die Aktionäre ausschütten. Dies hätte zahlreiche Vorteile, wie z.B. höhere Transparenz und Vergleichbarkeit innerhalb der Branche, größtmögliche Disziplin des Managements bei M&A-Aktivitäten etc.<sup>163</sup>

**Wir halten weiter sinkende Förderkosten für realistisch**

**Im letzten Goldreport haben wir bereits formuliert, dass wir uns hinsichtlich des Mantras der „ewig steigenden Förderkosten“ skeptisch zeigen und ein Ende der steigenden Kosten bzw. sogar eine Deflation der Förderkosten prognostizieren. Dies hat sich im vergangenen Jahr eindeutig bewahrheitet.** Im Zuge des anämischen Wirtschaftswachstums und stark gefallener Rohstoffpreise haben zahlreiche Inputkosten aufgehört zu steigen bzw. sinken bereits. So sind die Preise für Industriereifen, Sprengstoffe sowie auch die Personalkosten im Zuge der derzeit stattfindenden brutalen Marktberreinigung mittlerweile bereits deutlich gefallen. **Wir sind der Meinung, dass die scharfe Korrektur des Goldpreises ein Weckruf für die Industrie war.**

**So gab es zuletzt zahlreiche positive Veränderungen innerhalb des Sektors:**

- Bei fast 30 wesentlichen Firmen, wie z.B. Barrick Gold und Newmont Mining, wurden die CEO's ausgetauscht
- **Kostendisziplin:** Teilweise radikale Produktivitätsverbesserungen, Personalabbau, Neuverhandlung bestehender Verträge mit Lieferanten etc. führten zu einer Verringerung der Betriebs- und Kapitalkosten. Die All-In Kosten fielen gemäß Black Rock von USD 1.200 Ende 2012 auf USD 1.190 im 4. Quartal 2013. Dies bedeutet die erste Kostenreduktion seit 10 Jahren.
- **Kostentransparenz:** So werden u.a. Yamana, Barrick Gold und Goldcorp von nun an ihre „All-In Sustaining Cash Costs“<sup>164</sup> veröffentlichen.
- Zahlreiche Explorations- und Entwicklungsprojekte wurden veräußert oder auf Eis gelegt.
- **Refokussierung auf „higher return ounces“.** Der Reserve Grade der größten Produzenten stieg um 12% auf 1,11g/t.
- Bilanzen wurden durch Aktienemissionen oder Umschuldungen gestärkt
- Zahlreiche Bekenntnisse in Richtung Dividendenwachstum und Shareholder Value

<sup>163</sup> Vgl. "Getting Closer to our Gold", "Defining a New Identity and Restoring the Appeal of Gold Shares" sowie "Issues Facing Junior Gold Companies & Introducing the Production Linked Dividend Model", David Baker, Baker Steel Capital Managers

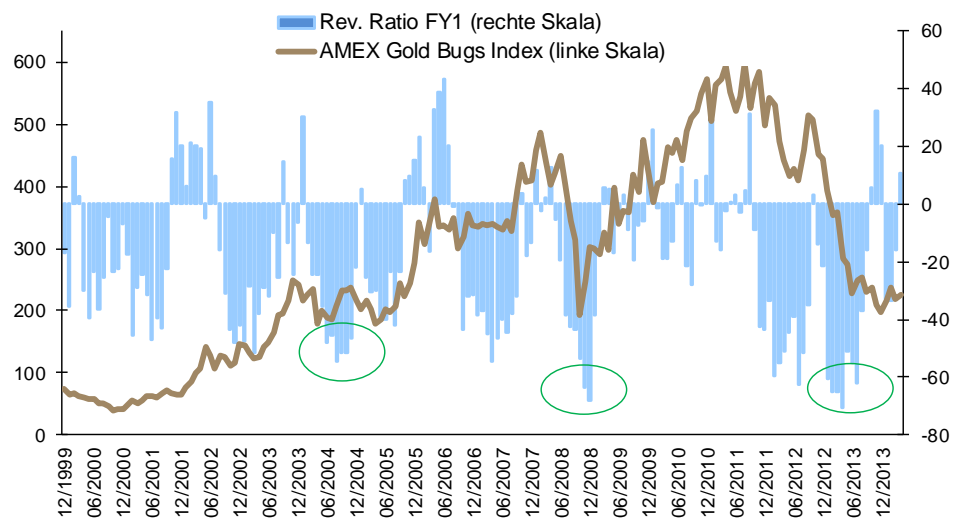
<sup>164</sup> Diese inkludieren neben den Cash Kosten (also den operativen Kosten des Abbaus) auch die administrativen Ausgaben, Steuern, Kapitaleinsatz für Erhaltung und Entwicklung der Mine, Kapitalkosten sowie die Explorationskosten.

**Revision-Ratio signalisiert maximalen Pessimismus**

**Das Ergebnis ist eine klare Verbesserung der operativen Performance und ein höheres Beta des Sektors.**

Nachdem Goldaktien fast 70% von ihren Höchstständen gefallen sind, erfolgten seitens der Sellside-Analysten - in gewohnt prozyklischer Manier - kollektive Herabstufungen der Gewinnerwartungen. Dieses klassische Herding-Verhalten ist oftmals ein verlässliches Kaufsignal. Vergleicht man die Revisionsstätigkeit mit dem Kursverlauf des Gold Bugs Index (goldene Linie und linke Skala), so erkennt man, dass die Revisionsstätigkeit im Juni 2013 ein neues Hoch erreichte. Historisch gesehen lieferte der Zeitpunkt des größten Pessimismus meist verlässliche Einstiegssignale.

**Revision Ratio Goldaktien**



Quelle: JCF Factset, Erste Group Research

**Fazit Goldaktien<sup>165</sup>**

*“Gold will continue to vanish into private hoards against the day that even no metallic money will be had or seen any more. When the paper money is finally abolished, Gresham’s Law will cause the market to reject all substitutes for wealth. Only metallic money, valid claims on metal, warehouse receipts for goods, or real bills will have purchasing power or command assets. Gold mines will once again be viewed as mini-central banks”*

Daniel Oliver, Myrmikan Capital

Die Industrie erlebt derzeit eine Gezeitenwende. Ein solches Ausmaß an kreativer Zerstörung innerhalb einer Branche ist durchaus normal und gesund. Es scheint, als wäre die Branche derzeit im Begriff, neue Prioritäten zu setzen. Rentabilität, Kapitaldisziplin und stabiler Cash Flow je Unze scheinen mittlerweile gegenüber maximaler Goldproduktion präferiert zu werden. Wir halten das neue Bekenntnis zu Kostenwahrheit, größerer Finanzdisziplin und Shareholder Value für eine wesentliche – wenn auch sehr späte – Einsicht des Sektors. Ob diese neue Fokussierung ein reines Lippenbekenntnis darstellt oder nicht, wird sich in den nächsten Quartalen weisen. **Nachdem die massiven Abschreibungen und Wertberichtigungen einmalige Maßnahmen waren, könnte dies auch einen erhöhten Hebel nach oben bedeuten. Wir denken deshalb, dass Goldaktien im Moment ein klar asymmetrisches Auszahlungsprofil aufweisen.**

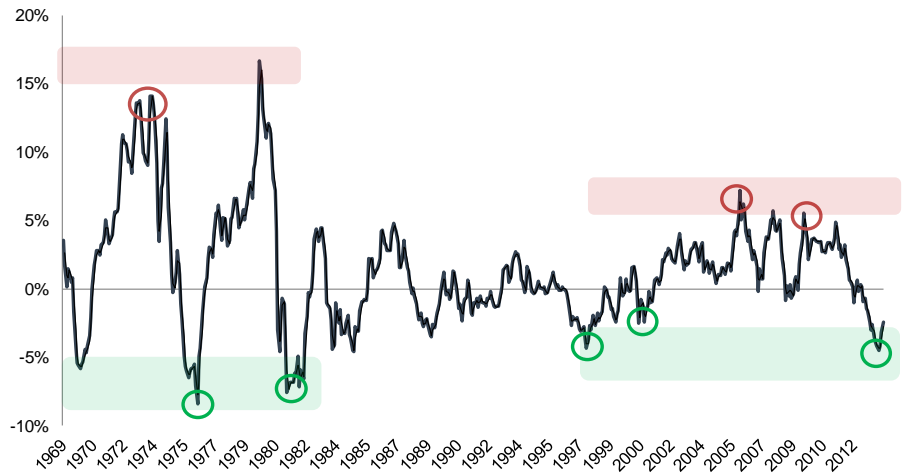
<sup>165</sup> Wie bereits im Vorjahr formuliert, wollen wir betonen, dass wir Gold als *Währung* und somit als Form des Sparens sehen, während wir Goldaktien als *Investment* sehen.

## 14. TECHNISCHE ANALYSE: IST DIE BODENBILDUNGSPHASE NAHEZU ABGESCHLOSSEN?

### Gold aktuell massiv überverkauft

Als der Goldpreis 2011 sein Intraday-Allzeithoch bei USD 1.920 markierte, handelte der Preis drei Standardabweichungen über der 40-Tage-Linie, er war somit extrem überkauft. Nun hat sich das Blatt gewendet. Der nachfolgende Oszillator zeigt, dass der Goldpreis aktuell bereits extrem überverkauft ist. Die derzeitige korrektive Phase stellt den drittgrößten Selloff seit 1971 dar. Man erkennt auch, dass der aktuelle Bullenmarkt im Vergleich zu den 70er Jahren von deutlich geringerer Volatilität geprägt ist. Dies könnte ein Indiz dafür sein, dass die Trendbeschleunigungsphase noch bevorsteht.

### Oversold/Overbought-Indikator (1 Jahres Oszillator)

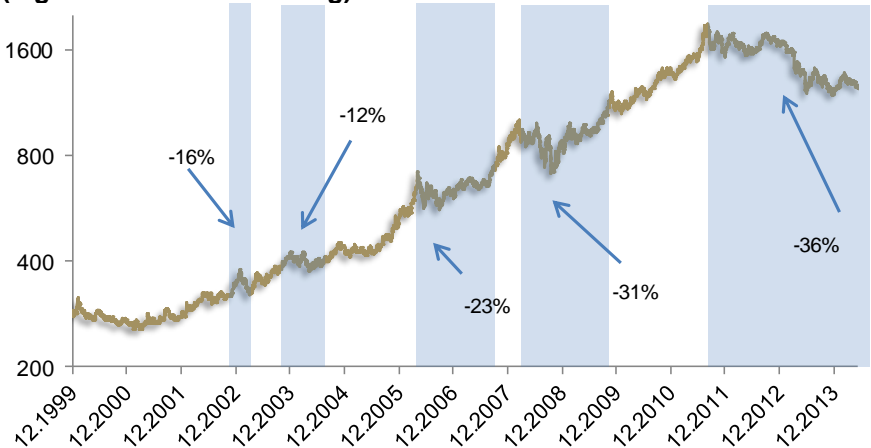


Quelle: Incrementum AG, Datastream

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

Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man, dass die aktuelle Korrektur prozentual in etwa der Korrektur in den Jahren 2008-2009 entspricht. Die Dauer (blaue Balken) der Korrektur fällt jedoch klar überdurchschnittlich aus.

### Korrekturphasen seit Beginn des Bullenmarktes (logarithmische Skalierung)



Quelle: Incrementum AG, Datastream

Eine langfristige Betrachtung von Bärenmärkten<sup>166</sup> zeigt, dass die aktuelle Korrektur im historischen Kontext noch unterdurchschnittlich ist. Der durchschnittliche Preisrückgang der vorangegangenen sechs Bärenmärkte lag bei 43%.

Bärenmarkt	Monate	Veränderung in %
30.12.1974 - 30.08.1976	20,3	-47%
21.01.1980 - 21.06.1982	29,4	-65%
16.02.1983 - 25.02.1985	24,7	-44%
14.12.1987 - 10.03.1993	63,8	-35%
07.02.1996 - 27.08.1999	43,2	-39%
17.03.2008 - 24.10.2008	7,4	-30%
<b>05.09.2011 - 28.06.2013</b>	<b>21,8</b>	<b>-36%</b>

Quelle: Century Management, Incrementum AG

***Be fearful when others are greedy, and be greedy when others are fearful***

**Die Tatsache, dass das Sentiment mittlerweile auf dem negativsten Niveau seit Beginn des Bullenmarktes liegt, stimmt uns klar positiv.** Angesichts der Stimmungsindikatoren wie z.B. Market Vane, Hulbert Survey oder dem Rydex Precious Metals Cash Flow, lässt sich erkennen, dass der Goldpreis von übertriebenen Euphorielevels meilenweit entfernt ist.

**Public Opinion Index**



Copyright 2014. All Rights Reserved www.sentimentrader.com

Quelle: Sentimentrader.com

Gemäß „Global Fund Manager Survey“ sehen derzeit nur 4% aller Fondsmanager Gold als überbewertet an. Dies bedeutet den niedrigsten Wert seit Mitte 2012.

<sup>166</sup> Definiert als 25%ige Preisrückgänge, gemessen von Höchststand bis Tiefststand.

**Anteil der Fondsmanager die Gold als überbewertet einschätzen**



Quelle: Bank of America Merrill Lynch, Wellenreiter Invest

Dass Gold eine ausgeprägte Saisonalität besitzt, haben wir bereits in den letzten Reports ausführlich beschrieben. Traditionell ist Juni ein exzellenter Kauf-Zeitpunkt. In der 2. Jahreshälfte ist das Aufwärts-Momentum klar am stärksten.

**Saisonalität Gold und Silber (1971-2013)**



Quelle: seasonax

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

**Der Commitment of Traders-Report (CoT)<sup>167</sup> zeigt derzeit ebenfalls – aus der Perspektive des Contrarians - ein positives Bild für die nächsten Monate. Die Positionierung des smart moneys (Commercials)**

<sup>167</sup> 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“.

hat zwar noch nicht den Extremwert des letzten Preistiefs erreicht, doch konnte man den Daten zuletzt eine extreme relative Stärke entnehmen. Zudem haben die Commercials ihre Short-Positionen deutlich reduziert. Dies bedeutet, dass die größten und am besten finanzierten und informierten Händler sich somit für höhere Goldpreise positioniert haben.

Unterstrichen wird dieses bullische Bild für Gold von einer absoluten Extrempositionierung der Produzenten im Silber, was im Moment eine weitere Korrektur deutlich begrenzt. Besonders beachtlich ist, dass sich JP Morgan im Silber massiv eingedeckt und seine Short-Positionierung deutlich reduziert hat, was für einen bevorstehenden mittelfristigen Anstieg spricht. Alles in allem finden wir eine CoT-Positionierung vor, die vielen Bodenbildungsphasen ähnelt. Dies signalisiert unserer Meinung nach einen attraktiven antizyklischen Einstiegszeitpunkt. Die derzeitige Konstellation am Terminmarkt ist ein Rezept für eine ausgeprägte Preis-Rally.

**CoT Report**



**Fazit**

Die Support-Zone zwischen 1.250 und 1.270 wurde nun bereits einige Male erfolgreich getestet. **Wir denken, dass aufgrund der CoT-Positionierung, des negativen Sentiments und der sich sukzessive verbessernden Saisonalität die Chancen ganz klar überwiegen.** Auch die kurzfristig markante relative Stärke von Silber und der Minen-Aktien stimmt uns klar zuversichtlich. Insofern rechnen wir auf Sicht der Monate mit höheren Kursen. Auf der Oberseite dürfte die Marke von USD 1.530 in Folge der charttechnischen Grundregel „Support becomes resistance, resistance becomes support“ einen massiven Widerstand darstellen.

## 15. FAZIT

**Wir befinden uns auf einer Reise in die äußersten Sphären des monetären Universums**

**Ein Blick in die (monetären) Geschichtsbücher lässt uns zu einem klaren Schluss kommen: das fundamentale Argument für Gold ist überzeugender denn je.** Die Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen wird immer fragwürdiger, die Risiken größer. Mohamed El-Erian vergleicht das Verhalten der Zentralbanken mit dem eines Pharmaunternehmens, das dem Markt eine Medikation aufzwingt, welche noch nie klinisch getestet wurde. Investoren sollten sich nicht nur auf die unmittelbaren Erfolge der Behandlung konzentrieren, sondern auch die langfristigen Nebenwirkungen beachten.<sup>168</sup>

**Notenbanken auf der Suche nach dem „monetären Perpetuum mobile“**

**Mitte des 19. Jahrhunderts lieferten die Gesetze der Thermodynamik die formale Grundlage, wonach es unmöglich ist, Energie aus dem Nichts zu schaffen.**<sup>169</sup> Analog dazu versuchen Notenbanken und Politik derzeit, eine Steigerung des Wohlstands „ex nihilo“ zu schaffen. Ein solches monetäres Perpetuum mobile wäre für die Menschheit wünschenswert, derartige Versuche haben in der Vergangenheit jedoch stets einen kurzfristigen Geldrausch mit anschließender Katerstimmung ausgelöst.

**“Sell economic ignorance; buy gold”  
Tim Price**

**Das japanische Abenomics-Programm ist unserer Meinung nach sinnbildlich für das derzeit stattfindende „keynesianische Endgame“.** Es ist ein letzter verzweifelter Versuch, eine Verschuldungsdynamik aufrecht zu halten, die früher oder später kollabieren muss. **Japan sehen wir daher als Ausblick auf das, was uns in Zukunft bevorstehen könnte. Ein schadloser Ausweg aus dieser Lage ist nicht konsistent denkbar.**

**“Confidence in central bankers’ ability to learn from past inflation is as likely to be misplaced as it was in their ability to learn from past credit booms. Gold remains the cleanest insurance against such overconfidence”  
Dylan Grice**

**Wer die Zukunft verstehen will, sollte stets in die Vergangenheit schauen. Die kommenden Probleme haben ihre Wurzeln stets in den Krisen der Vergangenheit.** Der Westen befindet sich inmitten eines großen Papiergeld-Experiments – 43 Jahre sind keine lange Zeit für eine Währungsordnung. Die Österreichische Schule der Nationalökonomie stellt in diesem Zusammenhang nicht nur die richtigen Fragen, sie gibt auch die richtigen Antworten. Gemeinsam mit einer zunehmenden Anzahl von Ökonomen sind wir der festen Überzeugung, dass das Weltwährungssystem wieder einen Anker braucht. Gold kann dabei eine wesentliche Rolle spielen. Dieser Wandel wird nicht von einem Moment auf den anderen von einer zentralen Instanz entschieden werden, sondern es handelt sich um einen langfristigen Prozess, der bereits begonnen hat.

**“The crux of the problem in the global financial system today is not money but debt”  
Jim Rickards**

**Den Ausblick für den Goldpreis sehen wir weiterhin klar optimistisch.** Die andauernde Konsolidierungsphase nach dem Allzeithoch im Spätsommer 2011 ist wichtig für die langfristige Konstitution des Bullenmarktes. **Der nominelle Goldpreis mag zwar noch immer hoch erscheinen, in Relation zu der Basisgeldmenge befindet er sich aktuell jedoch auf einem Allzeit-Tief.** Dies ist unserer Meinung nach eine temporäre Anomalie, welche wir als außerordentliche Einstiegsgellegenheit interpretieren. Wir haben darüber hinaus gezeigt, dass Gold in Relation zu Aktien und Anleihen, aber auch zu zahlreichen Sachgütern günstig bewertet ist. **Damit ist auch das von Pessimisten häufig ins Feld geführte Argument einer Gold-Bubble geplatzt.**

<sup>168</sup> “EL-ERIAN: The Central Bank 'Pharmaceutical Company' Has Brought An Untested Medicine To The Market”, businessinsider.com

<sup>169</sup> Vgl. „The Illusion of the Perpetual Money Machine“, Peter Cauwels und Didier Sornette, Notenstein Academy White Paper Series

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

**Paul Volcker**

**Goldaktien als antizyklische Spekulation mit asymmetrischem Auszahlungsprofil**

***„By failing to prepare, you are preparing to fail.”***

**Benjamin Franklin**

**Bedeutend für die gesamte Weltwirtschaft wird die Frage sein, wer das Kräftemessen zwischen den beiden tektonischen Platten Inflation und Deflation für sich entscheiden wird.** Eines steht außer Zweifel, der Druck in der Mitte wird stetig größer. **Unserer Ansicht nach, steht keineswegs fest, dass die inflationären Kräfte das Rennen machen werden.** Allerdings suggerieren die sozioökonomischen Anreizstrukturen und die allumfassend hohe Verschuldung eindeutig, dass im Zweifelsfalle höhere Inflationsraten toleriert werden. **Das demokratische Kalkül ist einfach: Es gibt wenige Kreditgeber und viele Kreditnehmer.**<sup>170</sup> Wirkliche Reformen sind politisch inakzeptabel, nachdem „Austerity“ einen todsicheren Verlust bei Wahlen bedeutet. **Zwangsläufig wird die Politik Inflationierung wählen.**

**Wir sind der Überzeugung, dass Goldaktien derzeit ein klar asymmetrisches Auszahlungsprofil aufweisen.** Die stattfindende kreative Zerstörung innerhalb der Branche ist normal und langfristig gesund. Im Zuge der Marktbereinigung werden seitens der Minen neue Prioritäten gesetzt und Rentabilität, Kapitaldisziplin und Shareholder Value der Maximierung der Goldförderung vorgezogen. Zudem gibt es derzeit keinen Sektor, dem seitens der Investoren größere Skepsis entgegengebracht wird.

**Aus technischer Sicht gehen wir davon aus, dass sich der Goldpreis am Ende seiner langen Konsolidierungsphase befindet.** Dafür sprechen u.a. das negative Sentiment, die zuletzt gesehene relative Stärke der Minenaktien sowie insbesondere die eindeutig positiv zu interpretierenden CoT-Daten. **Als nächstes 12-Monats-Ziel sehen wir die Marke von USD 1.500 USD.**

**Langfristig erwarten wird, dass die parabolische Trendbeschleunigungsphase noch bevorsteht.** Im Zuge dieser sollte unser Langfrist-Ziel von USD 2.300 am Ende des Zyklus<sup>1</sup> erreicht werden.

---

<sup>170</sup> Vgl. „Gold is different. What Next?, Dr. David Evans



## **Incrementum AG**

In Gold we Trust 2014 – Extended Version

24. Juni 2014

## **Kontakt**

Incrementum Liechtenstein AG

Landstraße 1

9490 – Vaduz/Liechtenstein

Web: [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)

Email: [contact@incrementum.li](mailto:contact@incrementum.li)

## **Disclaimer**

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

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

Copyright: 2014 Incrementum AG. All rights reserved.