

# Goldreport 2014 – In GOLD we TRUST

**Mit ihren geldpolitischen Interventionen haben die Notenbanken terra incognita betreten.** Die derzeit stattfindenden „monetären Experimente“ werden zahlreiche Konsequenzen haben, deren Ausmaß im Moment schwer absehbar ist. Gold bleibt als Gegenspieler ungedeckter Papiergeldwährungen ein exzellenter Hedge gegen Worst Case-Szenarien und monetäre Verwerfungen.

**Autor:**  
Ronald-Peter Stoeferle, CMT  
*rps@incrementum.li*

**Externer Berater des  
Erste Group Research**



**Das Kräfterennen zwischen einem marktberreinigenden Abbau der Verschuldung und der von der Geldpolitik gewünschten Preisstabilität setzt sich fort.** Aktuell wirken damit weiterhin verschiedene potentiell inflationäre sowie deflationäre Kräfte aufeinander ein. 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, dass im Zweifelsfalle höhere Inflationsraten toleriert werden könnten. Sollte sich der disinflationäre Trend umkehren, werden sich hier ausgesprochene Opportunitäten bei inflationssensitiven Anlagen, wie z.B. Gold und Goldaktien ergeben.

**Im Zuge des Goldpreis-Kollapses 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. Wir halten dies für eine gesunde Bereinigung, die einen festen Boden für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends gewährleisten sollte.

**Die Migration der Goldnachfrage von West nach Ost setzt sich fort. Die wachsende Bedeutung der asiatischen Mittelschicht auf die Goldnachfrage wird unserer Meinung nach weitgehend unterschätzt.** Die hohe traditionelle Goldaffinität und der steigende Wohlstand werden die Nachfrage langfristig unterstützen.

**Der langfristige Vergleich zwischen Gold und anderen Asset-Klassen zeichnet 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.

**Aufgrund der eindeutig positiv zu interpretierenden Marktdaten, des extrem negativen Sentiments und der zuletzt gesehenen relativen Stärke der Minenaktien gehen wir davon aus, dass die mehrjährige Bodenbildungsphase nun abgeschossen ist. Als nächstes 12-Monats-Ziel sehen wir die Marke von USD 1.500 USD.**

Alle Preise sind Schlusskurse  
vom 20. Juni 2014

## Inhaltsverzeichnis

1.	<b>EINLEITUNG</b> .....	3
2.	<b>EINSCHÄTZUNG DER MONETÄREN GROSSWETTERLAGE</b> .....	4
a)	1971: Der monetäre Paradigmenwechsel.....	4
b)	Der Status Quo .....	5
c)	Gründe für die aktuelle Korrektur des Goldpreises .....	8
3.	<b>MONETÄRE TEKTONIK: DIE WECHSELWIRKUNG ZWISCHEN INFLATION UND DEFLATION</b> .....	10
a)	Der Goldpreis und die Teuerungsrate .....	12
b)	Fazit: Inflation vs. Deflation .....	15
4.	<b>DIE AUSSERGEWÖHNLICHEN PORTFOLIO-EIGENSCHAFTEN VON GOLD</b> .....	16
5.	<b>STOCK-TO-FLOW RATIO ALS WICHTIGSTER GRUND FÜR DIE MONETÄRE BEDEUTUNG VON GOLD</b> .....	20
6.	<b>DIE MIGRATION DER GOLDNACHFRAGE VON WEST NACH OST</b> .....	22
7.	<b>BEWERTUNGSANSÄTZE FÜR DEN GOLDPREIS</b> .....	25
a)	Quantitatives Bewertungsmodell: Szenario-Analyse.....	25
b)	Relative Bewertung mittels Ratio-Analyse .....	27
8.	<b>TECHNISCHE ANALYSE: BODENBILDUNGSPHASE NAHEZU ABGESCHLOSSEN?</b> .....	30
9.	<b>FAZIT</b> .....	33

### DISCLAIMER

*Diese Publikation wurde nicht seitens des Erste Group Research (Erste Group Bank AG) verfasst. Der Autor, Ronald-Peter Stöferle, ist ein externer Berater der Erste Group. Die Kommentare in diesem Report sind allein die von Herrn Stöferle. 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.*

*Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, eine Finanzanalyse, 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 ist 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).*

**Diese Publikation ist die Kurzversion des Goldreports 2014. Die „Extended Version“ kann auf [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li) downgeloadet werden.**

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

**Goldchart 5 Jahre**



Quelle: Datastream

**“So we did the right thing. I hope.”  
Ben Bernanke in seiner Abschiedsrede**

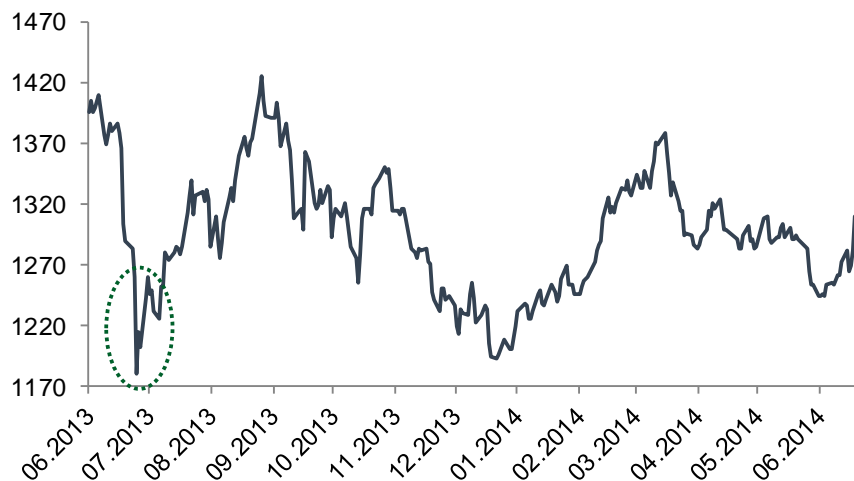
**„Krise war gestern“ scheint Konsensus zu sein**

## 1. EINLEITUNG

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 Bereinigung, die einen festen Boden für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends gewährleisten sollte.

### Gold (USD) seit letztem Goldreport



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Mit ihren monetären Interventionen haben die Notenbanken terra incognita betreten.** Geldpolitik funktioniert in Krisenzeiten „nicht wie ein Skalpell, sondern wie ein Vorschlaghammer“. <sup>1</sup> Oberflächlich haben die extremen geld-politischen 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 Konsequenzen 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.**

**Das derzeitig noch vorherrschende „Lowflation“-Umfeld, welches von niedriger Preisinflation und tendenziell unter den Erwartungen liegenden Wachstumszahlen geprägt ist, entpuppt sich als**

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

**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 höhere Risiken werden Anleger in Folge des Rendite-Drucks in Kauf nehmen.**

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.

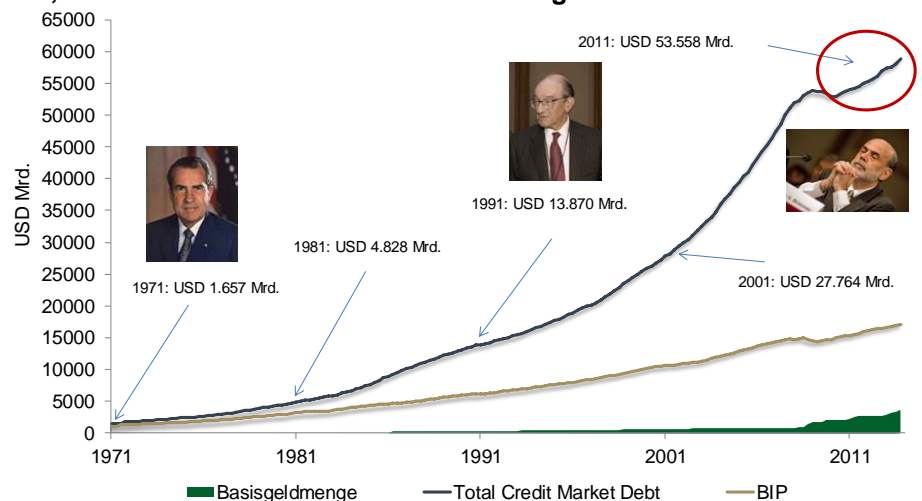
## 2. EINSCHÄTZUNG DER MONETÄREN GROSSWETTERLAGE

### 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 vom Wachstumsboom abgelöst. Kreditinduziertes Wachstum wird im heutigen Schuldgeldsystem 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 das Kreditwachstum derzeit schwach ausfällt, unterstützen die Notenbanken mittels unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen.**

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



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

<sup>2</sup> In dem Zusammenhang sei auf das mittlerweile immer häufiger diskutierte „GDP-Targeting“ hingewiesen, bei dem die Geldpolitik explizit ein (nominales!) Wirtschaftswachstumsziel verfolgt!

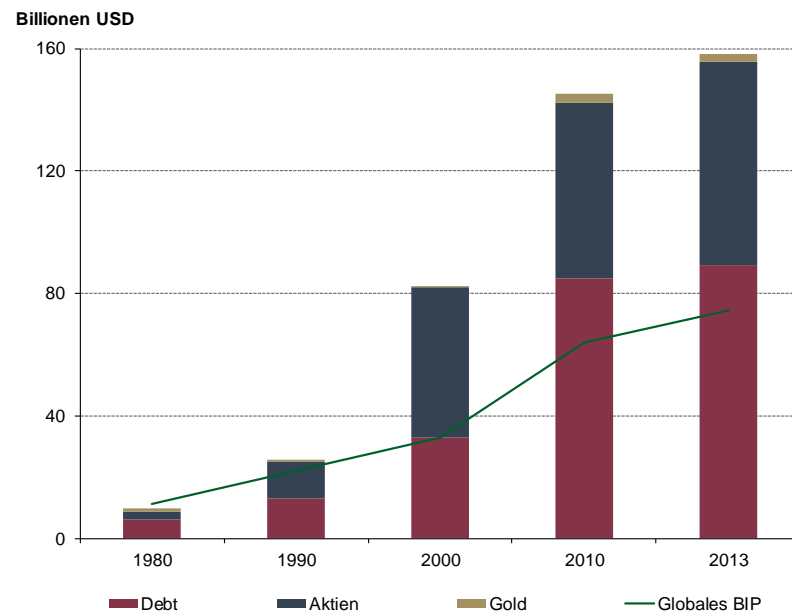
**„Monetäre Tektonik“ nimmt an Bedeutung zu**

*„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

**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.**

**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 waren das gesunkene Zinsniveau, 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 der Anteil von Gold, welcher im Vergleich zu 2000 zwar deutlich angewachsen ist, noch immer auf extrem niedrigen Niveaus verharrt.

**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**

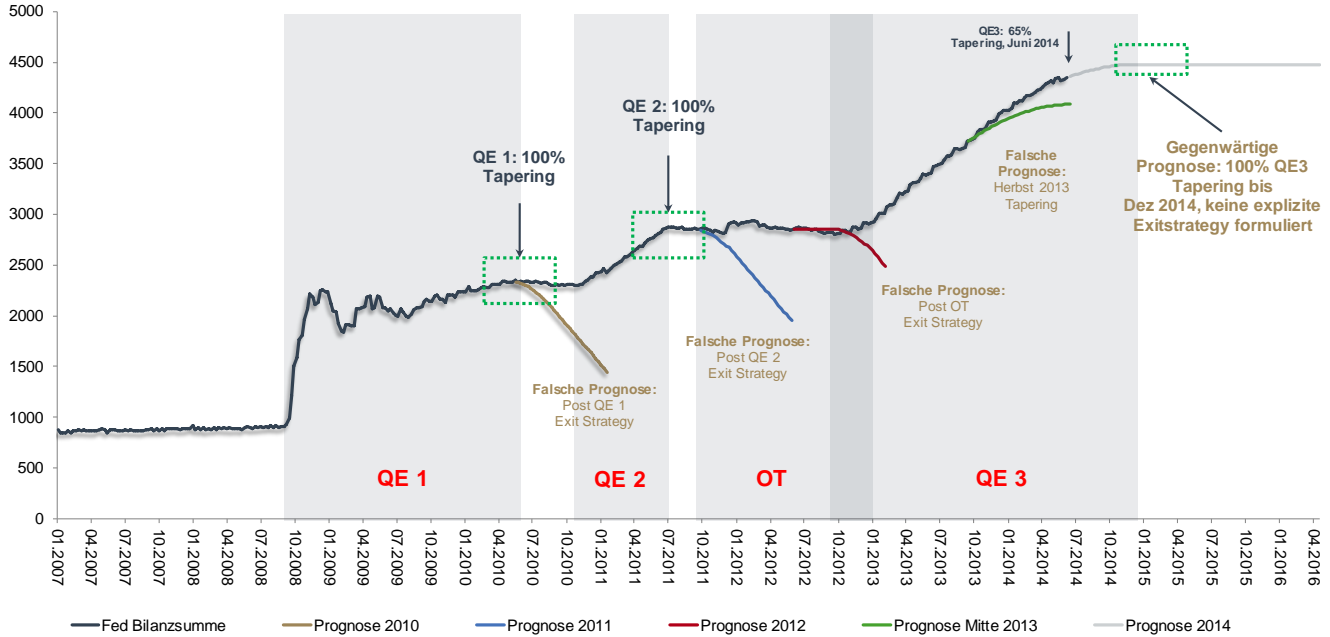
*„Crisis takes a much longer time coming than you think, and then it happens much faster than you would have thought.”*  
Rudi Dornbusch

**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,

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

als auch von QE2 kam es an den Finanzmärkten innerhalb kurzer Zeit zu deutlich erhöhter Volatilität. Beim aktuellen, dritten Versuch des Ausstiegs wird daher von der US-Notenbank ein „sanfteres Ende“ des Gelddrückens versucht.

### Fedbilanz vs. Erwartungen

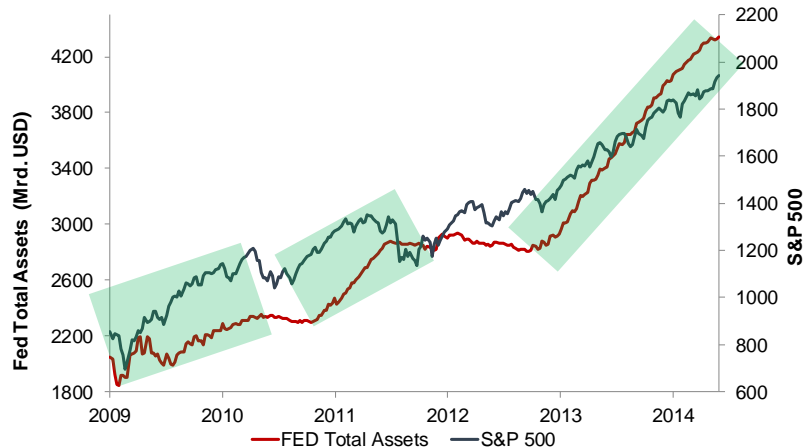


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

Das so genannte „Tapering“<sup>4</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 könnte im derzeitigen Umfeld eine Rezession als Konsequenz eintreten. Für ein System, das – in Folge des rapide abnehmenden Grenznutzens jeder zusätzlich geschaffenen Geldeinheit - sukzessive steigenden monetären Stimulus benötigt, ist das derzeit stattfindende „tapering“ eher ein „tightening“.

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



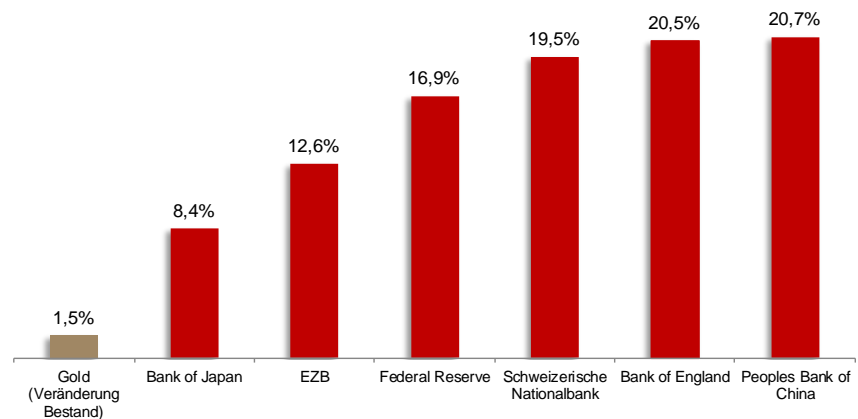
Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

<sup>4</sup> Der Begriff stammt übrigens aus der Sportwissenschaft und beschreibt die Reduktion des Trainingsumfanges vor einer großen Ausdauerbelastung (z.B. bei einem Wettkampf).

**“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.

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

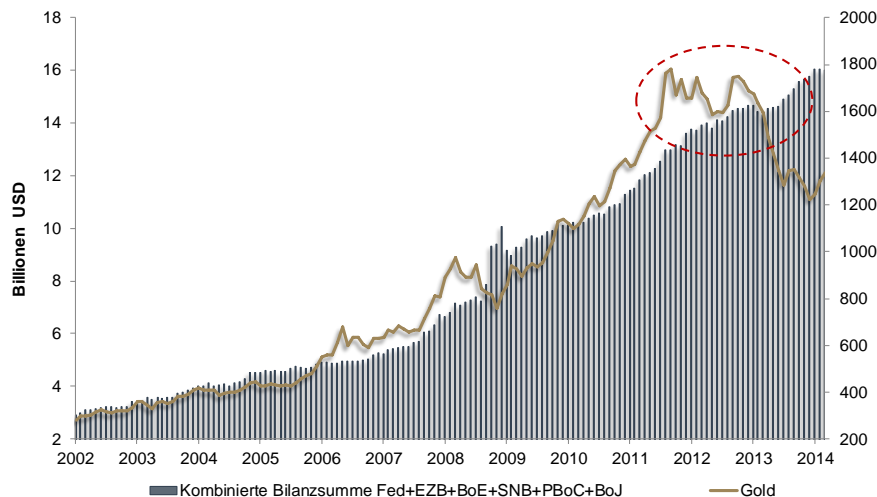


Quelle: Datastream, Bloomberg, Incrementum AG

#### 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

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

*“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**
- **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>5</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,....)

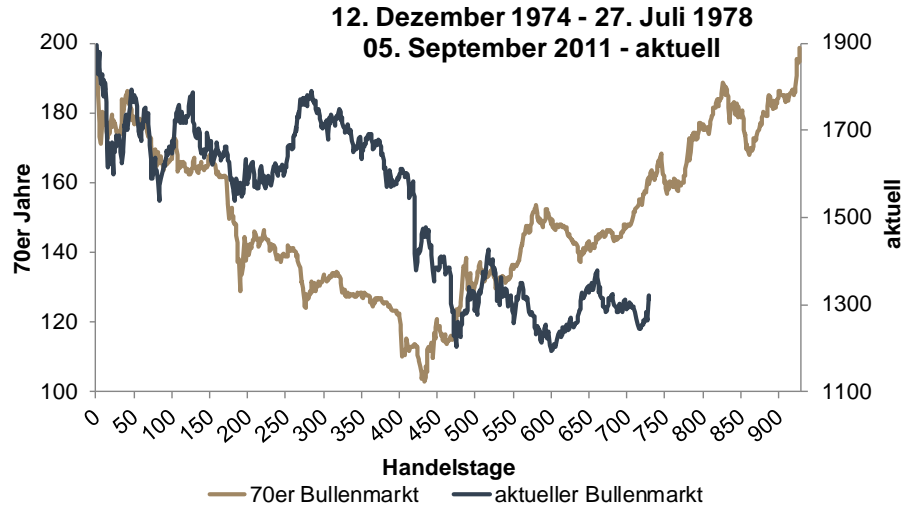
**Konsens sieht Goldhausse beendet: Gold ist mittlerweile ein Contrarian-Investment**

**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>5</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)

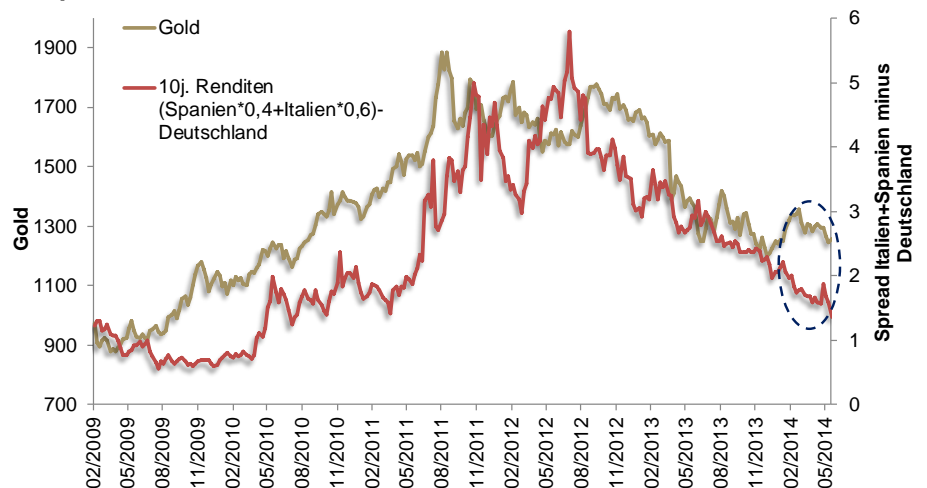


Quelle: Datastream, Incrementum AG, Erste Group Research

Gold leidet unter Zuversicht in Eurozone

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>6</sup> sowie deutschen Staatsanleihen nimmt seit einigen Monaten deutlich ab und befindet sich aktuell auf dem niedrigsten Stand seit 2011. Dies signalisiert, dass die Verschuldungskrise in der Eurozone zuletzt in den Hintergrund getreten sind. Interessanterweise zeigt der Goldpreis seit Anfang 2014 jedoch eine Divergenz und könnte somit wieder steigende Nervosität innerhalb der Eurozone vorankündigen.

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

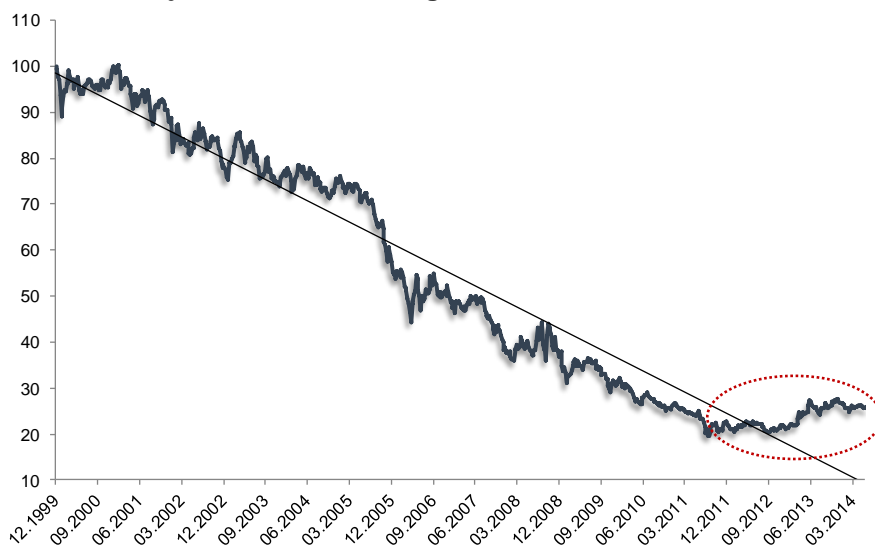


Quelle: Erste Group Research, Incrementum AG, Datastream

<sup>6</sup> BIP-Gewichtung, dh. Italien zu 60% und Spanien zu 40% gewichtet

**Den langfristigen Abwärtstrend der meisten Währungen im Vergleich zu Gold erkennt man am nachfolgenden Chart. Der Abwärtstrend des gleichgewichteten Währungs-Baskets<sup>7</sup> hat sich zuletzt jedoch abgeflacht und von der Trendlinie distanziert.**

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



Quelle: Datastream, Incrementum AG

**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. MONETÄRE TEKTONIK: DIE WECHSELWIRKUNG ZWISCHEN INFLATION UND DEFLATION**

**Monetäre Tektonik: Unter der scheinbar ruhigen Oberfläche baut sich Druck auf**

**Das Kräftemessen zwischen einem marktbereinigenden Abbau der Verschuldung und der von der Geldpolitik gewünschten Preisstabilität setzt sich fort.** Die Maßnahmen der Notenbanken zum Erreichen der Preisstabilität haben bislang das Deleveraging des Geschäftsbankensektors 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.

Aktuell wirken weiterhin verschiedene potentiell inflationäre sowie deflationäre Kräfte aufeinander ein. Nachfolgend haben wir die wesentlichsten Einflussfaktoren aufgelistet:

<sup>7</sup> Der Basket besteht aus: US-Dollar, Euro, Schweizer Franken, Japanischem Yen, Renminbi, Indischer Rupie, Britischem Pfund, Kanadischem Dollar und Australischem Dollar.

#### Deflationäre Kräfte:

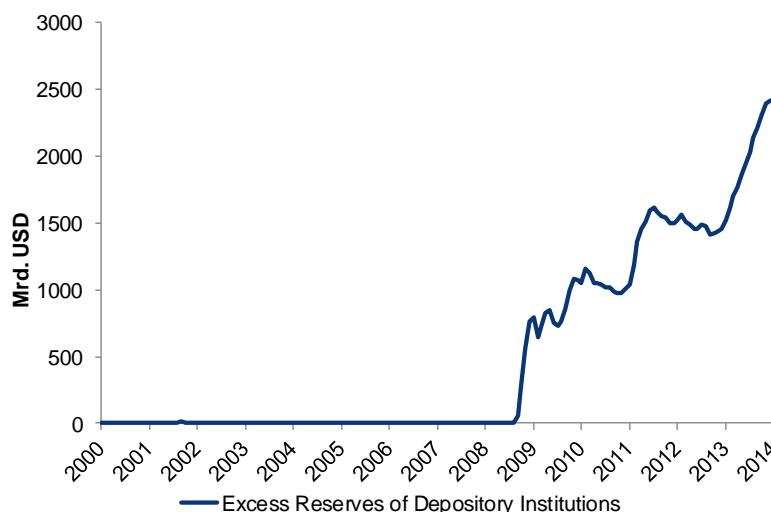
- Bilanzverkürzungen: Banken sind weiterhin restriktiv hinsichtlich Kreditvergabe
- Deleveraging: verschuldete Verbraucher reduzieren Kreditlast
- Regulierung: Basel III
- Derzeit niedriger Geldmengenmultiplikator und niedrige Umlaufgeschwindigkeit<sup>8</sup>
- Produktivitätssteigerungen
- Restrukturierung von Schulden (Griechenland, Zypern)

#### Inflationäre Kräfte:

- Nullzinspolitik
- Kommunikationspolitik (forward guidance)
- Operation Twist
- Quantitative Easing
- Währungsabwertung
- 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.

#### Überschussreserven die bei der Fed geparkt werden (Mrd. USD)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

#### Gold/Silber-Ratio als hervorragender Inflationsindikator

**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 zwischen einerseits monetärer Verwendung und andererseits industrieller Nachfrage.

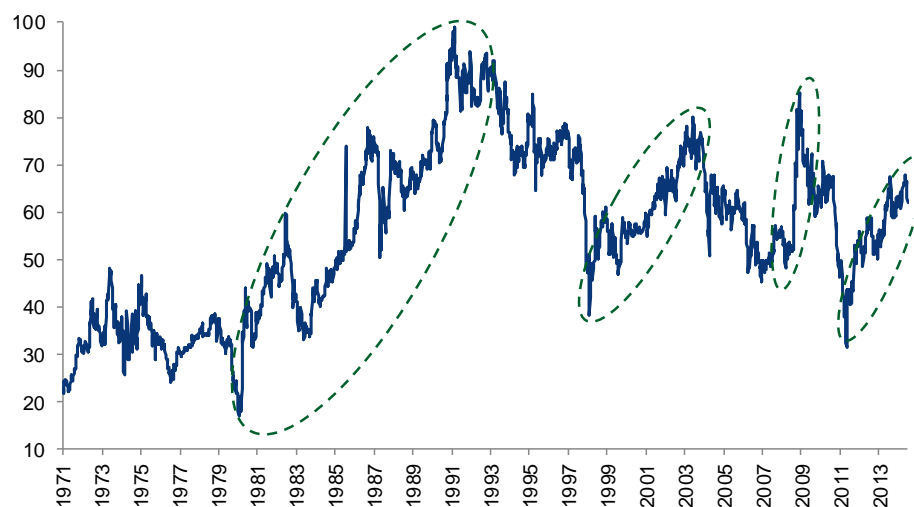
<sup>8</sup> Die Österreichische Schule spricht hier korrekterweise vom "demand for money"

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 hingegen gering, die Nachfrage ist in erster Linie monetärer Natur. Zudem profitiert Gold auch in deflationären Phasen.<sup>9</sup> **Insofern kann man das Gold/Silber-Ratio auch als Deflations/Reflations-Verhältnis bezeichnen.**<sup>10</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 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 steigenden 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

#### a) Der Goldpreis und die Teuerungsrate

Ist der disinflationäre Trend beendet?

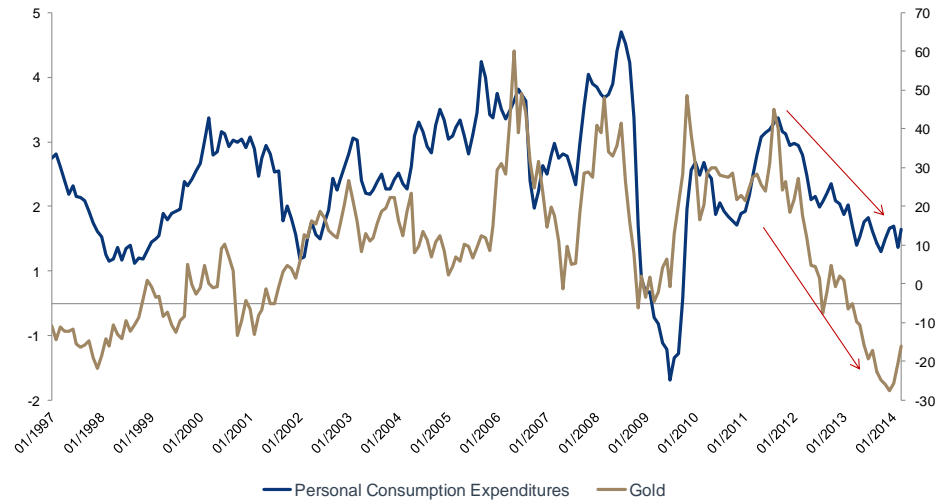
Vierorts wird Gold als Inflationsschutz bezeichnet. Dies ist nicht 100%ig korrekt. Wir haben im Vorjahr quantitativ dargelegt, dass nicht das absolute Niveau der Teuerung für den Goldpreis relevant ist, sondern vielmehr die Tendenz der Teuerung. Steigende Teuerungsraten bedeuten generell ein positives 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

<sup>9</sup> Nicht jedoch in einem disinflationären Umfeld

<sup>10</sup> Vgl. "Why we are optimistic about silver vs. gold and non-U.S. EPS?", Barry Bannister, Stifel Nicolaus

PCE-Index<sup>11</sup> deutlich rückläufig, im Moment sieht es jedoch nach einer Trendumkehr aus.

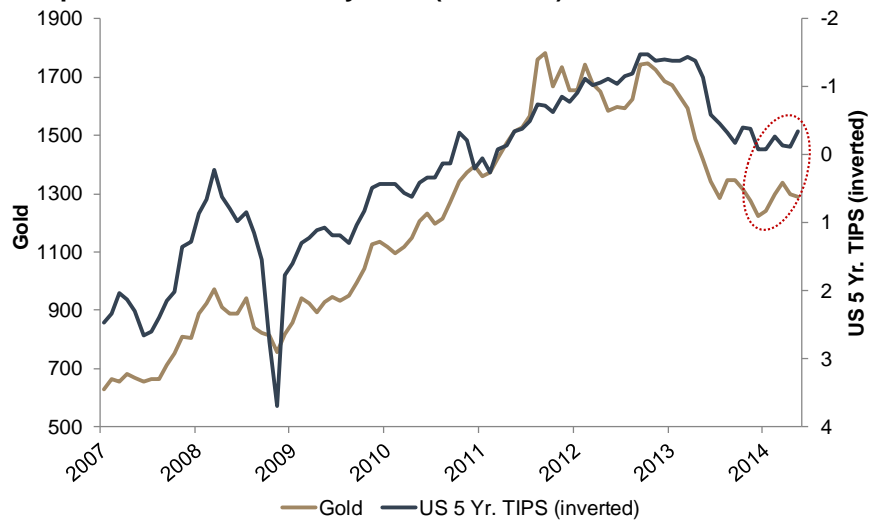
**Preisinflation (PCE-Index) und Goldpreis (Veränderungsrate in %)**



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>12</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

<sup>11</sup> Personal Consumption Expenditure Index, ein für die Fed essentielles Inflationsmaß, aus welcher sich die Kerninflationsrate ableitet.

<sup>12</sup> <http://bpp.mit.edu>

jeden Wendepunkt des CPI akkurat und mit zeitlichem Vorlauf erkannt hat.<sup>13</sup> Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man, dass der Index eine Divergenz zum CPI bildet und zuletzt nach oben tendierte.

#### 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.

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

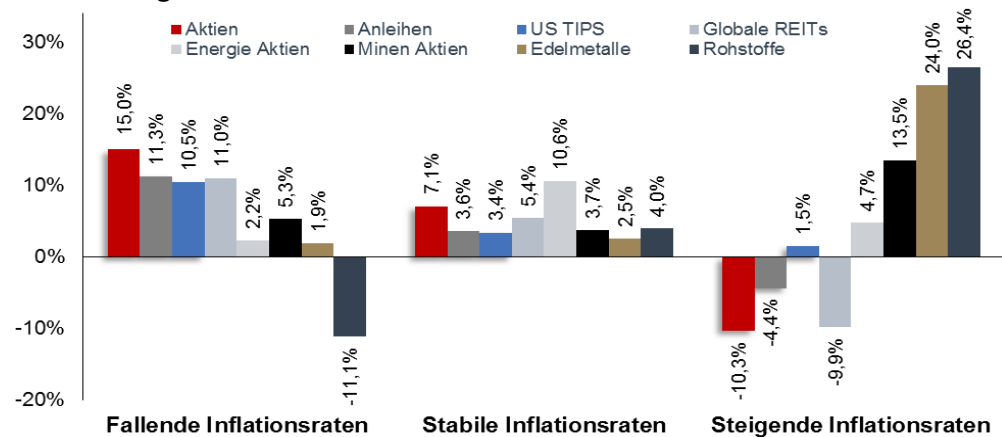
Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man klar, dass sowohl Aktien, aber auch Anleihen in einem Umfeld steigender Inflationsraten zu den Verlierern zählen. Auch wenn Aktien aufgrund ihrer Eigenschaft als Realwerte häufig zu den inflationsschützenden Anlagen gezählt werden, so ist dies historisch gesehen nicht so eindeutig. Zahlreiche Studien belegen, dass Aktienpreise und Inflation negativ korreliert sind.<sup>14</sup> Dies bedeutet, dass sich eine Erhöhung der Preisinflation im Normalfall negativ auf die Aktienpreise auswirkt.<sup>15</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>13</sup> Vgl. "Billion Prices Project: Introducing Real-Time Economics", DuVergne Smith, Nancy.

<sup>14</sup> Vgl. "Asset returns and inflation", Eugene Fama und William Schwert

<sup>15</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

### b) Fazit: Inflation vs. Deflation

*“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

**Noch nie haben auf globaler Basis dermaßen gewaltige „monetäre Experimente“ stattgefunden.** Eine niedrige Inflationsrate kann durch entschiedenes Handeln einer Zentralbank nach oben getrieben werden. Ob die Flut an Geldern, welche dem Bankensystem derzeit zur Verfügung gestellt werden dann rechtzeitig trockengelegt werden kann, ist aus unserer Sicht 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>16</sup>.

**Aus unserer Sicht steht nicht im Vorhinein fest, ob die inflationären Kräfte dieses Kräftemessen 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.

Seit Herbst 2011, als die Teuerungsraten in den USA bei einer Veränderungsrate von mehr als 4% standen, sahen wir einen stark disinflationären Trend. Dieser Tendenz schwächte sich zuletzt deutlich ab. **Sollte sich der Inflationstrend nachhaltig umkehren, werden sich hier ausgesprochene Opportunitäten bei inflationssensitiven Anlagen ergeben.**

<sup>16</sup> Vgl. “Lords of Finance”, Seite 93

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

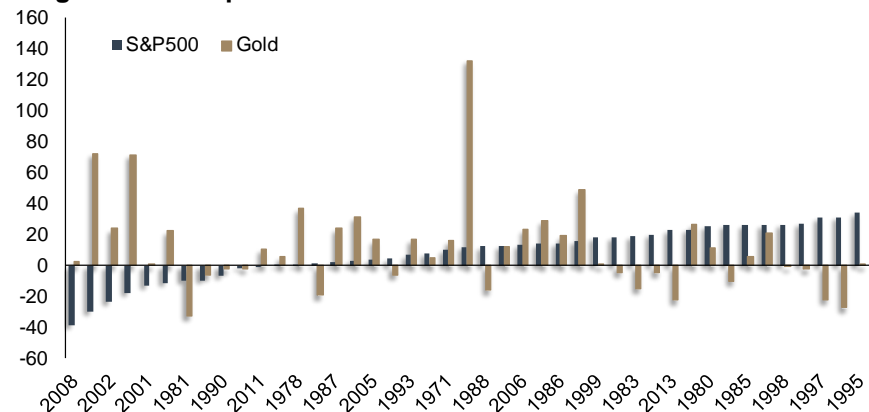
#### 4. DIE AUSSERGEWÖHNLICHEN PORTFOLIO- EIGENSCHAFTEN VON GOLD<sup>17</sup>

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>18</sup>
- **Wirksamer Hedge bei Tail-Risk Events<sup>19</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>20</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 6 stärksten Verlust-Jahren des S&P, nicht nur relativ sondern auch absolut eine 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>17</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>18</sup> Vgl. „Gold: a commodity like no other“, World Gold Council

<sup>19</sup> Vgl. „Gold: hedging against tail risk“, World Gold Council

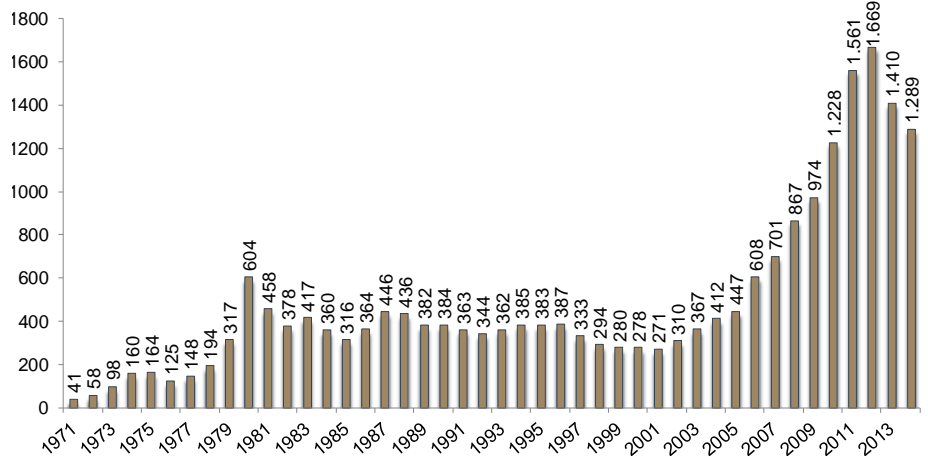
<sup>20</sup> Vgl. „The impact of inflation and deflation on the case for gold“, Oxford Economics



**Reale Wachstumsrate von Gold  
seit 1971 bei 4,3% pro Jahr**

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>21</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>22</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

<sup>21</sup> Vgl. „Critique of Mainstream Austrian Economics“, Prof. Antal Fekete

<sup>22</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.

Gegenparteienrisiko trägt. **Gold ist purer Besitz. Der Papiermarkt basiert 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 Ausfallsrisiken (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>23</sup>

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>24</sup>.**

## Die Opportunitätskosten von Gold

*„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

**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 generationen-übergreifenden 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.

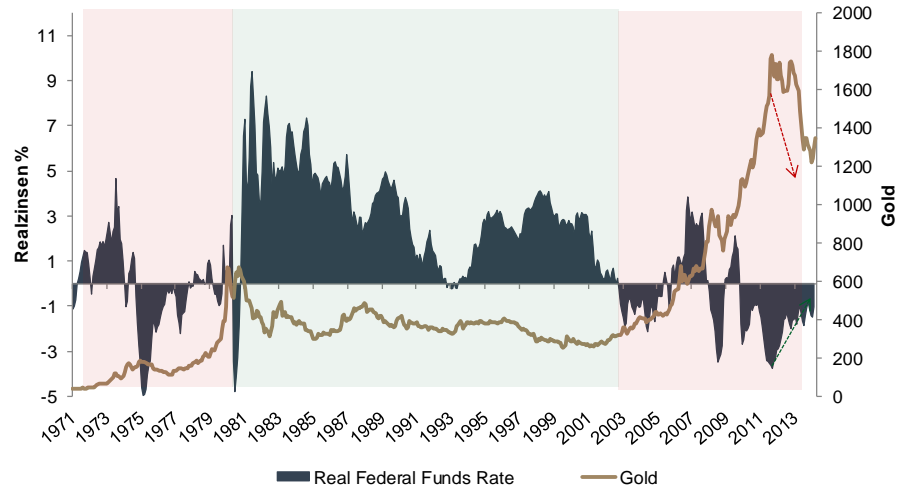
**Die nachfolgende Grafik zeigt die Realzinsen<sup>25</sup> und den Goldpreis.** Klar ersichtlich ist, dass in den 70er Jahren und seit 2002 ein überwiegend negatives Realzinsniveau vorherrschte und dies ein positives Umfeld für Gold bedeutete.

<sup>23</sup> Vgl. „Schwanz oder Hund“, Institutional Money Magazin

<sup>24</sup> Vgl. „Die Ethik der Geldproduktion“, Jörg Guido Hülsmann

<sup>25</sup> Fed Funds Rate abzüglich Preisinflationsrate

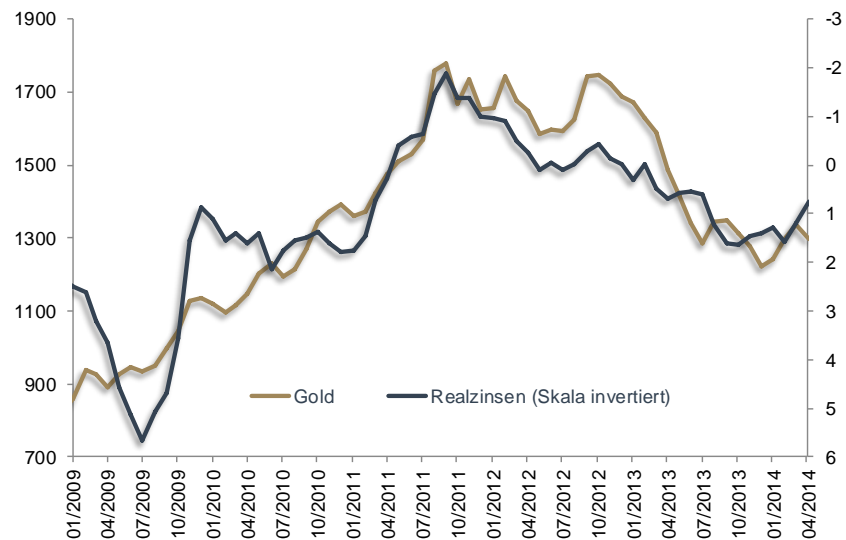
### Realzinsen vs. Goldpreis seit 1971



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.

### 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 Schuldenstände – seitens der Industrienationen, der Unternehmen aber auch der Privathaushalte – halten wir dies für schwer vorstellbar.

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

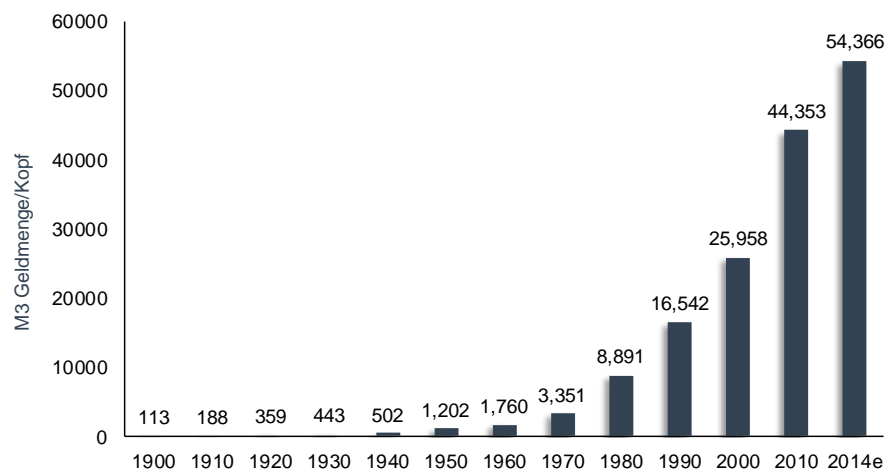
**“Wenn ein Gut Geld bleiben soll, darf die öffentliche Meinung nicht glauben, dass mit einer schnellen und unaufhaltsamen Vermehrung seiner Menge zu rechnen ist.“  
Ludwig von Mises**

**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 Recheneinheitfunktion lediglich Unterfunktionen darstellen. Dies impliziert auch, dass eine steigende Geldmenge den Tauschwert des Geldes verringern muss.<sup>26</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 stieg.<sup>27</sup> Dies bedeutet einen Pro-Kopf Bestand von USD 54.366.

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



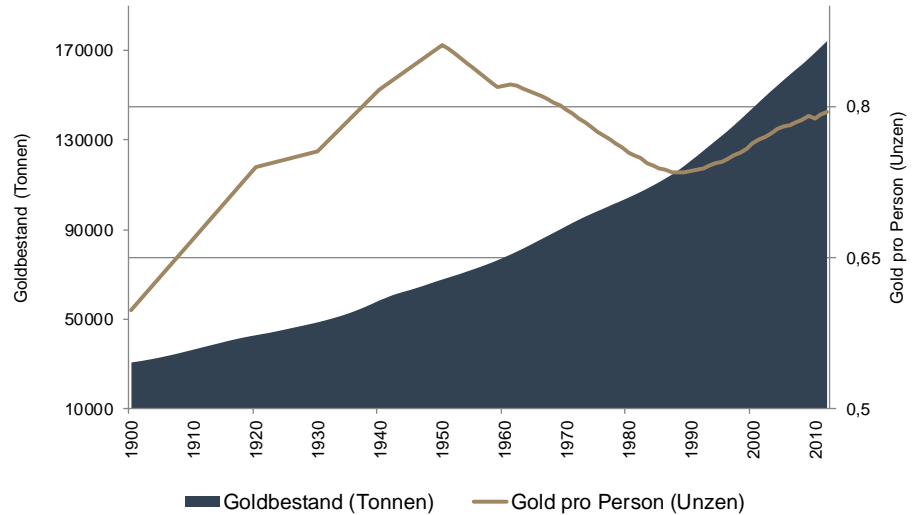
Quelle: US Census, US Geological Survey, Wikipedia, Incrementum AG

**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>26</sup> Vgl. "Die wahre Lehre vom Geld", Dr. Thorsten Polleit, Liberales Institut

<sup>27</sup> Quelle: [www.nowandfutures.com](http://www.nowandfutures.com)

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



Quelle: Myrmikan Capital, Incrementum AG

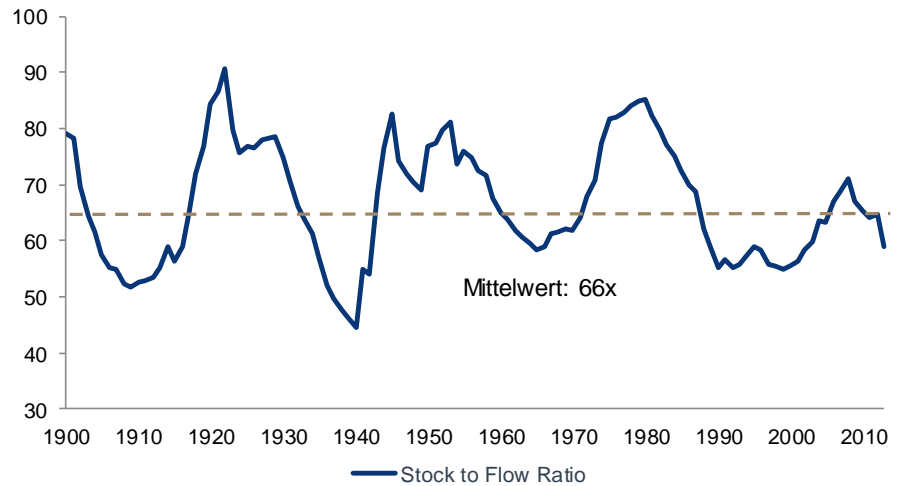
***“It’s all about relative supply curves – the supply curve for bullion is far more inelastic than is the case for paper money. It really is that simple.” David Rosenberg***

**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.

**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

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

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

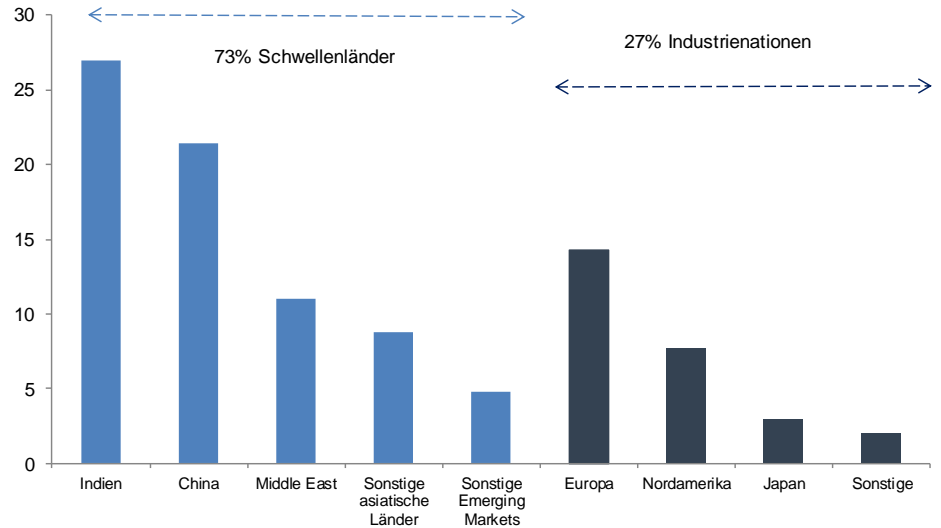
**„Chindia“ ist mittlerweile für 62% der physischen Nachfrage verantwortlich**

**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>28</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.

<sup>28</sup> Vgl. „The Long Monetary March“, Myrmikan Update, September 23, 2013

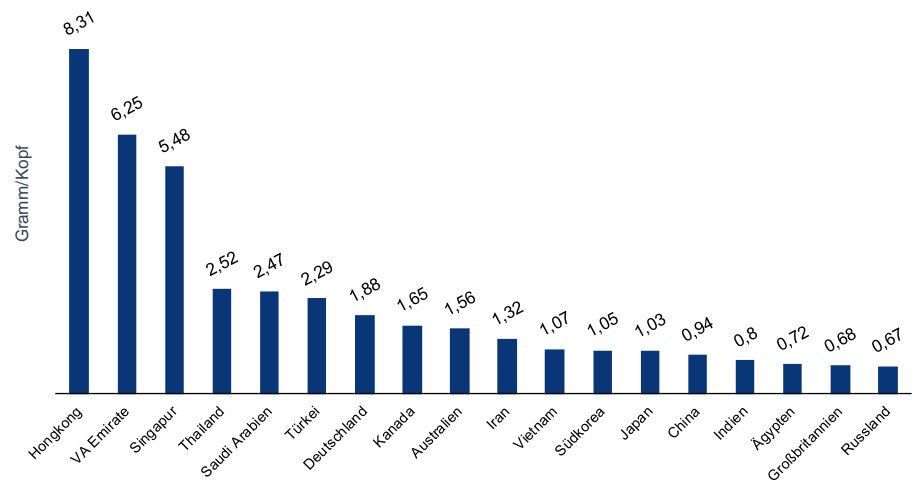
### Goldnachfrage Schwellenländer und Industrienationen (5-Jahres-Durchschnitt) in %



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.

### 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>29</sup>:**

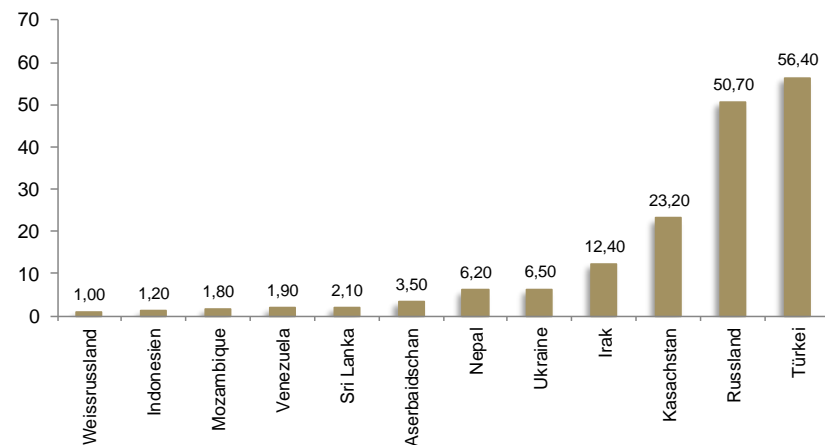
<sup>29</sup> Vgl. "China's gold market: progress and prospect", World Gold Council

- **Steigende Einkommen:** In einer Studie prognostiziert Ernst & Young<sup>30</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. Zudem gibt es hinsichtlich der offiziell publizierten Inflationszahlen – berechtigterweise - Skepsis.
- **Mangel an Anlagealternativen:** Enttäuschende Performance des chinesischen Aktienmarktes

*“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

<sup>30</sup> Vgl. „Hitting the sweet spot: The growth of the middle class in emerging markets“ Ernst & Young



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“).**

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

## 7. BEWERTUNGSANSÄTZE FÜR DEN GOLDPREIS

**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

**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>31</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>31</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 Allzeittief

**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-Monatszeitraum vier Szenarien für die künftige Entwicklung der US-Zentralbankbilanz erstellt<sup>32</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%

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>33</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 Eintrittswahrscheinlichkeit 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

<sup>32</sup> Wir möchten darauf hinweisen, dass diese Annahmen von der Erste Group Research-Meinung abweichen.

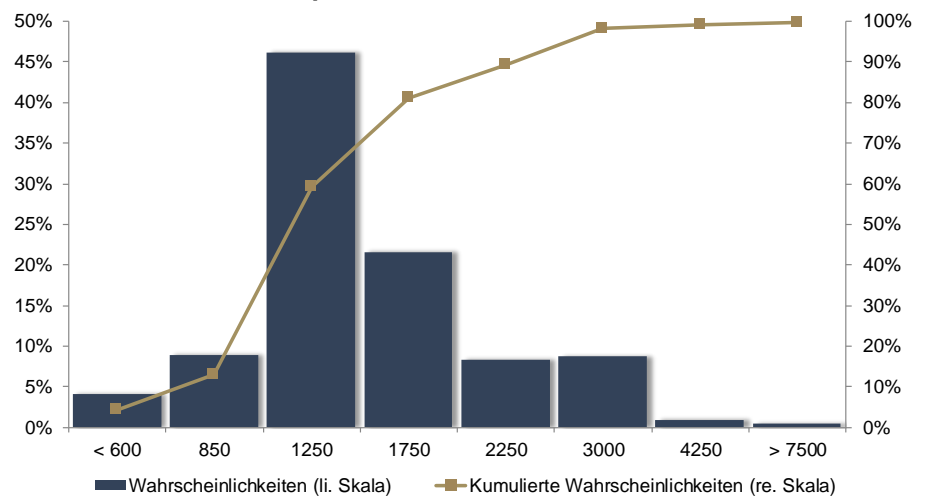
<sup>33</sup> Vgl. <http://www.bloomberg.com/news/2014-06-11/fed-prepares-to-keep-super-sized-balance-sheet-for-years-to-come.html>

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 aus unserer Sicht vor einem Jahr noch bei weitem nicht so wahrscheinlich. 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

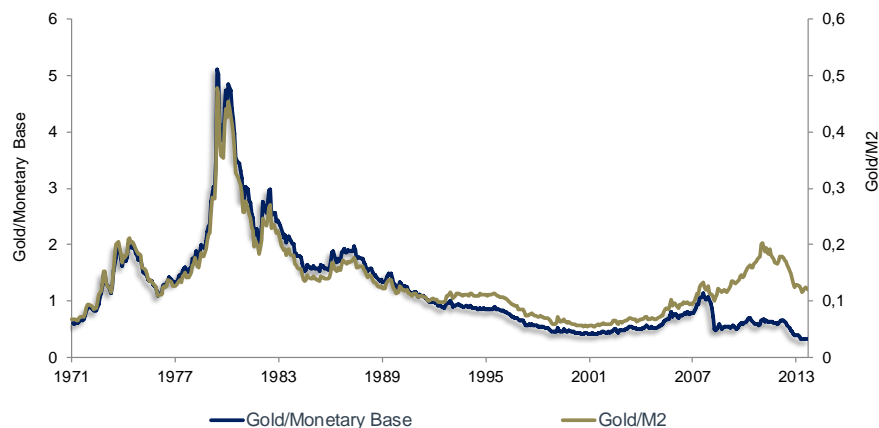
**b) Relative Bewertung mittels Ratio-Analyse**

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)



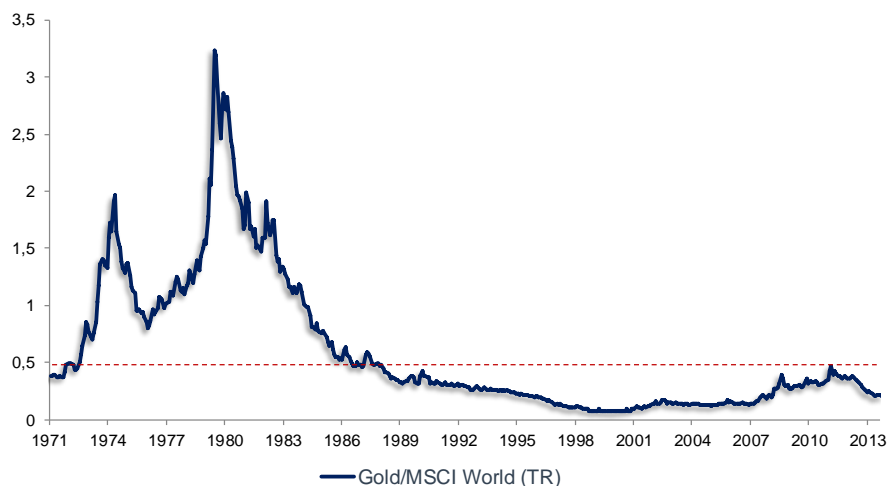
Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

### 2) Gold vs. Aktien

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

Anhand des Vergleiches zu globalen Aktien<sup>34</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.

#### Gold vs. MSCI World



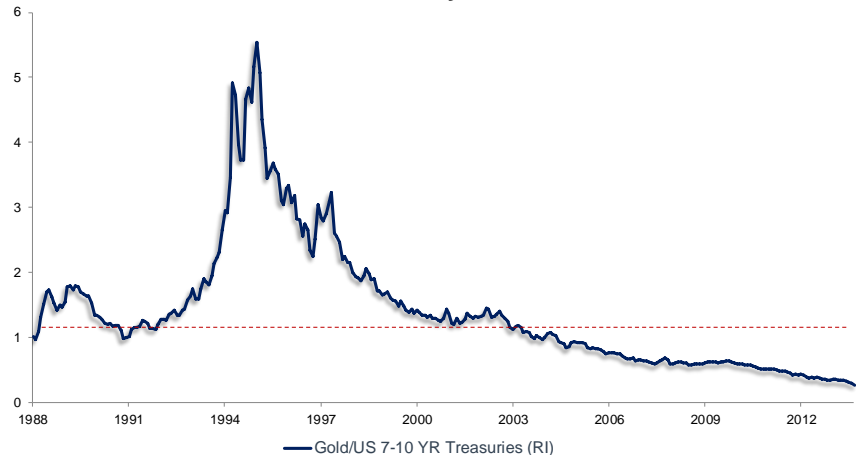
Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

<sup>34</sup> MSCI World Total Return Index, also inklusive reinvestierter Dividendenerträge

### 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>35</sup> notiert Gold deutlich unterhalb des langfristigen Durchschnitts. Ähnliche Ergebnisse liefert auch der Vergleich mit Unternehmensanleihen.<sup>36</sup>

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



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

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

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

Jim Rickards

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.

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>37</sup>	2,46x	1,6x	0,6x	3,2x	Ja
Gold/Fine Wine <sup>38</sup>	5,01x	4,9x	1,5x	15,1	Fair
Gold/Sotheby's <sup>39</sup>	32,5x	29,2x	4,2x	54,3x	Fair
Gold/High Yields <sup>40</sup>	1,21x	1,7x	0,69x	4,5x	Nein
Gold/Housing <sup>41</sup>	0,005x	0,0035x	0,0014	0,0095	Ja
Gold/Kupfer <sup>42</sup>	4,1	3,6	0,84	25	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>35</sup> BOFA ML 7-10YR TREASURIES Total Return

<sup>36</sup> z.B. BOFA ML US CORP MASTERS Total Return

<sup>37</sup> Continuous Commodity Index

<sup>38</sup> Liv-ex Fine Wine Investables Index since January 1988

<sup>39</sup> We regard the stock of Sotheby's as a proxy for the art market

<sup>40</sup> BOFA ML US High Yield Masters Total Return, ab 1986

<sup>41</sup> US Average Existing Home Price, Single-family & Condo

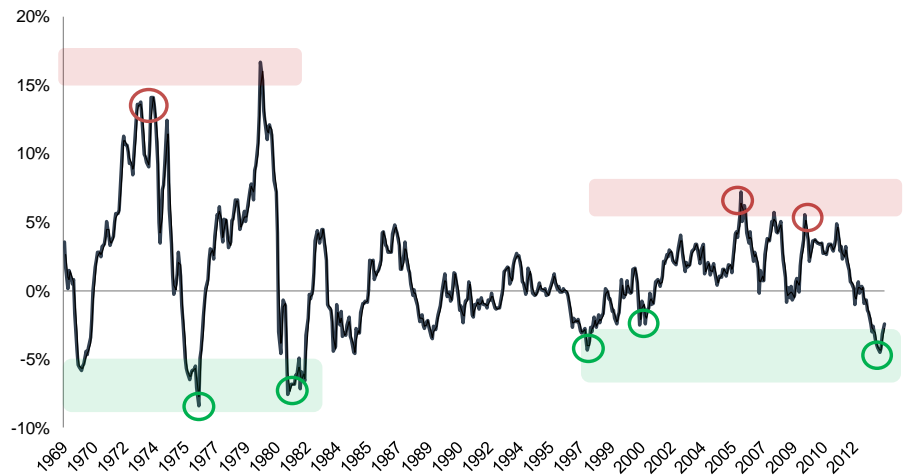
<sup>42</sup> Copper Cathode C/LB

## 8. TECHNISCHE ANALYSE: BODENBILDUNGSPHASE NAHEZU ABGESCHLOSSEN?

Gold 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

Eine langfristige Betrachtung von Bärenmärkten<sup>43</sup> zeigt, dass die aktuelle Korrektur in 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.

<sup>43</sup> Definiert als 25%ige Preisrückgänge, gemessen von Höchststand bis Tiefststand.

### Public Opinion Index



Quelle: Sentimentrader.com

Dass Gold eine ausgeprägte Saisonalität besitzt, haben wir bereits in den letzten Reports ausführlich beschrieben. **Traditionell ist Juni ein guter Kauf-Zeitpunkt.** In der 2. Jahreshälfte ist das Aufwärts-Momentum klar am höchsten. Dies erkennt man auch anhand der nachfolgenden Grafik

### Saisonaes Verlaufmuster Gold und Silber (1971-2013)



Quelle: seasonax

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

Der Commitment of Traders-Report (CoT)<sup>44</sup> zeigt derzeit ebenfalls – aus der Perspektive des Contrarians - ein positives Bild für die nächsten Monate. Die Positionierung des smart money (Commercials) hat zwar noch nicht den Extremwert des letzten Preistiefs erreicht, doch konnte man den Daten 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**



Quelle: [www.BlaschzokResearch.de](http://www.BlaschzokResearch.de)

**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.

<sup>44</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“.



## 9. FAZIT

**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>45</sup>

*“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

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

*“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

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

**Wer die Zukunft verstehen will, sollte stets in die Vergangenheit schauen. Die kommenden Probleme haben ihre Wurzeln oft 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 guten Fragen, sie gibt auch die gute 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.

**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 Einstiegsgelegenheit erachten. 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.**

**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>46</sup>.

**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 Marktdaten. **Als nächstes 12-Monats-Ziel sehen wir die Marke von USD 1.500 USD.**

<sup>45</sup> “EL-ERIAN: The Central Bank ‘Pharmaceutical Company’ Has Brought An Untested Medicine To The Market”, businessinsider.com

<sup>46</sup> Vgl. „Gold is different. What Next?, Dr. David Evans

## Contacts

### Group Research

#### Head of Group Research

Friedrich Mostböck, CEFA +43 (0)5 0100 11902

#### Major Markets & Credit Research

Head: Gudrun Egger, CEFA +43 (0)5 0100 11909

Ralf Burchert (Agency Analyst) +43 (0)5 0100 16314

Hans Engel (Senior Analyst International Equities) +43 (0)5 0100 19835

Christian Enger, CFA (Covered Bonds) +43 (0)5 0100 84052

Margarita Grushanina (Economist AT, CHF) +43 (0)5 0100 11957

Alihan Karadagoglu (Senior Analyst Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 19633

Peter Kaufmann (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 11183

Stephan Lingnau (International Equities) +43 (0)5 0100 16574

Rainer Singer (Senior Economist Euro, US) +43 (0)5 0100 17331

Elena Stelov, CIIA (Corporate Bonds) +43 (0)5 0100 19641

Gerald Walek, CFA (Economist Euro) +43 (0)5 0100 16360

Katharina Böhm-Klamt (Quantitative Analyst Euro) +43 (0)5 0100 19632

#### Macro/Fixed Income Research CEE

Head CEE: Juraj Kotian (Macro/FI) +43 (0)5 0100 17357

Zoltan Arokszalasi (Fixed income) +43 (0)5 0100 18781

#### CEE Equity Research

Head: Henning Eßkuchen +43 (0)5 0100 19634

Chief Analyst: Günther Artner, CFA (CEE Equities) +43 (0)5 0100 11523

Johannes Dietrich +43 (0)5 0100 11913

Günter Hohberger (Banks) +43 (0)5 0100 17354

Franz Hörli, CFA (Basic Resources) +43 (0)5 0100 18506

Daniel Lion, CIIA (Technology, Ind. Goods&Services) +43 (0)5 0100 17420

Thomas Unger, CFA (Insurance, Miscellaneous) +43 (0)5 0100 17344

Vera Sutedja, CFA (Telecom) +43 (0)5 0100 11905

Vladimira Urbankova, MBA (Pharma) +43 (0)5 0100 17343

#### Editor Research CEE

Brett Aarons +420 956 711 014

Deniz Gurgun +90 212 371 2538

#### Research Croatia/Serbia

Head: Mladen Dodig (Equity) +381 11 22 09178

Head: Alen Kovac (Fixed income) +385 72 37 1383

Anto Augustinovic (Equity) +385 72 37 2833

Ivana Rogic (Fixed income) +385 72 37 2419

Milan Deskar-Skrbic (Fixed income) +385 72 37 1349

Davor Spoljar, CFA (Equity) +385 72 37 2825

#### Research Czech Republic

Head: David Navratil (Fixed income) +420 224 995 439

Petr Bittner (Fixed income) +420 224 995 172

Head: Petr Bartek (Equity) +420 224 995 227

Vaclav Krminek (Media) +420 224 995 289

Jiri Polansky (Fixed income) +420 224 995 192

Katarzyna Rzentarzewska (Fixed income) +420 224 995 232

Martin Krajhanzl (Equity) +420 224 995 434

Lubos Mokras (Fixed income) +420 224 995 456

Jan Sedina (Fixed income) +420 224 995 391

#### Research Hungary

Head: József Miró (Equity) +361 235 5131

Gergely Gabler (Fixed Income) +361 373 2830

András Nagy (Equity) +361 235 5132

Orsolya Nyeste (Fixed income) +361 373 2026

Tamás Pletser, CFA (Oil&Gas) +361 235 5135

#### Research Poland

Head: Magdalena Komaracka, CFA (Equity) +48 22 330 6256

Marek Czachor (Equity) +48 22 330 6254

Tomasz Duda (Equity) +48 22 330 6253

Adam Rzepecki (Equity) +48 22 330 6252

#### Research Romania

Chief Economist, Director: Radu Craciun +40 3735 10424

Head: Mihai Caruntu (Equity) +40 3735 10427

Head: Dumitru Dulgheru (Fixed income) +40 3735 10433

Chief Analyst: Eugen Sinca (Fixed income) +40 3735 10435

Dorina Cobiscan (Fixed Income) +40 3735 10436

Raluca Florea (Equity) +40 3735 10428

Marina Alexandra Spataru (Equity) +40 3735 10429

#### Research Slovakia

Head: Maria Valachyova (Fixed income) +421 2 4862 4185

Martin Balaz (Fixed income) +421 2 4862 4762

#### Research Turkey

Head: Can Yurtcan +90 212 371 2540

Evrin Dairecioglu (Equity) +90 212 371 2535

M. Görkem Göker (Equity) +90 212 371 2534

Sezai Saklaroglu (Equity) +90 212 371 2533

Nilufer Sezgin (Fixed income) +90 212 371 2536

Ilknur Unsal (Equity) +90 212 371 2531

### Group Institutional & Retail Sales

#### Institutional Equity Sales Core Markets

Head: Brigitte Zeitlberger-Schmid +43 (0)5 0100 83123

#### Cash Equity Sales

Hind Al Jassani +43 (0)5 0100 83111

Werner Fuerst +43 (0)5 0100 83121

Josef Kerekes +43 (0)5 0100 83125

Cormac Lyden, CFA +43 (0)5 0100 83127

Stefan Raidl +43 (0)5 0100 83113

Simone Rentschler +49 711 810 400 5590

#### Derivative Sales

Christian Luig +43 (0)5 0100 83181

Sabine Kircher +43 (0)5 0100 83161

Christian Klikovich +43 (0)5 0100 83162

Armin Pflingstl +43 (0)5 0100 83171

Roman Rafeiner +43 (0)5 0100 83172

#### Institutional Equity Sales London

Declan Wooloughan +44 20 7621 5011

#### Institutional Equity Sales Croatia

Damir Eror (Equity) +385 72 37 28 36

Zeljka Kajkut (Equity) +385 72 37 28 11

#### Institutional Sales Czech Republic

Head: Michal Rizek +420 224 995 537

Pavel Krabicka (Equity) +420 224 995 411

Jiri Feres (Equity) +420 224 995 554

Jiri Smehlik (Equity) +420 224 995 510

#### Institutional Sales Hungary

Gregor Glatzer (Equity) +361 235 5144

Attila Holló (Fixed Income) +361 235-5846

Levente Nándori (Equity) +361 235 5141

Attila Preisz (Equity) +361 235 5140

Norbert Siklósi (Fixed Income) +361 235 5842

Balázs Zánkay (Equity) +361 235 5156

#### Institutional Equity Sales Poland

Pawel Czuprynski (Equity) +4822 330 6212

Jacek Krynski (Equity) +4822 330 6218

Lukasz Mitan (Equity) +4822 538 6265

Przemyslaw Nowosad (Equity) +4822 538 6266

Emil Onyszczyk (Equity) +4822 330 6214

Grzegorz Stepien (Equity) +4822 330 6211

#### Institutional Equity Sales Turkey

Simin Öz Gerards (Head) +9 0212 371 2525

Murat Guneren (Equity) +9 0212 371 2521

Varol Guzel (Equity) +9 0212 371 2523

Mine Yoruk (Equity) +9 0212 371 2526

Ebru Doganay Percin (Equity) +9 0212 371 2522

#### Institutional Equity Sales Slovakia

Head: Dusan Svitek +48 62 56 20

Andrea Slesarova (Client sales) +48 62 56 27

#### Saving Banks & Sales Retail

Head: Thomas Schaufler +43 (0)5 0100 84225

#### Equity Retail Sales

Head: Kurt Gerhold +43 (0)5 0100 84232

#### Fixed Income & Certificate Sales

Head: Uwe Kolar +43 (0)5 0100 83214

#### Treasury Domestic Sales

Head: Markus Kaller +43 (0)5 0100 84239

#### Corporate Sales AT

Martina Kranzl +43 (0)5 0100 84147

Karin Rattay +43 (0)5 0100 84112

Markus Pistracher +43 (0)5 0100 84152

Günther Gneiss +43 (0)5 0100 84145

Jürgen Flassak, MA +43 (0)5 0100 84141

Antonius Burger-Scheidlin, MBA +43 (0)5 0100 84624

#### Fixed Income Institutional Desk

Head G7: Thomas Almen +43 (0)5 0100 84323

Head Germany: Ingo Lusch +43 (0)5 0100 84111

#### Fixed Income International & High End Sales Vienna

Jaromir Malak/ Zach Carvell +43 (0)5 100 84254

U. Inhofner/ P. Zagan/ C. Mitu +43 (0)5 100 84254

#### Central Bank and International Sales

Daniel Kihak Na +852 2105 0392