

## In Gold we Trust 2015 – *Extended Version*

**Nach der knapp verhinderten Implosion des Finanzsystems im Herbst 2008 befinden wir uns im siebten Jahr weltweiter Notenbankexperimente. Wir alle sind Probanden eines beispiellosen Reflationierungs-Kraftaktes, dessen Ausgang ungewiss ist. Fragwürdige geldpolitische Wagnisse wie Quantitative Easing und Negativzinsen sind direkte Konsequenzen systemischer Inflationssucht.**

### Autoren:

Ronald-Peter Stoeferle, CMT  
rps@incrementum.li  
Twitter @RonStoeferle

Mark J. Valek, CAIA  
mjb@incrementum.li  
Twitter @MarkValek



**Der Zustand der internationalen Finanzarchitektur ist nach wie vor äußerst fragil.** Bereits seit 2011 haben die disinflationären Kräfte die Oberhand. Die systemische Instabilität zwischen Inflation und Deflation – **die monetäre Tektonik – kulminierte im zweiten Halbjahr 2014 in einem „disinflationären Erdbeben“.**

**Die vielerorts chronische Überschuldung verschärft den Druck auf die Geldpolitik, den deflationären Trend zu brechen und endlich steigende Teuerungsraten zu fabrizieren. Gold war stets die beste Put-Option auf exzessive Inflationierungsbemühungen.**

**Wir sind der Überzeugung, dass wir nun nahe einer entscheidenden Weggabelung stehen: Der disinflationäre Trend wird gebrochen werden (müssen).** Steigende Inflationsraten werden entweder im Umfeld einer anspringenden wirtschaftlichen Aktivität oder im Rahmen einer stagflationären Entwicklung auftreten. **In beiden Fällen profitieren inflationssensitive Anlagen wie Gold und Minenaktien.**

**Die Inflationssorgen sind beim Gros der Marktteilnehmer in den letzten Jahren sukzessive verpufft.** Dies spiegelt sich sowohl in ungemein niedrigen erwarteten Teuerungsraten, als auch in der Zusammensetzung der Anlegerportfolios wider. **Das Verlassen der derzeitigen „Low-Flation“ Phase könnte sich als „pain-trade“ für die Masse der Anleger erweisen.**

**Aus technischer Sicht ist das Gesamtbild nicht eindeutig.** Der Abwärtstrend ist noch nicht gebrochen, hingegen zeigt das negative Sentiment eine Resignation der Goldbullen an. **Wir halten einen finalen Sell-Off für möglich.** Im Zuge dessen könnte die Unterstützung bei USD 1.140 getestet werden. **Eine solche Entwicklung wäre ein Hinweis auf eine primäre Trendwende am Goldmarkt.**

Aufgrund unserer vorliegenden Analyse des „Big Picture“ halten wir weiterhin Kurs: ***In Gold we (still) do trust.*** **Wir sind der festen Überzeugung, dass sich Gold in einem säkulären Bullenmarkt befindet, der vor seinem Comeback steht.**

**Am Ende des Zyklus erwarten wir eine finale Trendbeschleunigung. Wir haben uns dazu entschlossen, unser langfristiges Kursziel von USD 2.300 nun auf einen zeitlichen Horizont von drei Jahren – also bis Juni 2018 – festzulegen.**

Alle Preise sind Schlusskurse  
vom 19. Juni 2015

# Inhaltsverzeichnis

|                                                                                                      |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1. EINLEITUNG.....                                                                                   | 4   |
| 2. STANDORTBESTIMMUNG.....                                                                           | 10  |
| a) Status Quo.....                                                                                   | 10  |
| b) Gründe für die aktuelle Korrektur des Goldpreises.....                                            | 17  |
| c) Der Lebenszyklus der internationalen Geldordnung.....                                             | 19  |
| d) Das geldpolitische „Warten auf Godot“.....                                                        | 23  |
| e) Wer fürchtet sich vor der Rezession?.....                                                         | 26  |
| 3. GOLD UND INFLATION.....                                                                           | 30  |
| a) Warum der Goldpreis überhaupt steigt.....                                                         | 30  |
| b) Monetary Tectonics.....                                                                           | 36  |
| c) Das Gold/Silber-Ratio als Indikator zur Messung der Inflationsdynamik.....                        | 39  |
| d) Das monetäre Spiel mit dem Feuer – Wieso die Teuerungsdynamik nicht kontrolliert werden kann..... | 43  |
| e) Das Übel fallender Preise.....                                                                    | 45  |
| 4. VOM RISIKOLOSEN ZINS ZUM ZINSLOSEN RISIKO.....                                                    | 51  |
| a) Bubble Territory?.....                                                                            | 51  |
| b) Was man sieht und was man nicht sieht: Die verhängnisvollen Konsequenzen der Nullzinspolitik..... | 55  |
| c) Nullzinspolitik und die folgenschwere Verzerrung der Kapitalstruktur.....                         | 57  |
| 5. SCHULD UND SÜHNE.....                                                                             | 61  |
| a) Über die Moral des Sparens.....                                                                   | 61  |
| b) Schuldenentwicklung in den Industrienationen.....                                                 | 62  |
| c) Die Globalisierung der Überschuldung.....                                                         | 67  |
| d) Aufkommender demographischer Gegenwind.....                                                       | 70  |
| 6. FINANZIELLE REPRESSION: FLUCHTWEG AUS DER ÜBERSCHULDUNG?.....                                     | 74  |
| a) Der Feldzug gegen das Bargeld.....                                                                | 76  |
| b) Das moderne Schwundgeld: Silvio Gesell 2.0?.....                                                  | 78  |
| 7. GOLD IM PORTFOLIOKONTEXT.....                                                                     | 81  |
| a) Die außergewöhnlichen Portfolioeigenschaften von Gold.....                                        | 81  |
| b) Die Beziehung zwischen Gold und Zinsen.....                                                       | 86  |
| c) Der Zusammenhang zwischen Gold und dem Dollar.....                                                | 89  |
| d) Die Opportunitätskosten von Gold.....                                                             | 92  |
| 8. VERGANGENHEIT, GEGENWART UND ZUKUNFT DER WÄHRUNGSARCHITEKTUR.....                                 | 100 |
| a) Bismarck und der geldsystembedingte Untergang der Hochkulturen.....                               | 100 |
| b) King Dollar und seine Thronfolger.....                                                            | 101 |
| c) Die Repatriierung der Goldreserven.....                                                           | 103 |
| d) AIIB, NDB & Co.: Die neuen Herausforderer der Bretton Woods Institutionen?.....                   | 104 |
| e) Russland und China und die sukzessive Emanzipation vom Dollar.....                                | 106 |
| f) Sonderziehungsrechte: monetäres LSD als Währung der Zukunft?.....                                 | 109 |
| g) Goldgedeckte Digitalwährungen.....                                                                | 112 |
| 9. DER GOLDENE „LOVE TRADE“.....                                                                     | 115 |
| 10. BEWERTUNGEN, SZENARIEN UND PREISZIELE.....                                                       | 119 |
| a) Gold vs. Geldmengenaggregate.....                                                                 | 119 |
| b) Relative Bewertung mittels Ratio-Analyse.....                                                     | 120 |
| c) Prognose.....                                                                                     | 122 |
| d) A Gold Bugs' Nightmare.....                                                                       | 124 |
| 11. GOLDAKTIE.....                                                                                   | 126 |
| a) Relative Bewertung von Gold und Minenaktien.....                                                  | 126 |
| b) Wieso perform(t)en Miner so schwach?.....                                                         | 128 |
| c) Die Branchenkonsolidierung wird sich fortsetzen – Developer als größte Profiteure.....            | 131 |
| d) Gründe für unsere Zuversicht bez. der weiteren Entwicklung des Minensektors.....                  | 132 |
| 12. TECHNISCHE ANALYSE: IST DIE BODENBILDUNG NAHEZU ABGESCHLOSSEN?.....                              | 134 |
| 13. KONKLUSION.....                                                                                  | 138 |
| 14. APPENDIX – Über uns.....                                                                         | 141 |

## Disclaimer:

Diese Publikation basiert auf dem „Goldreport 2015“, 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 Mitglied der Geschäftsleitung der Incrementum AG, Liechtenstein ([www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)). Ansichten in diesem Report über spezifische Unternehmen, Wertpapiere oder Marktsektoren sind die Ansichten der Autoren 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 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. Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (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: 2015 Incrementum AG. All rights reserved.

**Wir bedanken uns herzlich bei unseren “Premium Partnern” für die  
Unterstützung des “In Gold we Trust” Reports 2015**

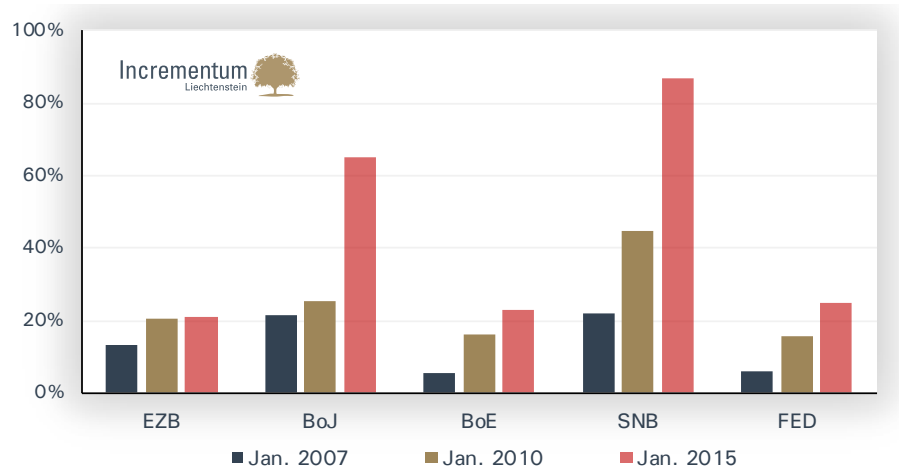


## 1. EINLEITUNG

„Unkonventionelle Geldpolitik“  
mittlerweile im  
Standardrepertoire der  
Währungshüter

Nach der knapp verhinderten Implosion des Finanzsystems im Herbst 2008 befinden wir uns nun im siebten Jahr weltweiter Notenbankexperimente. Zwar hat die US-Zentralbank im Vorjahr ihr „Quantitative Easing“<sup>1</sup> gestoppt, dafür springen nun andernorts Währungshüter für ihre US-Kollegen in die Bresche. Global gesehen werden Notenbanken heuer noch mehr Basis-Geld schöpfen als bereits in den Jahren zuvor.

Bilanzsumme der Zentralbanken in Prozent des BIP



Quelle: Bloomberg, Federal Reserve St. Louis, SNB, Incrementum AG

„Was man als die Übel des  
Konjunkturniedergangs ansieht,  
ist das Gewährwerden der  
Folgen des durch die  
Kreditausweitung  
vorgetäuschten Aufstieges.“  
Ludwig von Mises

Mit der Einführung von negativen Zinsen in vermeintlichen Hartwährungsräumen hat die monetäre Verlotterung vergangenes Jahr einen weiteren, bislang undenkbaren Höhepunkt erlebt. Dieser rabiate Angriff auf das Kulturerbe Geld, der mit der Zielsetzung eines höheren allgemeinen Wohlstandes gerechtfertigt wird, steht ganz klar im Gegensatz zu jeglichem ökonomischen Hausverstand. Diese Maßnahmen widersprechen auch unserer ökonomischen Grundüberzeugung, die in der Österreichischen Schule der Nationalökonomie wurzelt.

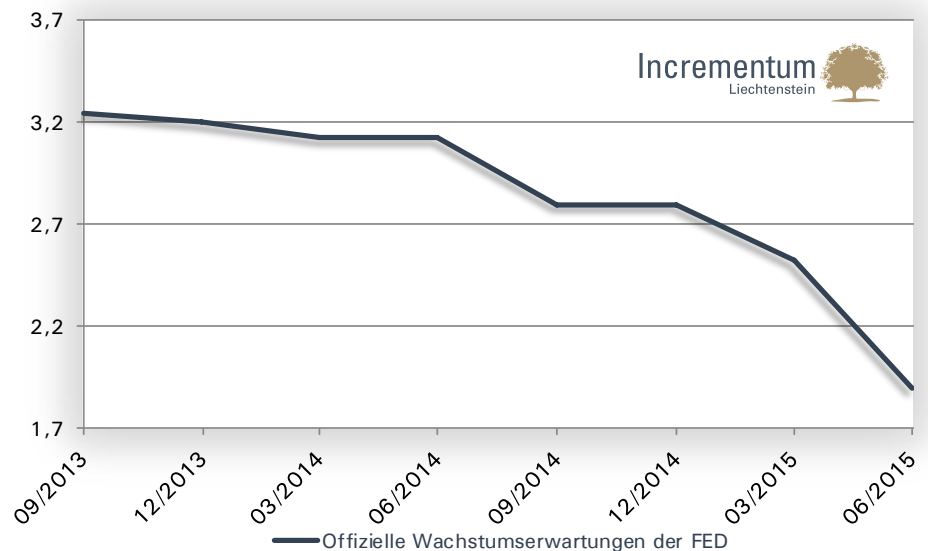
...und täglich grüßt das  
geldpolitische Marmelade

Der mittels zauberhafter Geldpolitik versprochene selbsttragende Aufschwung lässt wie gewohnt auch heuer wieder auf sich warten, wobei die Situation mittlerweile stark an die Filmkomödie „Und täglich grüßt das Murmelmonster“ erinnert. Bemerkenswert ist, dass das jährliche Déjà-vu-Erlebnis in Sachen Wachstumsenttäuschungen noch immer nicht bei den Marktteilnehmern zu der Einsicht geführt hat, dass diese Krise nicht zyklischer, sondern systemischer Natur ist.

Es ist daher umso erstaunlicher, dass diese seit nunmehr sieben Jahren betriebene Politik des billigen Geldes allorts kopiert wird. Hier findet eine Theorie umso mehr Zuspruch, je mehr ihre empirische Überprüfung scheitert. So schrumpfte die Wirtschaftsleistung der USA im 1. Quartal um 0,7% gegenüber dem Vorjahresquartal. Wie man anhand der nachfolgenden Grafik erkennen kann, mußten die Wachstumserwartungen regelmäßig nach unten revidiert werden.

<sup>1</sup> Der Begriff der „quantitativen Lockerung“ stellt unserer Meinung nach einen stark verharmlosenden Euphemismus für das Anwerfen der (digitalen) Druckerpresse dar.

## Wachstumsprognosen<sup>2</sup> werden sukzessive nach unten revidiert



Quelle: Bloomberg, Federal Reserve

**Regelmäßige Leser unserer seit neun Jahren erscheinenden Gold-Studie wissen, dass insbesondere die Auseinandersetzung mit der Beschaffenheit des derzeitigen Geldsystems im Rahmen einer tiefen Analyse des Goldmarktes nicht zu kurz kommen darf.** In diesem Zusammenhang haben wir zuletzt hinlänglich auf das für Anleger relevante Kräftemessen zwischen inflationären und deflationären Kräften, welches wir als „*Monetäre Tektonik*“ bezeichnen, hingewiesen.

### Monetäre Tektonik: disinflationäre Kräfte 2014 überwältigend

**Die disinflationären Kräfte haben in diesem Kräftemessen bereits seit 2011 klar die Oberhand.** In den vergangenen 12 Monaten konnten wir ein Paradebeispiel der systemischen Instabilität beobachten. So hat sich der Preis für Rohöl innerhalb von nur sieben Monaten mehr als halbiert. Viele Analysten haben dies ausschließlich auf Angebots- und Nachfragefaktoren zurückgeführt, was aus unserer Sicht jedoch unzulänglich ist. Alle Verbrauchsrohstoffe sowie praktisch jede Papiergeldwährung haben im selben Zeitraum gegenüber dem US-Dollar massiv an Wert verloren. Diese zeitgleiche Abwertung aller Rohstoffe bedeutet in unserem derzeitigen, Dollar-zentrierten Geldsystem, ein disinflationäres Erdbeben.

### Der Druck zu drucken steigt

**Als Konsequenz beschleunigte sich der Trend rückläufiger Teuerungsraten abermals und kulminierte in einer medialen Angst-Kampagne gegen die akute Bedrohung fallender Konsumentenpreise.** Selbst in Deutschland, traditionell die Hochburg der Inflationssorge<sup>3</sup>, machte sich Anfang 2015 eine noch nie dagewesene Angst vor Deflation breit. Dies ebnete erfolgreich den Weg für ein Quantitative Easing-Experiment in Höhe von 1,14 Billionen Euro.<sup>4</sup> **Anhand der Grafik erkennt**

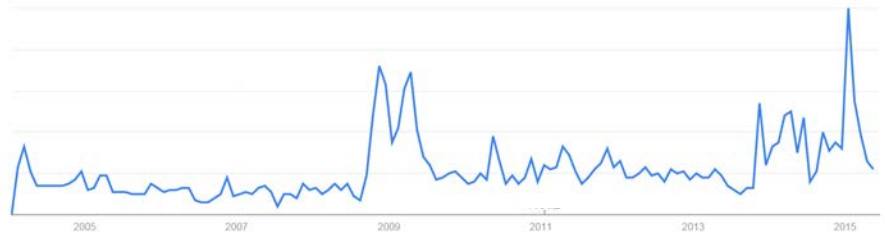
<sup>2</sup> Mittelwert der „central tendency“ Prognose der FED

<sup>3</sup> So hat das Institut für Demoskopie Allensbach die Deutschen nach ihren Ängsten befragt: Nur die Angst pflegebedürftig zu werden ist größer als die Angst vor Inflation. Inflation macht den Deutschen somit mehr Angst als Krankheiten wie Krebs, als Terroranschläge oder Arbeitslosigkeit! (gesehen in: Die große Geldschmelze“, Hanno Beck und Aloys Prinz, S. 170)

<sup>4</sup> „Das Wort „Billion“ gab es bis zur Hyperinflation der Weimarer Republik in den 1920er-Jahren gar nicht in der deutschen Sprache. Für Zentralbanken ist es aber inzwischen die wichtigste

man, dass die deutschlandweite Suche nach dem Begriff „Deflation“ sogar das Maximum aus 2008 übertraf.

Google Trends: deutschlandweite Suche nach dem Begriff „Deflation“:



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

Reflationierungsmaßnahmen  
werden zunehmend brachialer

In unserem letzten Report hatten wir geschrieben: **„Sollte sich der Inflationstrend umkehren, werden sich ausgesprochene Opportunitäten bei inflationssensitiven Anlagen wie z.B. Gold und Goldaktien ergeben.“** Seitdem hat sich der Goldpreis trotz des disinflationären Tsunamis gut behaupten können; andere inflationssensitive Anlagen wurden - wie in einem solchen Umfeld zu erwarten – abverkauft. Aus heutiger Sicht haben sich die Vorzeichen für eine Wende des Inflationstrends grundlegend geändert, unter anderem weil sich Rohstoffe mittlerweile auf einem deutlich niedrigerem Preisniveau befinden und sich der Basiseffekt selbst bei stagnierenden Rohstoffpreisen in den Teuerungsraten niederschlagen wird. Auch sollte mittlerweile allgemein bekannt sein, dass zur Bekämpfung der Deflation vor gar keinen Methoden zurückgeschreckt wird. **Die Reflationierungsmaßnahmen werden also immer brachialer, bis die gewünschte Trendwende bewerkstelligt ist.**

***“The financial system has become increasingly vulnerable only six years after its last collapse in 2009.”***  
**Bill Gross**

Auch wenn die monetären Nahtoderlebnisse aus 2008 nur wenige Jahre zurückliegen, ist es doch erstaunlich, wie schnell eine **„this time is different“-Mentalität zurückgekehrt ist.**<sup>5</sup> Nachdem in den letzten Jahren viel Spekulation aus dem Goldsektor gewichen ist, was beispielsweise an den massiven ETF Verkäufen ersichtlich ist, scheint es nun so, als hätten die meisten Marktteilnehmer das Interesse an Gold gänzlich verloren.<sup>6</sup>

Als 2008 der Systemzusammenbruch drohte, wurden zahlreiche Marktteilnehmer plötzlich fromme Jünger des Goldes. Da diese Gefahr durch die lebenserhaltenden Maßnahmen der Zentralbanken nun vorerst abgewendet zu sein scheint und das alte Spiel wieder aufgenommen wurde, ist Gold für jene „Jünger in der Not“ nicht mehr notwendig. **In diesem Umfeld mutet eine positive Einschätzung in Bezug auf Gold für viele Marktteilnehmer als anachronistisch, ja fast schon bemitleidenswert an.**

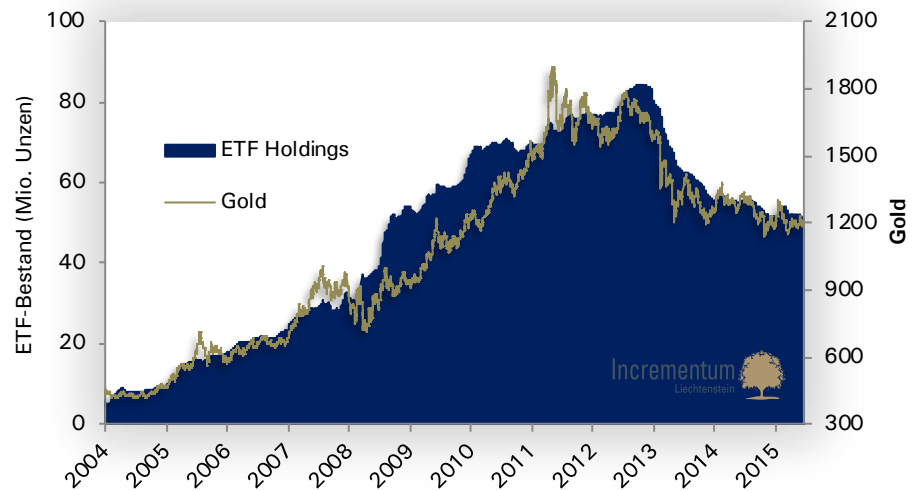
---

Größenordnung in der Geldpolitik geworden.“ Nikolaus Jilch, Die Presse, „EZB „druckt“ 1.140.000.000.000 Euro

<sup>5</sup> So liegt der „Financial Stress Index“, der von der Federal Reserve St. Louis publiziert wird aktuell bei einem Stand von Minus 1 und somit auf ähnlich niedrigem Niveau wie in 2007.

<sup>6</sup> Nach den starken Abflüssen in 2013 in Höhe von knapp 900 Tonnen dürfte der Exodus nun zu Ende gegangen sein. Erstmals seit dem 4. Quartal 2012 gab es im Q1 2015 Nettozuflüsse in ETFs.

### Gesamtes ETF-Volumen (Mio. Unzen) vs. Goldpreis



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

**In der Ruhe liegt die Kraft –  
Deutlich sinkende Volatilität des  
Goldpreises**

Das sinkende Interesse an Gold spiegelt sich auch in der verringerten Volatilität des Goldpreises wider. Die derzeitige Marktphase lässt uns auf die alte Weisheit „*In der Ruhe liegt die Kraft*“ besinnen, welche auch an der Börse Gültigkeit besitzt.<sup>7</sup> Ruhephasen sind Zeiten, in denen ein Krätesammeln vor einer starken Trendphase erfolgt.<sup>8</sup> **Auch wenn wir nicht mit einer dermaßen langen Korrekturphase gerechnet hatten, so teilen wir definitiv nicht die Meinung vieler anderer Analysten, wonach 2011 ein neuer säkularer Gold-Bärenmarkt begonnen habe.**

**“The illusion of central bank  
control is in full force.”  
Dylan Grice**

**Doch worin liegt unser ungebrochenes Vertrauen in Gold begründet? In erster Linie basiert unser Faible für Gold auf unserem Verständnis der monetären Geschichte. Im Moment scheint es so, als befände sich das Vertrauen in die Allmacht und Unfehlbarkeit der Notenbanken auf einem Allzeithoch.** Damit gehen neue Höchststände bei Aktien und insbesondere Staatsanleihen einher. Jim Grant bezeichnete den Goldpreis einst als „*Kehrwert der Glaubwürdigkeit der Notenbanken*“. Das – momentan – hohe Vertrauen in die Geschicke der Notenbanker ist unserer Meinung nach ein wesentlicher Grund für die etwas kraftlose Entwicklung des gelben Metalles. **Wenn die Omnipotenz der Zentralbanken von den Märkten in Frage gestellt wird, könnte dies eine grundlegende Änderung des Denkmusters einläuten und Gold zu alten Ehren und neuen Höhen verhelfen.**

**Exzessive Deflationsphobie - der  
beste Freund des Goldinvestors**

Zudem erscheint uns ein Vergleich der derzeitigen Situation mit dem Ende des letzten großen Bullenmarktes (1971-1980) höchst interessant. Dabei gibt es einen grundlegenden Unterschied: **Damals wollte die Fed mittels restriktiver Geldpolitik den steigenden Inflationstrend beenden, heute setzen Notenbanker rund um den Globus hingegen alles daran, steigende Teuerungsraten zu erzeugen.** Je stärker das systemische Begehren nach steigenden Preisen wird, umso kreativer und brachialer agieren die Verantwortlichen um dieses Ziel zu erreichen.

<sup>7</sup> Wenngleich dies für viele an die Hektik und Schnellebigkeit der Markt Ereignisse gewöhnte Marktteilnehmer zu langatmig sein mag.

<sup>8</sup> Vgl. „Der Wellenreiter“, Wellenreiter Invest, 18. Mai 2015



*"I do not hesitate to say that although the prices of many products of the farm have gone up [...], I am not satisfied. **It is definitely a part of our policy to increase the rise and to extend it to those products that have as yet felt no benefit. If we cannot do this one way, we will do it another, but do it, we will.**"*<sup>9</sup>

US-Präsident Franklin D. Roosevelt, 23. Oktober 1933<sup>10</sup>

*"The time is coming (when) global financial markets stop focusing on how much more medicine they will get (QEs) and instead focus on the fact that it does not work."*  
Russell Napier

Die permanenten Kunstgriffe der Bank- und Währungspolitik sind inzwischen eine Notwendigkeit geworden, um den Fortbestand des Fiat-Schuldgeldsystems zu ermöglichen. Das latente Potenzial ständig neuer Geldmengeninflationierung einerseits, und der potenzielle Ausfall hoher Kreditsummen andererseits, stellen kein sicheres Fundament für die Wirtschaft dar, sondern wecken vielmehr Assoziationen zu einer Erdbebenregion, in der eine tektonische Plattengrenze die zivilisatorischen Errungenschaften permanent bedroht. **In Folge dessen ist die Ökonomie mittlerweile zu einem politischen Konstrukt verkommen, in dem es in erster Linie gilt, exogene Eingriffe möglichst gut zu antizipieren und darauf zu reagieren.**<sup>11</sup>

*"Time is the best teacher, but unfortunately, it kills all of its students."*  
Robin Williams

Es ist verwunderlich, dass nach sieben Jahren experimenteller Notenbankpolitik keinerlei Diskussion darüber stattfindet, ob diese Maßnahmen überhaupt wirken bzw. ob die Lage ohne QE nicht vielleicht sogar besser wäre.<sup>12</sup> Das Narrativ von steigenden Vermögenspreisen und einem relativ schmerzlosen Weg zu vermeintlich nachhaltigem Wachstum wird kaum in Frage gestellt.

*"There are no limits to our policy tools..to completely overcome the chronic disease of deflation, you need to take all your medicine. Halfbaked medical treatment will only worsen the symptoms."*  
Haruhiko Kuroda,  
Japanischer Zentralbankchef

Unkonventionelle Geldpolitik wird durch eine Notsituation gerechtfertigt und ist nur befristet. Oder? Wie einfach ist die vielversprochene Rückkehr zur „monetären Normalität“? Japan ist in diesem Zusammenhang ein Beispiel, das sich Vertreter der geldpolitischen Experimente ungern näher ansehen. Das Land ist ein „Musterschüler“ für hochaggressive Geldpolitik.<sup>13</sup> Seit nunmehr 18 Jahren gibt es dort de facto eine Nullzinspolitik und bereits zahlreiche QE-Programme. Jeder Ausstieg aus QE blieb temporär, jeder Versuch die Zinsen anzuheben scheiterte innerhalb weniger Quartale und musste peinlicherweise wieder zurückgenommen werden.

*"Als wir das Ziel endgültig aus den Augen verloren hatten, verdoppelten wir den Einsatz."*  
Mark Twain

Japan exerziert also genau die als heilbringend geltenden geldpolitischen Maßnahmen seit vielen Jahren vor. **Ein Ausstieg ist nicht in Sicht, ganz im Gegenteil. Durch die Niedrigzinspolitik konnte sich der Staat dermaßen hoch verschulden, dass ein signifikanter Zinsanstieg nun endgültig illusorisch scheint.** Fragt man einen westlichen Geldpolitiker warum die verschriebene Medizin im Land der aufgehenden Sonne in den letzten zwei Dekaden nicht nachhaltig gewirkt hat, so erhält man die zynische Erklärung, es sei nicht genug davon genommen worden.

*"There is a significant risk that this is going to end badly because the Bank of Japan is funding 40pc of all government spending. This could end in high inflation, perhaps even hyperinflation."*  
William White, ehem.  
Chefökonom der BIZ

Sofern die Inflationserwartungen in Japan im Zuge des aggressiven Reflationierungsprogrammes nachhaltig ansteigen, ist davon auszugehen,

<sup>9</sup> Vgl. <https://www.youtube.com/watch?v=kTe4paRPEM4> – FDR verspricht in einer Rede die deflationären Kräfte mit allen möglichen Mitteln umzukehren, was ihm einige Monate nach der Ansprache mittels einer Goldaufwertung von knapp 70% gegenüber dem US-Dollar gelang.

<sup>10</sup> Anmerkung: Während der Großen Depression in den 1930er Jahren konnte die Umkehr des deflationären Inflationstrends letzten Endes nur durch die Aufwertung des Goldpreises von 20 auf 35 USD erreicht werden.

<sup>11</sup> Vgl. „The Big Picture“, Ritholtz.com

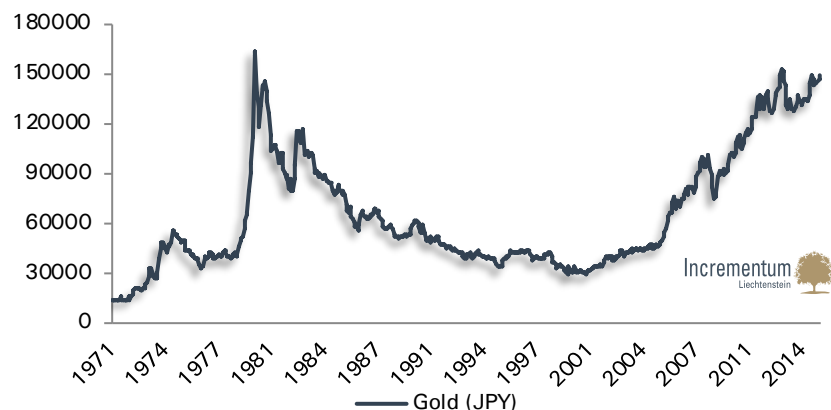
<sup>12</sup> Wir wollen hier auf unsere späteren Ausführungen bez. Frédéric Bastiats Aufsatz „Was man sieht und was man nicht sieht“ verweisen

<sup>13</sup> Vgl. „In Gold we Trust 2014“, Kapitel „Droht Europa ein japanisches Szenario?“ S. 41-43



dass die Bankguthaben sukzessive abgezogen werden. **Kein Zufall, dass der Goldpreis in Yen nahe seiner Allzeithochs notiert. Wir sind der festen Überzeugung, dass der Goldpreis gemessen in Yen auf Sicht der nächsten Jahre einen fulminanten Aufwärtstrend markieren wird.**

#### Goldpreis in JPY



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

***“The biggest bubble out there is central bank credibility. If Draghi was a stock he'd be on a P/E of 200! Yellen's on 100. When that bubble pops, all hell will break loose again, and there you really just want to be in cash.”***

Gerard Minack

**Das süße, epidemische Gift der Währungsabwertung hat nun – nach Japan – auch auf die Eurozone übergreifen.** Die Erwartung einer europäischen Dosis monetärer Aphrodisiaka führte einerseits zu einem deutlich fallenden Euro-Kurs (von USD 1,40 bis auf USD 1,04), darüber hinaus aber auch zu haussierenden europäischen Aktienmärkten sowie einer (finalen?) Jahrhunderttrallie bei Staatsanleihen. Uns erinnert dies an eine klassische Abwertungshausse. Es stimmt uns nachdenklich, dass der vorübergehende zarte wirtschaftliche Aufschwung in Folge einer geschwächten Währung tendenziell begrüßt und kaum kritisiert wird. **Würde eine Schwächung der Währung langfristig Wohlstand und Prosperität erzeugen, so müßten Zimbabwe und Venezuela an der Spitze und die Schweiz am Ende eines Wirtschafts-Ranking stehen. Bekannterweise ist exakt das Gegenteil der Fall.**

***„Das Volk klagt über Inflation, aber es unterstützt begeistert politische Maßnahmen, die nur mit Inflation verwirklicht werden können.“***

Ludwig von Mises

Leser unserer jährlichen Reports wissen, dass wir Gold primär als monetäres Gut und nicht wie einen Verbrauchsrohstoff analysieren. In unserem mittlerweile neunten „In Gold we Trust“-Report werden wir deshalb erneut einen sachlichen Blick auf das große Bild werfen und eine holistische Analyse des Goldsektors vornehmen. Wir dürfen das Fazit bereits vorwegnehmen: **Die Wettbewerbsposition von Gold hat sich in den vergangenen Monaten gegenüber Papiergeld und anderen Anlageklassen erheblich verbessert.**

## 2. STANDORTBESTIMMUNG

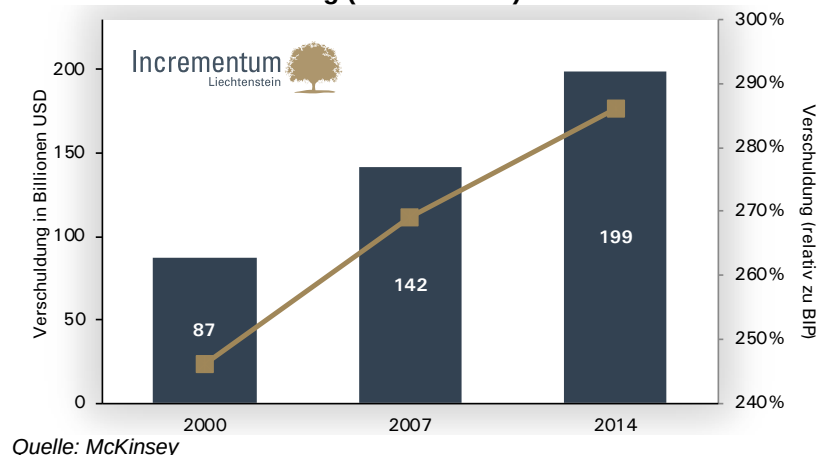
*„The Euro and the Dollar are two passengers on the same ship. At any time one may be on a higher deck and the other on a lower one. They can change places at will, and move higher or lower relative to each other, but at the end of the day they are on the same vessel, moving at the same speed, heading for the same destination.“*  
Jim Rickards

Der Bärenmarkt des Goldpreises dauert (in USD gemessen) nun bereits vier Jahre an. *Chrysophile*, also Freunde des Goldes, hatten in dieser Zeit wenig zu lachen. 2011 erschien unsere schon im Jahre 2007 abgegebene, langfristige Prognose des Goldpreises von USD 2.300 im Vergleich zu anderen Häusern konservativ, fast schon pessimistisch. Wir hielten jedoch trotz der fallenden Kurse an dem langfristigen Kursziel fest, wenngleich sich die Analysten-Herde seither mit immer niedrigeren Kurszielen unterbietet. Zu Beginn unseres Reports wollen wir daher eine Standortbestimmung vornehmen, und uns kritisch damit auseinandersetzen, ob unsere Anamnese falsch gewesen war, oder ob sich mittlerweile eine strukturelle Änderung der Großwetterlage festmachen lässt.

### a) Status Quo

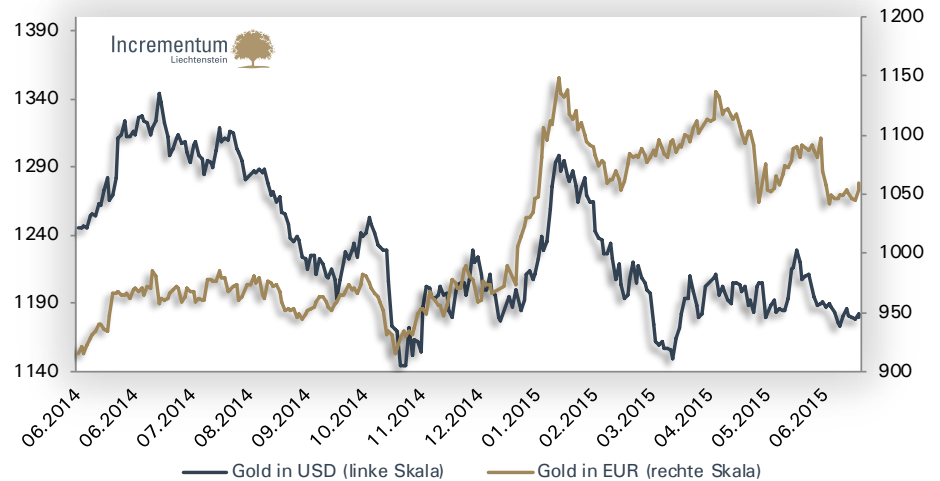
Als vom Markt auserwähltes Tauschmittel, ist Gold die Antithese zu staatlichem Papiergeld. Schulden sind im derzeitigen Fiat-Money System Ansprüche auf zukünftige Papiergeldzahlungen. **Ein kurzer Blick auf die Gesamtverschuldung verrät bereits, dass das globale wirtschaftliche Fundament in den vergangenen Jahren nicht solider, sondern zunehmend fragiler wurde.**

**Weltweite Gesamtverschuldung in Billionen Dollar (linke Skala) und in % der Wirtschaftsleistung (rechte Skala)**



**Bemerkenswert ist unserer Meinung nach die derzeit vorherrschende Divergenz zwischen tatsächlicher Goldpreisentwicklung und der negativen Wahrnehmung vieler Marktteilnehmer.** Dies liegt vermutlich daran, dass in erster Linie dem Dollar-Preis Beachtung geschenkt wird. Während Gold im Vorjahr auf Dollar-Basis seitwärts tendierte, fand in nahezu jeder anderen Währung eine Fortsetzung des Bullenmarktes statt.

### Gold in USD und EUR seit letztem Goldreport



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Die nachfolgende Grafik zeigt den sogenannten „Weltgoldpreis“.** Hier wird Gold also nicht in USD oder EUR, sondern anhand des handelsgewichteten Außenwertes des Dollars ausgedrückt. Betrachtet man den Kursverlauf, so scheint es, als wäre die Korrektur beendet und als hätte der Goldpreis im Herbst 2014 einen neuen Aufwärtstrend begonnen.

### Weltgoldpreis: Seit Herbst 2014 wieder im Aufwärtstrend



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Die vorherrschende Divergenz zwischen Wahrnehmung und tatsächlicher Preisentwicklung wird auch anhand nachfolgender Tabelle ersichtlich.** Lediglich auf Dollar-Basis wies Gold im Vorjahr eine negative Performance auf. Mit einem Minus von 1,5% fiel der Kursverlust angesichts einer historischen Dollar-Rally jedoch äußerst moderat aus. Auf Euro-Basis war die Preisentwicklung im Vorjahr außerordentlich positiv. Mit einem Plus von 12,1% konnte Gold beispielsweise den DAX (+4,2%) mühelos outperformen. Im Durchschnitt aller analysierten Währungen fiel das Plus 2014 mit 6,16% äußerst positiv aus. **Auch seit Anfang 2015 entwickelt sich Gold in jeder Währung (außer GBP und CHF) klar positiv.**

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

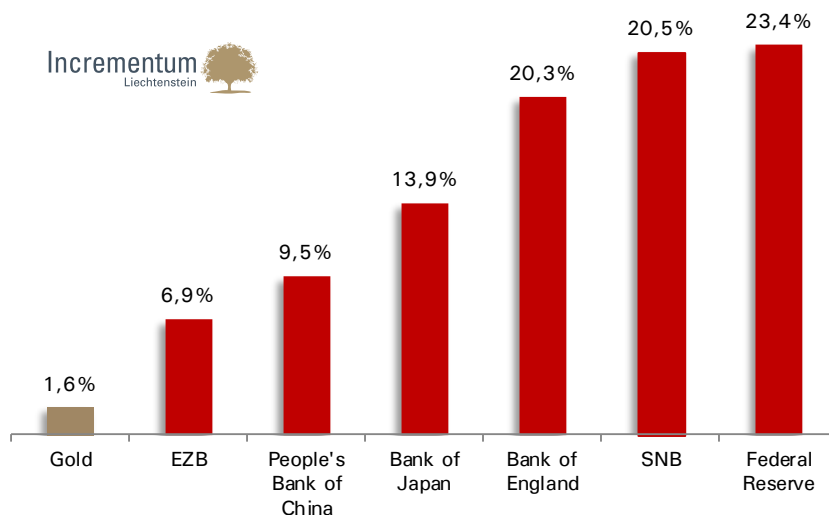
|            | EUR     | USD     | GBP     | AUD     | CAD     | CNY     | JPY     | CHF     | INR     | Ø       |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2001       | 8,10%   | 2,50%   | 5,40%   | 11,30%  | 8,80%   | 2,50%   | 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       | 12,10%  | -1,50%  | 5,00%   | 7,70%   | 7,90%   | 1,20%   | 12,30%  | 9,90%   | 0,80%   | 6,16%   |
| 2015 YTD   | 8,00%   | 1,50%   | -0,50%  | 6,70%   | 7,40%   | 1,50%   | 3,80%   | -6,20%  | 2,00%   | 2,69%   |
| Mittelwert | 10,31%  | 11,86%  | 11,50%  | 8,56%   | 9,77%   | 9,27%   | 11,81%  | 7,36%   | 13,57%  | 10,45%  |

Quelle: Incrementum AG, Goldprice.org

*"It is the nature of inflation to give birth to a thousand illusions."*  
Henry Hazlitt

Die nachfolgende Grafik bildet die jährlichen Wachstumsraten der Notenbankbilanzen seit 2008 ab. Klar ersichtlich ist, dass die EZB seit 2008 eine vergleichsweise restriktive Notenbankpolitik verfolgt hat – was sich nun allerdings aufgrund des EZB-QE schlagartig ändert. Auch die chinesische Notenbank war mit einer jährlichen Inflationierung in Höhe von „lediglich“ 9,5% p.a. verhältnismäßig restriktiv. Die aggressivste Inflationierung seit 2008 fand seitens der Federal Reserve statt, dicht gefolgt von der Schweizerischen Notenbank. Im Vergleich dazu wuchs der weltweite Goldbestand jährlich um lediglich 1,6%. Dies unterstreicht die relative Knappheit von Gold im Verhältnis zu beliebig vermehrbaren Fiat-Währungen.

### Annualisierte Veränderungsrate von Notenbankbilanzen vs. jährliche Veränderung des Goldbestandes (2008-2015)



Quelle: Datastream, Bloomberg, Incrementum AG

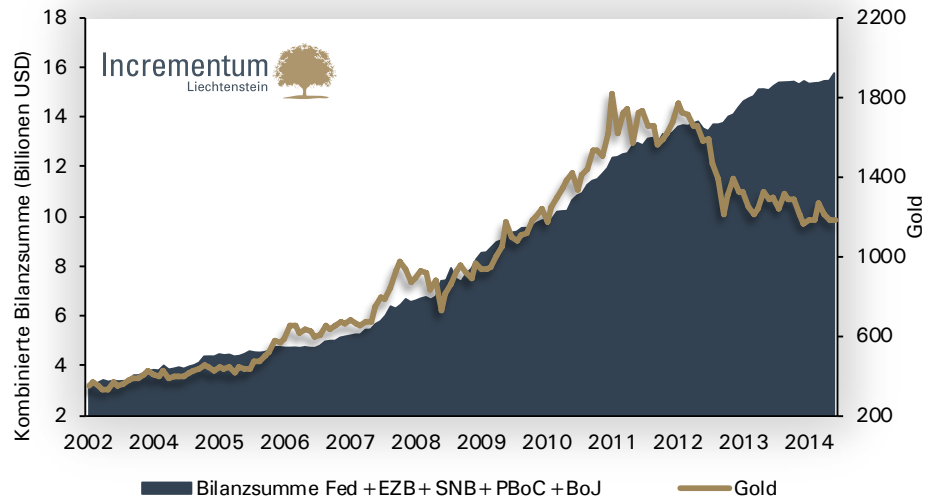
*"It is essential to move away from debt as the main engine of growth."*  
BIZ, Jahresbericht

Die nächste Grafik zeigt, dass seit 2011 die Entwicklungen der Geldmenge und des Goldpreises divergieren. Die Geldmenge wird dabei als die kombinierte Bilanzsumme von Federal Reserve, EZB, SNB, People's Bank of China und der Bank of Japan gemessen. Wenn die Geldmengen schneller als der physische Goldbestand wachsen, sollte der Goldpreis steigen und vice versa. Die Divergenz in der Grafik deutet also darauf hin, dass entweder der Goldpreis zu stark korrigiert hat oder die Zentralbankbilanzen in Zukunft stagnieren bzw. fallen werden. Wer sich mit der Wirtschaftsgeschichte befasst, weiß wie wenige Präzedenzfälle es für nachhaltige Verkürzungen von Zentralbankbilanzen bislang gegeben hat.

Folglich gehen wir davon aus, dass dieses Verhältnis durch einen Goldpreisanstieg wiederhergestellt wird.

Kombinierte Bilanzsummen Fed+EZB+SNB+PBoC+BoJ in Billionen USD (2002-2015)

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



Quelle: Bloomberg, Datastream, Incrementum AG

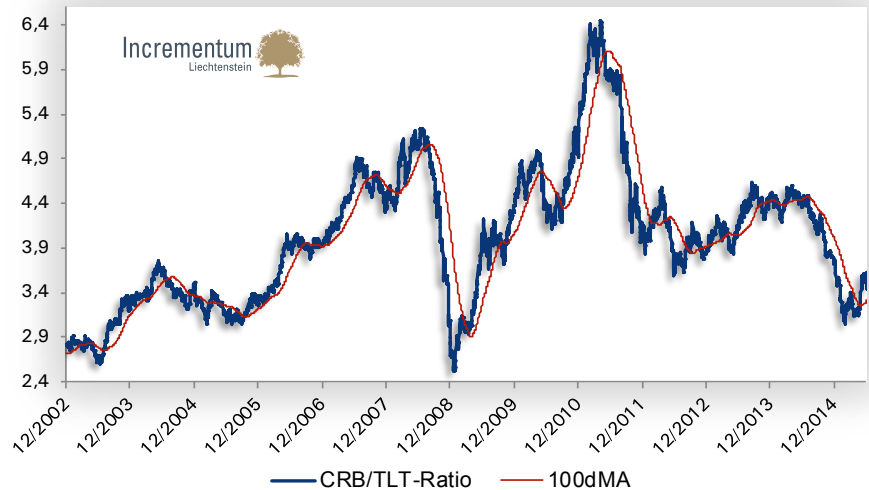
*“Any damn fool can run a printing press.”*  
Bunker Hunt

Wie wir im Vorjahr ausführlich beschrieben haben<sup>14</sup>, ist die **Tendenz der Inflationsentwicklung ein entscheidender Faktor für den Goldpreis**. Bereits seit Ende 2011 haben die disinflationären Kräfte deutlich die Überhand. Nachdem wir in den vergangenen 12 Monaten ein disinflationäres Erdbeben erlebt haben, sind inflationssensitive Anlageklassen im Vorjahr massiv abverkauft worden. Der nachfolgende Chart zeigt das Verhältnis zwischen dem CRB-Index (repräsentativ für Rohstoffe) und TLT (repräsentativ für langfristige Staatsanleihen).

**Deutet sich hier eine Trendwende an?** Aktuell ist ersichtlich, dass Rohstoffe erstmals seit Langem wieder relative Stärke gegenüber Bonds zeigen und zum ersten Mal seit 2013 nachhaltig über die 100-Tage-Linie gestiegen sind. Ausführlich behandeln wir dieses Thema im nächsten Kapitel „Gold und Inflation“.

<sup>14</sup> Vgl. „In Gold we Trust“ 2014, S. 16-32

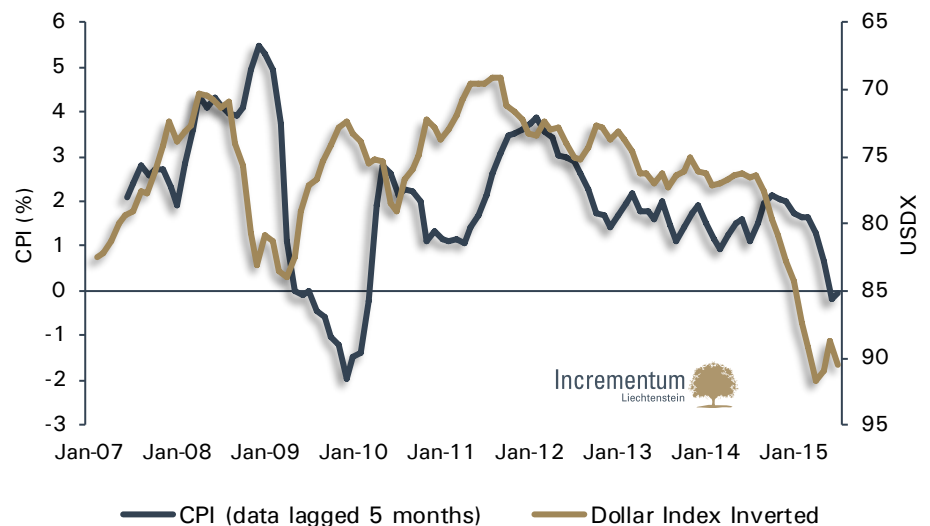
### CRB/TLT-Ratio und 100-Tage-Linie



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

**Die in den Vormonaten extrem feste Tendenz des Dollars hatte für die US-Preisnflation naturgemäß dämpfende Konsequenzen.** Man erkennt, dass es eine etwa 5-monatige Zeitverzögerung zwischen einer Auf- bzw. Abwertung des Dollars und der Entwicklung der US-Preisnflationsrate gibt. **Sollte die jüngste Schwäche des US-Dollars anhalten, ist also tendenziell mit steigender Preisinflation zu rechnen.**

### CPI vs. Dollarindex: Fester US-Dollar wirkt sich deflationär aus

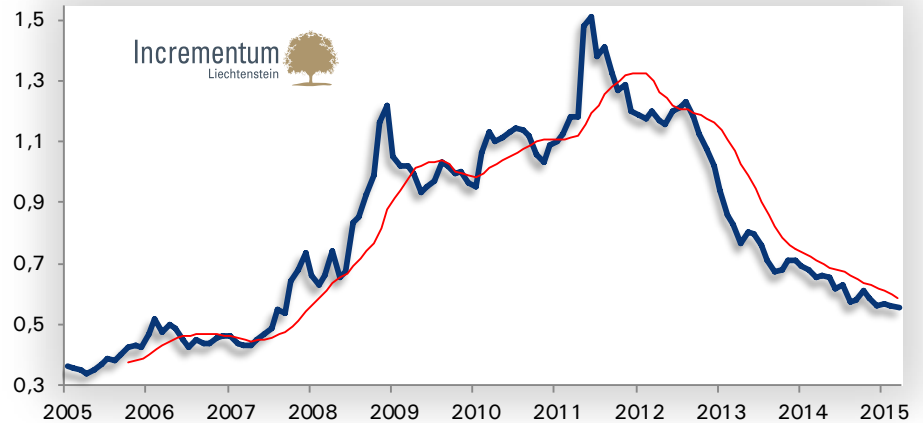


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Vergleichen wir nun Gold mit Aktien, so erkennen wir, dass Gold seit Herbst 2011 eine relative Schwäche gegenüber US-Aktien zeigt.** Es scheint jedoch, als würde sich die Trendintensität nun sukzessive verringern und die Ratio-Linie einen Boden ausbilden. Weiters zeigt sich, dass starke Abweichungen vom rot eingezeichneten gleitenden Durchschnitt (wie z.B. in 2011 als der Spread knapp 20% betrug) meist verlässliche Signale für eine Übertreibung der relativen Performance sind.



### Gold/S&P500-Ratio

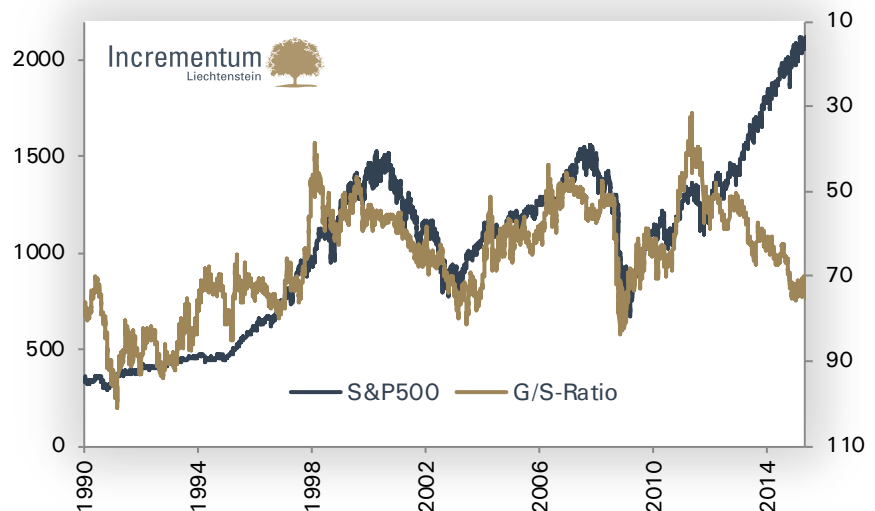


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Auch die Betrachtung aus der Perspektive der Inflationsdynamik ist in diesem Zusammenhang höchst interessant.** Die disinflationären Kräfte haben den „Financial Assets“ seit 2011 nochmals gewaltigen Rückenwind verliehen, was besonders in Relation zum Gold/Silber-Ratio ersichtlich wird. So zeichnet sich seit Anfang der 90er Jahre ein verblüffender Gleichlauf ab: Ein steigender Aktienmarkt geht meist mit einem fallenden Gold/Silber-Ratio, also einer Outperformance von Silber im Vergleich zu Gold, einher.

Eine Erklärungsmöglichkeit für dieses Phänomen ist, dass bei den vorangegangenen Wirtschaftszyklen die Reflationierung über konventionelle Geldpolitik und somit Kreditausweitung standfand. Dies wirkt sich schneller auf die Realwirtschaft aus und führte zu Konsumentenpreis-inflation. Diesmal wurde die Reflation direkt über Wertpapierankäufe getätigt, welche insbesondere den Wert der Anlagegüter verteuerte, nicht jedoch die Konsumentenpreis-inflation nachhaltig befeuern konnte.

### S&P 500 (linke Skala) vs. Gold/Silber-Ratio (rechte Skala, invertiert)

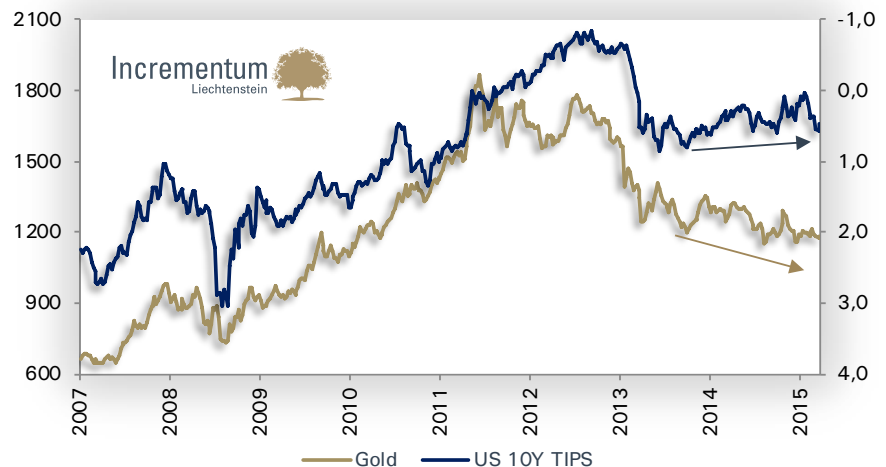


Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Vergleicht man den Goldpreis mit den realen Renditen der 10-jährigen US-Staatsanleihen, so erkennt man, dass diese zuletzt seitwärts tendierten. Ein

weiter fallendes Renditeniveau oder steigende Teuerungsraten würden einen fallenden Realzinstrend wieder beschleunigen.

**Gold (linke Achse) vs. US reale 10Y Renditen (rechte Achse, invertierte Darstellung)**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Die Unterscheidung zwischen einem Bullenmarkt und einer Bubble fällt vielen Marktteilnehmern und -kommentatoren sichtlich schwer.** In den vergangenen Jahren las man häufig von der geplatzten “Gold-Bubble” und einem angeblichen „crowded trade“. Doch sind die Cassandra-Rufe begründet? Bei Betrachtung der Fakten relativiert sich die Panikmache rasch. Vergleicht man die Marktkapitalisierung von Gold und Silber mit anderen Anlageklassen, so erkennt man, wie unterrepräsentiert der Edelmetallsektor ist.

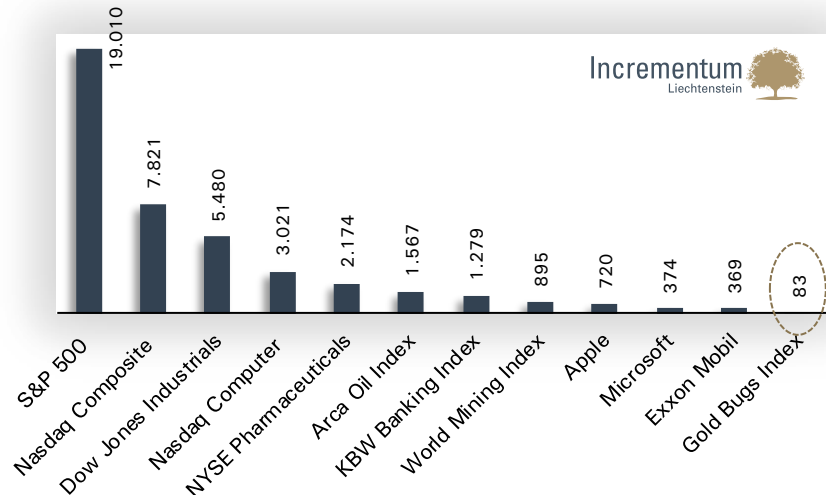
**Turmbau des Weltfinanzsystems: Wie Gold und Silber im Vergleich zu anderen Vermögensklassen bewertet werden (in Mrd. USD)**

|                                                              | Mrd. USD |
|--------------------------------------------------------------|----------|
| Weltweite Verschuldung                                       | 199.000  |
| Welt-Rentenmarktkapitalisierung                              | 139.000  |
| Geldmenge laut Weltbank (2013)                               | 94.913   |
| Welt-Aktienmarktkapitalisierung (Juni 2015)                  | 73.022   |
| US-Privat Immobilienvermögen (2014)                          | 23.538   |
| Marktwert allen geförderten Goldes (bis Ende 2014)           | 6.998    |
| Wert aller privaten Goldbestände und der Zentralbankbestände | 2.598    |
| Marktwert allen geförderten Silbers                          | 846      |
| Marktkapitalisierung Apple (teuerste Aktie)                  | 740      |
| Wert der Silbergesamtförderung abzgl. Verbrauch              | 427      |
| Goldproduktion der Minen 2014                                | 118      |
| Marktkapitalisierung Goldminenindex HUI                      | 83       |
| Silberlagerbestände 2014                                     | 39       |
| Silberproduktion aller Minen 2014                            | 14       |

Quelle: Silberjunge.de, Bloomberg, Reuters, BIS, World Federation of Exchanges, CPM, WGC (Silberpreis: USD 16,05, Goldpreis: USD 1.182)

**Ein Blick auf die Marktkapitalisierung der Goldminenunternehmen zeigt eine ähnliche Bewertungsdiskrepanz.** Derzeit wird der Gold Bugs Index, welcher die 16 größten ungehedgten Goldproduzenten inkludiert, mit lediglich USD 83 Mrd. bewertet. Verglichen mit dem S&P 500 ist die Marktkapitalisierung winzig, sie beläuft sich per Ende Mai auf lediglich 0,4% der gesamten Marktkapitalisierung. Selbst Apple ist um 820% höher kapitalisiert als alle 16 Aktien aus dem Gold Bugs Index.

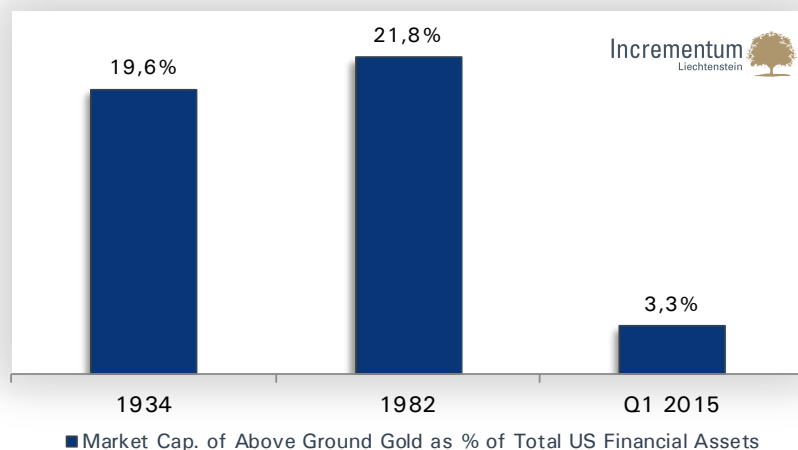
### Marktkapitalisierungen US-Indizes, Einzeltitel und Goldaktien im Vergleich (Mrd. USD)



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Auch ein historischer Vergleich zwischen dem Wert des weltweiten Goldbestandes und US-Finanzassets bestätigt diese Annahme. Derzeit entspricht der Wert des gesamten geförderten Goldes – also ca. 180.000 Tonnen – lediglich 3,3% aller US-amerikanischen Finanzassets. 1934 machte der damalige Goldbestand noch 19,6% aus.

### Marktkapitalisierung des weltweiten Goldbestandes in % der gesamten US-Finanzassets



Quelle: Tocqueville Asset Management

### b) 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 24. Juni 2014 war die Goldpreisentwicklung durchwachsen. Nachdem unser im Vorjahr formuliertes Kursziel von USD 1.500 klar verfehlt wurde, müssen wir eingestehen, falsch gelegen zu sein und deshalb auch Selbstkritik üben. Frei nach Nassim Taleb ist das Ausbleiben einer Prognose jedoch

**nicht der Beweis deren Unrichtigkeit, sondern nur deren Ausbleibens.** Nachfolgend wollen wir nun analysieren, welche Ursachen die schwächer als von uns erwartete Goldpreisentwicklung hatte.

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

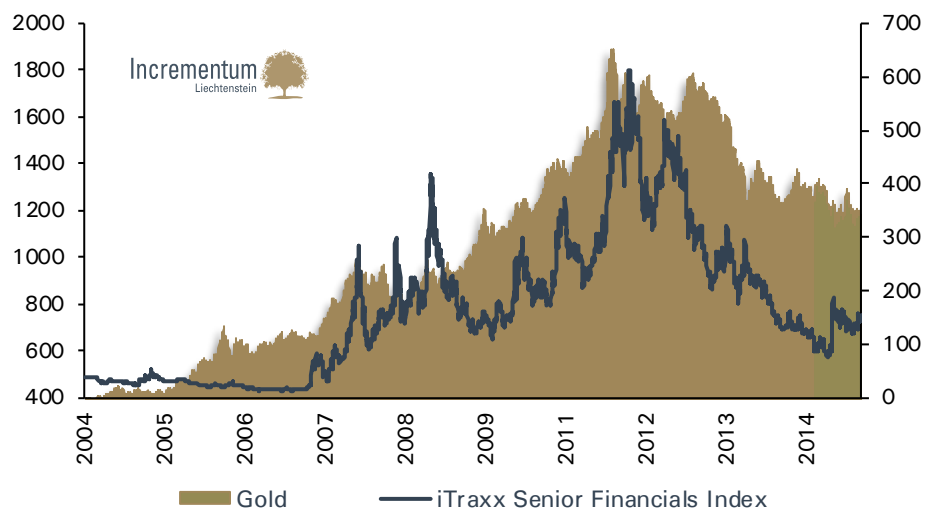
- ▶ **Unerschütterliches Vertrauen in die wirtschaftliche Gesundung**
- ▶ **Erwartung eines beginnenden Zinserhöhungszyklus in den USA**
- ▶ **Stark disinflationäre Tendenzen und damit einhergehend steigende Realzinsen<sup>15</sup>**
- ▶ **Teilweise rückläufiges Geldmengenwachstum** bzw. das geringere Momentum der Geldmengenausweitung (Tapering der Federal Reserve)
- ▶ **Steigende Opportunitätskosten** in Folge rallierender Aktienmärkte
- ▶ **Rückläufige Credit-Spreads**
- ▶ Analystenmeinungen wurden weiter nach unten angepasst (u.a. Goldman Sachs, Credit Suisse, Société Générale, etc.)

*“Es sind nicht die Dinge, die Du für gefährlich hältst, die Dich umbringen, sondern es sind jene Dinge, die Du zu lange für sicher hieltest.”*

Mark Twain

Der nachfolgende Chart illustriert die 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. Zuletzt stiegen die CDS jedoch wieder sprunghaft an und könnten mitunter erneut eine Phase des Vertrauensverlustes und damit verbundener Liquiditätsengpässe signalisieren.

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



Quelle: Erste Group Research, Incrementum AG, Bloomberg

*“The Euro was supposed to be the manifestation of a grand political project. It feels more like a loveless marriage, in which the cost of breaking up is the only thing keeping the partners together.”*

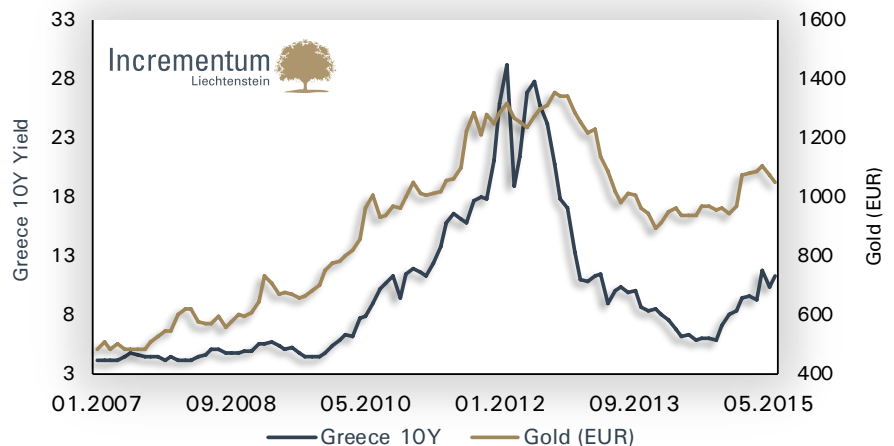
The Economist

Zudem litt der Goldpreis, wie aus dem nachfolgendem Chart hervorgeht, definitiv auch unter der (vorübergehend) zurückgekehrten Zuversicht in der Eurozone. Dass systemischen Risiken innerhalb der Eurozone in den letzten Jahren weniger Bedeutung beigemessen wurde, bestätigt auch die nächste Grafik. Es scheint als wären griechische Staatsanleihen als Proxy für einen Break-up der Eurozone gut geeignet. Man erkennt anhand des jüngsten Renditeanstieges, dass ein GREXIT

<sup>15</sup> Wobei anzumerken ist, dass sich die Realzinsen natürlich weiterhin noch im negativen Terrain befinden.

definitiv wieder stärker eingepreist wird und dass dies dementsprechend auch vom Euro-Goldpreis diskontiert wird.

#### Rendite 10Y Griechische Staatsanleihen vs. Gold in EUR



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

#### c) Standortbestimmung der internationalen Geldordnung

„We’re all Keynesians now.“  
Richard Nixon

**Die Evolution nationaler- und internationaler Geldordnungen ist wirtschaftsgeschichtlich von immenser Bedeutung.** Im Laufe der vergangenen 150 Jahre hat sich die internationale Finanzarchitektur mehrmals grundlegend gewandelt. Der klassische Goldstandard von 1870-1914 wurde von einer chaotischen Zwischenkriegsordnung mit einem Gold-Devisen Standard abgelöst. Es folgte das Bretton-Woods-Abkommen, als Grundlage für die Nachkriegsordnung.

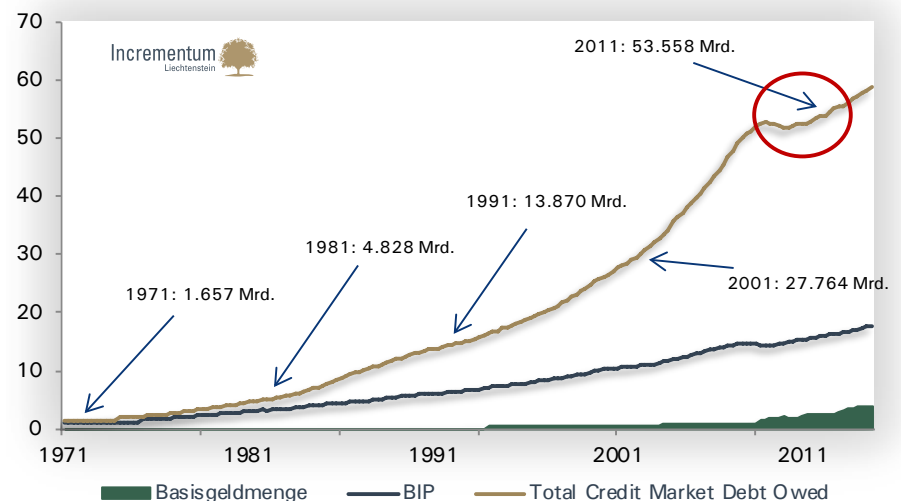
**Der entscheidende Einschnitt geschah mit der endgültigen Entmaterialisierung des Geldsystems zu Beginn der 1970er Jahre, als Richard Nixon das Goldfenster des US-Dollars schloss.** Seitdem erleben wir den historischen Präzedenzfall einer globalen, komplett ungedeckten Geldordnung, in der der US-Dollar de facto als Leit- und Reserverwährung fungiert. Der Paradigmenwechsel von einem zumindest teilweise goldgedeckten Geldsystem zu einem reinen Schuldgeldsystem ist unserer Meinung nach der zentrale Grund für die heutige systemische Krise. Dieser Schritt ermöglichte die Entfesselung der Geldpolitik und somit ein überproportionales Kredit- und Schuldenwachstum.

**Ein Bekenntnis zur „Nachhaltigkeit“ ist derzeit in allen Bereichen en vogue.** Banken und Assetmanager schmücken in diesem Kontext die Namen ihrer Veranlagungsprodukte gerne mit diesem Modebegriff. Die „Sustainability“ der heutigen Geldordnung, innerhalb der sie operieren, wird jedoch von Vertretern der Bankenwelt praktisch nicht hinterfragt.

**Über die Unbeständigkeit des schuldeninduzierten Wachstums gibt nachfolgende Grafik eindrucksvoll Auskunft.** So stieg die „total credit market debt“ – das am weitesten gefasste Verschuldungsaggregat in den USA – seit 1971 um den Faktor 35, die Geldmengenbasis um den Faktor 54 und das BIP lediglich um den Faktor 14. Jede Dekade findet (zumindest) eine Verdopplung des Kreditvolumens statt. Um das schuldeninduzierte

BIP-Wachstum nach dem erstmaligen Rückgang der Gesamtverschuldung im Jahr 2009 wieder in Gang zu setzen, reagierte die US-Zentralbank Fed mittels einer Aufblähung der Basisgeldmenge.

### BIP, Total Credit Market Debt und Geldmengenbasis seit 1971 (in Billionen USD)

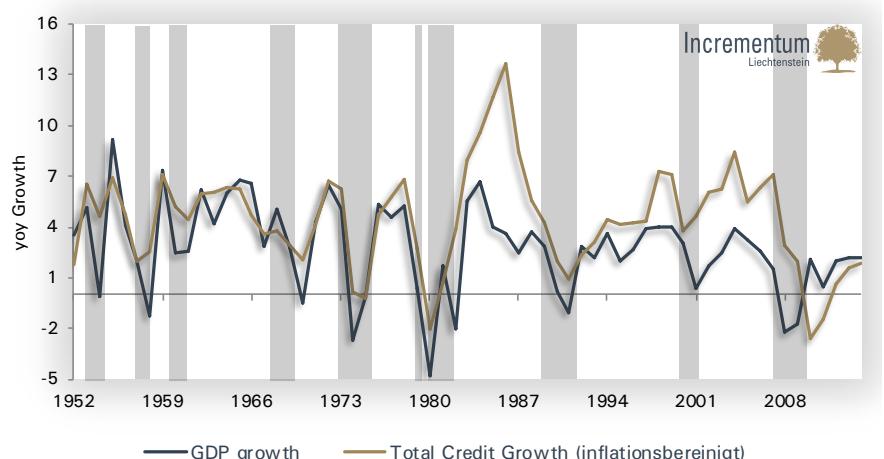


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**„Die Regierungen haben Gold als das einzige Hindernis erkannt, einen Turm zu Babel nicht einlösbarer Schulden aufzubauen.“**  
 Ferdinand Lips

In der nachfolgenden Grafik zeigen wir die Veränderungsraten der oben dargestellten Aggregate. Offensichtlich besteht ein nahezu kongruenter Verlauf zwischen diesen beiden Zeitreihen. Im derzeitigen Schuldgeldsystem ist für ein positives BIP-Wachstum die Ausweitung der Gesamtverschuldung erforderlich. Dabei spielt für die Erhöhung der Kreditvolumina das Vertrauen der Marktteilnehmer eine essenzielle Rolle.<sup>16</sup>

### US Total Credit & GDP Wachstum (inflationsbereinigt)



Quelle: Richard Duncan, Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

Keynesianisch geprägte Volkswirte argumentieren, dass der Staat in Krisenphasen mittels „Deficit spending“ für nachfrageorientierte Stimuli sorgen solle. Wenn private Haushalte oder Unternehmen nicht für einen

<sup>16</sup> Nicht umsonst leitet sich das Wort „Kredit“ vom lateinischen Wort „credere“ ab, was auf deutsch glauben/anvertrauen/vertrauen bedeutet.

Netto-Schuldenanstieg sorgen, so müsse dies der Staat tun. **In diesem Zusammenhang wird oftmals auf den (vermeintlich) wohlstandsmehrenden „Multiplikatoreffekt“ verwiesen.**

*“When there’s already a lot of red ink, Keynes does not work.”*  
Woody Brock

Insofern dürfte die nachfolgende Tabelle im Lager der Keynesianer für wenig Freude sorgen. Die Tabelle stellt die Entwicklung der US-Wirtschaftsleistung sowie die Veränderung des Schuldenstandes im jeweils gleichen Zeitraum dar. Es ist ersichtlich, dass sich durch immer mehr Schulden immer weniger Wachstum erkaufen lässt. Die Grenzerträge je zusätzlicher Schuldeneinheit nehmen immer weiter ab. Während in den 60er-Jahren die Schuldenerhöhung noch große Auswirkungen auf den Output hatte, kann die Wirtschaftsleistung heutzutage fast gar nicht mehr durch steigende Schulden angekurbelt werden. Zusätzliche Stimulus-Programme bewirken nur noch anämisches Wachstum. **Sollte die Schulden-Dosis nicht zunehmend gesteigert bzw. sogar abgesetzt werden, so werden die Entzugserscheinungen vermutlich schmerzlich sein.**

#### Klar abnehmender Grenznutzen zusätzlicher Schuldeneinheiten

| Abnehmender Grenznutzen zusätzlicher Schuldeneinheiten pro Dekade<br>1950 – 2014 |                                |                             |                                  |
|----------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|----------------------------------|
| Dekade                                                                           | Neuverschuldung in<br>USD Mrd. | BIP Wachstum in<br>USD Mrd. | Neuverschuldung/<br>BIP Wachstum |
| 1950 - 1960                                                                      | 33,6                           | 243,1                       | 0,14                             |
| 1960 - 1970                                                                      | 90,4                           | 497,4                       | 0,18                             |
| 1970 - 1980                                                                      | 528,1                          | 1612,3                      | 0,33                             |
| 1980 - 1990                                                                      | 2297,3                         | 3025,5                      | 0,76                             |
| 1990 - 2000                                                                      | 2422,4                         | 4002,9                      | 0,51                             |
| 2000 - 2010                                                                      | 7900,1                         | 4758,1                      | 1,66                             |
| 2010 - 2014                                                                      | 4265,7                         | 2454,5                      | 1,74                             |

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

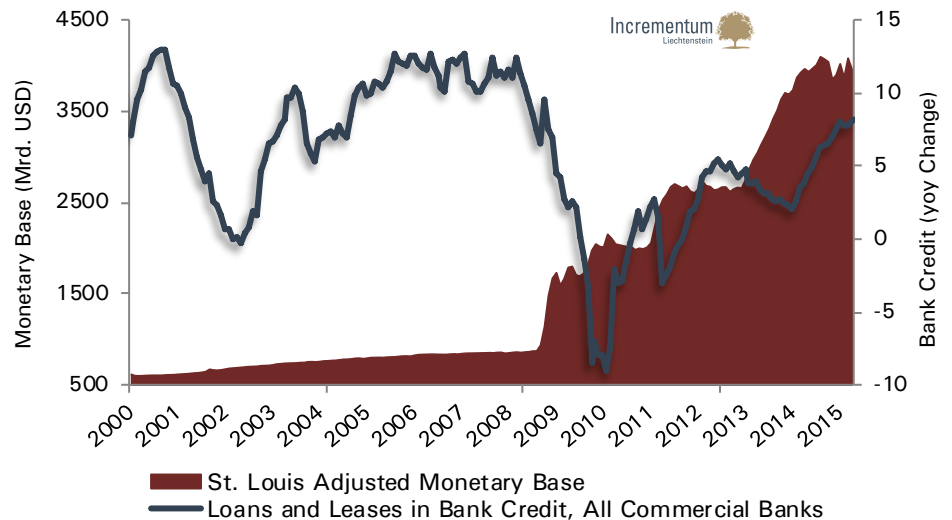
*“There was a time, not that long ago actually, when it was the economy that drove asset prices like equity and real estate valuations. But today, the causation is viewed, even in policy circles, as running in the opposite direction. It is asset prices that now drive the economy.”*  
Dave Rosenberg

Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle angemerkt, dass das „Tapering“<sup>17</sup>, also der langsame Ausstieg aus der QE-Politik, spürbare Konsequenzen auf die Kapitalmärkte haben wird. Diese sind bislang weitgehend ausgeblieben, wobei wir aber auch von der vielzitierten Normalisierung der Geldpolitik nach wie vor meilenweit entfernt sind. Im Moment scheint es, als werde die nachlassende Geldschöpfung seitens der Fed vorerst durch die Geschäftsbanken einigermaßen kompensiert. Trotz alledem sind bereits wenige Monate nach dem (vorübergehenden?) Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik massive Bremsspuren im US-Wirtschaftswachstum sichtbar geworden. **Sollte erneut auf QE zurückgegriffen werden müssen, werden die Reaktionen am Kapitalmarkt entsprechend heftig ausfallen.**

<sup>17</sup> Der Begriff stammt übrigens aus der Sportwissenschaft und beschreibt die Reduktion des Trainingsumfanges vor einer großen Ausdauerbelastung (z.B. bei einem Wettkampf).



### Monetary Base (linke Achse) vs. Kreditwachstum (rechte Achse)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

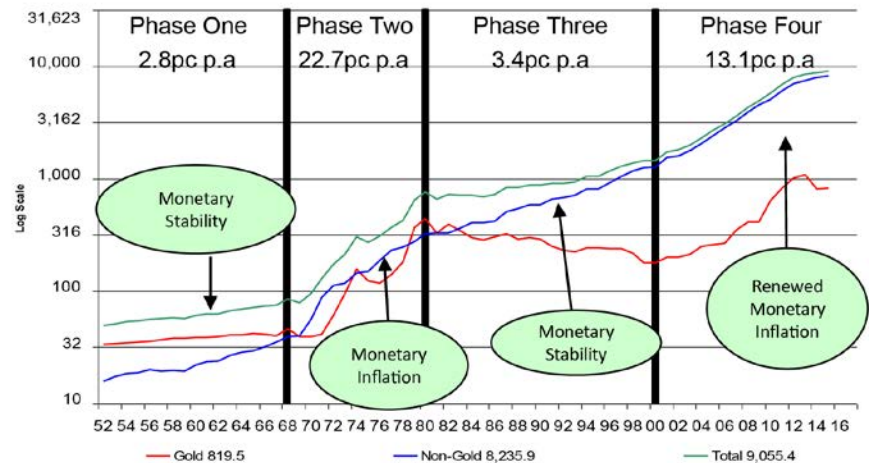
**Die Endlichkeit einer internationalen Währungsordnung ist im historischen Kontext absehbar.** Die eben aufgezeigten endogenen Mängel des heutigen Schuldgeldsystems sind Anlass genug, um sich mit möglichen Phasen innerhalb eines Lebenszyklus einer Finanzordnung auseinander zu setzen. In diesem Zusammenhang finden wir die Überlegungen von Peter Millar überaus bedeutsam.

**Auf dem folgenden Chart ist der Verlauf der konsolidierten weltweiten Geldmengen seit 1952 (ausgedrückt in SDRs), sowie der Goldpreis (rote Linie) abgebildet.** Gemäß Millar besteht ein Zyklus aus insgesamt 5 Phasen. In Phase 1 (1952 bis 1968) herrschte ein stabiles Geldmengenwachstum in Höhe von 2,8% pro Jahr vor. Phase 2 (1968 bis 1980) war von monetärer Inflation und einer Ausweitung der Geldmenge um 22,7% pro Jahr geprägt. In Phase 3 (1980 bis 2000) war wiederum Inflationsbekämpfung mit abnehmendem Geldmengenwachstum vorherrschend (+3,4% p.a.).

**Seit 2001 befinden wir uns in der 4. Phase, die sich durch inflationäre Instabilität auszeichnet.** In Phase 1 und 3 lag das Wachstum der Geldmenge im Rahmen der Wirtschaftsentwicklung. In diesen Phasen war auch das Umfeld für den Goldpreis schlecht, weil andere Asset-Klassen attraktiver waren. Phase 2 und die aktuelle Phase bieten hingegen (unter anderem aufgrund negativer Realzinsen) ein klar positives Umfeld für den Goldpreis.

In Phase 5 wird vermutlich überwiegend eine vulgär-keynesianische Politik der Schuldenbekämpfung mit Hilfe weiterer Schulden und Preisinflation betrieben werden. Millar rechnet für das Ende diese Phase mit einer Währungsreform oder einer Neubewertung der Goldreserven, welche die Rückkehr zu einer quantitativ geringeren monetären Inflation einleitet, ehe ein neuer Zyklus beginnen kann.

### Entwicklung der monetären Basis global (logarithmische Skalierung)



Quelle: Valu-Trac Research

Alternative Überlegungen für eine mögliche, künftige Währungsordnung behandeln wir im Kapitel „Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft der Währungsarchitektur“.

### d) Das geldpolitische „Warten auf Godot“

*“Janet Yellen at the FED is equivalent to having a biology schoolteacher who has never seen blood perform brain surgery.”*  
Nassim Taleb

Mit Argusaugen beobachten die Marktteilnehmer derzeit jeden Wimpernschlag und jedes Stirnrunzeln der Fed-Vorsitzenden Janet Yellen. Die Tatsache, dass jeder noch so kleine Hinweis auf eine Änderung der Geldpolitik von den Märkten mit großer Nervosität aufgenommen wird, zeigt wie sehr das Finanzsystem derzeit auf Messers Schneide steht. Die Marktteilnehmer haben sich mittlerweile so sehr an diese Situation gewöhnt, dass die meisten es fast als gewöhnlich und unvermeidlich hinnehmen. Dabei handelt es sich hierbei bloß um eine staatlich geschaffene Unsicherheit, die keineswegs notwendig ist.<sup>18</sup>

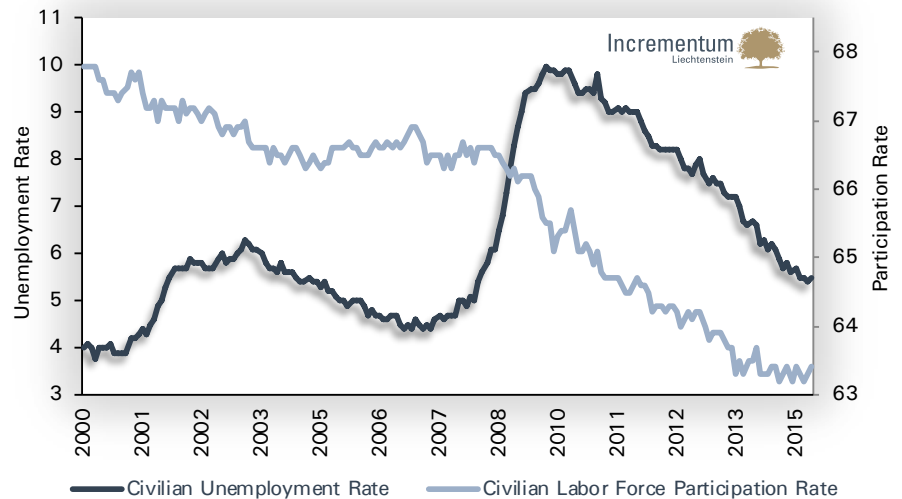
**„Das weltweite Schuldgeldsystem kann steigende Zinsen nicht verkraften, ohne dass die Probleme zutage treten, die Regierungen und Zentralbanken verbergen wollen.“**  
Thorsten Polleit

Nachdem im Vorjahr das „Tapering“ die Märkte beschäftigte, so erwartet die Investment-Community nun eine Zinserhöhung und den Beginn der geldpolitischen Normalisierung. **Diese erwartete – jedoch augenblicklich sukzessive aufgeschobene – Zinswende halten wir für reines Wunschdenken.** Die geldpolitische Normalisierung ist mit zahlreichen „Wenn“ und „Aber“ verbunden.

So liegt die Arbeitslosenquote in den USA auf dem niedrigsten Stand seit Mai 2008. Blickt man jedoch unter die Oberfläche, so zeigt sich, dass dies in erster Linie die Konsequenz einer deutlich gesunkenen Partizipationsrate ist. Der Anteil der Arbeitenden und Arbeitssuchenden an der US-Gesamtbevölkerung liegt mittlerweile bei lediglich 62,9%. Läge die Partizipationsrate auf dem gleichen Niveau wie in 2008, so würde die Arbeitslosenquote um mehr als drei Prozentpunkte höher liegen.

<sup>18</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle, Valek

### Arbeitslosenquote und „Participation Rate“ USA seit 2000



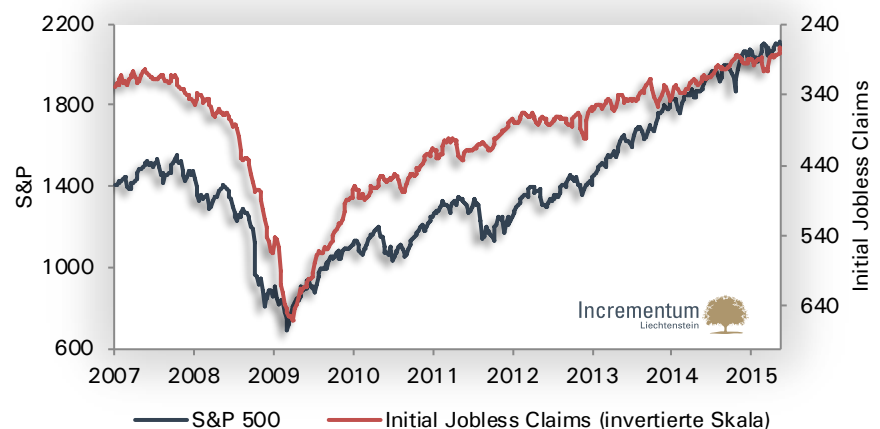
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

*“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, Myrmikan Capital

Der nachfolgende Chart zeigt, wie wichtig die Arbeitsmarktdaten mittlerweile für die Entwicklung des US-Aktienmarktes sind. Im Prinzip sind die Arbeitsmarktdaten ein Spätindikator für die Konjunkturentwicklung und wären als solcher in einem freien Markt nicht unbedingt von großer Relevanz. Da die Fed aber im Zuge ihres dualen Mandats auch dafür verantwortlich ist, die Arbeitslosenquote auf einem geringen Niveau zu halten, können die Marktteilnehmer aus den Arbeitsmarktdaten die Reaktionsfunktion der Fed antizipieren. Durch die zunehmende Abhängigkeit vom billigen Geld hat das Interesse an den Arbeitsmarktdaten in den letzten Jahren enorm an Bedeutung gewonnen. Eher durchschnittliche Zahlen haben dabei den kontraintuitiven Effekt, für gute Stimmung an den Aktienmärkten zu sorgen – das erhoffte selbsttragende Wachstum bleibt zwar aus, aber der angekündigte Schritt der Fed, die Zinsen zu erhöhen, wohl ebenso.

### S&P 500 (linke Achse) vs. Initial Jobless Claims (rechte Achse, invertiert)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

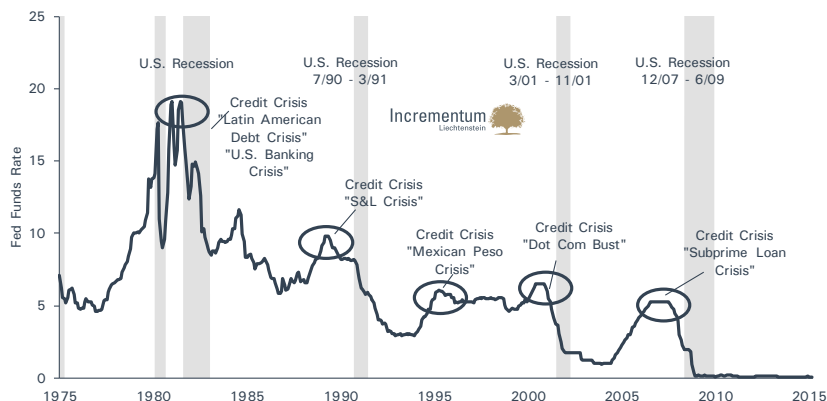
Es sind also nicht wirklich makroökonomische Faktoren in Sicht, die tatsächlich auf ein selbsttragendes Wirtschaftswachstum und damit einen signifikanten Spielraum für Zinserhöhungen deuten. Die daraus resultierende Hoffnungslosigkeit des unaufhörlichen Wartens auf die Zinserhöhung erinnert uns an Samuel Becketts Drama „Warten auf Godot“. Bei Beckett verkörpern die Figuren das menschliche Bedürfnis, trotz unbestimmter und letztlich unerfüllter Illusionen auf die Ankunft eines Heil bringenden Propheten zu warten. Ähnlich verhält es sich mit den wiederholten **Ausstiegsversuchen der Federal Reserve aus der unkonventionellen Geldpolitik**. In den vergangenen fünf Jahren sind bereits zwei solcher Versuche fehlgeschlagen. Sowohl nach der Beendigung von QE1 als auch von QE2 kam es an den Finanzmärkten innerhalb kurzer Zeit zu massiven Verwerfungen. Beim dritten Versuch des Ausstiegs wurde deshalb ein „sanfteres Ende“ des Gelddruckens versucht. **Manche Kommentatoren sprechen in diesem Zusammenhang vom lockersten „tightening“ aller Zeiten.**

*“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

**Generell scheint es evident, dass der Handlungsspielraum der Federal Reserve äußerst eingeschränkt ist.** Sofern jede andere wesentliche Notenbank ihre Null- bzw. Negativzinspolitik prolongiert, halten wir ein signifikantes Abweichen der US-Notenbank für unwahrscheinlich, da der Aufwertungsdruck auf den Dollar zu groß wäre und dies definitiv negative Folgen für die fragile US-Konjunktur hätte. Dies offenbarten bereits die jüngsten Wachstumszahlen des ersten und zweiten Quartals, gemäß derer die viel gerühmte US-Wirtschaft nach einer 15%igen USD-Aufwertung nur knapp an einer Rezession vorbeischrämte. **Insofern halten wir das Narrativ eines isolierten Zinserhöhungszyklus in den USA für weltfremd.**

Sieht man sich einen langfristigen Chart der US-Leitzinsen an, so erkennt man, dass vor jeder Rezession sowie vor jeder Finanzmarktkrise Zinserhöhungen stattgefunden haben. Oftmals ist die Wirtschaftsschrumpfung erst mit einer Verzögerung von mehreren Monaten aufgetreten. Nichtsdestotrotz ist das zyklische Auftreten von „Booms und Busts“ evident. Dass die Geldpolitik mit dem Wirtschaftszyklus in Verbindung steht ist naheliegend. Unserer Meinung nach liefert die Austrian Business Cycle Theory hilfreiche Erklärungen für diese Zusammenhänge.

#### Fed Funds Rate und die darauffolgenden Krisen



Quelle: RealForecasts.com, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

## e) Wer fürchtet sich vor der Rezession?

*“There are three key biases in financial forecasting. Economists never forecast recessions, equity strategists are always bullish, and bond strategists are always bearish.”*

Albert Edwards

*“The return to monetary stability does not generate a crisis. It only brings to light the malinvestments and other mistakes that were made under the hallucination of the illusory prosperity created by the easy money.”*

Ludwig von Mises

*“Mises’s solution follows logically from his warnings. You can’t fix what’s broken by breaking it again. Stop the credit gavage. Stop inflation. Don’t encourage consumption, but rather encourage saving and the repayment of debt. Let all the lame businesses fail – no bailouts.”*

Mark Spitznagel

Der Umgang mit dem Phänomen „Rezession“ erscheint uns von Seiten vieler Notenbanker sowie Mainstream Ökonomen als ignorant bzw. fahrlässig. Daher wollen wir uns an dieser Stelle dieser Thematik kritisch widmen. Eingangs wollen wir uns die „offizielle“ Definition gemäß Wikipedia ansehen:

*„Rezession bezeichnet die kontraktive Konjunkturphase, in welcher ein Abschwung der Wirtschaft verzeichnet wird. Nach der am meisten verbreiteten Definition liegt eine Rezession vor, wenn die Wirtschaft in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder ein Rückgang zu verzeichnen ist (sinkendes Bruttoinlandsprodukt).“<sup>19</sup>*

Seit 1971 gab es in den USA sechs Rezessionen. Die Dauer der durchschnittlichen wirtschaftlichen Expansion zwischen den Kontraktionen betrug 5,4 Jahre, wobei die längste Phase ohne Rezession zehn Jahre anhielt.<sup>20</sup> **Aktuell befinden sich die USA bereits im siebenten Jahr einer wirtschaftlichen Expansion.** Folgt man dieser Periodizität wird das baldige Eintreten einer Rezession zunehmend wahrscheinlicher. Eine wirtschaftliche Kontraktion in naher Zukunft wäre für die verantwortlichen Notenbanker jedoch ein Gesichtsverlust. Die umstrittenen geldpolitischen Maßnahmen wurden als probates Mittel für eine Gesundung der Wirtschaft gerechtfertigt und sollten zum lange ersehnten selbsttragenden Aufschwung beitragen.

**Bemerkenswert erscheint uns, dass das regelmässige Eintreten von Rezessionen in den Prognosen von Volkswirtschaftlern kaum berücksichtigt wird.** Die auf stochastischen Gleichgewichtsmodellen basierenden Prognosen sehen zukünftige Wachstumszahlen mittelfristig stets zum sogenannten (positiven) Potenzialwachstum konvergieren. Mit einer Kontraktion der Wirtschaft wird grundsätzlich nie gerechnet. Rezessionen treten für die Fabrikanten volkswirtschaftlicher Prognosen praktisch immer komplett überraschend ein, obwohl das regelmässige Auftreten von Rezessionen hinlänglich bekannt sein müsste. Dies äußert sich unter anderem daran, dass eine Rezession einen Staatshaushalt so gut wie immer auf den Kopf stellt, weil die Verantwortlichen sich immer auf herkömmliche Prognosemodelle berufen und daher jedesmal von den wegbrechenden Staatseinnahmen im Zusammenhang mit Rezessionen überrascht werden.

**Eigentlich sollte die Sorge vor dem bösen „R-Wort“ nicht dazu führen, diese auf Teufel komm raus zu vermeiden. So betrachten wir Rezessionen als etwas Gesundes und Notwendiges.** Der Abschwung korrigiert die Fehlentwicklungen und Exzesse des Aufschwungs. Dabei brechen verkrustete Strukturen am Arbeitsmarkt auf, die Arbeitskosten sinken, die Produktivität und die Wettbewerbsfähigkeit erhöhen sich. Fehlallokationen werden bereinigt, unrentable Investitionen gestoppt, abgeschrieben oder liquidiert und misswirtschaftende Regierungen werden abgewählt. Zu riskant agierende Investoren und Unternehmer erleiden Verluste und es findet eine Anpassung der Güterpreise an die tatsächlichen Konsumentenpräferenzen statt. Eine Rezession ist auch das Zulassen einer Umstrukturierung des Produktionsprozesses. Analog zu unserer Analogie

<sup>19</sup> <http://de.wikipedia.org/w/index.php?title=Konjunktur&redirect=no#Rezession>

<sup>20</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_recessions\\_in\\_the\\_United\\_States](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_recessions_in_the_United_States)



**„Die Depression durch eine forcierte Kreditexpansion zu bekämpfen gleicht dem Versuch, ein Übel durch seine eigenen Ursachen zu heilen; weil wir an einer Irreführung der Produktion leiden, wollen wir noch mehr Irreführung – ein Vorgehen, das notwendig zu einer sehr viel ernsteren Krise führt, wenn die Kreditexpansion zu einem Ende kommt.“**  
Friedrich August von Hayek

**“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

**“The prospects for a bumpy exit together with other factors suggest that the predominant risk is that central banks will find themselves behind the curve, exiting too late or too slowly.”**  
BIZ, Annual Report

der monetären Plattentektonik könnte man auch sagen, dass kleinere Beben größere Beben verhindern, weil sie die Spannungen reduzieren. Ähnlich verhält es sich mit Rezessionen, die Ungleichgewichte abbauen.

**Das heißt aber auch, dass diese Anpassungsprozesse umso unangenehmer werden, je länger man sie hinauszögert und je stärker man versucht sich ihnen durch fiskal- und geldpolitische Interventionen entgegenzustemmen.** Faktisch besteht in einem demokratischen System die realpolitische Gefahr, dass ein zu schmerzlicher Anpassungsprozess nicht zugelassen werden kann, weil die Interventionen zuvor zu extrem gewesen sind und die Anpassungsprozesse daher zu lange dauern, bis sie Früchte tragen. Keine demokratische Regierung, die bei der nächsten Wahl die Quittung für die offensichtlichen Erfolge und Misserfolge während ihrer Legislaturperiode bekommen würde, wird freiwillig eine tiefe Rezession zulassen (selbst wenn sie die Ansicht teilen sollte, dass die Anpassungsprozesse notwendig seien). In diesem Fall ist eine inflationäre Politik meist eine willkommene Methode, um eine reale Anpassung der Preise zu erreichen. **Diese Geldentwertung trifft in der Regel meist erst recht die Unterprivilegierten der Gesellschaft, da Vermögende sich gegen eine Entwertung ihres Vermögens schützen können.**

Der eigentliche Prozess der Gesundung wird in der öffentlichen Debatte jedoch als das ursächliche Problem dargestellt, weshalb oft der Eindruck entsteht, dass die „österreichischen“ Ökonomen die Krise geradezu herbeisehnen würden. Tatsächlich sehen sie aber in den ohnehin notwendigen deflationären Korrekturen die Voraussetzung für ein langfristiges Wohlstandswachstum.<sup>21</sup> Am Ende des Korrekturprozesses ist das Fundament für einen neuerlichen Aufschwung stabiler und gesünder – zumindest so lange bis die Notenbanken uns in die nächste Boom-Phase führen. Mit dieser Auffassung stehen die „Österreicher“ jedoch dem allgemeinen Konsensus entgegen. Der Konjunkturaufschwung wird gemeinhin begrüßt, die Krise verdammt, da mit ihr nur der bittere Geschmack der Medizin, nicht aber deren Heilwirkung assoziiert wird. **Die landläufige Meinung ist also: Aufschwung ist gut, Abschwung ist schlecht.**<sup>22</sup>

**Mit ihren Warnungen hinsichtlich der langfristig fatalen Konsequenzen der Nullzinspolitik stehen die Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie hingegen nicht mehr alleine da.** Auch die BIZ<sup>23</sup> sieht mittlerweile Parallelen zwischen den westlichen Industrienationen und Japan, wo die Bereinigung der 90er Jahre verschleppt worden war: *„Diese Verzögerung hat das Bankensystem destabilisiert und am Ende auch eine neue Kreditvergabe verhindert“*, mahnt die BIZ in ihrem Jahresbericht.<sup>24</sup> Auch vor allzu euphorischen Finanzmärkten, die sich zunehmend von der Realität abkoppeln, warnt die BIZ. Die Neuverschuldung diene in erster Linie dazu, das fragile Schuldengebäude vor dem Einsturz zu bewahren, es führe zu keinerlei erhöhter Investitionstätigkeit. Der Versuch, die Krise, die durch zu billiges Geld ausgelöst wurde, nun mit ebendiesem Mittel zu

<sup>21</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle, Valek

<sup>22</sup> Vgl. „Der künstliche Aufschwung ist die Krise“, Prof. Dr. Thorsten Polleit, Ludwig von Mises Institut Deutschland

<sup>23</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, oftmals auch als „Notenbank der Notenbanken“ bezeichnet.

<sup>24</sup> Es erscheint uns in diesem Zusammenhange gewissermaßen paradox, dass der Verwaltungsrat der BIZ durch niemand Geringeren als die Vorsitzenden der wichtigsten Notenbanken (also ua. Yellen, Draghi, Carney, Weidmann, etc.) besetzt wird.

bekämpfen, sei offiziell gescheitert. **Umso schlimmer ist es, dass nun auch die EZB auf eine Erhöhung der monetären Stimuli setzt - getreu dem Motto: „Es wirkt nicht, also nehmen wir mehr davon“.**<sup>25</sup>

### **Zusammenfassung „Standortbestimmung“:**

**Ein Großteil der zuvor präsentierten Charts und Daten deutet auf ein schwindendes Einpreisen von Risiken, eine höhere Risikotoleranz und einen damit einhergehenden geringeren Bedarf für Gold hin. Wir halten dies für ein etwas leichtfertiges Verhalten seitens der Marktteilnehmer. Der zentrale Beweggrund, warum wir unsere positive Grundeinschätzung hinsichtlich Gold nicht verwerfen, ist die weiterhin bestehende Kombination aus offensichtlicher Überschuldung, expansiver Fiskal- und Geldpolitik und dem eisernen Willen Preisinflation zu erzeugen.**

Sollten sich diese Gegebenheiten wie beispielsweise im Jahr 1980, als Paul Volcker den US-Leitzins auf 20% an hob und die Inflation beträchtlich zurückging, signifikant ändern, würden wir – unter Berücksichtigung der restlichen Rahmenbedingungen – das grundsätzlich positive Umfeld für Gold in Frage stellen. Wie schon eingangs erörtert, weist aktuell allerdings nicht viel in diese Richtung.

Das Zünglein an der Waage bleibt für den Goldpreis wohl bis auf weiteres die Inflationsdynamik. Die Situation rund um die Teuerung hat unserer Meinung nach für die Goldpreisentwicklung einen dermaßen hohen Stellenwert, dass wir der Thematik im Anschluss ein eigenes, ausführliches Kapitel widmen.

---

<sup>25</sup> Vgl. „Die krachende Niederlage der Notenbanker“, Daniel Stelter, Manager Magazin



# GOLD IST GELD. JETZT, VOR UND IN 1.000 JAHREN.



**GOLD, EIN ELEMENT MIT ANZIEHUNGSKRAFT.** Seit Menschengedenken ist Gold ein zuverlässiges Mittel, um sich sicherer und unabhängiger zu fühlen. Warum? Weil Gold nie wertlos werden kann. Weil Gold seit 5.000 Jahren seine Kaufkraft behalten hat. Gold erlangte in jeder Hochkultur einen hohen Stellenwert, da es als inflationsresistent und beständig gilt. Es behält auch in Krisenzeiten seine Kaufkraft, und Gold verringert das Gesamtrisiko eines Portfolios. So wie die „Wiener Philharmoniker“ der Münze Österreich AG. Die Geschichte des Goldes nachlesen unter [www.muenzeoesterreich.at](http://www.muenzeoesterreich.at) und [www.youtube.com/user/muenzeoesterreich](https://www.youtube.com/user/muenzeoesterreich). **MÜNZE ÖSTERREICH – ANLEGEN. SAMMELN. SCHENKEN.**

### 3. GOLD UND INFLATION

**Inflation, Teuerung und Realzinsen haben fundamentalen Einfluss auf die Goldpreisentwicklung.** An dieser Stelle wollen wir uns daher ausführlich diesem Themenkomplex widmen.

*“What is needed for a sound expansion of production is additional capital goods, not money or fiduciary media. The credit expansion is built on the sands of banknotes and deposits. It must collapse.”*  
Ludwig von Mises

Die Bezeichnung **Inflation** wird üblicherweise als Synonym für die Teuerungsrate der Konsumentenpreise verwendet. Tatsächlich greift diese Sichtweise zu kurz. Um das Phänomen der Geldentwertung präzise abzuhandeln, halten wir eine Unterscheidung der Begriffe **Inflation und Teuerung (oder Preisinflation)** für sinnvoll. Der kausale Zusammenhang zwischen einer Ausweitung der Geldmenge (Inflation) und erhöhten Preisen (Teuerung) wird von wenigen Volkswirten bestritten. Oftmals geht jedoch die eigentliche Beziehung zwischen Ursache und Wirkung im heutigen Sprachgebrauch verloren.<sup>26</sup>

#### a) Warum der Goldpreis überhaupt steigt

*„Gold zahlt keine Zinsen und ist daher pure Spekulation.“*

*„Um mit einem Goldinvestment Geld zu verdienen, muss man einen „Greater Fool“ finden, der einem später zu einem teureren Preis das Gold abkauft.“*

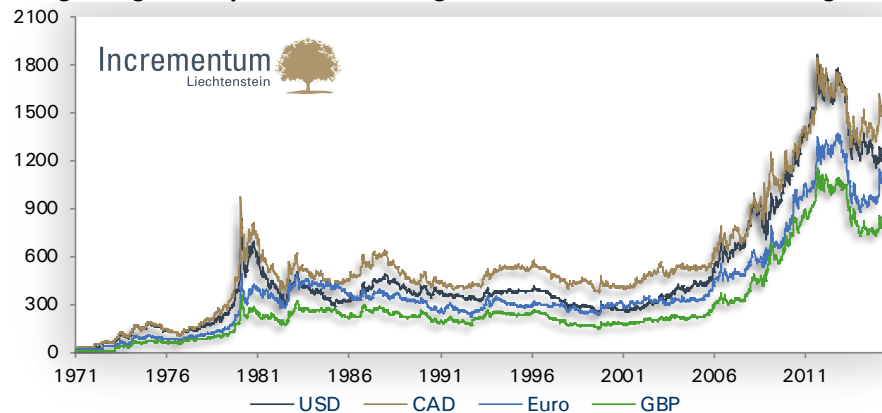
*„Gold ist die ultimative Blase.“*

So oder so ähnlich lauten die gängigsten Argumente von Anlageberatern, welche sich prinzipiell gegen jegliche Goldallokation aussprechen. Eine grundsätzliche Fragestellung, welche jeder Investor – mit oder ohne Goldallokation – sinnvoll beantworten können sollte, ist unserer Meinung nach folgende: **Warum steigt der Goldpreis überhaupt?**

Auch wenn sich der Goldpreis gemessen in US-Dollar aktuell nicht auf einem neuen Allzeithoch befindet, ist die Datenlage klar. Der Dollarpreis für Gold hat sich seit 1971 vervierunddreißigfacht. **Ausgedrückt in jeder Papiergeldwährung ist der Goldpreis im Steigen begriffen (zumindest langfristig).**

<sup>26</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle und Valek

### Langfristige Goldpreisentwicklung in unterschiedlichen Währungen



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

**“Goldanleger sollten den Wert des Goldes nicht allein in Euro oder Dollar bemessen, sondern in Barren und Unzen.”**  
Philipp Vorndran

**Warum ist dies so?** Die oben angeführten Kritikpunkte sind nicht einfach zu falsifizieren und erscheinen auf den ersten Blick plausibel. Wir wollen im Folgenden versuchen, diesen gordischen Knoten um das richtige Verständnis eines Goldinvestments zu lösen:

**Gold stellt kein Produktivkapital dar.** Im Gegensatz zu Produktivkapital trägt Gold in der Tat nicht zur Schaffung eines Mehrwerts bei, mit Gold wird nichts produziert. **Finanzielle Beteiligungen an Unternehmen über Eigen- oder Fremdkapital sind Eigentum an Produktivkapital. Somit sind diese an einer Mehrwertschaffung im Unternehmen beteiligt, was zu Wertsteigerungen der Wertpapiere bzw. zum Anspruch an Zahlung von Zinsen und Dividenden führt.** Das ökonomische Rational für die langfristige Wertsteigerung von Aktien oder Unternehmensanleihen ist daher recht einfach nachvollziehbar. Auch die Kuponzahlungen für Gläubiger von Staatsanleihen sind ökonomisch gesehen eine Beteiligung an den zukünftigen Steuereinnahmen einer Gesellschaft. Gedeckt sind Staatsanleihen durch den Steuerzwang, also die Möglichkeit des Staates, die Nominale und die Zinsen aus Steuermitteln zu bedienen.<sup>27</sup>

**Doch auch ohne investiven Charakter steigt der Preis des Goldes langfristig.** Um dies verstehen zu können, muss man über den Tellerrand des Fiat-Money-Geldsystem hinausschauen. Ein großes Hindernis hierbei ist die Nominalwertillusion, welche wir auch in einem nachfolgenden Exkurs besprechen werden.

Eine der wesentlichen Aufgaben von Geld ist seine Funktion als Recheneinheit.<sup>28</sup> Mathematisch gesehen ist jeder Preis der Quotient aus einer Einheit einer Ware und der Anzahl der dafür bezahlten Geldeinheiten. **In einem Geldsystem, in dem die gesamte Anzahl der Geldeinheiten schneller steigt, als das Warenangebot ausgeweitet wird, tritt folglich das Phänomen der Teuerung auf.**

**Die jährliche Erhöhung der insgesamt verfügbaren Goldmenge liegt historisch konstant unter jener der Ausweitung der Geldmenge.** Gold schützt Investoren also langfristig vor dem Kaufkraftverlust der ständigen Geldmengeninflationierung im Fiat-Money-Geldsystem. Die höheren Goldpreise sind daher weniger als Wertsteigerung des Edelmetalls selbst

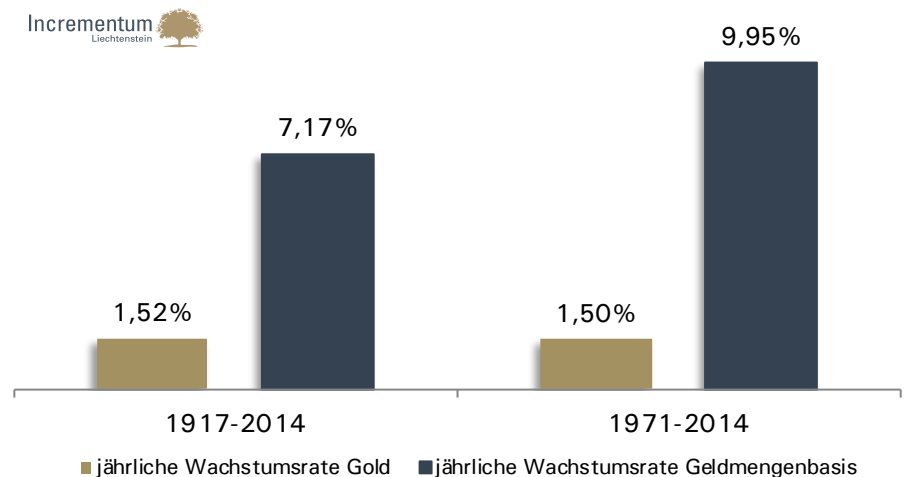
<sup>27</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle und Valek

<sup>28</sup> Vgl. „Begriff und Aufgaben des Geldes“, Deutsche Bundesbank



zu verstehen, sondern sind lediglich die Konsequenz der Geldmengeninflation.

#### Annualisierte Veränderungsrate: Gold vs. Basisgeldmenge 1917-2014 und 1971-2014



Quelle: Incrementum AG

*“The idea that when people see prices falling they will stop buying those cheaper goods or cheaper food does not make much sense. And aiming for 2 percent inflation every year means that after a decade prices are more than 25 percent higher and the price level doubles every generation. That is not price stability, yet they call it price stability. I just do not understand central banks wanting a little inflation.”*  
Paul Volcker

Dass Gold auch nach dem Ende seiner offiziellen monetären Rolle weiterhin als Wertanlage gehortet wird, liegt an der hohen Stock-to-Flow-Ratio. Wir hatten darüber bereits in unseren letzten „In Gold we Trust“-Studien ausführlich berichtet.<sup>29</sup> Im historischen Rückblick wurden Währungsbindungen an einen limitierenden Edelmetallbestand stets aufgehoben, um zur Finanzierung von Kriegen oder Wohlfahrtsstaaten eine höhere Quantität der Währung emittieren zu können. **Langfristig steigende Rohstoffpreise, insbesondere auch steigende Goldpreise, sind quasi eine zwangsläufige Konsequenz aus diesen Eingriffen ins Geldsystem.**

Unserer Überzeugung nach ist Gold in einem Fiat-Money-System somit nicht als Ersatz für Anlagen in traditionelle Wertpapiere wie Aktien oder Anleihen zu sehen, sondern **komplementär dazu**. Richtigerweise sollte man eine Gold-Position im Rahmen eines Portfolios eher als eine liquide, alternative Kassaposition betrachten, welche mit einem Wechselkursrisiko zu Fiat-Geld behaftet ist und bemerkenswerte Diversifikationseigenschaften aufweist.<sup>30</sup> **Ein direkter Vergleich zwischen der Anlageklasse Gold und der Anlageklasse Aktien erinnert uns an den sprichwörtlichen Äpfel-mit-Birnen-Vergleich.**

**Durch die stetige Inflation der verschiedenen Geldmengenaggregate im Fiat-Geldsystem entsteht Teuerung sowohl bei Vermögens- als auch bei Konsumentenpreisen.** Die Teuerung tritt dabei zeitverzögert und in unterschiedlichen Phasen auf. Tendenziell steigt der Goldpreis vor allem in einem Umfeld steigender Konsumentenpreise (bzw. fallender Realrenditen).

Dennoch möchten wir an dieser Stelle darauf hinweisen, dass unserer Meinung nach das Wachstum der Geldmengenaggregate als einziger

<sup>29</sup> Vgl. „In Gold we Trust 2014“ S. 50-55

<sup>30</sup> Siehe auch das Kapitel „Die außerordentlichen Portfolioeigenschaften von Gold“.

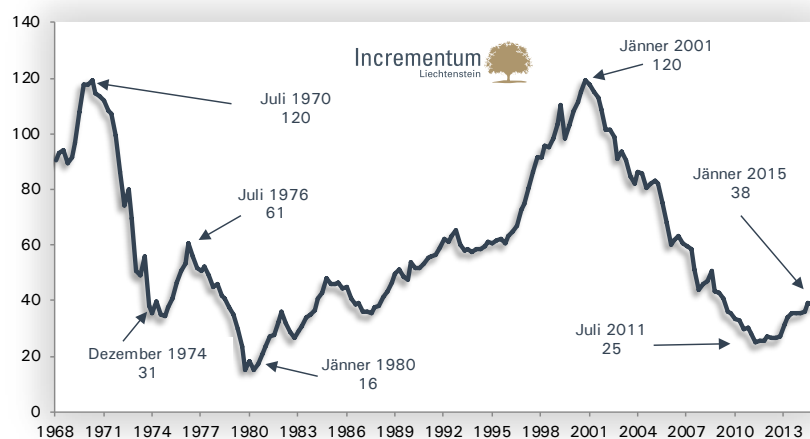
Indikator für das Timing der Goldpreisentwicklung nicht ausreichend ist. **Im Rahmen unseres Investmentprozesses verwenden wir deshalb mehrere marktbasierte Indikatoren, welche uns über die aktuelle Teuerungsdynamik Aufschluss geben.**

### Exkurs: Die Nominalwertillusion

**Wir alle sind Opfer der Nominalwertillusion. Die ständig steigenden Geldmengen führen zu tendenziell steigenden Konsumentenpreisen. Da auch Einkommen steigen, stellen wir das steigende Preisniveau grundsätzlich nicht in Frage.**

Vieles deutet darauf hin, als würde der Lebensstandard sukzessive erodieren. Indem wir Preise und Gehälter in Gold messen, können wir diesen eher intuitiven Wahrnehmungen Zahlen gegenüberstellen und tatsächlich eine Nominalwertillusion aufdecken. Gemäß Keith Weiner lag der Mindestjahreslohn für „ungelernte Arbeitskräfte“ in den USA im Jahre 1965 bei 71 Unzen Gold pro Jahr. 2011 lag hingegen der Verdienst eines leitenden Angestellten bei einem Gegenwert von 63 Unzen.<sup>31</sup> In Gold gemessen war in diesem Zeitraum also eine deutlich fallende Kaufkraft zu beobachten. Dies bestätigt auch die nachfolgende Grafik, welche das Durchschnittseinkommen in den USA mit Gold in Relation setzt. Im Jänner 2001 lag die durchschnittliche Kaufkraft auf dem gleichen Niveau wie in 1970, im Schnitt konnte man sich von einem Jahreslohn ca. 120 Unzen Gold kaufen. Seitdem befindet sich die Kaufkraft im Abwärtstrend und aktuell bei einem Jahresgehalt von 38 Unzen Gold. **Gemessen in Gold zeigt sich also, dass sowohl Preise als auch Gehälter sinken.**

#### Jährliches US-Durchschnittseinkommen in Gold gemessen



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

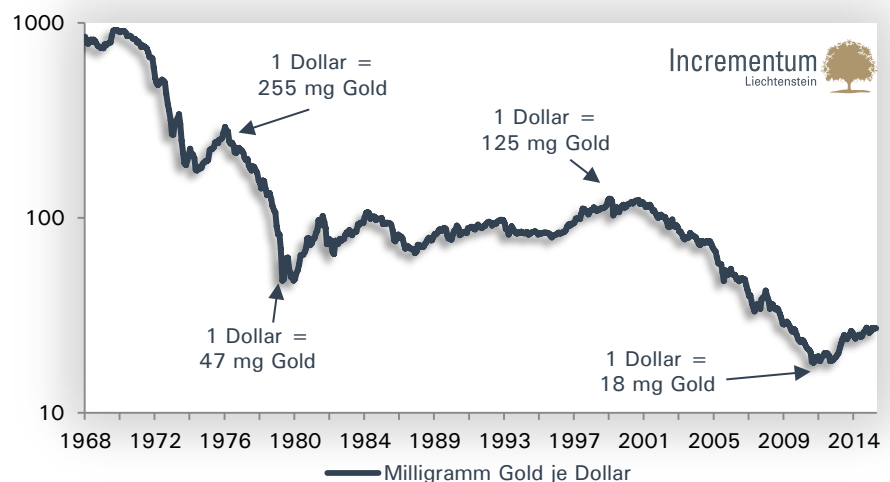
***“100 years ago, the dollar was worth 1555mg of gold. Today, it is worth about 26mg. The long-term price target is 0.”***  
Keith Weiner

**Die entscheidende Frage, ob Gold nun teuer oder günstig ist, ist schwer zu beantworten.** Eine Änderung der Perspektive liefert jedoch – wie so oft im Leben – spannende Erkenntnisse. Der nachfolgende Chart zeigt die Kaufkraft eines US-Dollars in Milligramm Gold. Die Unze Gold kostet jetzt also nicht USD 1.200, sondern ein Dollar kostet 26,8 Milligramm Gold. Diese Umkehrung der Perspektive ist nicht nur eine semantische

<sup>31</sup> Vgl. „Measured In Gold, The Story Of American Wages Is An Ugly One“, Dr. Keith Weiner, Forbes

Spitzfindigkeit, sondern bedeutet einen komplett anderen Zugang zum Thema.

### Wieviele Milligramm Gold erhalte ich für 1 USD? (logarithmische Skalierung)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Lassen Sie uns einen Vergleich ziehen:** Wenn Sie sich beispielsweise auf einem Ruderboot in stürmischer See befinden, würden Sie sagen, dass der Leuchtturm nach oben und unten wackelt? Oder würden Sie ein dehnbares Gummiband als Metermaß verwenden? Sicherlich nicht, und zwar aus dem Grund, da der Leuchtturm und Stahl stabil sind, Wellen und Gummibänder hingegen nicht. Ähnlich verhält es sich mit Gold und Papiergeldwährungen.<sup>32</sup>

**“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 letztendlich ein Gut wie jedes andere ist.** Es unterscheidet sich jedoch in einem wesentlichen Merkmal: Geld ist das allgemein akzeptierte Tauschmittel, da es das liquideste Gut ist. Für Mises ist die Tauschmittelfunktion somit zentral, während die Wertaufbewahrungs- und Recheneinheitfunktionen lediglich Unterfunktionen darstellen. Dies impliziert, dass eine steigende Geldmenge den Tauschwert eines bestimmten Geldbetrages verringern muss.<sup>33</sup>

**Wenn Geld wie jedes andere Gut fungiert, dann bestimmen Angebot und Nachfrage 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 von der Erwartungshaltung hinsichtlich der Entwicklung des zukünftigen Geldangebotes. Je mehr davon im Verhältnis zur vorhandenen Gütermenge angeboten wird, 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 318,9 Mio., während die Geldmenge M3 auf USD

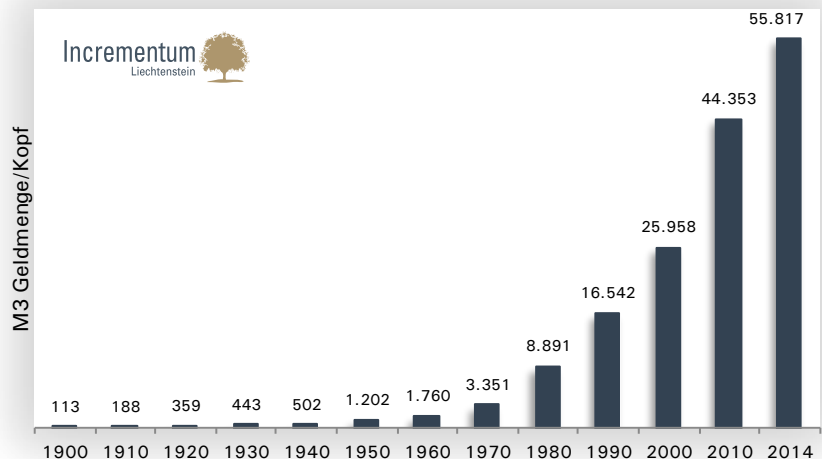
<sup>32</sup> Vgl. „The Dollar is Going Up“, Monetary Metals, Dr. Keith Weiner

<sup>33</sup> Vgl. „Die wahre Lehre vom Geld“, Prof. Dr. Thorsten Polleit, Liberales Institut



17,8 Billionen<sup>34</sup> stieg. Dies bedeutet einen Pro-Kopf Bestand von USD 55.817.

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



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

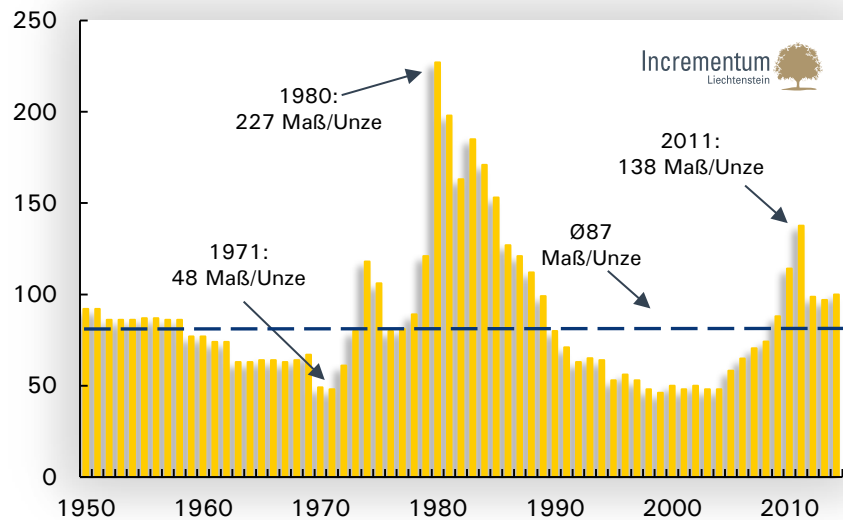
**Zahlreiche Vergleiche aus dem täglichen Leben zeigen, dass Gold derzeit alles andere als übertrieben teuer bewertet ist.** Kostete eine Maß Bier am Münchner Oktoberfest im Jahre 1950 noch umgerechnet EUR 0,82, so lag der Preis 2014 im Schnitt bereits bei EUR 9,90.<sup>35</sup> Die jährliche Bierpreis-Teuerung beläuft sich seit 1950 auf 4,2%.<sup>36</sup> Setzt man den Bierpreis in Relation zum Goldpreis, so erhielt man 2014 97 Maß Bier je Unze Gold. Historisch gesehen liegt der Mittelwert bei 87 Maß – die „Bierkaufkraft“ des Goldes ist derzeit somit leicht über dem langfristigen Mittel. Der Höchststand lag jedoch im Jahre 1980 bei 227 Maß je Unze Gold. Wir halten es für gut möglich, dass diese Werte wieder erreicht werden. **Biertrinkende Freunde des Goldes sollten somit von einer steigenden Bier-Kaufkraft ausgehen.**

<sup>34</sup> Quelle: [www.nowandfutures.com](http://www.nowandfutures.com)

<sup>35</sup> Abhängig vom Festzelt, kostete eine Maß zwischen EUR 9,70 und EUR 10,10.

<sup>36</sup> Ein Wert, der der tatsächlichen Teuerung wohl näher kommt, als die herkömmlichen Inflationsstatistiken.

### Gold/Wiesnbier-Ratio



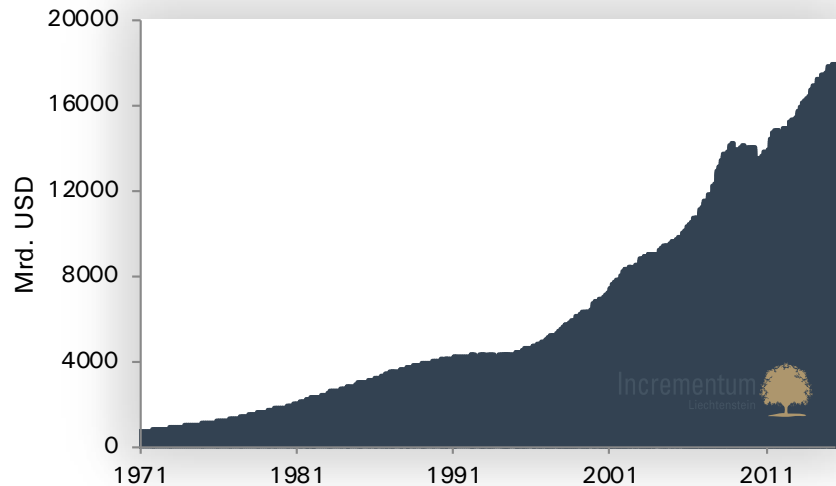
Quelle: [www.HaaseEwert.de](http://www.HaaseEwert.de), Historisches Archiv Spaten-Löwenbräu, Incrementum AG

### b) Monetary Tectonics

**Der Inflationierungsprozess im Fiat-Geldsystem läuft nicht linear ab.** Um das Ziel „stetig steigender Teuerungsraten“ zu erreichen, muss die breite Geldmenge permanent ausgeweitet werden. Der Großteil der Geldmenge wird dabei durch Kreditschöpfung der Geschäftsbanken geschaffen. Darüber hinaus ist für die allgemeine Teuerungsrates die Neigung zur Geldhortung („demand to hold money“) von entscheidender Bedeutung – Monetaristen kalkulieren in diesem Zusammenhang gerne eine „Umlaufgeschwindigkeit des Geldes“.

**Solange die Geschäftsbanken ihr Geldschöpfungspotenzial maximal ausschöpfen, kann die Zentralbank mit konventionellen geldpolitischen Mitteln eine stetige Inflationierung der Geschäftsbanken orchestrieren.** In erster Linie beinhalten diese Methoden die Preisfestlegung der kurzfristigen Zinssätze über Leitzinssätze.

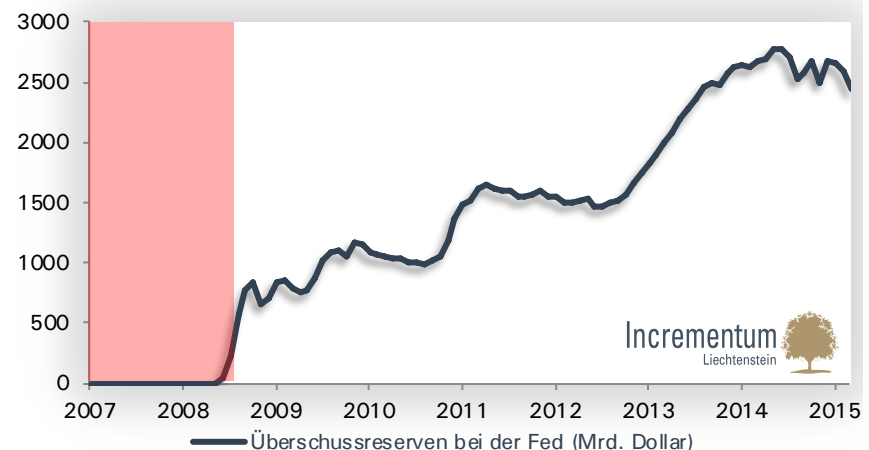
### Die exponentielle Inflation der M3 Geldmenge



Quelle: Nowandfutures.com, Incrementum AG

**Die Organisation eines stetigen Inflationierungsprozesses wird ungemein schwieriger, sobald sich das Geldsystem in einer instabilen Phase befindet.** Dass der Transmissionsmechanismus im Moment blockiert ist und die Geschäftsbanken ihr Geldschöpfungspotenzial nicht maximal ausreizen (können), erkennt man anhand der Entwicklung der Überschussreserven, die im Moment bei der Zentralbank geparkt werden.

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



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**„Base money inflation is the most ineffective tool to deliberately create price inflation.“**  
 Mike Maloney

Nach systemisch bedrohlichen Banken Krisen greifen Zentralbanken daher auf „unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen“ zurück, um stetige Teuerungsraten zu gewährleisten. Die Aufblähung der Zentralbankgeldmenge, welche unter dem Euphemismus „Quantitative Easing“ bekannt gemacht wurde, ist wohl das bekannteste Mittel im Werkzeugkasten der Geldmengenplaner. Da die breiten Geldmengen aufgrund der Probleme im Bankensektor nicht mehr steigen, soll die Konsumentenpreisteuerung über eine brachiale Ausweitung der Zentralbankbilanz erreicht werden. Diese Methode ist aber für die Beeinflussung der Konsumentenpreisteuerung vermutlich die ineffizienteste

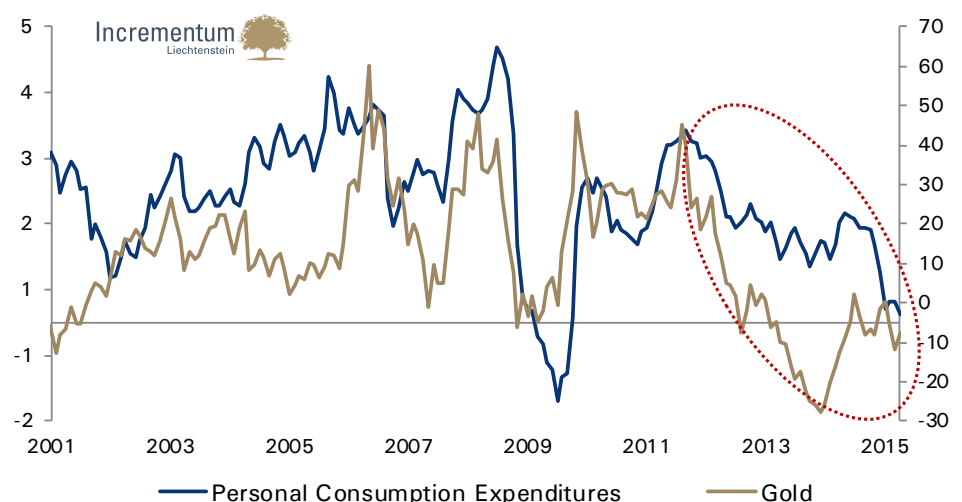
Form. Da mit dem von der Zentralbank neu geschaffenen Geld vorwiegend Vermögenswerte gekauft werden, ist die Gefahr von Fehlallokationen und Blasenbildungen hoch, wenn nicht sogar vorprogrammiert.

Die tatsächlichen Auswirkungen auf die Teuerungsrate sind bislang bescheiden – die disinflationären Kräfte herrschen nun bereits seit 2011 vor. Im letztjährigen Goldreport haben wir bezüglich der monetären Tektonik festgehalten: „Das Kräfteressen zwischen einer marktbereinigenden, 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.“<sup>37</sup>

Auch heuer gelangen wir hinsichtlich der Inflationsdynamik der vergangenen zwölf Monate zu einem ähnlichen Resümee: Die disinflationären Kräfte hatten auch letztes Jahr wieder die Oberhand. **Die systemisch instabile Situation hat sich im zweiten Halbjahr 2014 in Form eines ersten „deflationären Erdbebens“ niedergeschlagen.**

Wie schon erläutert, ist nicht das *absolute Niveau* der Teuerung für den Goldpreis relevant, sondern vielmehr die *Tendenz* der Teuerung. Steigende Teuerungsrate bedeuten generell ein positives Umfeld für den Goldpreis, während fallende Raten (=Disinflation) ein schlechtes Umfeld darstellen. Dies erkennt man auch anhand des nachfolgenden Charts. Seit Herbst 2011 ist die Entwicklung des PCE-Index<sup>38</sup> deutlich rückläufig, der Goldpreis zeigt zuletzt aber eine Divergenz und könnte somit höhere Inflationsraten diskontieren.

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



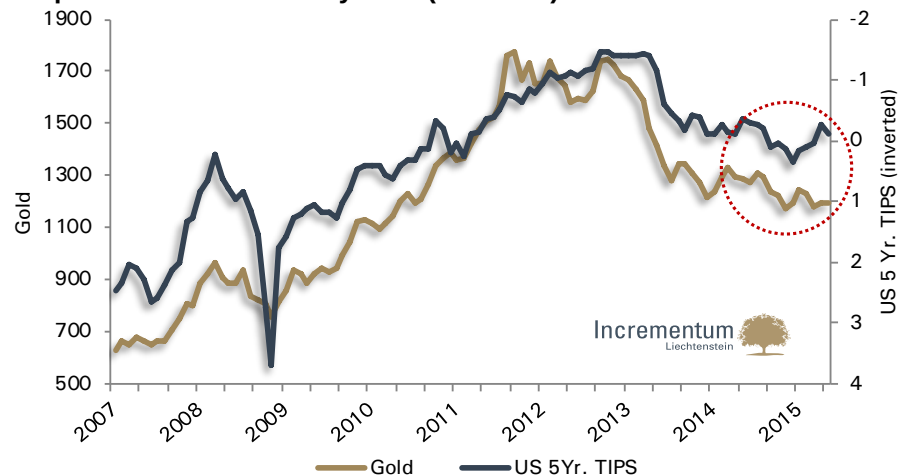
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

<sup>37</sup> Vgl. „In Gold we Trust Report 2014“

<sup>38</sup> PCE = Personal Consumption Expenditure Index, ein für die Fed essentielles Inflationsmaß, aus der sich die Kerninflationsrate ableitet.

Auch die Realrenditen der inflationsgeschützten Anleihen steigen seit 2012, könnten nun aber vor einem Wendepunkt stehen. **Steigende Inflationsraten sind aus unserer Sicht durchaus wahrscheinlich und könnten für die Trendwende der Goldpreisentwicklung entscheidend werden.**

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



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Wir attestieren eine systemisch inhärente Inflationssucht, welche nach und nach immer schwieriger zu befriedigen ist.** Man denke hierbei beispielsweise an die verstärkten Ausschläge bei Öl- oder Silberpreisen. Diese erhöhte Volatilität ist unserer Meinung nach Chance und Risiko zugleich. **Eine der Grundfesten unserer Anlagephilosophie ist die Erwartung, dass die Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation für Investoren zunehmend relevanter werden wird. Wir gehen davon aus, dass die Inflationsthematik in den kommenden Jahren das bestimmende Thema für die Veranlagung sein wird.**

### c) Das Gold/Silber-Ratio als Indikator zur Messung der Inflationsdynamik

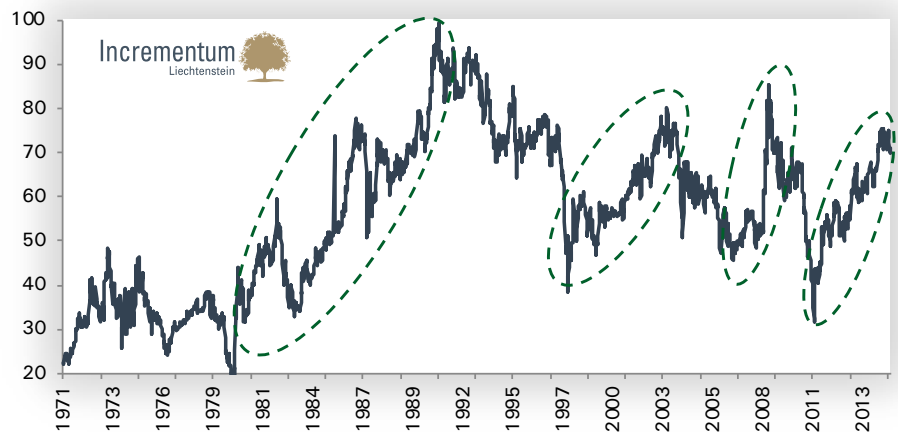
Wie wir bereits in unserem letzten Report ausführlich beschrieben haben,<sup>39</sup> halten wir das Gold/Silber-Verhältnis (G/S-Ratio)<sup>40</sup> für einen interessanter Indikator hinsichtlich der Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation. **Unsere These dabei ist: Die relative Preisbewegung zwischen Gold und Silber erweist sich als hilfreich, insbesondere um disinflationäre Phasen zu identifizieren. Ein steigendes G/S-Ratio ist ein Warnsignal für Goldinvestoren.**

<sup>39</sup> „In Gold we Trust“ 2014, S. 23-24

<sup>40</sup> Zur Erklärung: Das Verhältnis gibt Auskunft darüber, wie viele Silberunzen benötigt werden, um eine Unze Gold zu erwerben. Es spiegelt also den relativen Preis von Gold ausgedrückt in Silber wider.

Werfen wir zunächst einen Blick auf das historische Gold/Silber-Verhältnis seit dem Aufheben des Goldankers im Jahre 1971.

### Gold/Silber-Ratio post Bretton Woods

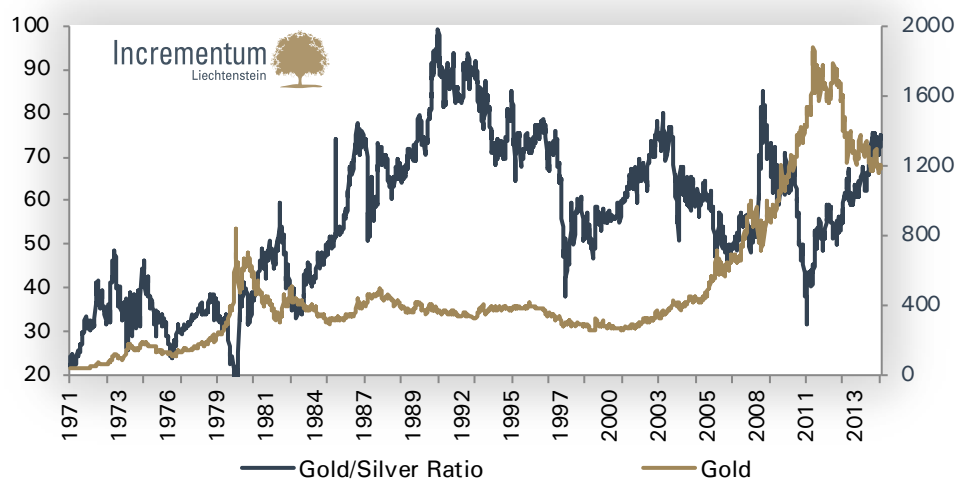


Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Eine grundsätzliche Überlegung zu diesem Ratio-Chart: Das Verhältnis kann nicht dauerhaft in eine Richtung tendieren. Es wäre unsinnig anzunehmen, dass eines Tages eine Unze Gold gleich viel wert sein sollte wie alles Silber der Welt oder umgekehrt.<sup>41</sup> **Somit muss per Definition langfristig eine Rückkehr zum Mittel (reversion to the mean) stattfinden.**

**Was würde eine Trendwende für den Goldpreis bedeuten? Können wir uns die Dynamik des Gold/Silber-Ratios für die Anlage in Gold zunutze machen?** Dazu ist nachfolgend das Gold/Silber-Ratio gegenüber dem realen Goldpreis abgetragen.

### Gold (rechte Achse) vs. Gold/Silber-Ratio (linke Achse)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

<sup>41</sup> Dies gilt im Übrigen für alle Ratio Charts, welche ein Austauschverhältnis zweier realer, materiellen Güter darstellen. Wenn ein Vergleichswert monetäre Preise (welche unendlich inflationiert werden können) darstellt, ist ein dauerhafter Anstieg möglich.

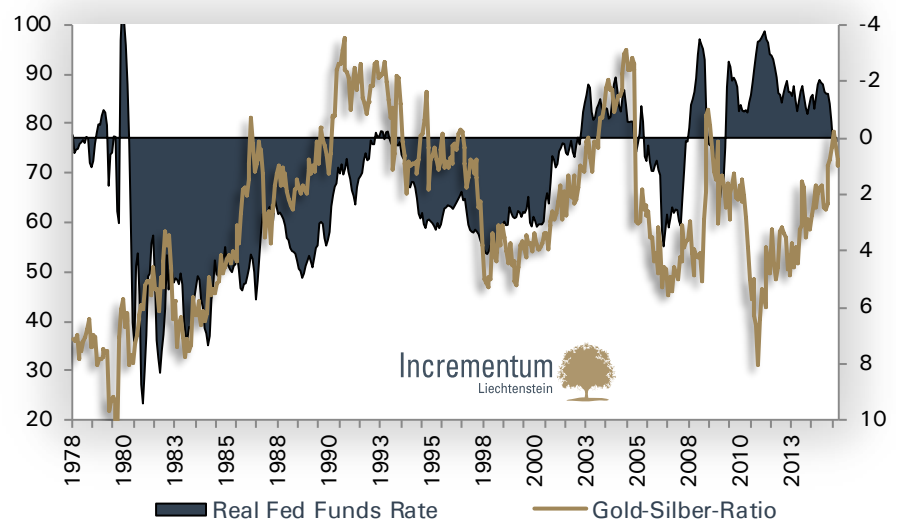


Der Chart zeigt, dass das G/S-Ratio in Goldbullenmärkten meist gefallen ist. Dies bedeutet, dass Silber während der Goldbullenmärkte noch stärker gestiegen ist als Gold. Befand sich Gold in Bärenmarktphasen, ging hingegen meist ein Anstieg des G/S-Ratios einher. Silber verlor also in diesem Umfeld relativ zu Gold an Wert.

Aus dem obigen Chart wird ersichtlich, dass das G/S-Ratio im Zeitverlauf größeren Schwankungen unterliegt. Um 1980 können wir einen Tiefpunkt bei einem Verhältnis von 16 erkennen, während es 1991 beinahe die Marke von 100 erreichte. **Gegenwärtig scheint es, als wäre das Ratio nach einem fast vierjährigen Aufwärtstrend wieder an einem potenziellen Trendwendepunkt angelangt.**

Um auf unserer Ausgangsstatement zurückzukommen, wonach das G/S-Verhältnis auch als Deflations-Reflationsindikator interpretiert werden kann, werfen wir einen Blick auf nachfolgenden Chart, der dem G/S-Verhältnis die realen „Fed Funds Target Rates“ gegenüberstellt.<sup>42</sup>

#### G/S-Ratio vs. real Fed Funds Target (invertiert)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, quandl.com, Incrementum AG, eigene Berechnungen

Auch hier finden wir Bestätigung für unsere Hypothese. Sobald die Realzinsen fallen (dh. in unserem Schaubild aufgrund der invertierten Skala steigen), gewinnt Gold an relativer Stärke gegenüber Silber. Silber hingegen stieg relativ zu Gold in Phasen steigender „Fed Funds Rates“. Die einzige signifikante Abweichung seit Anfang der 80er Jahre bildete die Trendbeschleunigung von Silber in 2011.

#### Fazit:

**Gemäß unserer statistischen Auswertungen ist ein nachhaltiger Goldpreisanstieg bei einem gleichzeitig steigenden Gold/Silber-Ratio unwahrscheinlich.** Ein fallendes G/S-Ratio erhöht die Wahrscheinlichkeit für einen Bullenmarkt in Gold deutlich. Die aktuelle Situation des Ratios beobachten wir gerade deshalb besonders aufmerksam, da der Kurs in den letzten Wochen an einer möglichen Trendwende angelangt ist. **Ein neuer Abwärtstrend des Ratios würde einerseits positive Aussichten für**

<sup>42</sup> Zur Ermittlung der realen Fed Funds Rate wurde die prozentuale Veränderung des Consumer Price Index for All Urban Consumers von dem Fed Funds Target abgezogen.

Gold, aber andererseits auch eine steigende Inflationsdynamik bedeuten.

### Exkurs: Incrementum Inflation-Signal

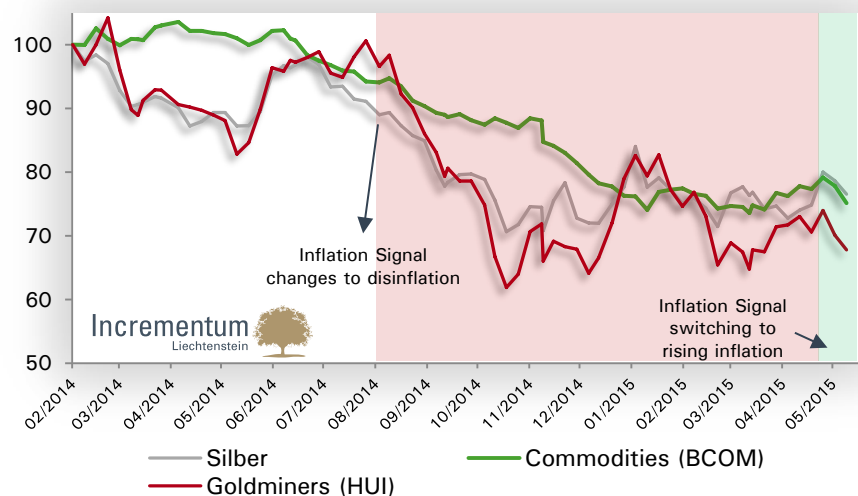
#### **Incrementum Inflation-Signal zeigte ab August 2014 fallende Inflationstendenz an**

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

**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. Für unseren Investmentprozess kombinieren wir das G/S-Ratio mit anderen quantitativen Faktoren zu einem Gesamtsignal. **Gemäß dem jeweiligen Signal werden bei 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 in denen es deshalb nicht ratsam war, in inflationssensitiven Anlageklassen investiert zu sein. Nachdem uns das Signal im August 2014 vor den stark disinflationären Tendenzen warnte, zeigt es nun seit Mai wieder steigende Inflationstendenzen an. **Daraus leiten wir ab, dass das Chance/Risiko-Verhältnis für ein Engagement in inflationssensitive Anlageklassen aktuell besonders interessant erscheint.**

#### **Incrementum Inflation-Signal zeigt seit Ende Mai steigende Inflationsraten an**



Quelle: Incrementum AG

## d) Das monetäre Spiel mit dem Feuer – Wieso die Teuerungsdynamik nicht kontrolliert werden kann

*„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 Erhöhung der Inflationsziele als einzig gangbare Lösung zur Verringerung der Schuldenquoten ansehen. So forderte beispielsweise Eric Rosengren, Präsident der Federal Reserve in Boston, dass man die Inflationsziele erhöhen solle, um den stotternden Konjunkturmotor endlich zum Laufen zu bringen.<sup>43</sup> Auch Olivier Blanchard, einer der einflussreichsten Architekten des internationalen Finanzgefüges, hat sich bereits mehrfach für höhere Teuerungsziele stark gemacht.<sup>44</sup> **Aufgrund der von Murray Rothbard beschriebenen Unmöglichkeit die Inflationsdynamik zu kontrollieren, halten wir den Ruf nach höheren Inflationszielen für ein Hasardspiel.**

Zuerst wollen wir jedoch einen Schritt zurückgehen und festhalten, dass es kein „allgemeines Preisniveau“ gibt. Es gibt eine riesige Palette von Preisrelationen unterschiedlichster Waren und Dienstleistungen. **Der primäre Sinn und Zweck von Geld ist die Erleichterung des Tausches.** Genau wie jedes andere Wirtschaftsgut hat Geld einen Preis – und zwar den Wechselkurs gegenüber anderen Dingen. Geld unterliegt somit – genau wie jedes andere Gut – den Prinzipien von Angebot und Nachfrage.

*“...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

Murray Rothbards Werk „The Mystery of Banking“ enthält wesentliche Gedanken zur Entstehung von Hyperinflationen. Rothbard sieht in dem erbitterten Kampf gegen Deflation und dem darauffolgenden Anwerfen der Druckerpresse den Anstoß der meisten Hyperinflationen. Der Zusammenbruch der „Neigung zur Geldhaltung“ (engl.: „demand to hold money“) ist dabei ein wesentlicher Faktor, der im ökonomischen Mainstream vielerorts bestenfalls unterschätzt, zumeist aber schlichtweg ignoriert wird.

**Rothbard identifizierte drei Phasen des Inflationierungsprozesses:**<sup>45</sup>

- ▶ **In der ersten Phase wird die Geldmenge erhöht, die Preise steigen aber kaum.** Nachdem die Menschen davon ausgehen, dass es sich nur um eine temporäre Geldmengenausweitung handelt, ziehen sie es weiterhin vor, Geld zu sparen, anstatt es auszugeben. Diese Phase ist für die Politik ein Schlaraffenland, denn es lassen sich (vermeintlich) ohne Konsequenzen Defizite finanzieren und Wahlzuckerl verteilen, ohne eine Preisinflation zu erzeugen.
- ▶ **In der zweiten Phase beginnt die Öffentlichkeit langsam steigende Preise zu antizipieren.** Rothbard schreibt: **„Die deflationären Erwartungen der Öffentlichkeit werden durch inflationäre ersetzt (...)** Statt Geld zu horten, wird die Öffentlichkeit ihr Geld schneller ausgeben, um vor Preiserhöhungen zu kaufen. In der Phase 2 der Inflation (...) wird eine fallende Nachfrage nach Geld (Halten von Geld) die Inflation intensivieren.“

Just in diesem Moment steht die Politik vor einer Weggabelung: Entweder kann man die natürliche Deflation zulassen, die Exzesse

<sup>43</sup> Vgl. „Inflation goal may be too low, says Fed's Rosengren“, Financial Times

<sup>44</sup> Vgl. „Finanzpolitiker attackieren Geldpolitik der Bundesbank“, Handelsblatt

<sup>45</sup> Vgl. „The Mystery of Banking“, Murray Rothbard, Seite 67

schmerzhaft abbauen und eine Rezession billigen oder den Weg des billigen Geldes weiter beschreiten und damit Phase 3 riskieren.

- **Phase 3 wird gemeinhin als „Crack-up-Boom“ bzw. Katastrophenhausse bezeichnet.** Die Öffentlichkeit nimmt wahr, dass die Inflationsdynamik nicht zu stoppen ist und sich sukzessive beschleunigt. Die Menschen verlassen das Währungssystem und wählen alternative Währungen. Rothbard beschrieb diese Phase folgendermaßen: *"Im Deutschland des Jahres 1923 wurde das Flucht in die Sachwerte genannt. Die Nachfrage nach Geld (dem Halten von Geld) fällt fast auf Null, und die Preise explodieren Richtung unendlich."*<sup>46</sup>

Unserer Meinung nach ist es gut möglich, dass wir uns im Moment am Übergang von Phase 1 zu Phase 2 befinden. Eine Prognose des exakten Wendepunktes ist laut Rothbard jedoch unmöglich:

***"There is no scientific way to predict at what point in any inflation expectations will reverse from deflationary to inflationary. The answer will differ from one country to another, and from one epoch to another, and will depend on many subtle cultural factors, such as trust in government, speed of communication, and many others."***

***"It's funny, in a human kind of way, how we can convince ourselves that we're in control at the very moment we are beginning to lose it."***  
**William C. Moyers**

Im Vorjahr erklärten wir bereits, wieso es unmöglich ist, die Inflationsdynamik zu regulieren. Der weitverbreitete Glaube, wonach die Fed den „Inflationsgeist“ jederzeit problemlos zurück in die Flasche drängen kann, basiert auf zahlreichen falschen Annahmen. Insgesamt scheint ziemlich viel Unwissen in Bezug auf das Phänomen der Inflation vorzuherrschen. So werden die zeitlichen Verzögerungen im Laufe eines Inflationierungsprozesses unterschätzt. Entgegen der landläufigen Meinung hat bereits eine **enorme monetäre Inflation stattgefunden, die sich bislang jedoch „nur“ in den Vermögenspreisen niedergeschlagen hat.**<sup>47</sup> Es mutet merkwürdig an, dass gestiegene Preise für Lebensmittel in der Regel als verhängnisvoll angesehen werden, wohingegen steigende Häuserpreise als Segen gelten. **In beiden Fällen bedeutet dies schlichtweg eine Reduktion der Kaufkraft, egal ob in Form von Häusern oder Lebensmitteln ausgedrückt.**<sup>48</sup>

**Die derzeitige Entwicklung entspricht exakt dem Lehrbuch der ABCT.**<sup>49</sup> So steigen im Zuge des Inflationierungsprozesses zuerst die Preise von Kapitalgütern (=Asset Price Inflation) an und erst anschließend setzt die Verbraucherpreisinflation (=Teuerung) ein. Die derzeit stattfindende Asset Price Inflation ist an vielen Beispielen zu erkennen. Neben den substanziellen Wertzuwächsen bei Immobilien und Aktien stiegen auch die Preise für Antiquitäten, Luxusgüter, teure Weine, Oldtimer etc. bereits deutlich an.

<sup>46</sup> 'A frantic rush ensues to get rid of money at all costs and to buy anything else. In [Weimar Germany circa 1923], this was called a 'flight into real values.' The demand for money falls precipitously almost to zero, and prices skyrocket upward virtually to infinity.'

<sup>47</sup> Siehe hierzu den FVS Vermögenspreisindex des Flossbach von Storch Research Institutes. <http://www.fvs-ri.com/fvs-vermoegenspreisindex/ueberblick.html>

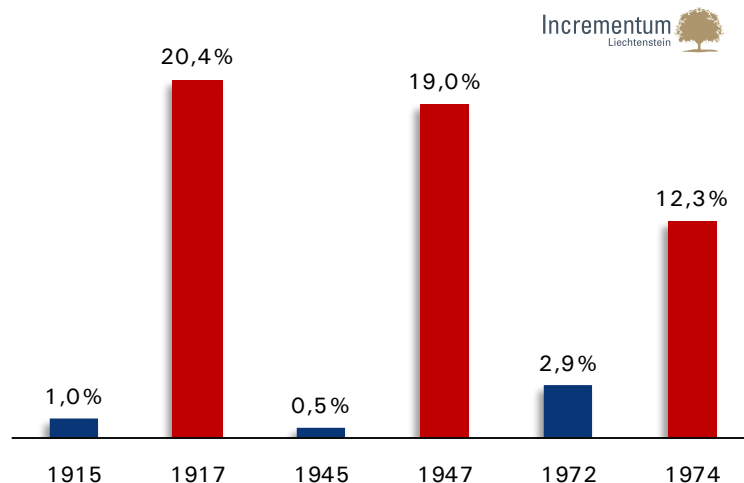
<sup>48</sup> Vgl. „Why Keynesian Economists Don't Understand Inflation“, Frank Hollenbeck, Mises.org

<sup>49</sup> Austrian Business Cycle Theory

#### **Fazit:**

Wir sind Zeugen eines der größten Geld-Experimente der Menschheitsgeschichte. **Ein demütiger Blick in unsere monetäre Vergangenheit lehrt uns: Weder die Mainstream-Ökonomie noch Notenbanker können die Spezifika der Inflationsdynamik steuern.** Die kläglich scheiternden Versuche, das Teuerungsniveau wie einen Thermostaten zu regulieren, zeugen von Hybris. **Teuerungswellen treten unerwartet und innerhalb relativ kurzer Zeit auf.** Dies war, wie am nachfolgenden Chart ersichtlich ist, schon in zahlreichen Episoden der Geschichte der Fall.

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



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

#### **e) Das Übel fallender Preise**

**„Die Bank ist daher eine Institution, die regelmäßig weniger zu halten braucht, als sie verspricht, und daher davon lebt, dass sie gleichzeitig mehr verspricht, als sie im Ernstfall halten kann.“**  
**Wilhelm Röpke**

Das vergangene Jahr war geprägt von einer beinahe hyperinflationären Berichterstattung hinsichtlich einer vermeintlich drohenden Deflation. **Die Panikmache vor sinkenden Preisen erscheint jedoch verwunderlich, so begrüßen Konsumenten doch zumeist<sup>50</sup> günstigere und nicht teurere Produkte.** Dies ist im Technologiebereich, etwa bei Smartphones oder Fernsehern, oder auch bei Fernreisen seit Jahren evident – hier fallen die Preise und die Verbraucher reiben sich die Hände. Die Argumentation der Mainstream-Ökonomen lautet, es würden sich fallende Preise „in den Köpfen der Menschen verankern“<sup>51</sup> und sie würden jeglichen Konsum auf den Sankt Nimmerleinstag verschieben. Die gerade zuvor genannten Beispiele der Technologieprodukte und Fernreisen unterstreichen diese Argumentation nicht gerade.

Fallende Preise – und somit eine steigende Kaufkraft des Geldes – bedeuten für Konsumenten einen erhöhten Wohlstand. **Es muss den vermeintlich wirtschaftlich unmündigen Subjekten daher regelmäßig erklärt werden, warum sie sich – entgegen ihres Hausverstandes – vor**

<sup>50</sup> Ausnahme bilden sogenannte „Giffen-Güter“, welche bei steigenden Preisen vermehrt nachgefragt werden.

<sup>51</sup> Vgl. „Jahresbericht 2014“, Flossbach von Storch

**fallenden Preisen fürchten und sich über die regelmäßigen Preiserhöhungen erfreut zeigen sollen.** Dazu bedient man sich medial unterschiedlichster Kommunikationskanäle. Zum Beispiel gibt es von der Europäische Zentralbank „Schulungsvideos“, welche bereits Kinder vor dem Übel fallender Preise warnen sollen.

#### Schulungsvideo der EZB über Inflation und Deflation



Quelle: Youtube.com<sup>52</sup>

***“The goal of any regime, any organism, is to maximize its chances of survival. Deflation is the perceived existential threat of our age, and this is the dragon our Heroes will guarantee to slay.”***

**Ben Hunt**

***“People tend to see the price deflation as the cause of the recession, because in a recession there is simply sometimes price deflation at the same time. However, the opposite is true, the price deflation is not the cause of the recession but the consequence of the bank credit contraction, that itself has its roots in the bank credit expansion. People conflate price deflation with depression and price inflation with boom.”***

**Philipp Bagus**

Vertreter der vorherrschenden ökonomischen Lehrmeinung postulieren stets, dass die Krise lediglich durch mehr Nachfrage gelöst werden könne. Ein probates Mittel, um die Konsumunwilligen zu einem kollektiven, vermeintlich wohlstandserhöhenden Verhalten zu bewegen, sind kreditfinanzierte staatliche Stimulus-Programme in Kombination mit einer extrem expansiven Geldpolitik. Fallende Konsumentenpreise bewirkten ein negatives, konsumaufschiebendes Verhalten. **Den verheißungsvollen Ausweg aus der beschworenen Deflationsspirale verspricht unser modernes Schwundgeld, welches den Konsumverzicht und somit das Horten und das Ansparen von Reserven möglichst unattraktiv macht.**

**Die allgemeine Schädlichkeit der Preisdeflation stellt heute eines der heiligen Dogmen der Geldpolitik dar.** Theoretische und empirische Beweise zur Fundierung dieser Hypothese sind jedoch schwach. Als Musterbeispiel für diese behauptete Gesetzmäßigkeit wird in aller Regelmäßigkeit die Große Depression der 30er Jahre angeführt. **Seitdem werden fallende Preise mit einer Depression gleichgesetzt. Die Stichprobe ist mit „n=1“ jedoch denkbar klein.** Mit Ausnahme der Großen Depression lässt sich kein empirischer Zusammenhang zwischen Deflationsphasen und Depressionen finden. Auch die Kausalitätskette ist jedenfalls in Frage zu stellen. Sind die fallenden Preise wirklich die Ursache des Problems gewesen oder viel eher ein Symptom der Gesundung? Diese Frage liegt auch nahe, wenn man folgende historische Studie der Federal Reserve betrachtet:<sup>53</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***

<sup>52</sup> <https://www.youtube.com/watch?t=450&v=WAlccQvknI8>

<sup>53</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.



***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."***

Auch andere wissenschaftliche Studien deuten in diese Richtung. In seinem herausragenden Werk „In Defense of Deflation“ liefert Prof. Philipp Bagus eine faszinierende Analyse historischer Deflationsphasen, die er mit folgender Conclusio beschließt:

*"In sum, even if price deflation could be proven to be harmful, which according to this study is not possible, it would be difficult to prove it to be more harmful than its prescribed medicine: inflation."*<sup>54</sup>

***"It all sounded too easy. Push this button twice and out pops full employment. Equations do not work on people as well as they do on rockets. I remember sitting in a class at Harvard listening to Arthur Smites say, 'A little inflation is good for the economy.' And all I can remember after that was a word flashing in my brain like a yellow caution sign: 'Bullshit.' I'm not sure exactly where that came from...but it's a thought that never left me."***  
Paul Volcker

Es lässt sich also für eine der grundlegendsten Annahmen der gegenwärtigen Geldpolitik kein statistisch signifikanter Zusammenhang feststellen. Außerdem ist die der Hypothese zugrundeliegende Kausalitätskette höchst zweifelhaft. Die Österreichische Schule hat hinsichtlich der Deflation eine fundamental entgegengesetzte Sichtweise: Laut ihr 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 konstatiert in seinem Buch „Krise der Inflationskultur“, dass Deflationspolitik Wachstumspolitik unter Inkaufnahme schmerzhafter kurzfristiger Opfer sei. Sie verursache eine Anpassung der Vermögensstruktur, welche zugunsten der Gläubiger ausfalle.

Die Interessenslage innerhalb einer Gesellschaft ist eindeutig: Besitzer von Sparvermögen und Bezieher von (quasi) fixierten Zahlungsströmen wie Renten, Spareinnahmen etc., sind tendenziell Profiteure und Unterstützer der Preisdeflation. Schuldner sind hingegen naturgemäß Freunde der Teuerung. Je höher die Verschuldung, umso lauter der Ruf nach Inflation.

Bezogen auf Staaten lässt sich daraus folgern: **Je höher die Schuldenlast des Staates, desto größer ist die Aversion gegen Preisdeflation. Eine signifikante (deflationäre) Währungsaufwertung wie im Jänner 2015 in der Schweiz wäre z.B. für massiv überschuldete Staaten wie Japan undenkbar.** Eine gesellschaftliche Auseinandersetzung zwischen Alt (Sparer) und Jung (Schuldner)<sup>55</sup> sowie nationale und internationale Interessenskonflikte zwischen Gläubigerländern und Schuldnerländern sind direkte Folgen dieser Konstellationen.

### **Exkurs: Alan Greenspan - Gold and Economic Freedom**

Alan Greenspans Essay „Gold und wirtschaftliche Freiheit“<sup>56</sup> aus dem Jahre 1966 ist aus unserer Sicht einer der pointiertesten Aufsätze, die je zum Thema Gold publiziert wurden. Wir empfehlen jedem Leser das mehrmalige Studium dieser Abhandlung. Greenspan outet sich darin als Proponent eines klassischen Goldstandards und vertritt die Meinung, dass übermäßiges Kreditwachstum regelmäßig durch Rezessionen abgebaut werden sollte.

<sup>54</sup> Vgl. „In Defense of Deflation“, Philipp Bagus

<sup>55</sup> Vgl. „Deflation: Alt gegen Jung“, Think Beyond the Obvious, Dr. Daniel Stelter

<sup>56</sup> [http://docs.mises.de/Greenspan/Greenspan\\_Gold.pdf](http://docs.mises.de/Greenspan/Greenspan_Gold.pdf)

*“...Gold is a currency. It is still, by all evidence, a premier currency. No fiat currency, including the dollar, can match it.”*

Alan Greenspan

*“Wenn die Erzeugung von Geld (Ansprüchen) im Verhältnis zur Erzeugung von realen Gütern in der Wirtschaft zunimmt, müssen die Preise früher oder später steigen“*

Alan Greenspan

Der „Maestro“ konstatierte, dass sich das Gesetz von Angebot und Nachfrage nicht aufheben lasse. Daraus folgt, dass wenn das Angebot von Kreditgeld im Verhältnis zum Güterangebot wächst, die Preise unvermeidlich steigen müßten. Die Konsequenz daraus ist eine sukzessive Entwertung der Ersparnisse. Mit prophetischer Weitsicht stellte Greenspan bereits 1966 fest, dass ohne einen Goldstandard die Möglichkeit der Staaten zur Verschuldung de facto grenzenlos sei.<sup>57</sup> Auch die Geldschöpfung im Teilreservebankensystem wird von Greenspan heftig kritisiert:

*„Unter einem Goldstandard wird die Menge an Kredit, den eine Wirtschaft verkraften kann, von den realen Sachwerten der Wirtschaft begrenzt, weil jeder Kredit letztlich ein Anspruch auf einen realen Sachwert ist. Aber Staatsanleihen sind nicht durch reale Sachwerte unterlegt, sondern nur durch das Regierungsversprechen, aus künftigen Steuereinnahmen zu bezahlen. Sie können daher nicht so ohne weiteres von den Finanzmärkten aufgenommen werden. Eine große Menge neuer Staatsanleihen kann der Öffentlichkeit nur zu ständig steigenden Zinssätzen verkauft werden.“*

*Deshalb ist die mögliche staatliche Schuldenaufnahme unter einem Goldstandard sehr begrenzt. Die Abschaffung des Goldstandards ermöglichte es den Verfechtern des Wohlfahrtsstaates, das Banksystem für eine unbegrenzte Kreditausweitung zu missbrauchen. In Form von Staatsanleihen erzeugten sie Papiervermögen, welches die Banken, nach einem komplizierten Verfahren, wie Realvermögen als Sicherheit akzeptieren, gleichsam als Ersatz für das was früher eine Einlage in Gold war. Der Inhaber einer Staatsanleihe oder eines auf Papiergeld gegründeten Bankguthabens glaubt, dass er einen gültigen Anspruch auf reale Werte hat. In Wirklichkeit sind aber mehr Ansprüche auf Realwerte im Umlauf, als Realwerte vorhanden sind.“*

**Verständlicherweise wird Greenspan häufig kritisiert, wonach er seine Ideale verraten habe.** Noch als 40-jähriger war Greenspan ein erklärter Gegner ungehemmter Geldmengenausweitung. Dann drehte er sich als Fed-Präsident um 180 Grad. Er selbst entschuldigte diese erstaunliche Divergenz zwischen Denken und Handeln damit, dass er der Einzige in der Fed sei, der so denke.

*“Staatsverschuldung ist einfach ein Mechanismus für versteckte Enteignung von Vermögen und Gold verhindert diesen heimtückischen Prozess.“*

Alan Greenspan

Nun dürfte sich Greenspan seiner Wurzeln zurückbesinnen: Am Rande einer Konferenz merkte er vor kurzem an, dass die Beendigung von QE und eine Abkehr von der Nullzinspolitik „nicht ohne große Turbulenzen“ stattfinden könne. **Er bezeichnete die auf vier Billionen aufgeblähte Bilanzsumme der Federal Reserve als einen „Haufen aus Brennholz“.** Nur ein kleiner Funke würde genügen, um die inflationären Kräfte zu entfachen.<sup>58</sup> Dem können wir uns nur anschließen.

### **Zusammenfassung „Gold und Inflation“:**

**Aus unserer Sicht steht nicht fest, ob die inflationären Kräfte das Rennen machen werden.** Allerdings wird aufgrund der hohen Verschuldung und der damit verbundenen sozioökonomischen Anreizstrukturen im Zweifel jedenfalls eine höhere Preisinflation gegenüber einer deflationären

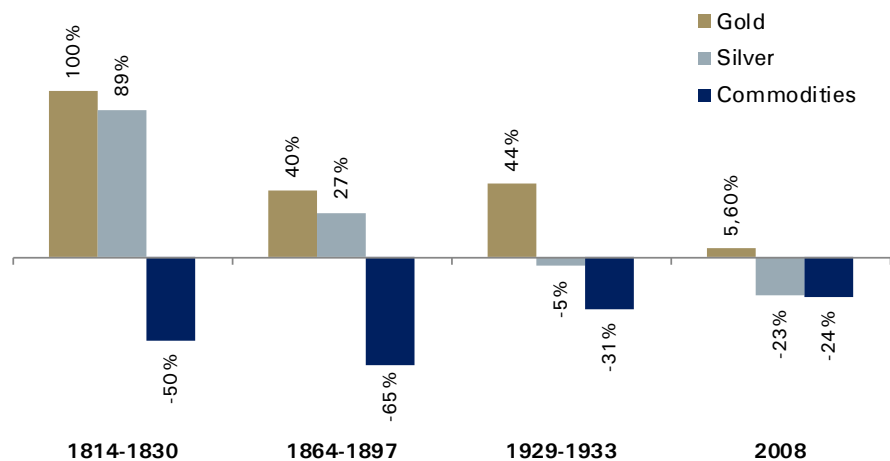
<sup>57</sup> Vgl. „Späte Einsicht?“, Dr. Kurt Becker, Institutional Money

<sup>58</sup> Vgl. „Der alte Mann und das Gold“, Die Presse, Nikolaus Jilch

Bereinigung favorisiert werden. Andererseits sind die disinflationären Kräfte nicht zu unterschätzen, gegen den der politisch motivierte Inflationsfeldzug unternommen wird. 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 hält nun spürbar deflationär nach.**

**In einer Welt der geldpolitischen Extrema halten wir Gold für einen äußerst wertvollen Portfoliobaustein.** Die Eigenschaften bei steigenden Inflationsraten haben wir bereits präsentiert. Aber auch deflationäre Phasen stellen ein positives Umfeld für Gold dar, was sich vor allem bei Betrachtung längerer Zeiträume feststellen lässt. Das nachfolgende Diagramm gibt zu erkennen, dass Gold (und teilweise auch Silber) in deflationären Phasen klar an Kaufkraft gewonnen haben.

#### Gold, Silber und Rohstoffe in historischen Deflationsphasen



Quelle: Roy Jastram, "The Golden Constant", "Silver, the Restless Metal", Incrementum AG

# Liechtensteins Gotthard



Edelmetallhandel — [www.rheingold-edelmetall.com](http://www.rheingold-edelmetall.com) — [www.liemeta.li](http://www.liemeta.li)

Einzelverwahrung von Edelmetallen — [www.ozl.li](http://www.ozl.li)

Vermietung von Schliessfächern/Tresoren — [www.trisuna-lagerhaus.li](http://www.trisuna-lagerhaus.li)

## 4. VOM RISIKOLOSEN ZINS ZUM ZINSLOSEN RISIKO

### a) Bubble Territory?

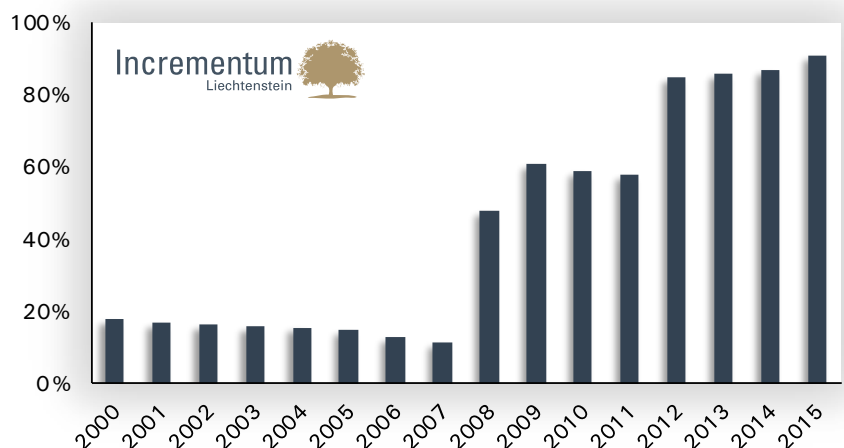
*„Der Kern des „Dieses Mal ist alles anders“-Syndroms ist einfach. Er besteht in der festen Überzeugung, dass Finanzkrisen nur anderen Menschen in anderen Ländern und zu anderen Zeiten passieren; jetzt, hier und bei uns kann es keine Krise geben. Wir machen alles besser, wir sind klüger, wir haben aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt. Die alten Regeln der Bewertung haben ihre Gültigkeit verloren.*

*Unglücklicherweise kann ein hoch verschuldetes Land viele Jahre unbemerkt mit dem Rücken am finanziellen Abgrund stehen, bevor das Schicksal und die Umstände eine Vertrauenskrise auslösen, die das Land in die Tiefe stürzen lässt.“<sup>59</sup>*

Außer Geld ist nichts mehr billig

Noch nie gab es eine dermaßen globalisierte Nullzinspolitik. Allein seit Jahresbeginn haben 25 Notenbanken ihre Zinsen gesenkt. Die nachfolgende Grafik zeigt den Anteil der Industrienationen, die eine Null- oder Negativzinspolitik implementiert haben.

Prozentsatz der Industrienationen mit Nullzinspolitik



Quelle: IMF, Incrementum AG

Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle formuliert:

*„Investoren müssen in Anbetracht der andauernden Niedrigzinspolitik auf der Suche nach Renditen immer höhere Risiken eingehen. Dieser Renditehunger treibt mittlerweile besorgniserregende Blüten.“<sup>60</sup>*

*“Funny how bonds were labelled “certificates of confiscation” back in the early 1980’s when yields were 14%. What should we call them now?”*  
Bill Gross

Wir fühlen uns in dieser Einschätzung bestätigt. So fand am 8. April eine historische Premiere der Wirtschaftsgeschichte statt: Der Schweiz gelang es als erstem Staat mit der Emission eines 10-jährigen Bonds nominell Geld zu verdienen. Die Anleihe mit einem Kupon von 1,5% wurde bei einem Emissionskurs von 116% begeben. Das „Wertpapier“ bietet seinen Zeichnern somit über die Laufzeit eine garantierte, negative Rendite.

<sup>59</sup> Vgl. „This time is Different“, Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff

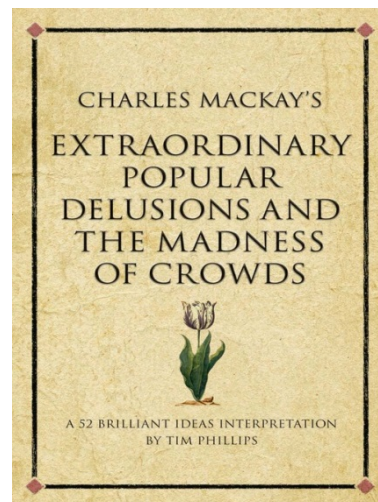
<sup>60</sup> Vgl. „In Gold we Trust 2014“, S. 37



***“You can’t make yesterday’s returns tomorrow, so the only question people really need to ask themselves is whether they think the next 30 years will be the same.”***  
Jordan Eliseo

Auch im Rest Europas kann man nun „sicher Geld verlieren“: Mittlerweile notieren alleine in Europa Bonds im Gegenwert von über einer Billion EUR zu so hohen Kursen, dass ihre Renditen negativ sind. Mitte April bewegten sich die Renditen von 35% aller europäischen Staatsanleihen in negativem Terrain. Dies deutet zweifelsohne auf eine massive Überbewertung dieser Wertpapiere hin. **Zeitgleich werden die Risiken der Papiere von den allermeisten Marktteilnehmern – entsprechend der nach wie vor gelehrten Finanzmarkttheorie – als risikolos betrachtet.**

Nach der Bereinigung von Finanzmarktexzessen werden üblicherweise etliche Bücher über die zuvor „unvorhersehbare“ Blase geschrieben. **Wir würden uns nicht wundern, sollte die aktuelle Mania an den Bondmärkten in einigen Jahren als Katastase in viele Bücher eingehen werden.**



Quelle: [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

***„Safety’ is a tricky and paradoxical concept. The safe assets are often the ones that people regard as hopelessly risky.”***  
Jim Grant

**Rein evolutorisch betrachtet, macht die Herdenmentalität Sinn.** Wird eine Herde gejagt, so bleibt sie besser zusammen – wer sich von der Herde entfernt, wird rasch Opfer der Jäger. Diese Taktik funktioniert jedoch nicht immer, es gibt Zeiten in denen es besser ist, sich von der Herde fernzuhalten. Es scheint für die meisten Marktteilnehmer jedoch schwer, gegen den tief im Unterbewusstsein verankerten Herdentrieb anzukämpfen.<sup>61</sup>

***“Of course, this bubble is really a bubble of faith, and its main derivative is faith-based currency. And it’s global. Bubbles take time to burst roughly proportional to their size, and these nested bubbles the Fed and other central banks have engineered are by far the largest ever in human history.”***  
Chris Martenson

**In einer faszinierenden Studie<sup>62</sup> beschreiben die beiden Professoren Schnabl und Hoffmann die wesentlichen Charakteristika einer Blasenbildung:** „Obwohl ex post Spekulationsblasen leicht identifizierbar sind, werden diese ex ante mehrheitlich nicht erkannt und vom Glaube getragen, dass der rechtzeitige Ausstieg vor dem Platzen der Blase möglich sei oder dem rasanten Aufstieg die weiche Landung folgen werde. Entscheidend sind irrationale Faktoren wie Herdenverhalten („Monkey see, monkey do“) oder das Unwohlsein, den Nachbar reich werden zu sehen. Obwohl Kindleberger anerkennt, dass Krisen am Ende von Spekulationswellen nicht prognostizierbar sind, identifiziert dieser zwei Faktoren, die diese wahrscheinlicher machen. Zum einen seien Spekulationswellen mit positiven wirtschaftlichen Erwartungen verbunden.

<sup>61</sup> Vgl. „Die große Geldschmelze“, Hanno Beck und Aloys Prinz, S. 245

<sup>62</sup> Vgl. „Geldpolitik, vagabundierende Liquidität und platzende Blasen in neuen und aufstrebenden Märkten“, Gunther Schnabl und Andreas Hoffmann



*Zum anderen sei reichlich Liquidität im Spiel, die den Nährboden der Übertreibungen bilde.*

**„Wir wissen, dass Preiskontrollen nicht funktionieren, und dennoch erlauben wir Zentralbanken, den allerwichtigsten Preis in der Wirtschaft zu manipulieren: den Preis des Geldes.“**

**Bill Bonner**

**Bei der Anlage in Staatsanleihen wird aufgrund der niedrigen Zinsen und der allgemein sehr hohen Belehbarkeit vermehrt mit Leverage gearbeitet.** Aufsichtsrechtlich ist es beispielsweise sogar für regulierte Fonds ohne weiteres möglich das Fondskapital stark zu hebeln, um so die niedrigen Renditen über Fremdfinanzierung zu vervielfachen. Dies machen sich unter anderem die in den vergangenen Jahren immer beliebteren „Risk-Parity“ Konzepte zu Nutze. Vor allem die Veranlagung in Staatsanleihen wird dabei meist mittels der Anlage in Financial Futures über das Fondskapital hinaus massiv aufgeblasen.

**Anleihen sind asymmetrische Anlageinstrumente.** Mehr als die Zinszahlungen und die Rückführung der Nominale kann der Investor nicht erhalten. Der maximale Ertrag ist beschränkt, das Verlustrisiko aber unbeschränkt. Darüberhinaus steigt das Zinsrisiko, wenn die Renditen niedrig sind. **So mancher Anleiheinvestor hat in den Monaten April und Mai diesen Jahres einen Schrecken erlitten.** Zehnjährige deutsche Bundsanleihen (bzw. der Bund Future) erlitten innerhalb weniger Wochen einen Drawdown von über sieben Prozent. Der letzte derartige Abverkauf fand vor über einem Jahrzehnt statt. Selbst nach dem Rückschlag rentierten 10-jährige Anleihen noch unter einem Prozent. **Das Verlustpotenzial ist bei einem raschen Anstieg auf ein deutlich höheres Zinsniveau (insbesondere für vermeintlich sichere Anlagen) enorm.**

Von unterschiedlichsten Seiten wird seit geraumer Zeit vor möglichen Crashszenarien am Anleihenmarkt gewarnt, da die US-Notenbank nun nicht mehr (wie noch bis 2014) als Käufer, sondern möglicherweise bald als Verkäufer der Anleihen auftritt. Marktteilnehmer würden diesen Schritt antizipieren und den Effekt noch deutlich verstärken, indem Sie ebenfalls zeitgleich die Seiten wechseln würden. **Unserer Meinung nach macht gerade dieser Umstand die angestrebte Rückführung der angekauften Anleihen seitens der FED unmöglich.**

**“Junk bonds have really gone to levels which under our analysis are pretty much the most overvalued in history.”**

**Jeff Gundlach**

**Die Bond-Party ist aber nicht nur auf Staatsanleihen begrenzt: Wo man auch hinsieht, wird die Vorsicht zu Grabe getragen.** So weisen mittlerweile zahlreiche kurz- bis mittelfristige Anleihen internationaler Konzerne wie z.B. Roche oder Nestlé negative Renditen auf. Wem dies zu langweilig ist, kann in Junk-Bonds investieren, die derzeit im 98. Perzentil handeln, historisch also nur in 2% aller Fälle teurer bewertet waren. **Wenn es jemals „return-free risk“ gegeben hat, so heute.**<sup>63</sup>

**“Eurozone bond prices have entered a Kafkaesque world of negative yields.”**

**Jeremy Warner**

**Institutionelle Investoren wie z.B. Pensionskassen und Lebensversicherungsgesellschaften und deren Begünstigte sind 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 1,25%<sup>64</sup>, die Rendite einer 10-jährigen Bundesanleihe hingegen bei 0,80%.<sup>65</sup> Sobald die höher rentierenden Anleihen auslaufen, erfolgen Reinvestitionen auf deutlich niedrigeren Renditeniveaus. **Je länger diese Diskrepanz anhält, desto stärker ist das Überleben vieler Versicherer bedroht. Den**

<sup>63</sup> Vgl. „Junk Jumpers: The Era of Return-Free Risk“, Acting-man.com

<sup>64</sup> Er wurde per 1.1.2015 von 1,75% auf 1,25% abgesenkt.

<sup>65</sup> Stand: 18. Juni 2015

**Veranlagungsdruck institutioneller Investoren illustriert folgendes Zitat eines institutionellen Fondsmanagers:**

*„In a world where bonds are yielding inflation minus 1 percent, if you can get something which yields a bit more than that, it's the way to go“<sup>66</sup>*

*„An emerging market is one you cannot emerge from in an emergency.“*  
Don Cox

Der oben beschriebene Renditedruck institutioneller Investoren sorgt dafür, dass sich selbst Staaten, die erst kürzlich einen Default angemeldet haben, nun problemlos frisches Kapital zu günstigsten Konditionen besorgen können. Ecuador, das 2009 einen Default eingestand, konnte erfolgreich zehnjährige Staatsanleihen im Volumen von zwei Milliarden Dollar platzieren. Auch Armenien, das seitens der Ratingagenturen als „hochspekulativ“ eingestuft wird, konnte mühelos zehnjährige Bonds zu Rekordkonditionen herausgeben.

*„I can calculate the motion of heavenly bodies, but not the madness of people.“*  
Isaac Newton

Zu den größten Profiteuren des Niedrigzinsumfeldes zählen die **Frontier Markets**<sup>67</sup>, deren Emissionstätigkeit seit 2012 um 300% angestiegen ist. Insbesondere Anleihen aus der Sub-Sahara-Region fanden zuletzt reißenden Absatz. So emittierten beispielsweise Ghana, Senegal, Angola, Sambia, Ruanda oder Kenia in Dollar denominierte Anleihen.<sup>68</sup> Die Elfenbeinküste konnte inmitten des Bürgerkrieges und nur drei Jahre nach einem Default erfolgreich zehnjährige Staatsanleihen mit einer Rendite von 5,6% auf dem Markt platzieren – die Nachfrage übertraf das Angebot um ein Vielfaches.

Wir zeigen uns hinsichtlich dieses Bond-Bonanzas klar kritisch: Die zweifelhafte Bonität und die fragilen Aussichten rechtfertigen wohl kaum Renditen in Höhe von 5,5 – 8%. **Die Vermutung liegt nahe, dass das Risiko massiv unterschätzt wird und deutlich höhere Risikoaufschläge angebracht wären.**

**Auch was die Laufzeiten betrifft, erkennt man Anzeichen einer Manie.** So begab Mexiko einen weiteren „Century Bond“. Die 100-jährige Anleihe mit einer Rendite von 4,2% ist in Euro denominiert, hat ein Volumen von EUR 1,5 Mrd. und soll im April 2115 (!!!) getilgt werden. Dies ist nicht der erste Century Bond. Bereits 2010 begab Mexiko eine hundertjährige Anleihe mit einem Volumen von USD 2,7 Milliarden. Im geschichtlichen Kontext erscheint eine Prognose über den Fortbestand eines ungedeckten Währungssystems über 100 Jahre als äußerst gewagt. **Sollte jedoch auf die Expertise Theo Waigels Verlass sein, der dem Euro noch weitere 400 Jahre Bestand zutraut, ist womöglich auch diese Staatsanleihe ein vernünftiges Investment für seine Nachkommen.**<sup>69</sup> Wir hegen diesbezüglich jedoch leise Zweifel.

#### **Fazit:**

**Die jüngste Manie an den Bondmärkten, die sich durch massive Überzeichnungen und Rekordpreise bei zunehmend spekulativeren Kursniveaus auszeichnet, erinnert uns an die Exzesse der Nasdaq am Höhepunkt der Dotcom-Bubble.** Exponentielles Wachstum lässt sich zwar auch in der Natur oft beobachten, es ist zeitlich jedoch immer befristet.

<sup>66</sup> Vgl. „Pension funds seek riskier, illiquid bets to make returns they need“, Reuters, März 2015

<sup>67</sup> Unter „Frontier Markets“ versteht man Länder, die hohe Wachstumsraten aufweisen, jedoch noch nicht den Status eines Emerging Markets erreicht haben. Die Frontier Markets umfassen im Moment z.B. Algerien, Mosambique, Tunesien, Bangladesch oder Kolumbien.

<sup>68</sup> Was angesichts der letztjährigen Dollar-Rally die innewohnenden Risiken weiter verdeutlicht.

<sup>69</sup> Vgl. „Theo Waigel gibt dem Euro noch weitere 400 Jahre“, Die Welt

***“...when it changes it does so quickly, and the impossible becomes the inevitable without ever having been probable.”***  
**Bill Fleckenstein**

Eine Renditejagd wie die aktuelle bedeutet für den Einzelnen, dass er stets von einem „greater fool“ abhängig ist, um noch rechtzeitig vor dem Platzen der Blase aussteigen zu können. Während sich die Krise 2008 auf den Subprime-Markt sowie darauf basierende Derivate beschränkte, befinden wir uns nun in einer anderen Dimension der Blase: Staatsanleihen stehen im Zentrum des Schuldgeldsystems und machen den Großteil der Vermögenswerte von Zentralbanken und institutionellen Investoren aus. **In letzter Instanz kann ein Platzen einer solchen Blase durch ein „unendliches QE-Programm“ verhindert werden. Dies bedeutet jedoch, dass das Vertrauen in die Währung über kurz oder lang evaporieren würde.**

## **b) Was man sieht und was man nicht sieht: Die verhängnisvollen Konsequenzen der Nullzinspolitik**

***„Der Zins ist ein so wesentlicher Faktor des Wirtschaftsgeschehens, dass er nicht staatlicherseits „manipuliert“ werden darf. Er ist der Preis am Markt für Zeit.“***  
**Roland Baader**

Vor dreihundert Jahren formulierte Isaac Newton sein drittes Gesetz, auch Wechselwirkungsprinzip genannt. Es besagt *„Kräfte treten immer paarweise auf. Übt ein Körper A auf einen anderen Körper B eine Kraft aus (actio), so wirkt eine gleich große, aber entgegen gerichtete Kraft von Körper B auf Körper A (reactio).“*

In einer dynamischen Ökonomie löst eine Handlung nicht nur *eine* Wirkung, sondern stets *eine Reihe* von unterschiedlichsten Konsequenzen aus.<sup>70</sup> Zwar ist der erste Effekt ursächlich oft erkennbar, die anderen Wirkungen entstehen jedoch häufig erst später und werden meist nicht folgerichtig zugeordnet. Frédéric Bastiat beschrieb dies im Jahre 1850 in seinem wegweisenden Aufsatz „Was man sieht und was man nicht sieht“:<sup>71</sup>

*„Im Bereich der Ökonomie ruft eine Handlung, eine Gewohnheit, eine Einrichtung, ein Gesetz nicht nur eine einzige Wirkung hervor, sondern eine Reihe von Wirkungen. Von diesen Wirkungen ist nur die erste direkt, sie zeigt sich gleichzeitig mit ihrer Ursache, man sieht sie. Die anderen entwickeln sich erst nach und nach, man sieht sie nicht; glücklich wenn man sie vorhersieht.“*

*Dies ist der ganze Unterschied zwischen einem guten und einem schlechten Ökonomen: Der eine klebt an der sichtbaren Wirkung, der andere berücksichtigt sowohl die Wirkung, die man sieht als auch diejenige, die man vorhersehen muss. Aber dieser Unterschied ist enorm, denn es ist fast immer so, dass die unmittelbare Folge günstig ist und die letztendlichen Folgen unheilvoll und umgekehrt. Das führt dazu, dass der schlechte Ökonom eine kleine gegenwärtige Verbesserung anstrebt, aus der ein großes Übel entsteht, während der wahre Ökonom eine große zukünftige Verbesserung erstrebt auf die Gefahr eines kleinen gegenwärtigen Übels.“*

***“Right now macro doesn’t matter. But that will change. When it does matter it will be all that matters.”***  
**Bill Fleckenstein**

Ähnlich verhält es sich mit den Konsequenzen der künstlich niedrig gehaltenen Zinsen sowie der monetären Stimuli: Sie scheinen

<sup>70</sup> Anmerkung: Carl Menger hatte bereits die Kausalität als Gesetzmäßigkeit herausgestellt, so lautete der erste Satz seines revolutionären Werkes „Grundsätze der Volkswirtschaftslehre“: „Alle Dinge stehen unter dem Gesetz von Ursache und Wirkung. Dieses grosse Prinzip hat keine Ausnahme und vergebens würden wir im Bereiche der Empirie nach einem Beispiele von seinem Gegentheile suchen.“

<sup>71</sup> „Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas“, Frédéric Bastiat

*“I would say Fed policy has been in some sense reverse Robin Hood.”*  
Kevin Warsh

kurzfristig positive Effekte zu haben, die Langfristfolgen sind jedoch desaströs und stehen in keinerlei Relation zu den Vorzügen. 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. **Regierungen, Finanzinstitute, Unternehmer und Konsumenten, die sich eigentlich in der Insolvenz wiederfinden müssten, werden künstlich am Leben erhalten.**

**Folgt man dem Gedankengang von Bastiat, so lassen sich zahlreiche folgenschwere Langfrist-Konsequenzen der Niedrigzinspolitik identifizieren:**<sup>72</sup>

- ▶ Eigentlich konservative Anleger verspüren eine zunehmende **Veranlagungsnot** und gehen in Aussicht langfristig niedriger Zinsen überzogene Risiken ein. Dies führt zu Fehlallokationen von Kapital und zu Blasenbildungen.
- ▶ Das süße Gift der niedrigen Zinsen führt zu massiver **Vermögenspreisinflation (Aktien, Anleihen, Kunst, Immobilien)**.
- ▶ Die strukturell zu niedrigen Zinsen der Industrienationen führen aufgrund von Carry Trades zur Bildung von Vermögensblasen und in den Schwellenländern zu Ansteckungseffekten.
- ▶ Die **Struktur der Finanzmärkte wird geschwächt**, da unvorsichtiges Verhalten gefördert wird (*moral hazard*).
- ▶ Aufgrund der stetig sinkenden Kaufkraft kommt es zur Veränderung menschlichen Verhaltens. **Während Sparsamkeit immer mehr zu einem Relikt der Vergangenheit mutiert, wird Verschuldung rational.**
- ▶ **In Folge des strukturell zu niedrigen Zinsniveaus entwickelt sich eine „Kultur der unverzüglichen Gratifikation“<sup>73</sup>**, welche sich dadurch auszeichnet, dass Konsum via Verschuldung und nicht aus dem Ersparten finanziert wird. Die **Eigentumsbildung** wird sukzessive erschwert.
- ▶ Die **Tauschmittel- und Recheneinheitensfunktion** des Geldes wird wichtiger, während die **Wertaufbewahrungsfunktion** an Bedeutung verliert.<sup>74</sup>
- ▶ Die Anreize für **Haushaltsdisziplin** nehmen ab.
- ▶ Es entstehen **Zombiebanken**: Niedrige Zinsen verhindern den gesunden Prozess der schöpferischen Zerstörung. Banken können potenziell uneinbringliche Kredite schier unendlich verlängern und verringern so ihren Abschreibungsbedarf.
- ▶ **Verteilungsungerechtigkeiten nehmen zu**: Neu geschaffenes Geld wird weder *gleichmäßig* noch *gleichzeitig* auf die Bevölkerung verteilt. Es vollzieht sich ein permanenter Vermögenstransfer von späten Geldnutzern hin zu frühen Geldnutzern (**Cantillon-Effekt**).<sup>75</sup>

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

**Konventionelle Geldpolitik – also die Förderung von Kreditschöpfung durch Zinssenkungen – stößt bei Erreichen der Nullzinsschranke an ihre Grenzen. Um die Stimulationsspirale weiter in Gang zu halten, gewinnt die „unkonventionelle Geldpolitik“ deshalb zunehmend an Bedeutung. Die Vielfalt der „neuartigen“ geldpolitischen Maßnahmen ist**

<sup>72</sup> Vgl. „In Gold we Trust“ 2014, Seite 33-34

<sup>73</sup> Vgl. „Wenn Menschen zu Ratten werden“, Linus Huber

<sup>74</sup> Vgl. „Ein Staatsgeldsystem lädt Regierungen immer zum Betrug ein“, Hubert Milz, Ludwig von Mises Institut Deutschland

<sup>75</sup> Vgl. „Cantillon Effekt beschreibt ungleiche Distribution von neu geschaffenem Geld“, In Gold We Trust Report 2013

scheinbar nur durch die Kreativität der verantwortlichen Notenbanker begrenzt, wobei die letzten Jahre gezeigt haben, dass Zentralbanker äußerst kreativ sein können. Dass dieses Phänomen jedoch nicht neu ist, beweist unter anderem dieses Zitat aus dem Jahre 1922:

*„Doch die Vermehrung der Menge des Geldes und der Umlaufsmittel wird die Welt nicht reicher machen [...]. Ausdehnung des Zirkulationskredits führt zwar zunächst zum Aufschwung, zur Konjunktur; doch diese Konjunktur muß notwendigerweise früher oder später zusammenbrechen und in neue Depression einmünden. Durch Kunstgriffe der Bank- und Währungspolitik kann man nur vorübergehende Scheinbesserung erzielen, die dann zu umso schwererer Katastrophe führen muß.“*

Ludwig von Mises<sup>76</sup>

*“If you think as I do that this is the beginning of the end for the Golden Age of the Central Banker (or at least the end of the beginning), gold is pretty interesting here.”*  
Ben Hunt

#### Fazit:

Die Saat für die nächste Krise wird bereits eifrig ausgesät. Je länger die Nullzinsphase andauert, desto höhere Risiken werden Investoren, die gewisse Renditeanforderungen haben, eingehen müssen. Der Punkt, an dem das Vertrauen in das fragile Schuldengebäude zu bröckeln beginnt, ist schwer zu prognostizieren. **Wir sind der festen Überzeugung, dass Gold einen sinnvollen Hedge für solche Vertrauenskrisen darstellt.**

### **c) Nullzinspolitik und die folgenschwere Verzerrung der Kapitalstruktur**

*„Es ist mitunter zweckmäßig, mit den Möbeln einzuheizen. Doch wenn man es tut, soll man es in Erkenntnis aller Folgen tun.“*  
Ludwig von Mises

In Anlehnung an die Tradition der Österreichischen Schule betrachten wir Kapital nicht als bloße Maßzahl, sondern halten eine differenzierte Betrachtungsweise für angebracht. So erkennen wir an, dass Kapital eine heterogene Struktur aufweist, die sich im historischen Verlauf aus unzähligen Einzelentscheidungen herausgebildet hat. Zu jedem Zeitpunkt antizipieren Individuen mit ihrem spezifischen Wissen Potenziale, um den jeweiligen Stand der Kapitalstruktur gewinnbringend zu erweitern. Andere Technologien werden hingegen im Laufe der Zeit obsolet, wodurch sich entsprechende Enden und Knoten der Struktur zurückbilden.

Um ein höheres Wohlstandsniveau zu erreichen, begannen Menschen einen Teil ihres Gegenwartskonsums zurückzustellen, um Investitionen in effizientere Produktionstechnologie zu tätigen. Prominent ist in diesem Zusammenhang folgendes Beispiel der Robinson-Crusoe-Ökonomie: Crusoe beschließt seine Zeit nicht mehr gänzlich dem Fangen von Fischen zu widmen, sondern auch dem Weben eines Fischernetzes. **Dadurch büßt er für den Augenblick an Konsum ein, steigert aber sein zukünftiges Konsumniveau.**

Übertragen auf die Gegebenheiten einer komplexen Wirtschaft bleibt die grundlegende Feststellung, dass **alleinig über den Konsumverzicht Ressourcen freisetzbar sind**, die für Investitionsprojekte eingesetzt werden können. Dabei beschränkt man sich nicht darauf, Produktionsgüter herzustellen, die unmittelbar der Produktion von Konsumgütern dienen – sogenannte Güter zweiter Ordnung<sup>77</sup> wie im Beispiel das Fischernetz –, sondern produziert auch Güter höherer Ordnung, die wiederum der

<sup>76</sup> Vgl. „Die Gemeinwirtschaft“, Ludwig von Mises, S. 460-462

<sup>77</sup> Ein Fisch ist ein Gut erster Ordnung, nachdem er den Nutzen (das Stillen des Hungers) direkt befriedigt.



Produktion von anderen Produktionsgütern dienen und folglich „konsumferner“ sind.

**Zwei Aspekte sind hierbei von zentraler Bedeutung: Spezifität und Zeit.** Erstere besagt, dass die verfügbaren Ressourcen in dem weitestgehend irreversiblen Prozess des Investierens eine konkrete Form und Funktion, und dadurch auch eine ganz bestimmte Position in der Kapitalstruktur, einnehmen. Der Erfolg einer Investition ist folglich davon abhängig, ob sich das erstellte Kapitalgut wirklich in die gesamte Kapitalstruktur einfügt (dh. dass es in Kombination mit den anderen Kapitalgütern die finalen Konsummöglichkeiten wie gewünscht erweitert).

*„The first lesson of economics is scarcity: There is never enough of anything to satisfy all those who want it. The first lesson of politics is to disregard the first lesson of economics.“*

Thomas Sowell

**Der zweite Aspekt, nämlich der Aspekt der Zeit, wird oft unterschätzt bzw. wird in einem Umfeld, in dem realwirtschaftliche Investitionen als Barwerte in strukturierte Finanzprodukte oder Bilanzen einfließen, vollkommen vernachlässigt.** Die Tradition der Österreicher misst dem Faktor Zeit hingegen eine prominente Rolle bei. Murray Rothbard bezeichnet sie sogar explizit als Produktionsfaktor.<sup>78</sup> Dies gründet auf der Tatsache, dass jegliche menschliche Handlung mit Zeit verbunden ist. Wenn also, wie bereits erwähnt, gegenwärtig Ressourcen zurückgestellt und in effizientere Produktionstechnologien investiert werden, so benötigt es eine gewisse Zeitspanne, ehe die Investitionen Früchte tragen. **Dem Konsum, den man heute entbehrt, steht also bei erfolgreichem Kapitalaufbau ein höherer Konsum zu einem späteren Zeitpunkt gegenüber.**

*„Es gehört zum Schwierigsten, was einem denkenden Menschen auferlegt werden kann, wissend unter Unwissenden den Ablauf eines historischen Prozesses miterleben zu müssen, dessen unausweichlichen Ausgang er längst mit Deutlichkeit erkennt. Die Zeit des Irrtums der Anderen, der falschen Hoffnungen, der blind begangenen Fehler wird dann sehr lang.“*

Jacob Burckhardt

**Dies führt uns zum Konzept des Zinses, den die Österreicher auch anders verstehen als die Ökonomen der neoklassischen oder monetaristischen Tradition.** Dabei nehmen sie grundsätzlich an, dass Menschen ein klar definiertes Konsumbündel lieber unmittelbar als zu einem Zeitpunkt in der Zukunft konsumieren würden. Wenn Sparer also ihren gegenwärtigen Konsum einschränken und die damit freigesetzten Ressourcen für Investitionen zur Verfügung stellen, tun sie dies nur unter der Voraussetzung, durch gesteigerte konsumtive Möglichkeiten in der Zukunft dafür kompensiert zu werden. Auf freien Märkten gilt der Zins dabei als Maß für die Kompensationszahlung, bei welcher die Akteure dazu bereit sind, Gegenwartsgüter gegen Zukunftsgüter einzutauschen. Dieser Zins wird als „natürlicher Zins“ bezeichnet und gibt Auskunft über die Zeitpräferenz der Marktteilnehmer. Investitionsprojekte, die Renditen unterhalb dieses Zinssatzes abwerfen, werden in einer freien Marktwirtschaft nicht angestoßen, da ihre Erträge nicht die gegenwärtigen Konsumeinbußen aufwägen.

**Vor dem Hintergrund des „natürlichen Zinses“ lässt sich nun etwas besser verstehen, warum die aktuelle Situation künstlich erzeugter Niedrigzinsen auf Dauer unhaltbar ist:** Diese können maximal in der Funktion eines „Luftröhrenschnitts“<sup>79</sup> eine strauchelnde Wirtschaft vor dem Kollaps bewahren, wenn die Liquidität beim Ausbruch einer Krise klemmt. Da aber langfristig niedrige Zinsen einerseits Investitionsprojekte anstoßen, die unter anderen Bedingungen gar nicht rentabel wären, gleichzeitig aber auch den Gegenwartskonsum anregen, da mit dem Sparen weniger Erträge einhergehen, kann eine solche Politik nicht nachhaltig sein. Tückischerweise machen gerade langfristige Investitionen den Anschein profitabel zu sein, da sich bei der Berechnung durch die Diskontierung mit

<sup>78</sup> Vgl. „Man, Economy, and State with Power and Market“, S. 515, Murray N. Rothbard

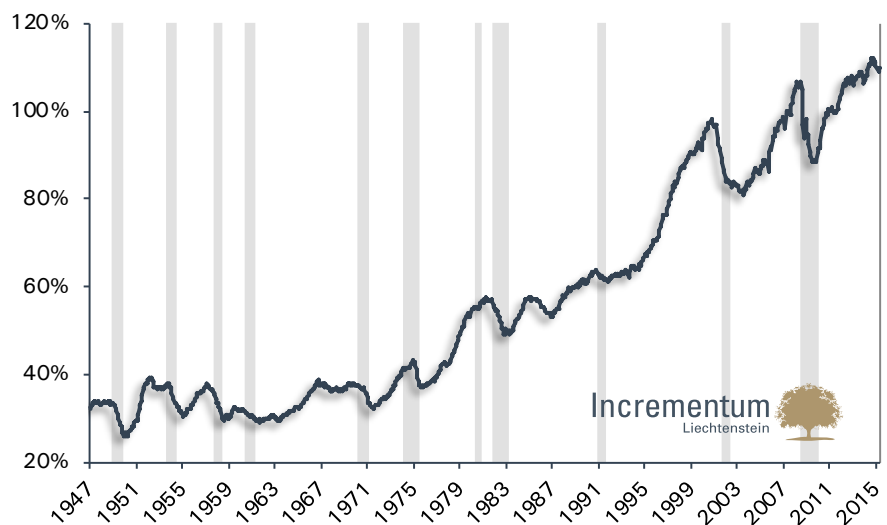
<sup>79</sup> Vgl. „Banken liquidieren“, Mayers Weltwirtschaft, FAZ



niedrigen Zinsen hohe Nettobarwerte ergeben. Eine Zeit lang mögen geldpolitische Manipulationen über die tatsächlichen Gegebenheiten hinwegtäuschen und die Märkte jubilieren lassen, indem sie einer monetären Chimäre nachjagen. Früher oder später wird jedoch der Mangel an realen Ressourcen offensichtlich und Fehlinvestitionen werden schonungslos aufgedeckt. **Dann setzt entweder eine Krise ein, in der die Schulden abgewickelt werden und die Geldmenge kontrahiert, oder es wird die nächste Stufe einer lockeren Geldpolitik eingeläutet, die die Illusion aufrechterhält und die Kapitalstruktur noch stärker verzerrt.**

Diese Entwicklung erkennt man anhand der nachfolgenden Grafik, welche den Quotienten aus Kapital- und Konsumgütern im Zeitablauf abbildet. Ein Ansteigen der Kurve zeigt an, dass relativ mehr Kapitalgüter als Konsumgüter produziert werden. Zwar lässt sich aus der Grafik nicht ableiten, wie viele davon Fehlinvestitionen sind, jedoch fällt unmittelbar ins Auge, dass nach der Aufgabe des Goldstandards 1971 der Quotient seinen vorherigen Oszillationsraum verlassen hat und stark angestiegen ist. Zudem folgten auf Phasen extremer Anstiege stets Rezessionen, die mit einem Fallen des Quotienten einhergehen.

**Quotient aus Kapitalgütern vs. Konsumgütern (graue Flächen zeigen US-Rezessionen an)**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Ein Anstieg der Ratio-Linie lässt darauf schließen, dass sich die Kapitalstruktur vertieft, dh. dass zunehmend Güter höherer Ordnung produziert werden. In einer unverzerrten Ökonomie wäre nichts dagegen einzuwenden: Eine Vertiefung der Kapitalstruktur wäre Ausdruck dafür, dass Menschen mehr Ersparnisse erbringen, um in effizientere und kapitalintensivere Technologien zu investieren, die ihnen höhere Konsummöglichkeiten in der Zukunft ermöglichen. Da aber bei künstlichen Niedrigzinsen die Ersparnisse keineswegs zunehmen, sondern ganz im Gegenteil abnehmen, deutet ein akzelerierter Anstieg der Ratio-Linie auf eine nicht nachhaltige Verzerrung der Kapitalstruktur hin.

**Fazit:**

**Kapital ist eine komplexe Struktur, die das dezentrale Wissen unzähliger Marktteilnehmer beinhaltet.** Der natürliche Zins ist Ausdruck der Zeitpräferenz der Akteure, dh. er spiegelt wider, inwiefern die

Marktteilnehmer die verfügbaren Ressourcen für ihren gegenwärtigen und zukünftigen Konsum einsetzen möchten. Eine Kapitalstruktur, die sich anhand des natürlichen Zinses herausbildet, ist demnach im Einklang mit den Bedürfnissen der Menschen.

**Künstlich erzeugte Niedrigzinsen führen dagegen zu Verzerrungen: Bei gleichzeitig höherem Konsum findet eine Vertiefung der Kapitalstruktur statt, dh. es werden vermehrt Investitionen in konsumferneren Segmenten angeregt. Langfristig wird sich herausstellen, dass dafür nicht genügend Ressourcen zur Verfügung stehen und Projekte abgeschrieben werden müssen. Momentan hält sich jedoch noch diese Illusion eines monetären Perpetuum Mobiles in den Märkten.**

## 5. SCHULD UND SÜHNE

*„Die Rückzahlung der kurzfristigen Anleihen bestand in der Regel in ihrer Umwandlung in langfristige, und wenn langfristige Anleihen rückgezahlt werden sollten, wurden meist neue Anleihen zur Beschaffung der erforderlichen Beträge ausgegeben. In der Gesamtsumme sind die öffentlichen Schulden stetig gewachsen, und wenn ein Rückgang eintrat, so war er in der Regel nicht durch Rückzahlung, sondern durch Repudiation der Schuld bewirkt worden. Kein Mensch glaubt wohl noch, dass die Staaten die ungeheuren Beträge der Zinslasten ewig weiterschleppen werden, und jedermann nimmt an, dass früher oder später in irgendeiner Form eine Aufhebung der übernommenen Pflichten eintreten wird.“*  
Ludwig Von Mises<sup>80</sup>

„Wer Gläubiger ist, ist selbst schuld“, soll Philipp II von Spanien gesagt haben. Er ging mit gutem Beispiele voran und war mit drei Staatspleiten innerhalb seiner 40-jährigen Regentschaft so etwas wie der Superstar unter den Staatsbankrotteuren.<sup>81</sup> Mehr als 400 Jahre später hat sich wenig verändert. Auch wenn Staatsanleihen der Industrienationen als so etwas wie der Goldstandard sicherer Investments gelten, so muss man sich angesichts von 320 Staatspleiten innerhalb der letzten 200 Jahre doch über die Sorglosigkeit vieler Investoren wundern.<sup>82</sup>

In diesem Kapitel widmen wir uns daher den wesentlichen Dynamiken der Verschuldungspolitik. **Eingangs wollen wir jedoch erst einmal einige Gedanken zum Gegenteil des Verschuldens, nämlich zur Tugend der Sparsamkeit, äußern.**

### a) Über die Moral des Sparens

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

Der Begriff „Ökonomie“<sup>83</sup> wurde von Aristoteles geprägt. Dieser beschrieb damit die Wissenschaft der Haushaltsführung. Die ökonomischen Grundgesetze sind stets gleich, sie gelten gleichermaßen für den Haushalt einer Familie, eines Unternehmens oder einer Nation.<sup>84</sup> Zentral ist es dabei, Reserven aufzubauen, indem man weniger ausgibt als einnimmt. Faszinierend hierbei ist, dass der Aufbau der Reserven an sich eine Tugend zu sein scheint und die Reserven selbst nur selten benötigt werden. Es ist somit kein Zufall, dass es genau diejenigen Menschen (oder Nationen), die keine Reserven haben, sind, die durch üble Manieren auffallen.<sup>85</sup> Eine abnehmende Sparneigung und die Zunahme unmoralischen Verhaltens zeigen eine historisch interessante Korrelation. Sparen ist, insbesondere in einem inflationären Umfeld, ein Akt der

<sup>80</sup> Vgl. „Nationalökonomie: Theorie des Handels und Wirtschaftens“, Ludwig von Mises, 1940, S. 216f

<sup>81</sup> Vgl. „Die grosse Geldschmelze“, S. 128, Hanno Beck und Aloys Prinz

<sup>82</sup> Vgl. „Die grosse Geldschmelze“, S. 131, Hanno Beck und Aloys Prinz

<sup>83</sup> Griechisch „Eikonomos“

<sup>84</sup> Rahim Taghizadegan merkt diesbezüglich treffend an „Man sollte aber bedenken, dass die größte Zahl an Ökonomen, die je im Dienst waren, in der Sowjetunion gedient haben. Nicht, weil sie so ökonomisch gewesen wäre, sondern weil man damals am stärksten der Illusion erlegen ist, dass menschliches Handeln errechenbar und steuerbar wäre. Je mehr Ökonomen, desto schlechter für eine Gesellschaft, desto stärker die Illusion der Kontrollfähigkeit. Die Ökonomie war immer nur Hilfswissenschaft. Im Grunde ging es in der alten oikonomia darum, einen Haushalt gut zu führen.“ Quelle: „Je mehr Ökonomen, desto schlechter“, Interview mit Rahim Taghizadegan, Die Presse

<sup>85</sup> Vgl. „Dawn of Gold“, Philip Barton

Selbstbeschränkung und Ausdruck einer tugendhaften Lebensführung – Mises spricht von einem „Scheinopfer“.<sup>86</sup>

**Sparen – oder noch schlimmer: „Horten“ – scheint heutzutage geradezu verpönt zu sein. Die Mehrheit der Mainstream-Ökonomen glaubt an das „paradox of thrift“.<sup>87</sup> Jenes ist aus Sicht der Österreichischen Schule ein schlechtes Märchen:** Sparguthaben verschwinden nicht aus dem Wirtschaftskreislauf, vielmehr werden sie in andere Kanäle geleitet, um Investitionen zu leisten oder Konsum zu einem späteren Zeitpunkt zu ermöglichen.

**Ist dieser Umstand auch im Umfeld einer Rezession zutreffend?** Definitiv! Gemäß der Wiener Schule wird der Konjunkturzyklus maßgeblich durch die Manipulation des Zinssatzes verzerrt. Um die Länge und Tiefe der Rezession zu vermindern, sollten die Akteure sogar mehr sparen, wodurch die Diskrepanz zwischen künstlichem und natürlichem Zinssatz reduziert wird.<sup>88</sup> Dieser Ansatz steht in grobem Widerspruch zur vorherrschenden ökonomischen Lehre.

## **b) Schuldenentwicklung in den Industrienationen**

**Milton Friedman zufolge gibt es vier verschiedene Arten, wie man Geld ausgeben kann:**<sup>89</sup>

- ▶ **1. Wir geben eigenes Geld für eigene Zwecke aus:** In diesem Fall achtet man auf den Preis und die Qualität der Leistung.
- ▶ **2. Wir geben eigenes Geld für einen anderen aus:** z.B. kaufen wir ein Geburtstagsgeschenk für einen Bekannten. Hier sind wir sensitiv bez. des Preises, die Qualität ist jedoch relativ unerheblich.
- ▶ **3. Wir geben das Geld anderer Leute für unsere Zwecke aus:** Hier steht die Qualität der Leistung im Vordergrund, der Preis ist zweitrangig.
- ▶ **4. Wir geben das Geld anderer für Zwecke anderer aus.** Kaufen wir z.B. eine Mahlzeit, die nicht von uns bezahlt wird, für einen Fremden, so werden wir weder dem Preis noch der Güte des Essens große Beachtung schenken. Besonders im Vergleich zum ersten Fall ist dies die klar ineffizienteste Variante.

**Da der Staat in den meisten Industrienationen für mittlerweile mehr als die Hälfte der Wirtschaftsleistung verantwortlich ist, spielt die vierte Art Geld auszugeben eine zentrale Rolle.** Wenngleich hier meist löbliche Intentionen zu Grunde liegen, so sind die Ergebnisse einer etatistischen Verwaltungsrealität in der Regel doch sehr bescheiden. Früher oder später wird der Wohlfahrtsstaat Probleme bekommen, denn schließlich wird ein

<sup>86</sup> Vgl. „An der Eigenverantwortung kommt man nicht vorbei“, Rahim Taghizadegan

<sup>87</sup> Wikipedia: „Das Sparparadoxon besagt, dass Konsumverzicht, also das Sparen der Haushalte einen Rückgang der Nachfrage bedeutet. Sie reduzieren die Produktion und lösen so einen negativen Multiplikatorprozess aus. Während eine einzelne Person jederzeit ihre Ausgaben für den Konsum reduzieren und damit ihre Ersparnisse erhöhen kann, ist das für alle Personen in einer Ökonomie nicht möglich. Denn jeder, der seine Ausgaben reduziert, senkt damit die Einnahmen der anderen Personen. Sobald alle weniger konsumieren, sinken Produktion und Einkommen in der Volkswirtschaft. Zusätzlich gehen auch die Investitionen zurück, so dass das gemeinsame Sparen beim Konsum die Ersparnis in der Ökonomie nicht nur nicht erhöht, sondern sogar noch senkt.“

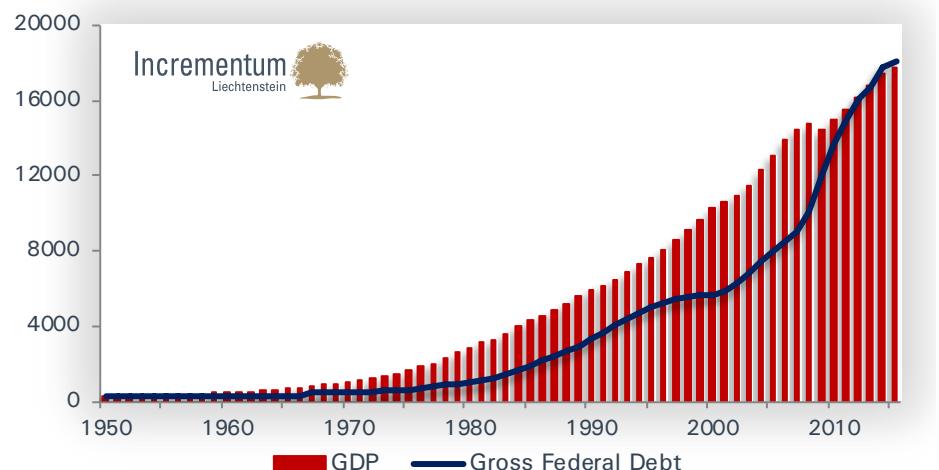
<sup>88</sup> Vgl. „Why the Wealth Effect Doesn't work“, Chris Casey, Mises.org

<sup>89</sup> Vgl. „The 4 Ways to Spend Money by Milton Friedman“, Youtube.com

Staat fremdes Geld niemals so sorgfältig allokalieren wie die Individuen selbst.<sup>90</sup>

In den USA betragen die Staatsschulden mittlerweile mehr als USD 18 Billionen.<sup>91</sup> Erstmals seit Ende der 40er Jahre überstieg der Schuldenstand die Wirtschaftsleistung. Der Zinsdienst belief sich im letzten Fiskaljahr auf USD 430 Mrd. bei durchschnittlichen Zinsen von 2,4%.

#### Gesamtsschuldenstand und BIP USA (Mrd. USD)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

#### Deutschland im „Zeitfenster des Glücks“

Die große Illusion einer tragfähigen Verschuldung wird nur dadurch aufrechterhalten, dass die alten Schulden permanent mit neu aufgenommenen Schulden getilgt werden. Bei fallendem Zinsniveau werden die Refinanzierungen sukzessive günstiger. Diese Phase könnte man auch als „Zeitfenster des Glücks“ bezeichnen. Am Beispiel Deutschlands lässt sich dieses Phänomen illustrieren: Der Anteil der Zinsausgaben am Bundeshaushalt schrumpfte seit 2008 von 14,2% auf aktuell 8,4%. Dies entspricht dem gleichen Niveau wie im Jahre 1990, als der Schuldenstand jedoch lediglich 38% und nicht wie aktuell 74,7%<sup>92</sup> der Wirtschaftsleistung betrug.<sup>93</sup> Diese vorübergehend positive Entwicklung bedeutet jedoch auch, dass die Abhängigkeit von stetig abnehmenden Zinsen immer höher wird, denn nur so bleibt die Last der Überschuldung beherrschbar. Das Zeitfenster des Glücks kann sich somit auch rasch wieder schließen.

<sup>90</sup> Vgl. „Fremdes Geld für fremde Leute“, Freunde der offenen Gesellschaft

<sup>91</sup> Dies würde einer Menge von mehr als 475.000 Tonnen Gold entsprechen.

<sup>92</sup> Quelle: Statistisches Bundesamt

<sup>93</sup> Vgl. „Zeitfenster des Glücks“, Wellenreiter-Kolumne, 23. April 2015

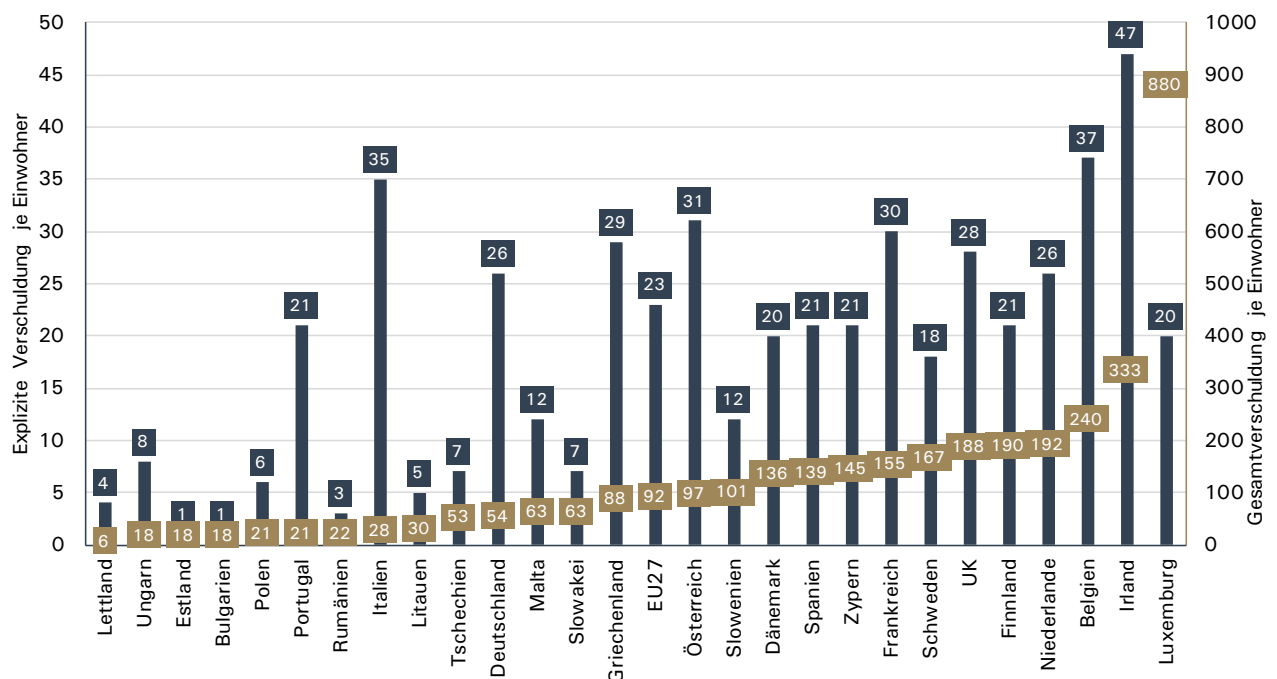
### USA: Gesamtschuldenstand (linke Skala) und Zinsdienst in Mrd. USD



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Auch wenn Keynesianer relevante Beispiele gerne ignorieren, so finden sich doch Belege dafür, dass Austeritätspolitik möglich ist.** Die baltischen Staaten wurden in den Schuldenkrisen stark getroffen und beugten sich dem „Diktat der leeren Kassen“. Sie ließen mutige und drastische Reformen zu und sanierten ihre Haushalte.<sup>94</sup> Die relativ geringe Verschuldung dieser Länder findet man auch auf der nachfolgenden Grafik. Sie zeigt die explizite Verschuldung sowie die Gesamtverschuldung (= Summe aus expliziten und impliziten Schulden) je Einwohner.

### EU: Explizite Verschuldung und Gesamtverschuldung je Einwohner



Quelle: Stiftung Marktwirtschaft, Incrementum AG

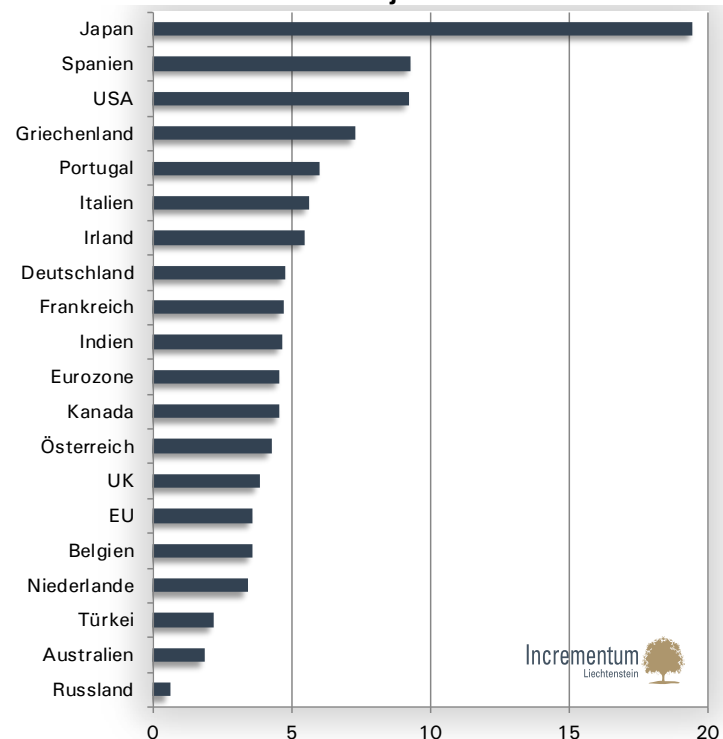
<sup>94</sup> Vgl. „The Keynesians' New Clothes“, John Butler



*“Much of the Western world will require defaults, a savings tax and higher inflation to clear the way for recovery as debt levels reach a 200 year high.”*  
Ambrose Evans-Pritchard

Für die Beurteilung der Solvenz einer Nation halten wir das Verhältnis zwischen Staatsschulden und Staatseinnahmen für wesentlich aussagekräftiger als das Verhältnis zwischen Schulden und Wirtschaftsleistung (Debt/GDP). 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 Finanzierungzinssätze um einen Prozentpunkt bedeuten, dass die Staatseinnahmen um 10% steigen müssten. **Die folgende Grafik zeigt somit, wie weit das keynesianische Endgame bereits fortgeschritten ist.**<sup>95</sup>

#### Verhältnis Staatsschulden zu jährlichen Steuereinnahmen



Quelle: World Bank, Incrementum AG

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

*„Einmal wird der Tag kommen, da der Bürger erfahren muss, dass er die Schulden zu bezahlen habe, die der Staat macht und uns zum „Wohle des Volkes“ deklariert.“*  
Ludwig Erhart

Der Blick auf die sogenannte Nachhaltigkeitslücke trägt diesem Problem Rechnung. Diese 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 werden bzw. gezahlt werden müssen. **Mit anderen Worten: Die Nachhaltigkeitslücke zeigt, wie groß die Rücklagenbildung sein muss, damit das heutige Leistungsniveau auch in Zukunft finanzierbar bleibt.**

<sup>95</sup> Vgl. „The Critical Chart in Sovereign Debt Analysis“, Greshams-Law.com

***“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

Zu diesen verdeckten Schulden zählen alle Leistungen, die der Staat seinen Bürgern und anderen Berufstätigen in Form von Rentenzahlungen, Pflegeleistungen oder Krankenversicherungen schuldet.<sup>96</sup>

Aufgrund der demographischen 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 Staatsverschuldung ist daher – sollten nicht massivste Konsolidierungen unternommen werden – praktisch unmöglich zu verhindern. Als Konsequenz droht laut Stiftung Marktwirtschaft ein scherenförmiges Auseinanderlaufen der öffentlichen Ausgaben und Einnahmen.

**Die folgende Grafik zeigt das Nachhaltigkeitsranking der EU-Mitglieder.** Im Vergleich zum Vorjahr ist die Nachhaltigkeitslücke, also die Summe aus expliziten und impliziten Staatsschulden, in 13 von 27 Ländern gesunken. Es gibt keinen Haushalt in der EU, der nachhaltig wirtschaftet. Die bisherigen Bemühungen der Krisenländer Griechenland und Portugal zeigten jedoch langsam Wirkung, so die Studienautoren.<sup>97</sup>

#### Implizite und Explizite Schulden einiger europäischer Staaten in % der Wirtschaftsleistung<sup>98</sup>



Quelle: Stiftung Marktwirtschaft

<sup>96</sup> Vgl. Wikipedia „Generationenkonflikt“

<sup>97</sup> <http://www.stiftung-marktwirtschaft.de/wirtschaft/themen/generationenbilanz.html>

<sup>98</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 Primärüberschuss, d.h. einen Haushaltsüberschuss ohne Berücksichtigung der Zinszahlungen, aufweist.

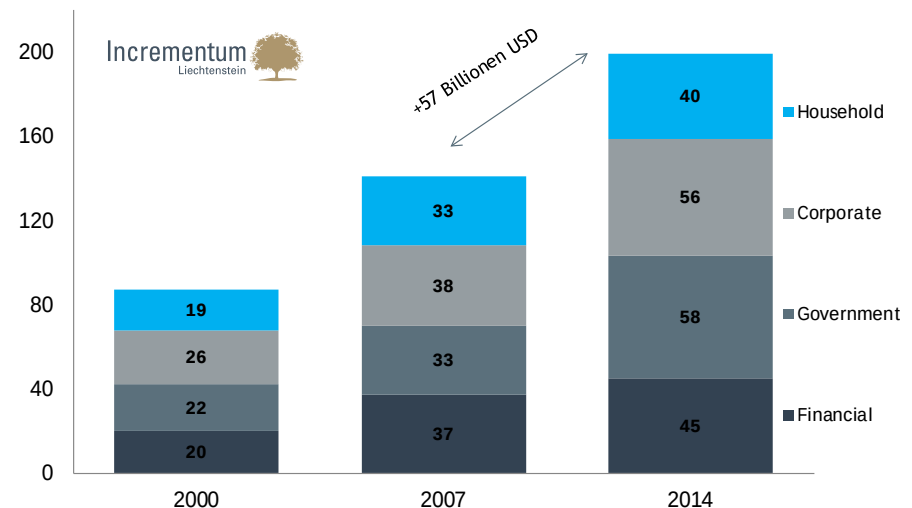
## c) Die Globalisierung der Überschuldung

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

Sieben Jahre nach Beginn der Finanzkrise wird oft der Anschein erweckt, als hätten die Regierungen ihre Ausgaben massiv zurückgefahren, drakonische Sparprogramme implementiert und ihre Haushalte auf Vordermann gebracht. **Dies ist jedoch so weit von der Realität entfernt wie Österreich vom Gewinn der Fußballweltmeisterschaft.**<sup>99</sup>

Sieht man sich die nackten Tatsachen an, so wundert man sich, wie soeben erwähnte Erzählungen die Runde machen können. Gemäß einer lesenswerten Studie von McKinsey<sup>100</sup> stieg der globale Schuldenstand seit 2007 um 57 Billionen USD. Zum Vergleich: Dieser Betrag entspricht in etwa der dreifachen US-Wirtschaftsleistung.

### Schuldenentwicklung private Haushalte, Unternehmen, Staaten und Finanzunternehmen (in Billionen USD)

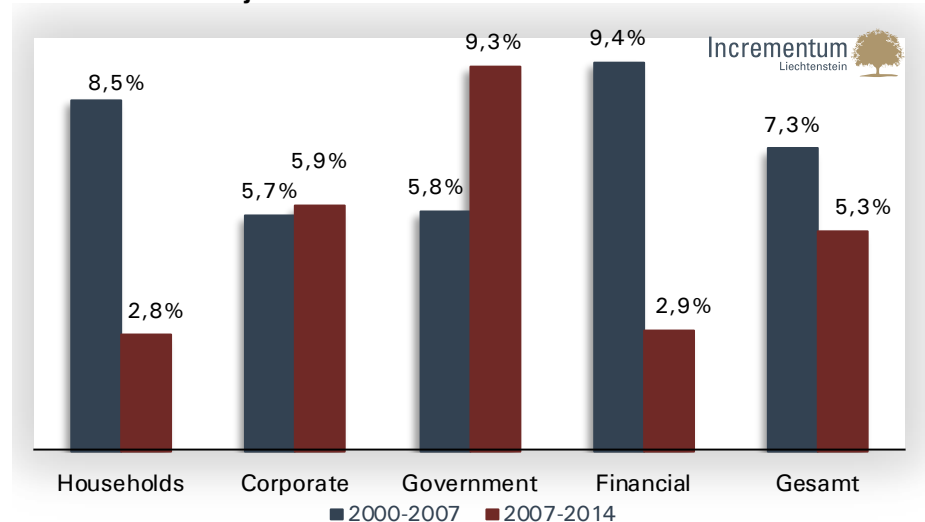


**Insgesamt wurde der Anstieg der Neuverschuldung von 7,3% auf 5,3% pro Jahr verringert.** Sieht man sich die Wachstumsraten der einzelnen Schuldenblöcke an, so scheint es bemerkenswert, dass das Tempo der Schuldenaufnahme nur bei den privaten Haushalten und Finanzinstituten verringert wurde. Dieses „zarte Deleveraging“ wurde jedoch von den Staaten kompensiert, die die Neuverschuldung um 9,3% p.a. erhöhten.

<sup>99</sup> Leider!

<sup>100</sup> „Debt and (not much) deleveraging“, McKinsey Global Institute

### Durchschnittliche jährliche Schulden-Wachstumsrate



Quelle: McKinsey Global Institute, Haver Analytics, World Economic Outlook, IMF, Incrementum AG

Die BIS geht in einem Report<sup>101</sup> davon aus, dass die Weltwirtschaft heute mindestens ebenso gefährdet ist wie in 2007 – mit dem Unterschied, dass die Schuldenstände nun weit höher sind und auch die Schwellenländer mittlerweile einen kolossalen Schuldenturm aufgebaut haben.

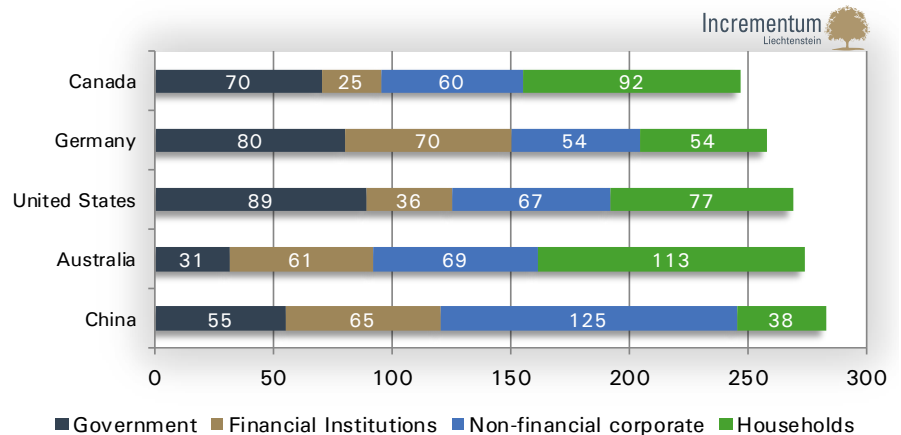
*“The level of risk of shadow banking in China could soon be tested by the slowdown in the property sector.”*  
 McKinsey

Besonders in China stieg der Schuldenstand infolge der bedingungslos expansiven Reaktion auf die Krise deutlich an. Getrieben von einer Immobilienblase und finanziert durch ein opakes Schattenbankensystem hat sich der Gesamtschuldenstand von USD 7 Billionen auf 28 Billionen vervierfacht.<sup>102</sup> McKinsey schätzt, dass die Hälfte der chinesischen Kredite direkt oder indirekt mit Immobilieninvestments verwoben sind. Eine derartige Konzentration des Kreditrisikos stellt eine erhebliche Gefahr dar – insbesondere nachdem die Immobilienpreise in den wichtigsten 320 chinesischen Städten seit 2008 um 60% und mehr gestiegen sind. Aufgrund der Undurchsichtigkeit des Shadow-Banking-Systems erscheint der chinesische Schuldenturm deshalb besonders fragil. Gemäß der Studie belaufen sich die Darlehen seitens der Schattenbanken auf knapp 30% des Kreditvolumens und auf die Hälfte der Neukreditvergabe.

<sup>101</sup> „Debt“, BIS Paper No. 80, Jänner 2015

<sup>102</sup> Wobei der Finanzsektor hierbei noch exkludiert ist.

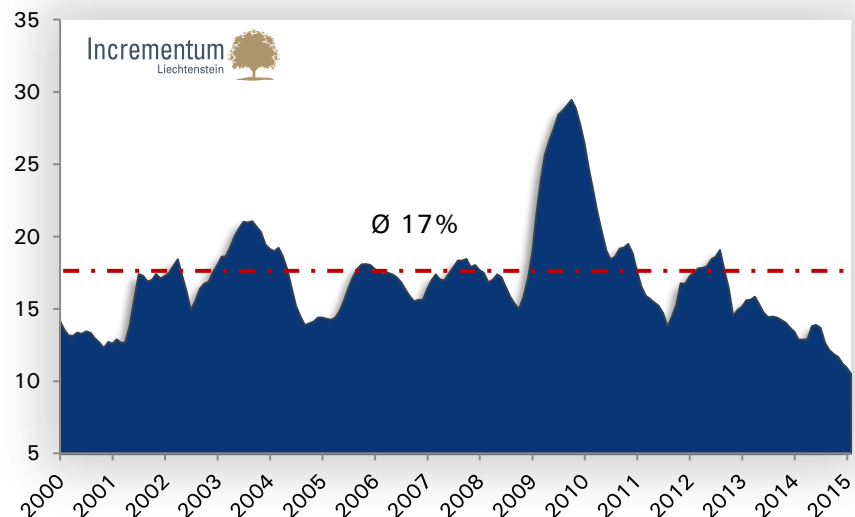
### Schuldenstände: China mittlerweile Spitzenreiter<sup>103</sup>



Quelle: MGI Country Debt database, McKinsey Global Institute analysis

**Ein Einbruch an den Immobilienmärkten stellt somit eine existenzielle Gefahr für die chinesische Volkswirtschaft dar.** Die große Herausforderung für die Pekinger Führung ist es nun, den Teufelskreis aus Leverage und Wachstum zu verlassen und langsam Luft aus der Immobilienblase zu lassen, ohne einen Kollaps des Schattenbankensystems zu provozieren. Dieses Luftablassen erkennt man bereits am deutlich ruckläufigen Wachstum der M2-Geldmenge.

### China M2 Veränderungsrate (3-Monats-Durchschnitt)



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

*“Players lose a typical game of Tetris when they can no longer keep up with the increasing speed, and the Tetriminos stack up to the top of the playing field. This is commonly referred to as topping out.”*  
Wikipediaeintrag über “Tetris”

**In der Geschichte ist aus einem geplanten „soft landing“ jedoch meist ein abrupter Absturz geworden.** Folgte man den Lehren Ludwig von Mises', so würde man im Rahmen einer Laissez-faire-Politik die Märkte sich selbst überlassen und auf die heilende Wirkung einer Rezession setzen. Die massiven Eingriffe in den Markt hingegen verzögern die Marktberichtigung und werden die früher oder später notwendige

<sup>103</sup> Zahlen per Q2 2014

Bereinigung nur verschärfen. **Unserer Meinung nach ist ein Einbruch der chinesischen Volkswirtschaft durchaus realistisch. Dieses Szenario könnte einen der größten Negativfaktoren für den Goldpreis darstellen.**

#### d) Aufkommender demographischer Gegenwind

*„Der Sturz vom Konsumhimmel in die Altersarmut wird jäh, tief und schmerzlich sein.“*  
Hans-Werner Sinn

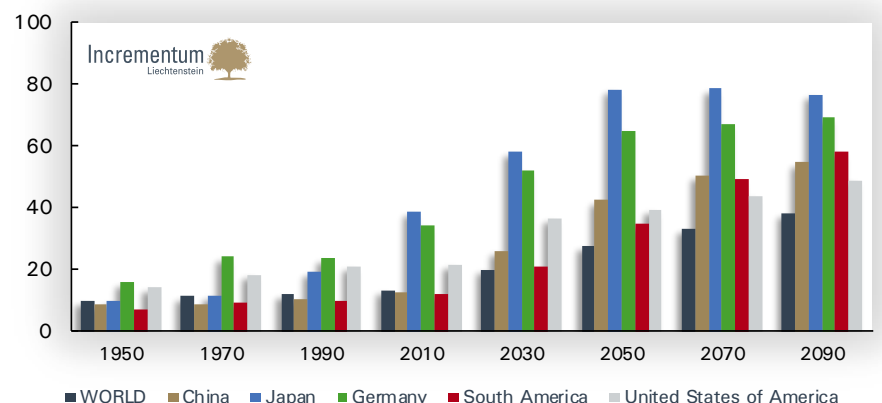
Im Vorjahr hatten wir bereits beschrieben, dass die demographische Entwicklung der meisten Industrienationen einen deflationären Überbau bedeutet: Während junge Erwachsene die Wachstumstreiber der Wirtschaft sind, reduziert eine alternde Bevölkerung ihre Ersparnisse, sie deinvestiert ihre Vermögensbestände und schraubt den Konsum zurück.

Eine wesentliche Kennzahl für die demographische Lage ist der **Altersabhängigkeits-Quotient**. Dieser illustriert das Verhältnis zwischen Pensionisten (älter als 65 Jahre) und der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (20-64 Jahre). Nachdem die außerordentlich geburtsstarken Baby Boomer-Jahrgänge in den nächsten 10-15 Jahren in Pension gehen, steigt das Verhältnis in den meisten Industrienationen sukzessive an.

**Japan ist trauriger Spitzenreiter bez. der demographischen Entwicklung – Deutschland mit der niedrigsten Geburtenquote weltweit**

**Japan scheint hier trauriger Spitzenreiter zu sein.** So gehen die Vereinten Nationen davon aus, dass der Altersabhängigkeitsquotient im Jahre 2050 in Japan bei knapp 80 liegen wird. Dies bedeutet, dass auf 100 Personen im arbeitsfähigen Alter knapp 80 Pensionisten kommen werden, die es im Zuge des staatlichen Umlageverfahrens zu finanzieren gilt. Nach Japan ist Deutschland das am schnellsten alternde Land der Welt.<sup>104</sup> Der Quotient wird bereits in 15 Jahren erstmals die Grenze von 50 überschreiten. Ein Blick in die Vergangenheit verdeutlicht, wie rasant die demographische Talfahrt verläuft. Noch im Jahr 2000 mussten in Deutschland 100 Personen lediglich 24 Personen im Rentenalter finanzieren. 2035 werden es bereits 60 Personen sein. **Rentenzuschüsse sind bereits jetzt die größte Position im Bundeshaushalt. In den kommenden Jahren wird dieser Kostenblock exorbitant ansteigen.**<sup>105</sup>

**Altersabhängigkeits-Quotient 1950 bis 2090**



Quelle: United Nations World Population Prospects, Incrementum AG

<sup>104</sup> Zudem weist Deutschland aktuell die geringste Geburtenrate der Welt auf. In den vergangenen fünf Jahren wurden im Schnitt 8,2 Kinder je 1000 Einwohner geboren. Dies liegt unter dem Niveau des bisherigen Schlusslichts Japan. (Quelle: BDO Compass 2015: Hamburgisches Weltwirtschaftsinstitut, BDO)

<sup>105</sup> Vgl. „Zeitfenster des Glücks“, Wellenreiter-Kolumne, 24. April 2015



**Was für Konsequenzen hat dies für die wirtschaftliche Entwicklung?**

Einerseits wird deutlich, dass der von den Notenbanken häufig herbeigesehnte „wealth effect“ demographischem Gegenwind ausgesetzt ist. Andererseits resultiert die Nullzinspolitik in teilweise existenziellen Problemen für Pensionisten: Je niedriger die Zinsen, desto mehr muss eine alternde Bevölkerung sparen, um ihren Lebensstandard aufrechterhalten zu können.

**Anders als es für viele den Anschein macht, ist ein langsames Wachstum grundsätzlich kein Problem.** Problematisch ist lediglich die *Erwartungslücke*, deren Opfer wir zu sein scheinen. Während der Babyboomer-Jahre galt ein reales BIP-Wachstum in Höhe von 3-4% als normal. Die Voraussetzungen für ein solches Wachstum haben sich zwar grundlegend geändert, dennoch werden angesichts jener Erfahrungen entsprechende Wachstumszahlen nach wie vor als Benchmark betrachtet.

**Eine sehr ungünstige Konstellation für die mittelfristige Zukunft deutet sich an, wenn man im Zusammenhang mit der demographischen Entwicklung die Lebenszyklus-Hypothese<sup>106</sup> betrachtet.** Diese nimmt an, dass Menschen ihren Konsum im Verlauf ihres Lebens glätten und dementsprechend in den Jahren ihrer Berufstätigkeit Ersparnisse anhäufen, die sie nach ihrer Pensionierung aufbrauchen. Wenn nun also der Anteil der Bevölkerung, der sich im Rentenalter befindet und von seinen Ersparnissen zehrt, deutlich zunimmt, dann werden – gesamtgesellschaftlich betrachtet – weniger Menschen sparen und viel mehr Menschen entsparen. Sollten dann die Ersparnisse pro Berufstätigen nicht in die Höhe schnellen um das relative Schrumpfen des Sparerlagers zu kompensieren, bedeutet dies für die Gesellschaft einen erheblichen Ersparnisverlust.

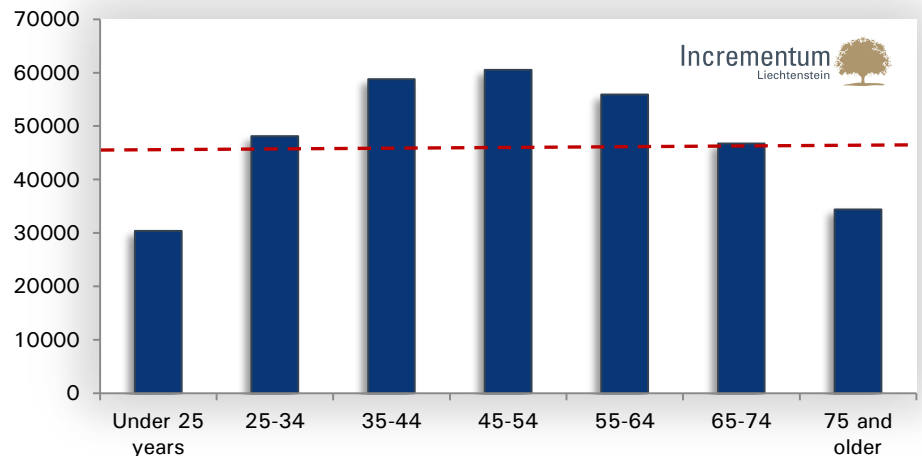
**Demographischer Rückenwind  
hat sich gedreht und bläst uns  
nun entgegen**

**Der nachfolgende Chart zeigt diesen Lebenszyklus.** Ab Mitte der 20er Jahre werden die Ausgaben sukzessive erhöht und erreichen Mitte der fünfziger Jahre ihren Höhepunkt. In den USA liegt dieser Wert bei ca. USD 60.000 pro Jahr. Anschließend nimmt der Wert sukzessive ab. Japan ist diesbezüglich das Paradebeispiel: die demographische Dividende<sup>107</sup> betrug hier in den 60er bis 80er Jahren knapp 3% pro Jahr. Mittlerweile hat sich dieser demographische Rückenwind zu einem massiven Gegenwind umgedreht. Die Jugendlichen der späten 40er und 50er Jahre sind nun in Rente, während sich die kollabierende Geburtenrate der 80er Jahre nun rächt.

<sup>106</sup> Engl. „life-cycle hypothesis of consumption and saving“

<sup>107</sup> Die demographische Dividende zeigt den Nutzen, der sich durch die entwicklungsbedingte Veränderung der Altersstruktur eines Staates erzielen lässt. In einem gewissen Zeitfenster nimmt der Anteil der erwerbsfähigen Bevölkerung zu, während der Anteil der Alten und Kinder, die versorgt werden müssen, vergleichsweise sinkt. Mit sinkenden Fertilitätsraten schließt sich das Fenster, was derzeit in den meisten Industrienationen zu beobachten ist.

### Durchschnittliche Ausgaben nach Altersgruppen (USD)



Quelle: „Consumer Expenditures in 2013“, BLS Report, Incrementum AG

Festzuhalten sei an dieser Stelle, dass gewaltige gesellschaftliche Herausforderungen bevorstehen, da die kapitalbildenden Ressourcen ein kontrahierendes Moment erleben werden. Dies kommt noch zu der kreditinduzierten Hausse hinzu, die zu einer verzerrten Produktionsstruktur geführt hat, in der die angestoßenen Investitionen nicht durch entsprechende Ressourcen gedeckt sind. **Erwartungen eines selbsttragenden Aufschwungs erscheinen in diesem Lichte als noch unwahrscheinlicher.** Der Verhandlungsprozess zwischen den Generationen wird erheblich an Bedeutung gewinnen, wenn die Baby-Boomer-Generation vom Werte-kreierenden Lager ins Werte-raffende Lager überwechselt.

Diese langfristige Problematik hat auch immense gesellschaftliche Konsequenzen: Gemäß Hans-Werner Sinn kippt die politische Mehrheit der Jungen in Deutschland im heurigen Jahr. Ab demnächst hätten jene Wähler, die hinreichend alt sind, um von Renten- und Beitragserhöhungen zu profitieren, mehr Stimmen als diejenigen, die dabei per saldo (über das ganze Leben gerechnet) verlieren. Deutschland werde also zur **Gerontokratie**, so Sinn.<sup>108</sup> **Die Alterung der Bevölkerung begünstige deshalb strukturkonservatives Handeln der Politik.** Einschneidende Reformen, insbesondere des Pensionswesens, erscheinen aufgrund des demographischen Gegenwinds zunehmend unwahrscheinlicher.

### Zusammenfassung „Schuld und Sühne“:

**Die Verschuldungspolitik führt zu einem sinkenden Spielraum für den Staat.** Dies beschrieb David Hume bereits in seinem Essay „Public Credit“ aus dem Jahre 1752: Ein Übermaß an Schulden führe dazu, dass Regierungen ihre zukünftigen Einnahmen quasi verpfändeten und in einen *Zustand der Mattigkeit und Handlungsunfähigkeit* verfielen.

<sup>108</sup> Vgl. „Deutsche Gerontokratie“, Hans-Werner Sinn, WirtschaftsWoche

Demographie wird zur  
 demokratischen Zerreißprobe

Aufgrund der demographischen Trends ist es offensichtlich, dass ein Großteil der staatlichen Pensionssysteme ohne exorbitante staatliche Subventionen in sich zusammenbrechen werden. **Sofern immer mehr Ressourcen für die Sicherung des Rentenalters umgeschichtet werden müssen, wird sich dies definitiv negativ auf das Konsumverhalten und das Kreditwachstum auswirken und könnte einen deflationären Überbau bedeuten.**<sup>109</sup>

---

<sup>109</sup> Vgl. Wellenreiter-Invest „Deflationäre Vollbeschäftigung“, Robert Rethfeld

## 6. FINANZIELLE REPRESSION: FLUCHTWEG AUS DER ÜBERSCHULDUNG?

*“Unlike income, consumption, or sales taxes, the ‘repression’ tax rate [...] may be a more politically palatable alternative to authorities.”*

Carmen Reinhart und Belen Sbrancia

Es scheint, als leite sich die Bezeichnung „Staatsbürger“ davon ab, dass die betroffenen Menschen für ihren Staat bürgen müssten. Ähnlich wie im Privatleben sind geringe Schulden das Problem des Schuldners, Überschuldung aber das Problem des Gläubigers, nachdem der Gläubiger mit einer Insolvenzandrohung erpresst werden kann.<sup>110</sup> Eine verdeckte Art der Erpressung stellt die sogenannte finanzielle Repression dar, auf welche wir bereits intensiv im Rahmen unserer letzten Goldreports eingegangen sind.

Grob gesagt bedeutet finanzielle Repression, dass der Staat repressive Maßnahmen ergreift, um so das reale Ausmaß seiner Verbindlichkeiten zu reduzieren. Dies geschieht in erster Linie auf Kosten der Bürger, indem finanzielle Mittel vom Sparer zum Schuldner umgeleitet werden. Seit unserer ersten Publikation zu dem Thema haben uns die Ereignisse in unserer Befürchtung – leider – bestätigt: Finanzielle Repression scheint der präferierte Lösungsweg aus der Überschuldung zu sein. **Zahlreiche kleine Mosaiksteinchen zeigen, dass die perfide Strategie eines staatlich oktroyierten Vermögenstransfers munter praktiziert wird.**

*„Die Handlungsfreiheit der Akteure auf den Kapitalmärkten soll weiter eingeschränkt werden, um mögliche Bruchstellen im bereits überdehnten Schuldgeldsystem im Vorfeld auszuschalten.“*  
Thorsten Polleit

In der aufsehenerregenden Studie *„Financial Repression: The unintended consequences“*<sup>111</sup> hat Swiss Re die Konsequenzen der finanziellen Repression analysiert. Die Analyse kommt zu dem Schluss, dass US-Sparer alleine zwischen 2008 und 2013 USD 470 Mrd. an Zinserträgen verloren haben. Versicherungsunternehmen aus den USA und der EU (bzw. deren Begünstigte) haben zusätzlich knapp EUR 360 Mrd. an Zinseinnahmen eingebüßt. Dies bedeutet eine jährliche „Repressions-Steuer“ von rund 0,8% der gesamten Finanzanlagen.

*“Successful financial repression requires a widespread belief that conventional government bonds are safe.”*  
Peter Warburton

Gemäß der Studie verringern künstlich niedrige Zinsen und finanzielle Repression die Anreize für die Politik, dringend benötigte Strukturreformen zu implementieren. Weitere unbeabsichtigte Folgen der finanziellen Repression umfassen die Entstehung von Spekulationsblasen, die Verdrängung langfristig orientierter Anleger, eine steigende Abhängigkeit der Staaten von Niedrigstzinsen, eine zunehmende wirtschaftliche Ungleichheit und das Potenzial einer signifikant höheren Preisinflation. **Für institutionelle Investoren – ganz besonders Lebensversicherungen, Pensionskassen und Rückversicherungen – ist dies ein existenzbedrohendes Umfeld, da die Garantiezinsen meist deutlich über den jeweiligen Bond-Benchmarks liegen.**<sup>112</sup>

Am wichtigsten erscheint uns jedoch die Tatsache, dass Sparen zunehmend sanktioniert wird. **Ersparnisse sind die Grundvoraussetzung zur Kapitalbildung und damit der Garant für zukünftiges Wachstum.** Dies gilt besonders in Krisenzeiten.

<sup>110</sup> Vgl. „Die Zentralbanken haben die Konjunkturpolitik übernommen“, Prof. Dr. Eberhard Hamer

<sup>111</sup> „Financial repression: The unintended consequences“, Swiss Re

<sup>112</sup> Gemäß eines Stresstests der europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen (EIOPA) werden 24% aller Versicherungsunternehmen im Szenario eines langfristigen Niedrigzinsumfelds nicht in der Lage sein, ihre Solvenzkapitalanforderungen zu erfüllen.

**Im Folgenden listen wir einige konkrete Beispiele für Repressions-Maßnahmen aus dem vergangenen Jahr auf:**

- ▶ **„Collective Action Clause“ (CAC):** Alle europäischen Staatsanleihen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr werden mittlerweile mit einer CAC-Klausel begeben. Vereinfacht bedeutet dies, dass bereits eine einfache Mehrheit der Gläubiger eine verbindliche Änderung der Anleihebedingungen erwirken kann. Hierdurch wird erreicht, dass sich aufmüpfige Gläubiger nicht mehr gegen eine Schuldenrestrukturierung (z.B. Zinsherabsetzung, Verlängerung der Laufzeit etc.) stemmen können. Nachdem aktuell alle auslaufenden Bonds durch neue CAC-Bonds ersetzt werden, werden in wenigen Jahren alle ausstehenden Anleihen in der EU die CAC-Klausel enthalten.
- ▶ **In Spanien wurde eine neue Steuer auf Bankeinlagen eingehoben.** Aktuell beträgt diese lediglich 0,03%, was aber immerhin EUR 400 Mio. in die klammen spanischen Staatskassen spült. Die Maßnahme wurde rückwirkend per Jahresbeginn eingeführt, sodass eine Steuerflucht verhindert wurde. Bemerkenswert scheint dabei, dass diese Maßnahme – welche als „Steuerharmonisierung“ betitelt wurde – seitens der Bevölkerung relativ sang- und klanglos akzeptiert wurde. Nachdem der Testballon erfolgreich war, ist es nicht unwahrscheinlich, dass die staatlichen Begehrlichkeiten wachsen werden. Insbesondere nachdem sich das spanische Einlagenvolumen aktuell auf knapp EUR 1,1 Billionen beläuft. **Insofern ist die spanische Sparsbuchsteuer vermutlich ein Menetekel in Richtung einer weiteren Enteignung von Sparern.**
- ▶ **Die US-Börsenaufsicht hat neue Regeln für US-Geldmarktfonds festgelegt.** So kann die Auszahlung in besonders volatilen Marktphasen um 10 Tage verzögert, teilweise sogar ganz verweigert werden. Weiters können bei vorzeitiger Rückgabe „Exit-Fees“ eingehoben werden. Es handelt sich hierbei um einen massiven Einschnitt, da somit die eigentlich liquideste Form des Fondsvermögens eingeschränkt wird. Im Vorjahr hielten US-Geldmarktfonds ein Volumen von USD 2.400 Mrd. Zum Vergleich: Dies entspricht in etwa der britischen Wirtschaftsleistung. Hintergrund ist, dass ein rascher Verkauf von Geldmarktfonds zu steigenden Zinsen führen würde. Dies würde wiederum rasch Verwerfungen auslösen, besonders im relativ illiquiden Segment der Junk-Bonds.

**Ein weiterer wesentlicher Bestandteil der finanziellen Repression besteht darin, die Laufzeiten der ausstehenden Staatsanleihen sukzessive zu erhöhen.** Hierdurch können Staaten in Zukunft ihre reale Schuldenlast noch bequemer per Inflationierung drücken. Besonders gut zu beobachten ist dies in der Eurozone, in der mittlerweile 45% aller emittierten Staatsanleihen eine Laufzeit von 10 oder mehr Jahren aufweisen. 2009 belief sich jener Anteil noch auf lediglich 6%.

## a) Der Feldzug gegen das Bargeld

**„Uns als Bürgern bleiben dann nur noch wenige legale Möglichkeiten des Widerstands, wie zum Beispiel Rechnungen und Steuern schon im Voraus zu bezahlen. Oder wir weichen aus: in alternative Zahlungsmittel wie Bons oder Zigaretten, in fremde Währungen oder eben doch in Gold. Das Verbot desselben wäre dann der konsequente nächste Schritt.“**

Daniel Stelter

**„Wer die Freiheit aufgibt, um Sicherheit zu gewinnen, der wird am Ende beides verlieren.“**  
Benjamin Franklin

**„Papiergeld ist das entscheidende Hindernis, die Zentralbank-Zinsen weiter zu senken. Seine Beseitigung wäre seine sehr einfache und elegante Lösung für dieses Problem.“**  
Kenneth Rogoff

Infolge der globalen Niedrigzinspolitik verlieren die klassischen Sparvehikel, insbesondere Sparbücher, immer mehr an Attraktivität. Da sie praktisch keinerlei Zinsen mehr abwerfen, wächst der Reiz, Geld von den Bankkonten abzuheben und zu horten. **Gerade in den letzten Monaten gewinnt daher eine neue Facette der Finanzrepression zunehmend an Bedeutung:** Zahlreiche „Starökonom“ wie Paul Krugman oder Larry Summers, vertreten derzeit ostentativ die Meinung, wonach zu viel gespart und zu wenig investiert werde. Um dieses Ungleichgewicht zu kompensieren, solle der Zins negativ sein. Nach keynesianischer Denklage solle dies den Konsum ankurbeln und der Wirtschaft den dringend nötigen Stimulus geben.

Um **Negativzinsen**<sup>113</sup> implementieren zu können forderte Larry Summers, Harvard-Ökonom und ehem. US-Finanzminister, auf einer **Forschungskonferenz des IWF**<sup>114</sup> **vollkommen unverblümt eine weltweite Abschaffung jeglichen Bargeldes.** Sein Vortrag mutete wie eine Kriegserklärung gegen Cash an. So solle es das primäre Ziel sein, Staaten und Banken dazu zu befähigen, Zinssätze unter die Null-Linie drücken zu können. Folgerichtig müsse jeder Sparer dann *Gebühren* für die Geldverwahrung bezahlen. Damit es im Zuge dessen keinen Bank Run geben kann, müsse Bargeld gänzlich abgeschafft werden.

**Peter Bofinger, deutscher Ökonom und „Wirtschaftsweiser“**<sup>115</sup> **sieht Münzen und Scheine ebenfalls als Anachronismus an.** Auch er stuft Bargeld als potenziell kriminell ein und verweist auf die Austrocknung des Drogenmarktes und der Schwarzarbeit. Dies scheinen jedoch nur vorgeschobene Argumente zu sein, um das Hauptziel einer bargeldlosen Gesellschaft zu verschleiern. Der renommierte Journalist Roland Tichy fasst dieses wie folgt zusammen: **„Das Hauptziel ist die Manipulation der Zinsen und Konsumenten, um bestimmte wirtschaftspolitische Ziele zu erreichen.“**<sup>116</sup> Dies gesteht auch Herr Bofinger ein. Er führt aus: *„Gibt es kein Bargeld mehr, entfällt die Nullzinsgrenze und Minuszinsen steht nichts mehr im Wege“.* Sinnvoll wäre es, wenn der Euroraum, Großbritannien und die Schweiz das Bargeld gleichzeitig abschaffen würden, so Bofinger.<sup>117</sup>

Damit reiht sich Bofinger in eine immer länger werdende Liste von – vor allem keynesianisch geprägten – Ökonomen ein, die allesamt ähnliche Argumente vorbringen. Auch Kenneth Rogoff<sup>118</sup> und Willem Buiter, der Chefökonom der Citigroup<sup>119</sup>, plädieren mittlerweile für eine Abschaffung von Bargeld. Ohne Bargeld blieb der Fluchtweg bei Negativzinsen versperrt und man könne endlich die Wirtschaft „ankurbeln“. Auch wenn es lt. Buiter eine umstrittene Idee sei und es etliche Nachteile gäbe (Widerstand der Bevölkerung, hohe Verwendung von Bargeld bei Armen und älteren Menschen, Verlust der Seigniorage-Einnahmen durch Notenbanken und Regierungen, Verlust der Privatsphäre und Sicherheitsrisiken aufgrund von

<sup>113</sup> Der mittlerweile häufig gebrauchte Fachterminus lautet *„breaching the lower bound“.*

<sup>114</sup> <https://www.youtube.com/watch?v=KYpVzBbQIX0#action=share>

<sup>115</sup> Die korrekte Bezeichnung des Wirtschaftsweisen-Rates lautet „Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“.

<sup>116</sup> Vgl. „9 Fakten, die Sie zu der Bargeld-Abschaffung wissen müssen“, Tichys Einblick

<sup>117</sup> Vgl. „Einfluss für Notenbanken: Wirtschaftsweiser Bofinger fordert Ende des Bargelds“, Der Spiegel Online

<sup>118</sup> Vgl. „Costs and benefits to phasing our paper currency“, Kenneth Rogoff, Harvard University

<sup>119</sup> Wenig überraschend bezeichnete Buiter Gold unlängst als „größte Blase der Menschheitsgeschichte“.



IT-Angriffen), so seien diese in Relation zu den „Vorteilen“ jedoch vernachlässigbar.<sup>120</sup>

**Die Bargeldkritik hat aber noch einen weiteren Hintergrund:** Banken sind aufgrund der mittlerweile minimalen Mindestreservesätze „latent illiquide“. Einlagen stellen die Basis der fraktionellen und massiv gehebelten Kreditgeldpyramide dar. Ein Bank Run in Folge eines plötzlichen Vertrauensverlustes würde die Kreditpyramide rasch zum Einstürzen bringen. **Gemäß Henning Lindhoff ist ein konsequentes Bargeldverbot deshalb das einzig wirksame Werkzeug der „Junta der Papiergeldjongleure“ um die Notausgänge aus dem Papiergeldsystem zu versperren.**<sup>121</sup>

**Zudem lassen sich in einer bargeldlosen Gesellschaft Vermögenswerte deutlich einfacher nachverfolgen, kontrollieren, besteuern und gegebenenfalls enteignen.** Gerade dies wird für Staaten, die weit über beide Ohren verschuldet sind, zunehmend notwendig. Die Einschränkungen der Bargeldhaltung stellen somit einen wesentlichen Eckpfeiler der finanziellen Repression und in weiterer Folge auch die letzte Hürde vor einer Einführung von Negativzinsen dar.

**Zahlreiche Beispiele zeigen, dass der Weg in diese Richtung bereits beschritten wird:**

- ▶ In Italien, Spanien und Griechenland wurde der Bargeldbesitz- und -verkehr bereits deutlich eingeschränkt. In Griechenland ist es seit 2011 illegal Bargeldzahlungen über EUR 1.500 zu leisten. In Italien liegt diese Grenze bei EUR 1.000 und in Spanien bei EUR 2.500.
- ▶ Dänemark möchte den gesetzlichen Annahmewang für Bargeld abschaffen.
- ▶ In Schweden, das übrigens das erste europäische Land war, das Banknoten emittierte<sup>122</sup>, ist Bargeld aus dem Alltag nahezu verschwunden. Nur noch 2,7% aller Geldgeschäfte entfielen 2012 in Schweden auf Bargeld, während es in der Eurozone noch 9,8% und in den USA 7,2% waren. Mittlerweile ist Bargeld so verpönt, dass die folgende Faustformel gilt: „Musst du bar zahlen, stimmt etwas nicht“.
- ▶ In Frankreich sind ab September 2015 Barzahlungen nur mehr bis EUR 1.000 möglich. Des Weiteren sind Wechselstuben verpflichtet, für alle Devisentransaktionen, die einen Wert von EUR 1.000 übersteigen, die Personalien der Beteiligten aufzunehmen. Auch Goldkäufe müssen von nun an den Behörden gemeldet werden, ebenso wie Goldtransporte innerhalb des Landes nun kurioserweise beim Zoll deklariert werden sollen. Die Maßnahmen werden erwartungsgemäß mit dem Verweis auf den Anti-Terror-Kampf gerechtfertigt.
- ▶ In Deutschland zeigte sich Bundesbankvorstand Thiele noch reserviert hinsichtlich Bargeldeinschränkungen: „Die Wahlfreiheit des Verbrauchers wird die Bundesbank nicht einschränken. **Das müsste dann schon der Gesetzgeber tun.**“<sup>123</sup>

<sup>120</sup> Vgl. „Another Shill for Statism and Central Planning Demands a Cash Ban“, acting-man.com

<sup>121</sup> Vgl. „Illegales gesetzliches Zahlungsmittel“, Henning Lindhoff, eigentümlich frei

<sup>122</sup> Vgl. „Schweden: Wir akzeptieren kein Bargeld“, Mikael Krogerus

<sup>123</sup> Vgl. „Attacke auf das Bargeld“, Beyond the Obvious Blog, Dr. Daniel Stelter

**Neben Ökonomen und Staaten blasen naturgemäß auch Akteure aus der Finanzbranche kräftig in das gleiche Horn.** Es scheint nicht überraschend, dass gerade die Kreditkartenfirma MasterCard im Rahmen einer Untersuchung der Universität Oxford herausfand, dass Bargeld dreckig und ungesund sei.<sup>124</sup> Seit 2011 gibt es ausgehend von Italien sogar einen „No Cash Day“, der jedes Jahr im Juni zelebriert wird.

**Fazit:**

**Die Abschaffung des Bargeldes und die damit verbundene Implementierung von Negativzinsen stellt eine „konsequente Fortführung der falschen Geldpolitik“<sup>125</sup> dar.** Sie wird den Weg in einen ökonomischen Totalitarismus - wie es Martin Armstrong bezeichnen würde - ebnen, der orwellianischen Charakter hätte. Alternativen wie Gold oder Kryptowährungen könnten hiervon natürlich profitieren, sofern sie nicht auch im Rahmen der finanziellen Repression „reguliert“ bzw. verboten werden.

## **b) Das moderne Schwundgeld: Silvio Gesell 2.0?**

**„Populäre aber völlig falsche Zinsanfeindungen ignorieren, dass nicht der Zins, sondern das aus dem Nichts geschöpfte Geld das Problem unserer heutigen Zeit ist.“**

**Markus Blaschok**

Wie wir zuvor erörterten, ist die konsequente Umsetzung negativer Zinsen nur bei gleichzeitigem Bargeldverbot möglich. **Gemäß der Österreichischen Schule gleichen Negativzinsen ökonomischem Voodoo. Der natürliche Zins leitet sich von der grundsätzlich positiven Zeitpräferenz des Menschen ab. Dieser Urzins kann niemals negativ sein, er drückt das menschliche Verlangen aus, Güter lieber heute als morgen zu konsumieren.**

Wäre der natürliche Zinssatz negativ, so würde das bedeuten, dass zukünftiger Konsum gegenüber gegenwärtigem Konsum vollständig präferiert wird - also alle verfügbaren Mittel für den zukünftigen Konsum eingesetzt würden. Schlussendlich müsste gegenwärtiger Konsum vollständig aufhören, um dies zu erreichen. Da wir jedoch notwendigerweise auf gegenwärtigen Konsum angewiesen sind, sind negative Zinsen in einer Marktwirtschaft undenkbar.<sup>126</sup> Prof. Hans-Hermann Hoppe fasst diese Erkenntnis wie folgt zusammen:

*„Jeder Handelnde benötigt eine gewisse Zeit, um sein Ziel zu erreichen, und da der Mensch immer etwas konsumieren muss und während seines Lebens nie gänzlich aufhören kann zu konsumieren, ist Zeit immer knapp. Daher werden, ceteris paribus, gegenwärtige oder früher erreichte Güter höher bewertet und müssen unweigerlich höher bewertet werden als zukünftige oder später erreichte.“<sup>127</sup>*

Der Umstand, dass Gegenwartsgüter stets höher bewertet werden als Zukunftsgüter, nennt man *positive Zeitpräferenz*. Diese positive Zeitpräferenz überträgt sich in den Zins, der ebenfalls positiv ist. In einer komplexen Ökonomie sind Zinsen der unverzichtbare Kompass, um begrenzte Ressourcen effizient allokalieren zu können. **Insofern können wir mit absoluter Sicherheit konstatieren, dass negative Zinsen eine schwere Verzerrung des Marktes darstellen. Sie würden das Ausmaß**

<sup>124</sup> Vgl. „Dirty Money“, Mail Online

<sup>125</sup> Vgl. „Konsequente Fortführung der falschen Geldpolitik“, Wolfgang Baumbast, Pressemitteilung der Liberalen Vereinigung

<sup>126</sup> Siehe hierzu auch Hoppe (1994): *Time Preference, Government, and the Process of De-Civilization*.

<sup>127</sup> „Zeitpräferenz“, Prof. Dr. Hans-Hermann Hoppe, Ludwig von Mises Institut Deutschland

der Fehlallokationen weiter intensivieren und hätten fatale Konsequenzen.<sup>128</sup>

*„Alle diese monetären Erlösungslehren - unter denen die sogenannte ‚Freigeldlehre‘ Silvio Gesells am bekanntesten ist - laufen mit eintöniger Regelmäßigkeit auf Inflation hinaus.“*  
Wilhelm Röpke

Die schleichende Entwicklung hin zu Negativzinsen und einem Bargeldverbot erinnert zunehmend an die Idee von Schwundgeld. Dieser Plan, der auf Silvio Gesell und Pierre-Joseph Proudhon zurückgeht, steht zumeist im Zusammenhang mit dem Geldkonzept der *Freiwirtschaft*. Das Konzept fußt auf der irrtümlichen Annahme, der Konsum sei die entscheidende Determinante wirtschaftlicher Prosperität, wohingegen das Horten von Geld als Übel betrachtet wird. Ökonomische Krisen würden gemäß der Freiwirtschaft durch eine Reduktion der umlaufenden Geldmenge ausgelöst.<sup>129</sup> Ziel sei es deshalb, die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu erhöhen. Um dies zu erreichen soll der Wert des ausgegebenen Papiergeldes gegenüber anderen Gütern sinken, um so den Konsum zu stimulieren und das übermäßige Sparen zu verhindern.

Hinter dieser Argumentation verbergen sich gleich mehrere Irrtümer: Zunächst ist die Höhe der Geldmenge völlig belanglos.<sup>130</sup> Da eine höhere bzw. niedrigere Geldnachfrage lediglich die Höhe der Preise verändert, kann eine Volkswirtschaft praktisch mit jeder Geldmenge funktionieren. Vermehrtes Horten (also eine höhere Geldnachfrage) führt lediglich dazu, dass die Geldpreise sinken, was nichts anderes heißt, als dass die Kaufkraft einer jeden Geldeinheit zunimmt. Andererseits führen eine niedrigere Geldnachfrage und eine höhere Umlaufgeschwindigkeit nicht zu mehr Reichtum oder höherem Wohlstand. Rahim Taghizadegan verdeutlicht diesen Mythos anhand der folgenden Analogie:

*„Eine höhere Umlaufgeschwindigkeit schafft noch keinen höheren Wohlstand. Sonst könnte eine Gruppe von Menschen allein dadurch ihren Wohlstand mehren, dass sie eine Münze mit zunehmender Geschwindigkeit im Kreis laufen lassen. Der Irrtum folgt aus der falschen Konzentration auf den Konsum – dieser hat mit wachsendem Wohlstand jedoch nichts zu tun, er ist Ziel und nicht Ursache der Wohlstandsmehrung.“<sup>131</sup>*

### Zusammenfassung „Finanzielle Repression“:

*„Along with encouraging borrowing, low and falling interest discourages savings. Isn't that perverse, to discourage saving? What happens when an entire society doesn't save?“*  
Keith Weiner

Unsere Sparkultur wird gerade auf den Kopf gestellt. Der Weg in Richtung Vermögensabgaben und Negativzinsen wird bereits geebnet. Auch wenn solche Maßnahmen vermutlich als „Millionärssteuer“, einmalige „Infrastrukturabgaben“ oder „Bargeldgebühr“ betitelt werden, so sollte Vorsicht geboten sein. Die Erhebung solcher Vermögensabgaben wird massive Auswirkungen auf das Sparverhalten und deshalb langfristig negative Folgen für den Kapitalaufbau haben.<sup>132</sup>

<sup>128</sup> Vgl. „Peggywhack – The Wonderful Stability of Centrally Planned Fiat Currencies“, Acting-man.com

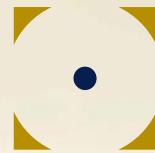
<sup>129</sup> Siehe hierzu auch die umfassende Analyse des Instituts für Wertwirtschaft „Kritik der Freiwirtschaft nach Silvio Gesell“

<sup>130</sup> Vgl. „Die Ethik der Geldproduktion“, Prof. Jörg Guido Hülsmann

<sup>131</sup> Vgl. „Kritik der Freiwirtschaft nach Silvio Gesell“, Rahim Taghizadegan, Institut für Wertwirtschaft

<sup>132</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle und Valek





philoro  
EDELMETALLE

## sicher.zukunft

Die Veranlagung in Edelmetalle hat sich über Generationen hinweg bewährt. Gerne beraten wir Sie persönlich in unseren Filialen oder telefonisch unter +43 1 997 14 72.



## 7. GOLD IM PORTFOLIOKONTEXT<sup>133</sup>

*"Es gibt in der Verkehrswirtschaft, welche die ersten Stufen ihrer Entwicklung überschritten hat, keine Güter, bei welchen auch nur annäherungsweise so weite personale, quantitative, räumliche und zeitliche Grenzen der Absatzfähigkeit zusammentreffen wie bei den Edelmetallen."*

Carl Menger<sup>134</sup>

### a) Die außergewöhnlichen Portfolioeigenschaften von Gold

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

Wie bereits in unseren letzten Studien, wollen wir die Vorzüge von Gold im Portfoliokontext analysieren. Aufgrund seiner einzigartigen Eigenschaften sind wir der festen Überzeugung, dass Gold – insbesondere im aktuellen Umfeld – ein wesentlicher Portfoliobaustein sein sollte. Nachfolgend haben wir die zentralen Vorteile noch einmal zusammengefasst:

*„Der kluge Mann baut vor.“*  
Friedrich von Schiller

- ▶ **Erhöhte Portfoliodiversifizierung:** Gold korreliert mit anderen Vermögenswerten im Schnitt mit 0,1<sup>135</sup>
- ▶ **Wirksamer Hedge bei Tail-Risk Events**<sup>136</sup>
- ▶ **Kein Gegenparteienrisiko bei physischer Anlage**
- ▶ **Hochliquides Anlagegut:** Die Liquidität ist deutlich höher als z.B. bei deutschen Bundesanleihen, US-Agencies und den liquidesten Aktien
- ▶ **Portfoliohedge in Zeiten steigender Inflationsraten und starker Deflation (nicht jedoch bei Disinflation!)**<sup>137</sup>
- ▶ **Dollar-Hedge:** Gold weist eine negative Korrelation zum US-Dollar auf

*„Most investors are primarily oriented toward return, how much they can make and pay little attention to risk, how much they can lose.“*  
Seth Klarman

Nachfolgend wollen wir einen kurzen Blick auf die jährliche Entwicklung des Goldpreises seit Beginn der neuen monetären Zeitrechnung, also dem Ende des Bretton-Woods-Abkommens, werfen. Die **annualisierte Wachstumsrate** seitdem beläuft sich auf 8,1%.

<sup>133</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

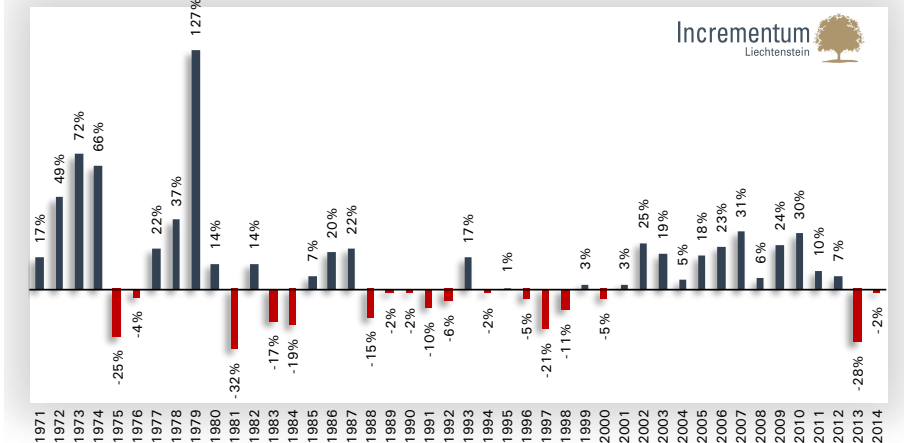
<sup>134</sup> „The Collected Works of Carl Menger, Volume IV: Schriften über Geldtheorie und Währungspolitik“, S. 29, Carl Menger

<sup>135</sup> Vgl. „Gold: a commodity like no other“, World Gold Council

<sup>136</sup> Vgl. „Gold: hedging against tail risk“, World Gold Council

<sup>137</sup> Vgl. „The impact of inflation and deflation on the case for gold“, Oxford Economics

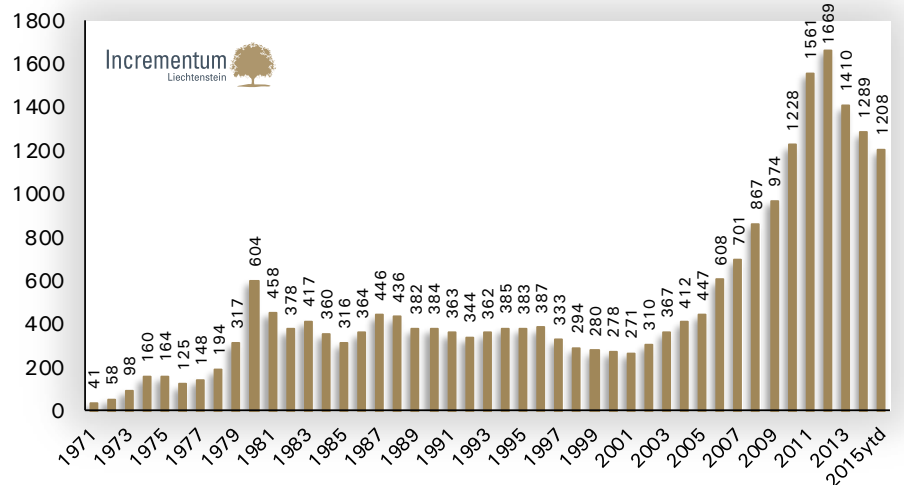
### Jahresperformance Gold seit 1971



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

### Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis



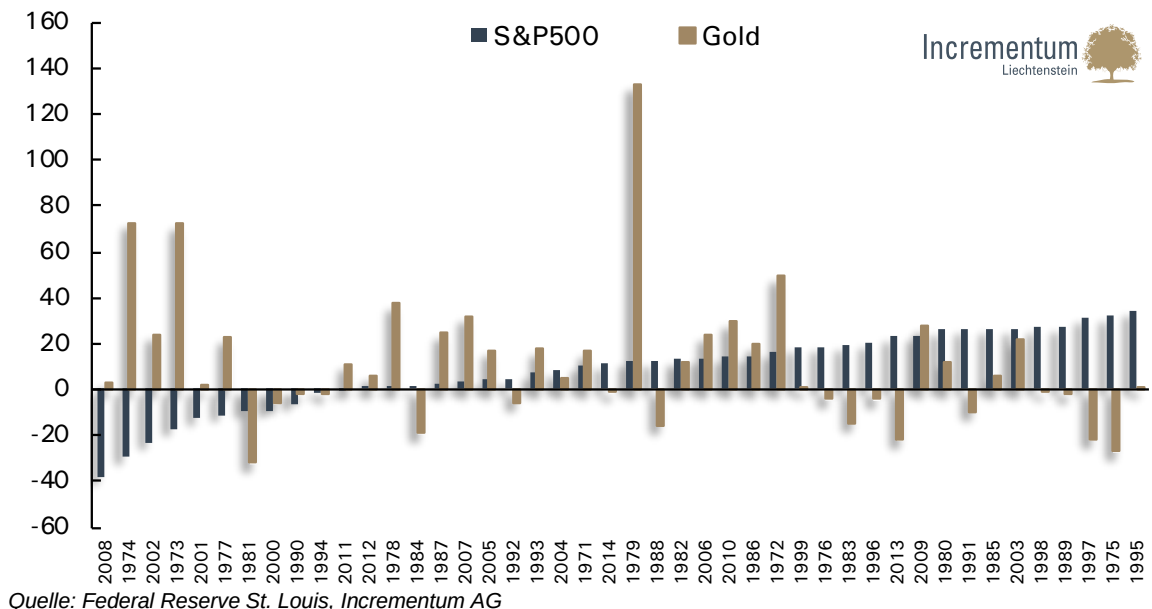
Quelle: Incrementum AG, Datastream

*“Risk is not about what happens but what could happen and what the consequences could be. Russian Roulette is statistically a 6:1 winner...until you lose.”*  
Prof. Dave Collum

Zahlreiche Studien belegen, dass eine Gold-Beimischung die Wertschwankung eines Portfolios verringert und somit die statistischen Portfolieigenschaften 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 Verlustjahren des S&P nicht nur relativ, sondern auch absolut eine hervorragende Performance ausweisen konnte. Dies bestätigt die Eigenschaft als Portfolio-Hedge. Andererseits geht aus der Grafik auch hervor, dass Hausse-Phasen am US-Aktienmarkt kein gutes Umfeld für die Goldpreisentwicklung bedeuten. Insofern wäre die Annahme plausibel, dass eine Fortsetzung der Gold-Hausse mit einem Ende bzw. einer Pause der Aktienrally einhergehen müsste.

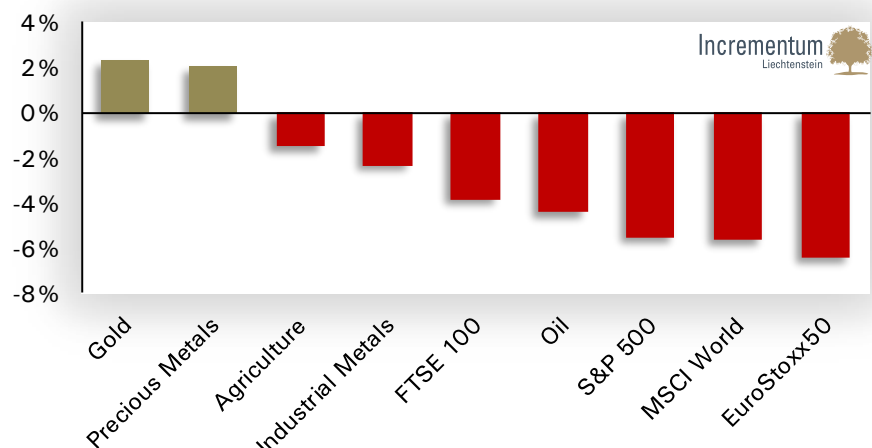


### Vergleich Jahresperformance Gold vs. S&P500



**Dass Gold ein attraktiver “Event-Hedge” ist, verdeutlicht auch nachfolgende Grafik.** Sie zeigt die Performance von unterschiedlichen Anlageklassen an den schwächsten 20% aller Tage des S&P 500. Lediglich Gold und Edelmetalle können in diesen Crash-Phasen eine positive Entwicklung ausweisen.

### Entwicklung in schwächsten 20% aller Handelstage des S&P 500<sup>138</sup>



*“It is a case of better having insurance and not needing it, than one day realizing that one needs it but doesn’t have it.”*  
Acting-man.com

**Korrelationen sind jedoch selten konstant.** Die Tabelle zeigt, wie stark die Korrelationen zwischen Gold und anderen wesentlichen Anlageklassen in den Vorjahren schwankten. So lag die Korrelation zwischen EUR/USD und Gold zwischen 0,10 (also kaum signifikant) und 0,5. Gegenüber Aktien korrelierte Gold teilweise negativ, teilweise positiv. Einzig die Korrelation mit Silber erscheint stabil, sie schwankte lediglich zwischen 0,74 und 0,90.

<sup>138</sup> Monatliche Daten, 2005-2015

**Tabelle: Korrelation zwischen Gold und anderen Anlageklassen**

|          | 2009 | 2010 | 2011  | 2012 | 2013 | 2014  |
|----------|------|------|-------|------|------|-------|
| EUR/USD  | 0,32 | 0,16 | 0,10  | 0,50 | 0,34 | 0,33  |
| Silber   | 0,82 | 0,81 | 0,74  | 0,84 | 0,90 | 0,80  |
| Öl (WTI) | 0,17 | 0,34 | 0,27  | 0,36 | 0,28 | 0,24  |
| S&P 500  | 0,03 | 0,21 | -0,03 | 0,26 | 0,17 | -0,16 |

Quelle: GFMS, Thomson Reuters

***“Skill is successfully walking a tightrope over Niagara Falls. Intelligence is not trying.”***  
Marilyn Vos Savant

***When you’re a distressed seller of an illiquid asset in a market panic, it’s not even like being in a crowded theatre that’s on fire. It’s like being in a crowded theatre that’s on fire and the only way you can get out is by persuading somebody outside to swap places with you.***

***“Despite the generally dismissive posture towards gold among global economists and monetary authorities, and its unpopularity among the great majority of large capital allocators in the West, global central banks continue to buy, re-patriate, and hoard it, which suggests the potential for future use in a currency devaluation.”***  
Paul Brodsky

**Ein wesentlicher Grund für unsere Goldaffinität stellt die hohe Liquidität von Gold dar.** Wie wir bereits in unseren letzten Studien beschrieben haben, zählt Gold zu den liquidesten Anlagegütern der Welt. Nur drei Währungspaare (USD/EUR, USD/JPY und USD/GBP) weisen ein noch höheres tägliches Handelsvolumen auf.

Häufig wird Liquidität als *Verkäuflichkeit* oder *Marktfähigkeit* definiert. Die bessere Definition liefert Investopedia: „Das Ausmaß, in dem ein Vermögenswert gekauft oder verkauft werden kann, ohne den Preis zu beeinflussen.“ Die entscheidende Frage lautet somit nicht: „Kann ich verkaufen“, sondern vielmehr: „Kann ich zu einem Preis verkaufen, der nahe am letzten Preis liegt“. Wahre Liquidität bedeutet somit, dass man große Positionen ohne signifikanten Preisabschlag liquidieren kann.<sup>139</sup> Dies wird im englischen als „ultimate liquidity“ bezeichnet.

**Entscheidend ist also nicht die Liquidität in ruhigem Fahrwasser, sondern in Stresssituationen.** 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 Stresssituationen oftmals rasch verkauft um Liquidität zu schaffen.

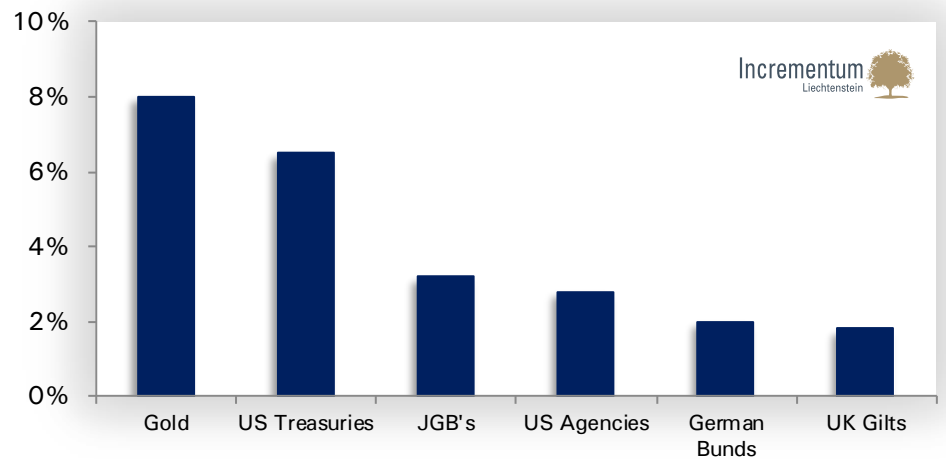
**Laut einer hochinteressanten Studie von Thomson Reuters GFMS<sup>140</sup> belief sich das globale Handelsvolumen im Vorjahr auf ca. 550.000 Tonnen.** Dies entspricht dem dreifachen Gesamtbestand an Gold bzw. dem 188fachen der jährlichen Minenförderung. Wertmäßig entspricht dieser Umsatz 22 Billionen USD und somit mehr als im Dow Jones, dem S&P500 oder am deutschen Anleihenmarkt gehandelt wird. Interessant erscheint zudem, dass sich der Handel sukzessive in Richtung Osten verschiebt: **War der Handelsplatz London noch vor wenigen Jahren für knapp 90% des Umsatzes verantwortlich, so sind es heute nur noch ca. 70%.<sup>141</sup>**

<sup>139</sup> Vgl. „Liquidity“, Howard Marks, Oaktree Memo

<sup>140</sup> Vgl. GFMS Gold Survey 2015

<sup>141</sup> Vgl. „Annual gold trades reaches \$22 TRILLION“, Frik Els, Mining.com

### Täglicher Umsatz als %-Anteil des Gesamtbestandes



Quelle: German finance agency, Japanese MOF, SIFMA, Thomson Reuters GFMS, UK DMO, WGC

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

**Die optimale Höhe der Goldallokation im Portfoliokontext ist nicht pauschal festzulegen**, da sie von individuellen Präferenzen, der Risikotoleranz und dem Zeithorizont abhängt. Um jedoch eine Richtschnur zu haben, könnte man sich Notenbanken zum Vorbild nehmen. Trotz der Denunziationen des gelben Edelmetalls ist ein Großteil der strategischen Währungsreserven nach wie vor in Gold gehalten. Sie dienen den Zentralbanken als ultimative Risikoversicherung in einer zunehmend virtualisierten Finanzwelt. Zudem erscheint es unserer Meinung nach bemerkenswert, dass nicht die westlichen Notenbanken sondern in erster Linie westliche *Finanzinvestoren* zuletzt ihre Goldbestände reduziert haben.

Die Bedeutung von Gold hat zuletzt auch die Deutsche Bundesbank betont. In einer Präsentation des Bundesbank-Vorstandes wies man auf die zentralen Funktionen des Edelmetalls hin:<sup>142</sup>

- ▶ Diversifikation
- ▶ Universelle Akzeptanz
- ▶ Robustheit gegen Schocks (Länder- oder Währungsrisiken)
- ▶ Vertrauensbildung
- ▶ Zeitloser Klassiker in seiner Funktion als Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel
- ▶ Wir halten Gold aus währungspolitischen Gründen als Teil der deutschen Währungsreserve

#### **Fazit:**

Über die zuvor besprochenen Portfolioeigenschaften 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 in sich birgt. **Gold ist purer Besitz. Der Papiermarkt basiert hingegen auf zahlreichen Versprechen unterschiedlichster Gegenparteien.** Die Attraktivität eines liquiden Gutes ohne jedwedes Gegenparteienrisiko wird in Phasen (vermeintlicher) Sicherheit geringer bewertet. **Bei zunehmender Sorge**

**"Predicting Rain Doesn't Count - Building the Ark Does"**  
Warren Buffett

<sup>142</sup> Vgl. Vorstandspräsentation Deutsche Bundesbank, 2013

über potenzielle Ausfallrisiken (deflationäres Umfeld) wird diese Eigenschaft von Gold wieder höher bewertet werden.

## b) Die Beziehung zwischen Gold und Zinsen

**Steigende Zinsen = fallender Goldpreis.** So lautet eine weitverbreitete Meinung. Nachfolgend wollen wir dieses Thema analysieren und Faktoren aufzeigen, die diese These stützen, aber auch in Frage stellen.

**Zurückkommend auf das Ausgangsstatement scheint die Vermutung auf den ersten Blick intuitiv Sinn zu ergeben.** Sobald das Zinsniveau in einer Volkswirtschaft steigt, signalisiert dies den Investoren, dass jene Investments an Attraktivität gewinnen, welche eine Rendite abwerfen. Anlagemöglichkeiten wie Gold und Rohstoffe, die keinen laufenden Ertrag einbringen, verlieren hingegen an Attraktivität, so die Argumentation.

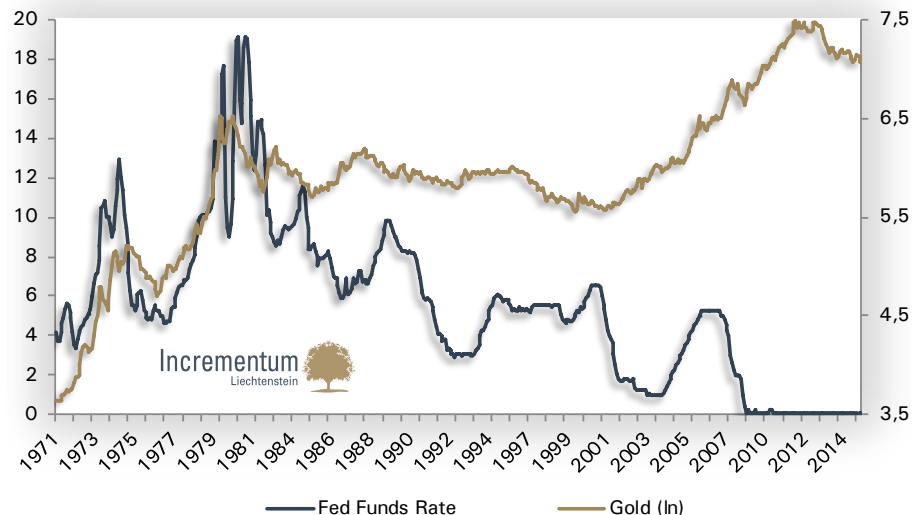
**Es ist allerdings zu beachten, dass sich das Zinsniveau im Zeitalter des Papiergeldes nicht frei bilden kann und daher kein rein marktwirtschaftliches Phänomen ist.** Die freie Zinsbildung, welche sich am Markt ergeben würde, wird durch die Steuerungspolitik der Notenbanken sowie durch die Vergabe von Zirkulationskrediten<sup>143</sup> unterbunden.

**Die Federal Funds Rate ist ein maßgeblicher Indikator für die Geldpolitik der amerikanischen Notenbank und daher auch für die Entwicklung des Goldpreises von hoher Bedeutung.** So signalisieren fallende Zinsen eine expansive Geldpolitik (easing) und steigende Raten ein Anziehen der monetären Zügel (tightening). Gold – als das ultimative Zahlungsmittel – sollte daher gegenläufig reagieren. Sobald eine lockere Geldpolitik gefahren wird, sollte Gold tendenziell steigen, bei einer straffen Geldpolitik tendenziell fallen. Um diesen Zusammenhang grafisch darzustellen, haben wir im nachfolgenden Chart die Entwicklung der Effective Fed Funds Rate der logarithmierten Performance von Gold gegenübergestellt.

---

<sup>143</sup> Ein Zirkulationskredit ist gemäß Mises ein Kredit, der nicht durch Ersparnisse gedeckt ist.

### Fed Funds Target Rate<sup>144</sup> und Gold (rechte Skala, ln)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Um den historischen Zusammenhang der Goldpreisentwicklung in Phasen von Zinserhöhungen zu untersuchen haben wir alle acht „tightening“ Phasen seit 1971 analysiert.

### Zinserhöhungszyklen und Veränderung des Goldpreises

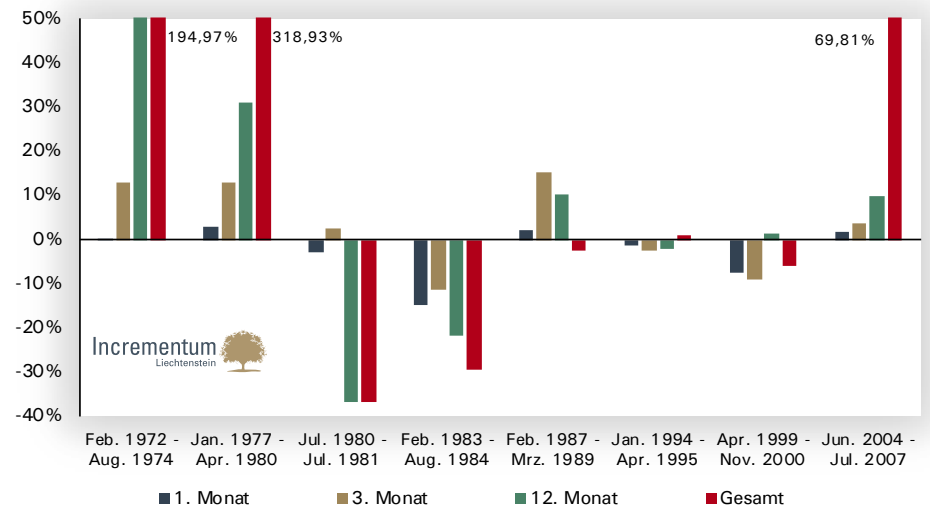
| Zeitraum              | Veränderung Effective Fed Funds Rate |       |           | Gold    |
|-----------------------|--------------------------------------|-------|-----------|---------|
|                       | Start                                | Ende  | Differenz | Return  |
| Jan. 1977 - Apr. 1980 | 4,61                                 | 17,61 | 13,00     | 318,93% |
| Feb. 1972 - Aug. 1974 | 3,30                                 | 12,92 | 9,62      | 194,97% |
| Jun. 2004 - Jul. 2007 | 1,03                                 | 5,26  | 4,23      | 69,81%  |
| Jan. 1994 - Apr. 1995 | 3,05                                 | 6,05  | 3,00      | 1,09%   |
| Feb. 1987 - Mrz. 1989 | 6,10                                 | 9,85  | 3,75      | -2,69%  |
| Apr. 1999 - Nov. 2000 | 4,74                                 | 6,51  | 1,77      | -5,88%  |
| Feb. 1983 - Aug. 1984 | 8,51                                 | 11,64 | 3,13      | -29,55% |
| Jul. 1980 - Jul. 1981 | 9,03                                 | 19,10 | 10,07     | -36,62% |

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Obwohl die Fed Funds Rate und der Goldpreis eine negative Korrelation aufweisen, lassen sich Perioden beobachten, in denen diese Beziehung zusammenbricht. So beispielsweise in den „tightening“-Phasen von Februar 1972 bis August 1974, von Jänner 1977 bis April 1980 und zuletzt von Juni 2004 bis August 2007, als der US-Leitzins von 1% auf 5,25% angehoben wurde, während Gold von USD 395 auf USD 715 haussierte.

<sup>144</sup> Seit Einführung des Zielbandes haben wir in unseren Berechnungen die Obergrenze (0,25%) für die folgenden Charts und Tabellen in diesem Kapitel verwendet.

### Goldpreis in Zinserhöhungszyklen: Jeweils 1M/3M/12M seit 1. Zinsschritt



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

### Was sind nun die Gründe dafür, dass dieser Zusammenhang in einigen Perioden nicht gegeben ist?

1. Die Fed Funds Rate ist eine nominale Rate. Reale Zinsraten sind jedoch oftmals wichtiger für die Goldpreisentwicklung. Paradebeispiel ist hierbei die Phase von 1977 bis 1980, als der Leitzins von 5% auf knapp 18% angehoben wurde, die Realzinsen jedoch aufgrund der galoppierenden Inflation stark fielen und der Goldpreis von USD 170 auf 850 haussierte.
2. Der gewünschte Effekt, den sich Zentralbanken aus der Herab- oder Heraufsetzung des Zinsniveaus erwarten, entfaltet sich nur solange der Geldmengenmultiplikator wirkt, d.h. solange die Banken gewillt sind mehr Kreditgeld in die Wirtschaft zu pumpen. Sofern der „money multiplier“ nicht funktioniert (wie gegenwärtig der Fall) und Banken nur zurückhaltend Geld verleihen, obwohl die Zinsen auf historisch niedrigem Niveau verharren, fällt der Zusammenhang zwischen sinkenden Zinsen und steigendem Geldangebot in sich zusammen. Eine historisch sehr niedrige Fed Funds Rate führt in einem solchen Umfeld nicht zwangsläufig zu einer Zunahme des Geldangebots da die Giralgeldschöpfung stockt. Das anfängliche Statement – fallende Zinsen stellen eine expansive Geldpolitik und somit auch ein expansives Geldangebot dar – gilt folglich in diesem Szenario nicht.

### Fazit:

**Obwohl es eine statisch negative Korrelation zwischen der Fed Funds Rate und Gold gibt, mahnen wir dennoch zur Vorsicht.** Historisch betrachtet, trat der Zusammenhang in einigen Zins-Zyklen ein. Nichtsdestotrotz ist die Anfangsvermutung, wonach steigende Zinsen stets fallende Goldpreise implizieren, schlichtweg falsch.



### c) Der Zusammenhang zwischen Gold und dem Dollar

**In der Regel wird die Stärke bzw. Schwäche einer Papiergeldwährung<sup>145</sup> gegenüber einer anderen Währung durch ihren Wechselkurs ausgedrückt.** Wir halten dies jedoch für ein sehr beschränktes Maß. Alle Währungen befinden sich im Papiergeldzeitalter und speziell seit Ausbruch der Finanzkrise in einem Abwertungswettbewerb. **Wechselkurse geben daher nur bedingt Auskunft über die reale Wertentwicklung einer Fiat-Währung.**

**Ist man an der tatsächlichen Stärke bzw. Schwäche einer Währung interessiert, muss man auf andere Indikatoren zurückgreifen.** Ein solcher Indikator ist Gold. Wir haben schon in den vergangenen Goldreports dargelegt, dass wir Gold nicht als Rohstoff, sondern als Währung betrachten. Aufgrund seiner speziellen Eigenschaften konnte sich Gold in der Vergangenheit als das marktgängigste Gut durchsetzen, weshalb es weiterhin eine entscheidende Rolle im globalen Finanzsystem einnimmt. Im Gegensatz zu den heute gängigen Papiergeldwährungen kann Gold bekanntlich nicht unendlich vermehrt werden und eignet sich daher besonders gut als ein aussagekräftiger Vergleichsparameter.

**Eine Möglichkeit, die reale Stärke einer Währung darzustellen, sind Währungsindizes.** In Währungsindizes werden bestimmte Wechselkurse verschiedener Währungen in einem Währungskorb zusammengefasst. Die hierdurch erhaltenen Daten geben ein besseres Abbild als einzelne Wechselkurse, da sie potentielle Interdependenzen der einzelnen Wechselkurse besser in den Kontext einordnen können. Ein vielfach verwendetes Maß für den US-Dollar ist der US-Dollar-Index (USDIX). Er misst den relativen Wert des Dollars ausgedrückt in einem Währungskorb aus Fremdwährungen. In diesem Währungskorb sind derzeit folgende Währungen mit entsprechender Gewichtung enthalten:

- ▶ Euro zu 57,6%
- ▶ Yen zu 13,6%
- ▶ Pfund zu 11,9%
- ▶ Kanadischer Dollar zu 9,1%
- ▶ Schwedische Krone zu 4,2%
- ▶ Schweizer Franken zu 3,6%

Der USDIX steigt, wenn der Wert des Dollars verglichen zu den oben genannten Papiergeldwährungen aufwertet und vice versa.<sup>146</sup> Auf nachfolgendem Chart erkennt man, dass der Dollar zwischen 1985 und 2011 um knapp 50% gegenüber dem Währungskorb abwertete. Seitdem hält eine impulsive Aufwärtsbewegung an, welche nun mit dem 30-jährigen Abwärtstrend flirtet.

<sup>145</sup> Wie wir in unserem Buch aufzeigen, verstehen wir die derzeitigen Papiergeldwährungen nicht als Geld, sondern als staatliche Umlaufmittel. Es handelt sich hierbei „(...) nach Ludwig von Mises [um] Bankwerte, die anstelle von Geld treten, durch dieses aber nicht hinsichtlich der Fälligkeit und Liquidität voll gedeckt sind“ Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle, Valek, S. 36, 69

<sup>146</sup> Hierzu wird das geometrische Mittel des Währungskorbes gebildet.

## US-Dollar-Index (USDIX)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Interessant ist nun, dies im Kontext mit Gold zu betrachten. Vergleicht man die Entwicklung des USDIX und Gold, so lässt sich klar feststellen, dass der USDIX mit Gold stark negativ korreliert ist.** Ein Anstieg des USDIX ging in der Vergangenheit meist mit einem Rückgang bei Gold einher und vice versa. Indem wir den USDIX invers darstellen, wird die negative Korrelation im Chart durch einen weitestgehend parallelen Verlauf leicht ersichtlich.

## U.S. Dollar Index (USDIX) & Gold (In)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Noch offensichtlicher ist dieser Zusammenhang, wenn wir starke Trendphasen, also ausgeprägte Bullen- und Bärenmärkte des Dollars, und deren Auswirkungen auf den Goldpreis messen.

**Tabelle: 1971-2015: Entwicklung Gold in Trendphasen des USD**

| Zeitraum    | Veränderung USDX | Veränderung Gold | Korrelation USDX/Gold |
|-------------|------------------|------------------|-----------------------|
| 1976 - 1980 | -9,99%           | 412,23%          | -0,66                 |
| 1980 - 1985 | 46,17%           | -55,11%          | -0,84                 |
| 1985 - 1995 | -37,35%          | 25,06%           | -0,43                 |
| 1995 - 2002 | 27,96%           | -25,60%          | -0,90                 |
| 2002 - 2011 | -34,58%          | 382,84%          | -0,76                 |
| 2011 - 2015 | 24,67%           | -11,92%          | -0,68                 |
| Gesamt      | -16,01%          | 1739,87%         | -0,63                 |

Quelle: Incrementum AG

In der Tabelle können wir die inverse Beziehung zwischen dem USDX und Gold sehr gut erkennen. Darüber hinaus zeigt sich, dass der USDX und Gold nicht nur insgesamt negativ korreliert sind (Korrelationskoeffizient: minus 0,63<sup>147</sup>), sondern auch, dass diese inverse Beziehung in den jeweiligen Bullen- und Bärenmärkten des USDX besonders stark ausgeprägt ist.

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch eine Studie des World Gold Councils<sup>148</sup>, welche die jährlichen Performances von Gold in unterschiedlichen Dollar-Regimes (also fallender/steigender/stabiler Dollar) untersucht. Das Ergebnis zeigt, dass sich der Goldpreis am besten (+14,9% p.a.) entwickelt, wenn der Dollar fällt. Im Umfeld eines aufwertenden Dollars tendierte der Goldpreis im Schnitt 6,5% schwächer pro Jahr.

**Besonders bemerkenswert – und in der öffentlichen Wahrnehmung kaum erwähnt – erscheint dabei die klare Asymmetrie:** So steigt der Goldpreis mehr als doppelt so stark bei fallendem Dollar, als er bei steigendem Dollar fällt. Zudem zeigt die Studie des WGC, dass die Korrelation von Gold und Aktien oder Rohstoffen in Zeiten eines steigenden Dollars geringer ist. Dies ist unserer Meinung nach eine im Portfoliokontext wichtige Information.

**Tabelle: Jährliche Goldpreisentwicklung, Volatilität sowie Korrelationen in unterschiedlichen Dollar-Regimen**

| Kennzahl             | Performance<br>(Gesamtperiode) | Abwertender<br>Dollar | Stabiler Dollar<br>(Seitwärtstrend) | Aufwertender<br>Dollar |
|----------------------|--------------------------------|-----------------------|-------------------------------------|------------------------|
| Rendite              | 6,2%                           | 14,9%                 | 7,8%                                | -6,5%                  |
| Volatilität          | 19,5%                          | 18,4%                 | 20,2%                               | 19,7%                  |
| Korr. mit Aktien     | -0,06                          | 0,07                  | -0,16                               | -0,11                  |
| Korr. mit Rohstoffen | 0,15                           | 0,16                  | 0,14                                | 0,07                   |

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Die in der Tabelle ersichtliche historisch gegenläufige Beziehung zwischen Gold und Dollar scheint sich jedoch immer mehr abzuschwächen. Dies sah man auch im vergangenen Jahr, als der Dollar haussierte, Gold jedoch seitwärts tendierte. Dies könnte mit der immer größeren Bedeutung der

<sup>147</sup> Ein Wert von -1 steht für eine perfekte negative Korrelation, während ein Wert von +1 eine perfekte positive Korrelation signalisiert.

<sup>148</sup> Vgl. „Gold Investor: Risk management and capital preservation, Volume 8“, World Gold Council

Emerging Markets (vor allem China und Indien) für den Goldpreis zusammenhängen. Während sich die Goldnachfrage in den 70er und 80er Jahren hauptsächlich auf die Industrienationen beschränkte, stammen heute knapp zwei Drittel der Nachfrage aus den Schwellenländern. **Unsere Analysen zeigen, dass sich die Veränderung der Realzinsen in den Emerging Markets zunehmend stärker auf die Investmentnachfrage auswirkt.**

**Fazit:**

**Die Konsensmeinung scheint zu sein, dass ein starker US-Dollar automatisch niedrige Goldpreise bedeutet.** Diese These lässt sich auch empirisch untermauern. Unsere Analysen zeigen jedoch, dass der Zusammenhang klar asymmetrisch ist: Ein starker Dollar schadet dem Goldpreis deutlich weniger, als ein schwacher Dollar Gold beflügelt.

Zudem scheint es, als würden sich die historischen Muster verändern. Die „**autonome Steigerungsrate**“, also die Rate des Goldpreisanstiegs, die unabhängig von Wechselkursschwankungen ist,<sup>149</sup> wird sich unserer Meinung nach weiter erhöhen. Dies liegt u.a. darin begründet, dass der Einfluss der Schwellenländer auf die Goldnachfrage in den letzten Jahren maßgeblich gewachsen ist. Insofern könnte sich die historisch inverse Beziehung zwischen dem Dollar und dem Goldpreis in Zukunft abschwächen. **Was gut für den Dollar ist, muss nicht immer schlecht für Gold sein.**<sup>150</sup>

## **d) Die Opportunitätskosten von Gold**

**Die Opportunitätskosten sind für die Entwicklung des Goldpreises essentiell.** Wie hoch sind die konkurrierenden wirtschaftlichen Chancen und Risiken, die ich in Kauf nehme, wenn ich Gold halte? Realzinsen, Wachstumsraten der Geldmengenaggregate, Volumen und Qualität der Schulden, politische Risiken, sowie die Attraktivität von anderen Assetklassen (insbesondere Aktien) sind die wichtigsten Determinanten. **Deshalb wollen wir uns auf den nächsten Seiten den wichtigsten Opportunitätskosten von Gold widmen.**

### **Realzinsen:**

***“Amazingly, people are paying Switzerland to warehouse their money for 10 years...That makes gold a high-yielder, because it yields zero.”***  
Jeff Gundlach

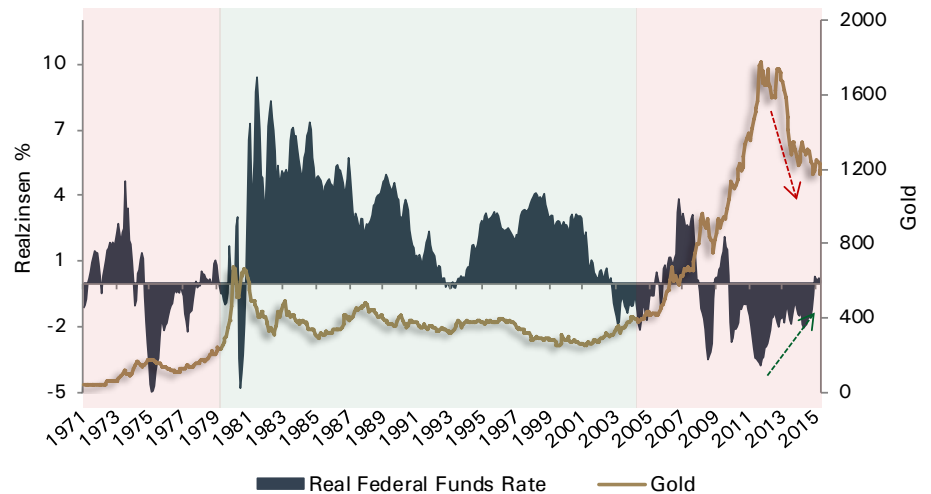
Die nachfolgende Grafik bildet die Realzinsen<sup>151</sup> und den Goldpreis ab. Dabei springen zwei von überwiegend negativen Realzinsen geprägte Phasen ins Auge: zum einen die 70er Jahren und zum anderen die Phase von 2002 bis heute. Beide Phasen stellten ein eindeutig positives Umfeld für den Goldpreis dar.

<sup>149</sup> Vgl. „Das goldene Erbe des US-Dollar“, Prof. Dr. Thorsten Polleit

<sup>150</sup> Vgl. „Gold Investor: Risk management and capital preservation“, Volume 8, World Gold Council

<sup>151</sup> Fed Funds Rate abzüglich der Preisinflationsrate

### Realzinsen vs. Goldpreis seit 1971



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Anhand einer kurzfristigeren Betrachtung der Realzinsen lässt sich die oben formulierte Vermutung besser erkennen. Seit Ende 2011 befinden wir uns in einer Phase steigender Realzinsen, was sich wiederum in fallenden Goldpreisen niederschlägt. Im Jahr 2009 erkannte man, dass Gold die Trendwende in Richtung fallender Realzinsen bereits korrekt antizipierte. **Ähnlich könnte sich die Situation auch aktuell darstellen, sodass Gold bereits fallende Realzinsen diskontiert.**

### Gold vs. Realzinsen (invertierte Achse)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Die nachfolgende Tabelle zeigt die durchschnittliche monatliche Goldpreisentwicklung bei niedrigem, moderatem und hohem Realzinsniveau. Zudem führt sie diese Entwicklung bei steigenden und fallenden Realzinsen an. **Das beste Umfeld (+1,5% pro Monat) für den Goldpreis bieten niedrige und fallende Realzinsen.**

#### Historische Performance in unterschiedlichen Realzins-Niveaus

|                         | REALZINSNIVEAU   |                    |               | TREND DER REALZINSEN |                  |
|-------------------------|------------------|--------------------|---------------|----------------------|------------------|
|                         | Niedrig<br>(<0%) | Moderat<br>(0%-4%) | Hoch<br>(>4%) | Fallender Trend      | Steigender Trend |
| Ø monatl.<br>Return     | 1,5%             | 0,7%               | -1,0%         | 0,8%                 | 0,3%             |
| Standard-<br>abweichung | 0,5%             | 0,4%               | 0,6%          | 0,3%                 | 0,4%             |

Quelle: World Gold Council

#### Fazit:

Eine langfristig negative Goldpreisentwicklung müsste mit steigenden bzw. konstant positiven Realzinsen einhergehen. Aufgrund der mittlerweile erreichten Schuldenniveaus – auf Ebene der Staaten, der Unternehmen aber auch der Privathaushalte – halten wir dies für schwer vorstellbar. Die Notenbanken sind schon längst zu Gefangenen der Überschuldungspolitik avanciert.

#### Aktien

*“The funny thing is there is a disconnect between what investors are saying and what they are doing. No one thinks all the problems the global financial crisis revealed have been healed. But when you have an equity rally like you’ve seen for the past four or five years, then everybody has had to participate to some extent. What you’ve had are fully invested bears.”*  
Gerard Minack

Im Zuge der zuvor beschriebenen Asset Price Inflation und des disinflationären Umfelds zählen Aktien als klassische Sachwerte offensichtlich zu den größten Profiteuren. Im Vorjahr hatten wir formuliert: „Das derzeit noch vorherrschende „Lowflation“-Umfeld, welches von niedriger Preisinflation und tendenziell unter den Erwartungen liegenden Wachstumszahlen geprägt ist, entpuppt sich als Schlaraffenland für Aktieninvestoren.“ Da das disinflationäre Umfeld weiter anhielt, zählten Aktien in den vergangenen 12 Monaten zu den besten Anlageklassen.

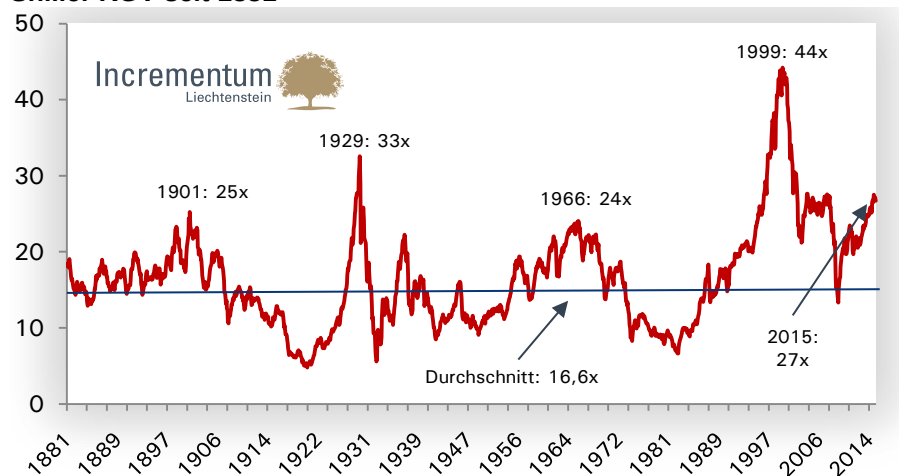
Dass die Hausse mittlerweile besorgniserregende Ausmaße annimmt, zeigen zahlreiche Indikatoren und Vergleiche. So liegt der Anteil der „margin debt“ in Relation zur Marktkapitalisierung mittlerweile auf einem weit höheren Niveau als zum Höhepunkt der Dotcom-Blase.<sup>152</sup>

Ein langfristiger Blick auf die Bewertungsniveaus erscheint deshalb angebracht. Für eine langfristige Standortbestimmung eignet sich das sogenannte Shiller-KGV. Um konjunkturelle Schwankungen zu glätten berechnet es den inflationsbereinigten Gewinndurchschnitt der letzten 10 Jahre. Gemäß dieser Bewertungskennzahl scheinen die Aussichten für US-Aktien nicht rosig, die Bewertung befindet sich keineswegs auf „Schnäppchen-Niveau“. So liegt der aktuelle Wert bei 27 und wurde in der 134-jährigen Historie erst zwei Mal übertroffen. Der langfristige Durchschnitt liegt bei 16,6 und somit deutlich unter dem aktuellen Stand.

<sup>152</sup> Vgl. „IMF tells regulators to brace for global ‘liquidity shock’“, Ambrose Evans-Pritchard, The Telegraph



### Shiller KGV seit 1881



Quelle: Prof. Robert Shiller, Incrementum AG

***“Ultimately, investors will need to choose where to place their faith – in history books or in crystal balls.”***  
**Jordan Eliseo**

Analysiert man die bisherigen vier Höchststände des Shiller-KGV's und die darauffolgende Entwicklung des US-Aktienmarktes, so sollte dies den Optimismus der Aktienbullen dämpfen. Anleger haben in der darauffolgenden Dekade kein Geld verdient und maximale Verluste von 81% hinnehmen müssen.<sup>153</sup>

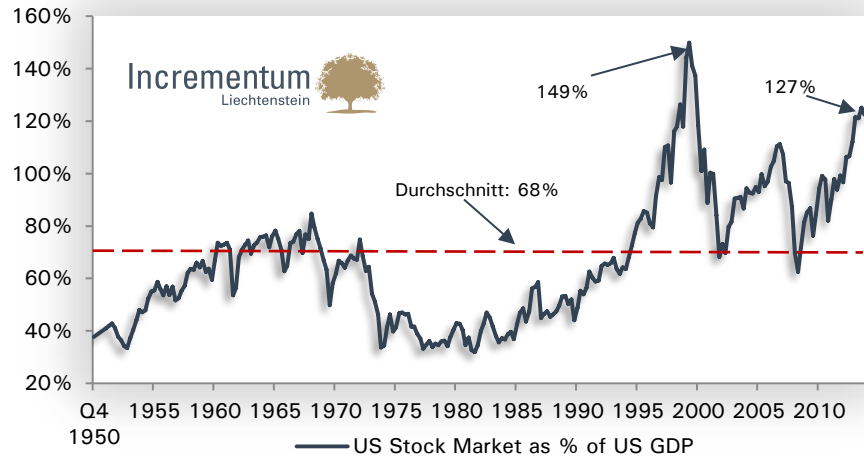
|                       | Shiller KGV am Peak | Performance der nächsten Dekade (annualisiert) | Maximaler Kursverlust |
|-----------------------|---------------------|------------------------------------------------|-----------------------|
| <b>Juni 1901</b>      | 25                  | -0,2%                                          | -38%                  |
| <b>September 1929</b> | 33                  | -6,7%                                          | -81%                  |
| <b>Jänner 1966</b>    | 24                  | -5,1%                                          | -56%                  |
| <b>Dezember 1999</b>  | 44                  | -4,9%                                          | -58%                  |
| ???                   | ???                 | ???                                            | ???                   |

Quelle: Jordan Eliseo – ABC Bullion, Incrementum AG

**Ein weiterer langfristiger Indikator – der sogenannte Buffett-Indikator – mahnt ebenfalls zur Vorsicht.** Er zeigt die Gesamtkapitalisierung aller in den USA börsengehandelten Unternehmen in % des US-BIP's. Erst einmal in der Geschichte, und zwar im 1. Quartal 2000, lag das Verhältnis höher als aktuell. Der Indikator bestätigt somit, dass US-Aktien im Vergleich zur Historie alles andere als günstig bewertet sind.

<sup>153</sup> Vgl. „Dire Straits: Money for Nothing – Debt for Free“, Jordan Eliseo

### Gesamtkapitalisierung US Aktienmarkt in % des BIP:



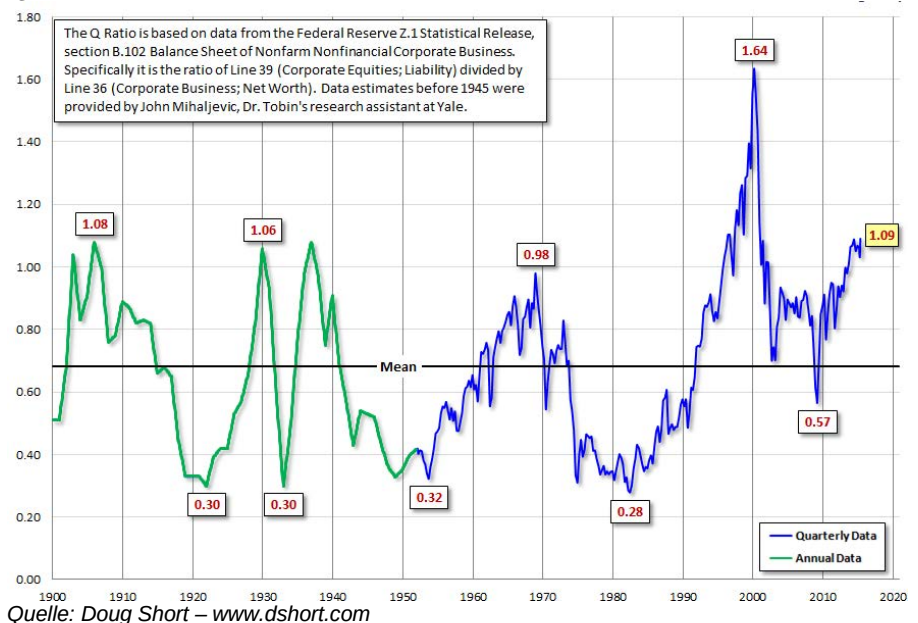
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

*“My fear is that because interest rates are suppressed, therefore earnings are inflated. So when rates go up ... the hall of mirrors is shattered and we look at each other and see what actually is real rather than what the Fed wants us to believe.”*  
James Grant

**Auch das Tobin's Q (Markt-Buchwert-Verhältnis) zeigt mittlerweile Extrem-Niveaus bei US-Aktien an.** Die Bewertungskennzahl wird ermittelt, indem man den Marktwert eines Unternehmens (Aktienkapitalisierung plus Verbindlichkeiten) durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände teilt.<sup>154</sup>

Seit dem Jahre 1900 liegt der Median in etwa bei 0,7. Seit 2009 (0,56) kann man einen signifikanten Anstieg des Tobin's Q beobachten. Es ist inzwischen auf 1,12 und damit den zweithöchsten Stand in seiner Geschichte gestiegen. Mittlerweile befindet sich das Verhältnis zwei Standardabweichungen über dem langfristigen Mittelwert. **Je weiter das Tobin's Q steigt, desto wahrscheinlicher wird eine umfassende Kurskorrektur.**<sup>155</sup>

### Q-Ratio seit 1900

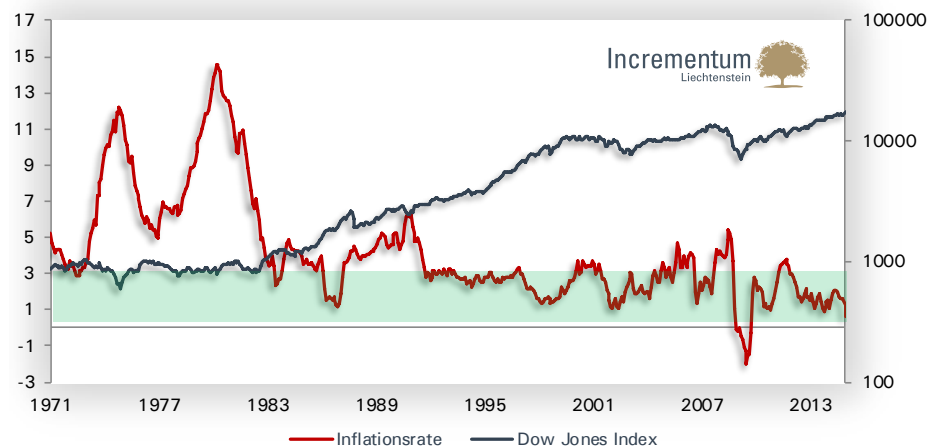


<sup>154</sup> Vgl. „Tobin's Q“, Wikipedia

<sup>155</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle, Valek, S. 263-264

Gemäß unserer Auswertungen zeigt sich, dass Aktien bei einer Preisinflationsrate in Höhe von +1% bis +3% das beste Umfeld vorfinden. Dieser „Wohlfühlkorridor“ wurde beispielsweise in den 70er Jahren beständig verlassen, die Aktienmärkte tendierten nominell seitwärts, real jedoch deutlich im Minus. Auch Zeiträume mit relativ hohen Inflationsraten wie z.B. 2000-2002, 2005 oder 2007 bis Mitte 2008 bedeuteten ein tendenziell negatives Umfeld für die Aktienmärkte.<sup>156</sup>

#### US-Inflationsrate und Dow Jones Index seit 1971

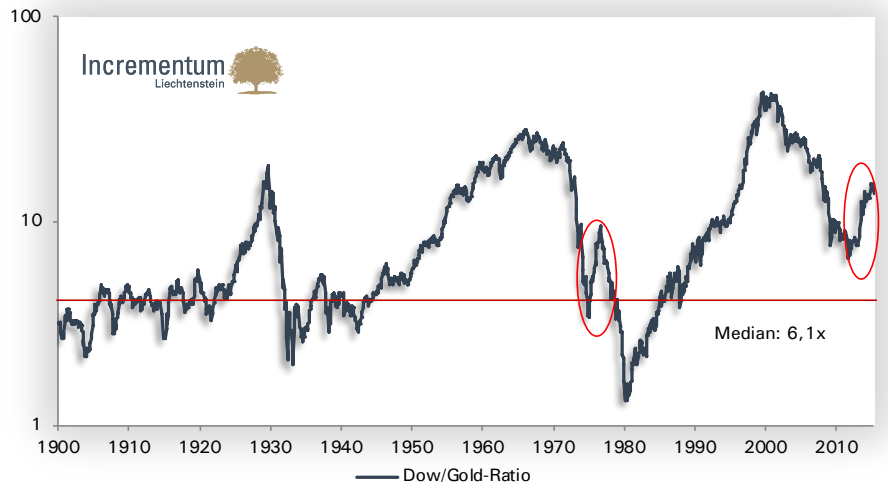


Quelle: Incrementum AG, Wellenreiter Invest, Federal Reserve St. Louis

Ein Blick auf das langfristige Dow/Gold-Ratio zeigt eine relative Unterbewertung von Gold im Vergleich zu Aktien. Mit einem Wert von 15x liegt das Verhältnis derzeit deutlich über dem langfristigen Median von 6,1x. Im Jahre 1932 lag das Verhältnis bei 2x, am Ende des letzten Bullenmarktes 1980 lag das Verhältnis bei 1,3x. Die derzeitige Entwicklung des Ratios erinnert uns – nicht zuletzt aufgrund der ausgeprägten Disinflation – an die Zwischenkorrektur von 1974 bis 1976.

<sup>156</sup> Vgl. „Ausblick 2015“, Wellenreiter-Invest Studie, Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn

### Dow/Gold-Ratio seit 1900 (logarithmische Skalierung)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

#### **Fazit:**

US-Aktien sind im Vergleich zu historischen Bewertungsniveaus äußerst ambitioniert bewertet. Eine Rückkehr zum Mittel erscheint nur eine Frage der Zeit. Wir gehen davon aus, dass Aktien derzeit die größten Opportunitätskosten für den Goldpreis darstellen. **Sobald die Aktienrally ins Stottern gerät, könnte dies der Goldpreisentwicklung Rückenwind verschaffen.**

# Den physischen Handel neu definieren

ABX ist weltweit Pionier für physischen Handel - ein modernisierter alternativer Weltmarktplatz, ganzheitlich und skalierbar. Die bahnbrechende Technologie des Gewerbes und die gekoppelte Echtzeitpreis Darstellung verändert stetig die Art und Weise des physischen Handels.

**Schließen Sie sich dieser Evolution an**  
und formen Sie mit uns die Zukunft des Edelmetall Handels.



## 8. VERGANGENHEIT, GEGENWART UND ZUKUNFT DER WÄHRUNGSARCHITEKTUR

*“Auro loquente omnis oratio inanis est -  
Wenn das Gold redet, dann schweigt die Welt”*

**Gold spielt spätestens seit König Krösus um 600 vor Christi eine entscheidende Rolle in der Geldgeschichte.** Auch heutzutage, wo es formell keine Goldbindung an die staatlichen Zahlungsmittel mehr gibt, sind die Themen „Gold“ und „Geld“ nach wie vor untrennbar miteinander verbunden. Währungssysteme befanden sich stets im Wandel. **Ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt, dass es zumeist Gold bedurfte, um eine neue Währung mit Vertrauen auszustatten. Ein Blick in die Zukunft zeigt, dass es über kurz oder lang vermutlich auch diesmal so sein wird.**

### a) Bismarck und der geldsystembedingte Untergang der Hochkulturen<sup>157</sup>

*“Der Zustand des Geldwesens  
eines Volkes ist ein Symptom  
aller seiner Zustände.”*  
Joseph Alois Schumpeter

*“A great Empire, like a great  
Cake, is most easily diminished  
at the Edges.”*  
Benjamin Franklin

*“Nations are not ruined by one  
act of violence, but gradually and  
in an almost imperceptible  
manner by the depreciation of  
their circulating currency,  
through excessive quantity...”*  
Nikolaus Kopernikus

Das Beispiel vom Untergang des Römischen Reiches zeigt eindrucksvoll, wie der sich ausdehnende Imperialismus und eine überbordende Bürokratie zu einer stetigen Geldentwertung und letztendlich zum Kollaps eines Weltreiches führen können.

Eine bemerkenswerte Studie bezüglich des Niedergangs wichtiger Imperien wurde von Reichskanzler Otto von Bismarck in Auftrag gegeben. Er betraute den Historiker, Nationalökonom und Agrarpolitiker Gustav Ruhland mit der Aufgabe herauszufinden, weshalb die großen Hochkulturen und Weltreiche der Geschichte untergingen. Bismarck war nach Beendigung der Recherchen nicht mehr im Amt, die politischen Konsequenzen auf Grundlage der Erkenntnisse der Studie wurden daher nicht gezogen. **Nichtsdestotrotz sollten die Erkenntnisse Ruhlands eine Pflichtlektüre für jeden Bürger und Politiker sein.**<sup>158</sup>

**Ruhland kam zu dem Ergebnis, dass beim Niedergang der Griechen, Römer, Spanier und des Britischen Weltreichs die Ursachen stets in der Geldpolitik zu finden waren.** Ruhland fiel auf, dass es immer zuerst der Berufsstand der Bauern war, der dem Wachstumsdruck nicht standhalten konnte. Ein Acker lässt sich eben nicht endlos ausbeuten, eine Kuh nicht endlos melken. Die Bauern gaben die Äcker auf und der Staat musste für das Volk immer mehr Nahrungsmittel aus entfernteren Gebieten einführen, die militärisch erobert werden mussten.

Gemäß Ruhland folgen beim Niedergang der von ihm untersuchten Hochkulturen nach der landwirtschaftlichen Krise die Kreditkrise des Grundbesitzes, Staatskreditkalamität, Sozialismus und schließlich Unfrieden. Ruhland schlussfolgerte:

<sup>157</sup> Aus dem Buch: „Kredit verspielt - Warum Sie über (Ihr) Geld nachzudenken sollten, bevor es andere tun“, [www.kredit-verspielt.de](http://www.kredit-verspielt.de), Markus Weis

<sup>158</sup> Das gesamte Werk „System der politischen Ökonomie“ kann man unter folgendem Link lesen: <http://www.vergessene-buecher.de/uebersicht.html#anfang>



*"Die in Raum und Zeit verschiedensten Völker zeigen in ihrem Niedergang wesentlich gleichartige Krankheitssymptome. Schon daraus kann die Vermutung abgeleitet werden, dass die verschiedensten Völker der Geschichte **volkswirtschaftlich an derselben Krankheit zu Grunde gegangen** sind. (...) Und wie nennen wir diese völkermordende Krankheit? Die heutige Nationalökonomie lässt diese Frage unbeantwortet. Wie schon betont wurde, **gefällt sich das moderne nationalökonomische Spezialistentum darin, in seinen Monographien jedes Symptom als eine selbständige Krankheit zu betrachten und ohne Kenntnis des Ganzen reformatorisch zu behandeln. Eine solche Methode (...) ist auch ganz unvereinbar mit dem Begriff der Volkswirtschaft als Organismus.**"*

**Für den Niedergang des Römischen Reiches formulierte Ruhland folgende Kausalkette:**

- ▶ steigende Verarmung des Volkes versus exorbitante Zunahme von Reichtum und Luxus bei Wenigen (Cantillon-Effekt)
- ▶ Rückgang der Gewerbetreibenden durch billige Sklaven
- ▶ Dekadenzerscheinungen bei den Herrschenden (Proz, Veruntreuung, Korruption, Gier)
- ▶ höhere Steuern, Sonderabgaben; der Staat setzt zur Eintreibung zunehmend sein Heer ein
- ▶ Staat alimentiert die verarmende Bevölkerung (Ruhigstellung durch Sozialstaat sowie „Brot und Spiele“)
- ▶ Dekadenzerscheinung beim Volk, Verrohung der Moral
- ▶ externe militärische Konflikte zur Bestandswahrung und/oder Ablenkung
- ▶ Bankiers übernehmen die Regierung
- ▶ Einmischung vom Staat in die Märkte, Staats- und Geldsozialismus
- ▶ Geldentwertung (z.B. Verringerung des Edelmetallgehalts in Münzen)
- ▶ Teuerung
- ▶ Aufstände, Bürgerkriege, externe Kriege
- ▶ chronischer Staatsbankrott
- ▶ Rückgang der Bevölkerung
- ▶ Tauschwirtschaft statt Geldwirtschaft

**Die Parallelen zur gegenwärtigen Situation sind schwer zu negieren.**

## **b) King Dollar und seine Thronfolger**

**Die derzeitige globale Währungsarchitektur stellt ein Unikum der Geldgeschichte dar.** Spätestens seit der Konferenz von Bretton Woods war das Britische Pfund endgültig vom US-Dollar als global regierende Währung abgelöst. Die Vereinigten Staaten gingen als unangefochten führende Wirtschaftsmacht in die Nachkriegsära. Dies spiegelten auch die Goldreserven des Landes wider. Mit über 20.000 Tonnen Gold verfügten die USA über die mit Abstand größten Goldreserven aller Nationen.

**Der Gold-Devisen-Standard, welcher in Bretton Woods 1944 beschlossen wurde, kann unter dem Motto „The Dollar is as good as Gold“ subsumiert werden.** Aufgrund der mangelnden Verfügbarkeit von Gold einigten sich die Finanzminister und Notenbankgouverneure von 44 Staaten, neben den vorhandenen Goldreserven den US-Dollar als

Reservewährung zu halten.<sup>159</sup> Die US-Notenbank verpflichtete sich ihrerseits, mindestens 25 Prozent der ausgegeben US-Dollar mit Gold zu hinterlegen und diese gegebenenfalls auch an Gläubigernotenbanken wieder in Gold einzulösen. **Das Tauschverhältnis eines Dollars wurde im Verhältnis von einer fünfunddreißigstel Unze Gold definiert.**

Der Internationale Währungsfonds wurde als „Bretton Woods Institution“ gegründet, unter anderem um unausgeglichene Handelsbilanzen zwischen den Ländern über Währungsanpassungen zu administrieren.

**Als internationale Währungsreserve dienen seither offiziell neben Gold auch der US-Dollar bzw. zinsbringende US-Staatsanleihen.** Zentralbanken können seitdem durch das Halten der Anleihen Zinsgewinne lukrieren, während die USA durch die zusätzliche Nachfrage nach US-Schuldpapieren eine Seignorage auf globaler Ebene realisieren konnte.

Die USA begannen dieses, vom damaligen französischen Finanzminister Valéry Giscard d'Estaing als „*Exorbitant privilege*“ bezeichnete Sonderrecht, spätestens in den 1960er Jahren auszunutzen, indem sie die zunehmende Verschuldung über die Zentralbank monetarisierten. Einige Staaten wurden misstrauisch, ob die vorhandenen Goldreserven noch die ausgegebene Dollarmenge im versprochenen Verhältnis decken konnten. Nachdem mehr und mehr Staaten während des sogenannten „Gold Drains“ ihre US-Dollar-Reserven in Gold zurückforderten, brach Richard Nixon am 15. August 1971 schließlich das Einlöseversprechen.

**Der ungedeckte US-Dollar konnte sich nach einem sehr turbulenten Jahrzehnt Mitte der 1980er-Jahre schließlich auch ohne formelle Golddeckung als globale Handels- und Reservewährung behaupten.** Maßgeblich verantwortlich für die Erlangung des „King-Dollar“-Status war die disziplinierte Geldpolitik unter Paul Volcker.

Das bis heute herrschende, internationale Geldsystem wird oft als „Non-Standard“ bezeichnet. Mit Einführung des Euros hat der Dollar zwar erstmals eine theoretisch ernstzunehmende Konkurrenz erhalten, nichtsdestotrotz ist der Dollar weiterhin die unangefochtene Nummer eins. Quantifizieren lässt sich dies anhand des Anteils an den Reservewährungen (USD: 60,7% vs. EUR 24,2%) bzw. an seinem Anteil als Handelswährung (USD 87% vs. EUR 33,4%).<sup>160</sup>

**Trotz der weiterhin gegebenen Dominanz des US-Dollars, mehren sich die Hinweise darauf, dass das Dollar-zentrische Weltbild langsam bröckelt.** Den wichtigsten Indizien dafür widmen wir uns auf den nachfolgenden Seiten.

Das globale Finanzsystem wird im Moment von den Bretton Woods-Institutionen IWF und Weltbank dominiert. Die Stimmrechte in beiden Einrichtungen entsprechen mittlerweile lange nicht mehr den volkswirtschaftlichen Kräfteverhältnissen, weshalb sich die aufstrebenden Schwellenländer (insbesondere die BRICS-Staaten) zunehmend unterrepräsentiert fühlen. Seit Jahren mahnen sie deshalb Reformen ein, welche bereits auf Ebene der internationalen Organisationen beschlossen

<sup>159</sup> [https://en.wikipedia.org/wiki/Bretton\\_Woods\\_system](https://en.wikipedia.org/wiki/Bretton_Woods_system)

<sup>160</sup> Anmerkung: Die Summe der täglich gehandelten Fremdwährungstransaktionen ergibt 200%, da beide Währungen jedes Währungspaares gezählt werden. Vgl. [https://en.wikipedia.org/wiki/Foreign\\_exchange\\_market](https://en.wikipedia.org/wiki/Foreign_exchange_market)

***“It would be illogical to assume that all conditions remain stable.”***  
**Commander Spock, erster Offizier des Raumschiff Enterprise**

wurden. Der US-Kongress weigert sich jedoch bis dato, diese Reformen, die einen Machtverlust der USA bedeuten würden, zu ratifizieren.<sup>161</sup>

Ein weiterer Auslöser für den nun offen ausgetragenen Konflikt könnte ein Paradigmenwechsel sein, den man erst bei genauerer Betrachtung der Beziehung zwischen den beiden Großmächten erkennt: **Der Historiker Niall Ferguson hat den Begriff „Chimerica“ geprägt, welcher das enge Abhängigkeitsverhältnis zwischen den beiden größten Volkswirtschaften beschreibt.** Die Rollen sind klar verteilt: Während die Chinesen wenig konsumieren und viel sparen, ist es bei den Amerikanern genau umgekehrt. Die Amerikaner kaufen die Produkte der Chinesen auf Kredit, Peking wiederum vergibt mit seinen Ersparnissen Kredite an die USA.<sup>162</sup> Diese Interessensgemeinschaft dürfte sich im Moment jedoch verändern, was weitreichende wirtschaftliche und politische Konsequenzen befürchten lässt.

### c) Die Repatriierung der Goldreserven

***“It is not the cost of returning to gold circulation that is astronomical, but the cost of not returning.”***  
**Antal E. Fekete**

**Vor 100 Jahren wäre der Gedanke an eine Währung ohne feste Goldbindung bzw. Golddeckung vollkommen abwegig gewesen.** Seit jeher repräsentieren Goldreserven das Fundament staatlicher Souveränität. **Insofern ist es wenig verwunderlich, dass die Anzahl an Initiativen, die eine Heimholung bzw. eine saubere Inventur der staatlichen Goldreserven fordern, weiter wächst.** Dieser Wunsch nach Transparenz dokumentiert die zunehmende Skepsis der Bevölkerung hinsichtlich der stattfindenden monetären Experimente. Sie sind aber auch Ausdruck eines stärkeren Begehrens nach einer dezentraleren, souveränen und individualistischeren Politik.

**Während Deutschland sein Gold weiterhin eher zaghaft in kleinen Schritten aus Paris und New York abzieht,<sup>163</sup> verblüffte die holländische Notenbank mit einer überraschenden Repatriierung von 122,5 Tonnen aus New York.** In Österreich gab die Österreichische Nationalbank (OeNB) ihre „neue Goldstrategie“ bekannt. So werden bis zum Jahre 2020 110 Tonnen Gold in kleinen Tranchen nach Österreich rückgeholt. In Zukunft will Gouverneur Nowotny 50% des Währungsgoldes in Wien, 30% in London und 20% in der Schweiz verwahrt wissen. Die OeNB folgt damit der Kritik seitens des österreichischen Rechnungshofes, dessen Prüfer eine „rasche Evaluierung aller Möglichkeiten einer besseren Streuung der Lagerorte“ empfohlen.<sup>164</sup> Nach Deutschland und den Niederlanden ist Österreich somit das dritte europäische Land, das sein Gold wieder nach Hause holt. **Wir erleben die größte Bewegung internationaler Goldreserven seit vielen Jahren.**<sup>165</sup>

Peter Boehringer, Initiator der deutschen Gold-Initiative, machte eine höchst bemerkenswerte Feststellung. So sei es interessant, dass Berichte hinsichtlich des deutschen Staatsgoldes wesentlich mehr Resonanz in den Medien auslösten als Artikel bez. ESM, Target2-Salden und anderer

<sup>161</sup> Vgl. „China spaltet den Westen – und bringt die Finanzarchitektur ins Wanken“, Manager-Magazin.de

<sup>162</sup> Vgl. „Schulden ohne Sühne?“, Kai A. Konrad, Holger Zschäpitz

<sup>163</sup> 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>164</sup> Vgl. „Nationalbank denkt über Goldkonzept nach“, Der Standard

<sup>165</sup> Vgl. „Bestätigt: Österreich holt 110 Tonnen Gold heim“, jilnik.com

Garantie-Kaskaden. Laut Boehringer zeigt sich hier der bis heute ungebrochene Nimbus des Goldes als echtem Geld in der Wahrnehmung der Menschen. Physische Greifbarkeit, Haptik und Optik seien eben intuitiv und unauslöschlich ins menschliche Stammhirn der Gelddefinition und Geldwahrnehmung eingebrannt, so Boehringer in seinem höchstinteressanten Buch „Holt unser Gold heim“.<sup>166</sup>

#### d) AIIB, NDB & Co.: Die neuen Herausforderer der Bretton Woods Institutionen?

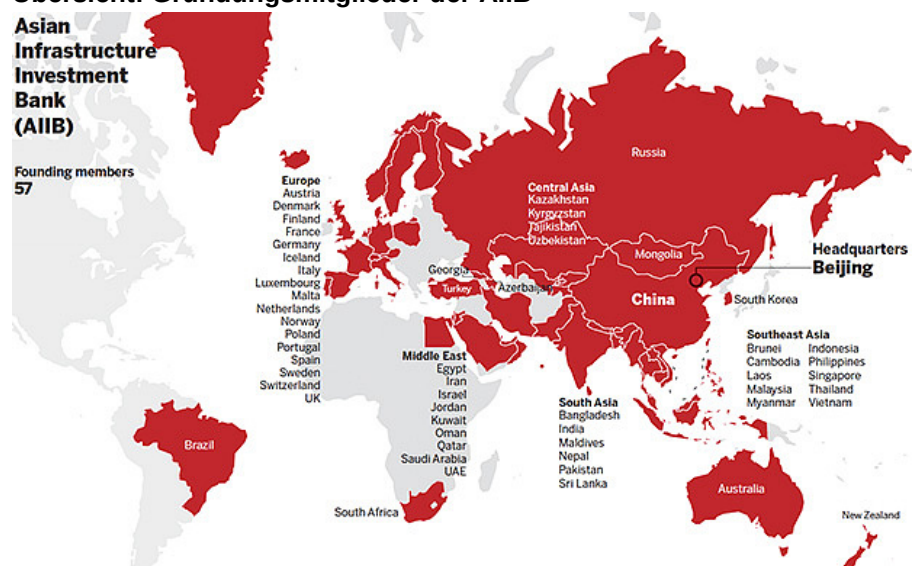
*“There is no doubt that the AIIB is a direct challenge to the World Bank, just as the new 'BRICS bank' takes aim at the International Monetary Fund. The two China-led bodies are intended to break Western control over global finance through the Bretton Woods institutions.”*

Ambrose Evans-Pritchard

Der 24.10.2014 könnte ein Datum sein, das in den Geschichtsbüchern als Wendepunkt eingehen wird. An diesem Tag wurde die Asiatische Infrastrukturinvestment Bank, kurz AIIB, aus der Taufe gehoben.

Wieso hat dieser Schritt eine solche Signalwirkung? Erstmals im 21. Jahrhundert wurde eine bedeutende internationale Institution ohne US-amerikanische Beteiligung gegründet. Besonders pikant scheint die Tatsache, dass zahlreiche enge US-Verbündete, wie z.B. Großbritannien, Australien, Frankreich und Deutschland, zu den Gründungsmitgliedern zählen.

##### Übersicht: Gründungsmitglieder der AIIB



Quelle: The Telegraph

*“The US and China, the world's two main economic powers, have locked horns over establishing a major development bank that could rival the twin Bretton Woods institutions – and Beijing has emerged, for the first time, as the clear winner.”*

David Marsh, OMFIF

Die AIIB wird in erster Linie Finanzierungen für die rasche Entwicklung von Infrastrukturprojekten (Kommunikationsnetzwerke, Schiene, Straßenbau) zur Verfügung stellen und soll innerhalb weniger Jahre Projekte im Umfang von mehreren Billionen Dollar finanzieren.

Ein Großteil des Finanzierungsvolumens wird auf das Projekt der „neuen Seidenstraße“ entfallen. Diese wird vielerorts bereits als die größte wirtschaftspolitische Projekt seit dem Marshall-Plan bezeichnet. Peking erhofft sich mit der Neuauflage der Seidenstraße, welche China einst mit Zentral- und Südostasien, den Golfstaaten, Afrika und Europa,

<sup>166</sup> Vgl. „Holt unser Gold heim – der Kampf um das deutsche Staatsgold“, Peter Boehringer

verband, einen enormen Wachstumsschub sowie eine Internationalisierung der Wirtschaft. So sollen chinesische Unternehmen in den knapp 65 zu Wasser und zu Land verbundenen Ländern in großem Umfang Flughäfen, Häfen, Autobahnen, Eisenbahnstrecken und Atomkraftwerke bauen.

**Auch Gold wird im Zusammenhang mit der Seidenstraße eine bedeutende Rolle spielen.** Mittels eines neuen, mit rund USD 16 Mrd. dotierten Goldfonds, soll es den Mitgliedsstaaten des Fonds entlang der Seidenstraße erleichtert werden, ihre Goldreserven aufzustocken. Auch die Goldförderung, beispielsweise in Afghanistan und Kasachstan, solle finanziert werden, so die staatliche Nachrichtenagentur Xinhua.<sup>167</sup>

#### New Development Bank als Konkurrenz zur Asia Development Bank

**Um die Dollar-Dominanz zu untergraben, haben die aufstrebenden Schwellenländer eine Reihe weiterer Initiativen gestartet:** Ein Meilenstein am Weg zu einem multipolaren Währungssystem wurde im Juli des Vorjahres gesetzt. Die BRICS-Staaten - also Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika - gründeten die New Development Bank (NDB). Diese hat ihren Sitz in Shanghai und soll sich als Alternative zu Weltbank, IWF und Asia Development Bank<sup>168</sup> entwickeln. Mit einer Bevölkerung von drei Milliarden Menschen (41% der Weltbevölkerung), 25% der weltweiten Wirtschaftsleistung und 42% der weltweiten Devisenreserven vereint die NDB einen immanent bedeutenden Wirtschafts- und Wachstumsraum. Im Gegensatz zur Weltbank wird jeder Mitgliedsstaat exakt eine Stimme besitzen. **Pikanterweise wurde die Gründung der NDB exakt am 70. Jahrestag des Bretton-Woods-Abkommens verkündet. Die Wahl dieses Datums kann durchaus als politischer Wink mit dem Zaunpfahl gewertet werden.**

***“The successful remonetisation of gold by a major power such as Russia would draw attention to the fault-lines between fiat currencies issued by governments unable or unwilling to do the same and those that can follow in due course. It would be a schism in the world's dollar-based monetary order.”***  
Alasdair MacLeod

**Auch die Shanghaier Organisation für Zusammenarbeit (SOZ)<sup>169</sup> wird in Zukunft eine immer größere Rolle spielen.** Die Organisation besteht derzeit aus China, Russland, Kasachstan, Kirgisistan, Tadschikistan, Usbekistan sowie den Staaten mit Beobachterstatus Indien, Pakistan, Mongolei und Iran. Interesse an einem Beitritt haben zudem auch die Türkei und Turkmenistan bekundet. Dialogpartner der Organisation sind zudem Weißrussland, Afghanistan, die GUS und die ASEAN.

**Unserer Meinung nach wird die Bedeutung der SOZ im Westen deutlich unterschätzt.** Sie soll die wirtschaftlichen aber auch militärpolitischen Interessen von Russland, China und den rohstoffreichen asiatischen Nationen zu einem gemeinsamen Block vereinen. Sofern die derzeitigen Dialogpartner der Gemeinschaft beitreten, wird die SOZ mehr als die Hälfte der Weltbevölkerung abdecken. **Es wäre naiv zu glauben, dass währungspolitische Überlegungen hierbei keine Rolle spielen werden.** Wir denken, dass Gold einen Eckpfeiler der Strategie darstellt. Die Region verfügt interessanterweise über einen signifikanten Anteil der weltweiten Goldproduktion. Die meisten Staaten haben zudem in den vergangenen Jahren die Goldreserven ihrer Zentralbank deutlich ausgebaut, wie man auf der nachfolgenden Grafik erkennen kann.

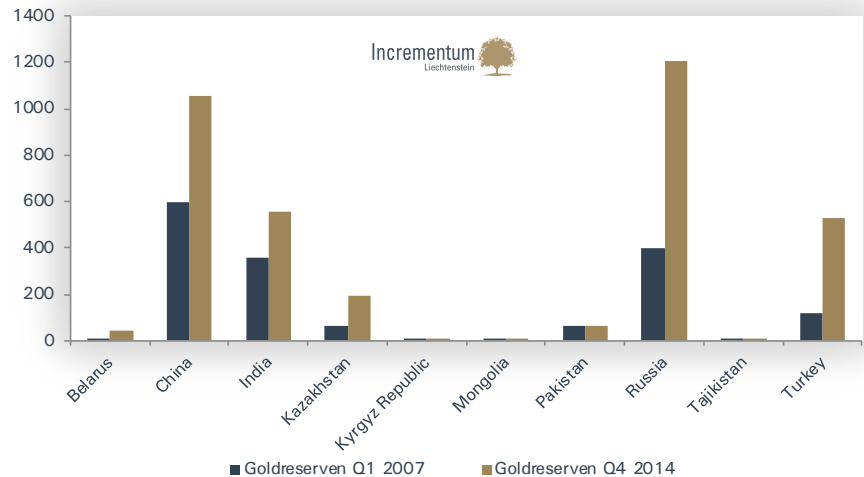
<sup>167</sup> Vgl. „China Creates Gold Investment Fund For Central Banks“, Goldcore.com

<sup>168</sup> Obwohl China mittlerweile die bei Weitem größte Wirtschaftsmacht Asiens ist, wird die Asia Development Bank weiterhin von Japan kontrolliert. So verfügt Japan über die doppelte Anzahl an Stimmrechten in der ADB, der Präsident der ADB kam zudem stets aus Japan.

<sup>169</sup> Shanghai Cooperation Organization



### Goldreserven Q1 2007 vs. Q4 2014



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Auch die weitgehend unbekannte **Eurasische Wirtschaftsunion** sollte an dieser Stelle nicht unerwähnt bleiben. Sie besteht derzeit aus Russland, Kasachstan, Weißrussland, Armenien und Kirgisistan. Neben einer Freihandelszone gilt als Ziel, eine Gemeinschaftswährung zu lancieren. Der „Altyn“ solle innerhalb der nächsten fünf Jahre in Umlauf gebracht werden. **Der Name stammt ursprünglich aus der tatarischen Sprache und bedeutet „Gold“.**

#### Fazit:

Die Initiativen der aufstrebenden Schwellenländer, allen voran Chinas, sind ein Ausdruck zunehmenden Unmutes hinsichtlich der von den USA blockierten Reformen des IWF. Nun nimmt Peking die Dinge selbst in die Hand. Es scheint, als wären wir Beobachter eines großen Machtspiels zwischen China und den USA, bei dem es längst nicht mehr nur um den Einfluss in Asien, sondern mittlerweile in der ganzen Welt geht.<sup>170</sup> Ob eine ausreichende Erneuerung der westlich dominierten Bretton-Woods-Institutionen gelingt, oder ob die neuen Institutionen eine ernste Konkurrenz für das bestehende System werden, wird auf höchster diplomatischer Ebene entschieden. **Die zentrale Frage ist, ob eine multipolare Währungsarchitektur im Rahmen konkurrierender Institutionen geschaffen wird, oder ob ein Übergang dazu nur durch eine grundlegende Reform der eingesessenen Strukturen erreichbar sein wird.**

### e) Russland und China und die sukzessive Emanzipation vom Dollar

*“I believe in the Golden Rule – The Man with the Gold....Rules.”*  
 Mr. T

Wladimir Putin galt lange Jahre als Unterstützer des Euro. 2010 hatte er sogar die Möglichkeit einer Währungsunion zwischen Russland und der EU in Erwägung gezogen. Dies hätte den Euro zu einer De-facto-

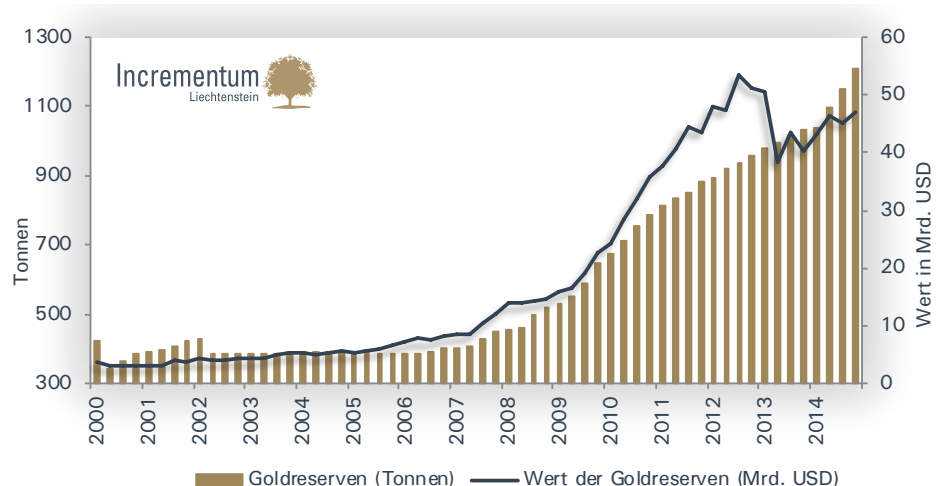
<sup>170</sup> Vgl. „Amerika verliert Machtkampf mit China“, FAZ



Ölwährung gemacht und ihn auf Augenhöhe mit dem Dollar gehievt.<sup>171</sup> Im Zuge der verhängten Sanktionen wendet sich Moskau nun jedoch zunehmend in Richtung Asien. **Die Sanktionen könnten wie ein Bumerang zurückkehren, es scheint, als würde die Achse Peking-Moskau dadurch weiter gestärkt.**<sup>172</sup>

**Gold dürfte in diesem geopolitischen Kräftemessen eine wesentliche Bedeutung zukommen. Russland stockt seine Goldbestände seit Jahren sukzessive auf.** Allein seit 2005 hat man die Bestände mehr als verdreifacht, sodass man nun – nach den USA, Deutschland, Italien und Frankreich - über die fünftgrößten (offiziell ausgewiesenen) Goldreserven verfügt. Seit Beginn des Ukraine-Konfliktes hat Moskau nun einen Gang zugelegt und das Momentum der Goldkäufe erhöht. Die Ankäufe sind ein eindeutiges Statement gegen die Dollar-Hegemonie, besonders in Kombination mit der Tatsache, dass seit Jänner 2014 mehr als die Hälfte aller US-Treasuries abgestoßen wurden.

#### Russische Goldreserven in Tonnen und Wert in Mrd. USD



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

**Plant Moskau nun einen goldgedeckten Rubel?** Der Ökonom Jude Wanniski hatte dies bereits 1998 in einem aufsehenerregenden Editorial im Wall Street Journal empfohlen.<sup>173</sup> Nur ein goldgedeckter Rubel könne Russland aus der Schuldenkrise befreien und die internationale Akzeptanz der russischen Währung herstellen. Es scheint, als hätte Vladimir Putin diese Idee zwei Jahrzehnte später aufgenommen.<sup>174</sup> **Putins durchaus ausgeprägte Aversion gegen das Dollar-Monopol fasst folgendes Zitat 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*

<sup>171</sup> Vgl. „Chinas langer Währungsmarsch“, Nikolaus Jilch, Die Presse

<sup>172</sup> Die Teilnahme offizieller chinesischer Vertreter an der Sieges-Parade in Moskau, einer gigantischen Militärparade anlässlich des Sieges über Nazi-Deutschland, hatte unserer Meinung nach enormen Symbolcharakter. Im Westen wurde die Teilnahme jedoch kaum wahrgenommen.

<sup>173</sup> Vgl. „Fixing Russia with Gold“, Jude Wanniski

<sup>174</sup> Vgl. „As the Sanctions War Heats Up, Will Putin Play His Gold Card?“, John Butler

*erheblichen Teil ihrer Reserven in amerikanischen Staatspapieren. Es sollte deshalb noch weitere Reservewährungen geben.“<sup>175</sup>*

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

**Aber auch seitens hochrangiger Institutionen wird die Kritik an der Dollar-Dominanz 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>176</sup>

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

- ▶ **Bei einer Konferenz im sibirischen Krasnojarsk zog Russlands Vize-Premier Dvorkovich in Erwägung, dass sich chinesische Firmen in Zukunft zu mehr als 50% an staatseigenen russischen Öl- und Gasfeldern beteiligen könnten.** Dies wäre ein Meilenstein hinsichtlich der strategischen Partnerschaft der beiden Nationen. Die Maßnahme wäre nicht nur auf den Energiesektor beschränkt. Man plane engere Beziehungen auch in weiteren Schlüsselsektoren, wie z.B. dem Finanzwesen und der Rüstungsindustrie.
- ▶ **Das im Vorjahr abgeschlossene Gas-Abkommen zwischen Russland und China ist ein Wendepunkt der strategischen Energie-Kooperation der beiden Nationen.** 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 Renminbi 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. pro Jahr verdoppelt werden.
- ▶ **Das „China International Payment System“ (CIPS) soll die Bedeutung des Renminbis im grenzübergreifenden Handel und dem damit verbundenen internationalen Zahlungsverkehr erhöhen.** Russland arbeitet zudem an einer Alternative zu SWIFT, nachdem die britische Regierung Moskau mit einem SWIFT-Ausschluss gedroht hatte.
- ▶ **Russland und China haben eine Währungs-Swap-Linie im Ausmaß von umgerechnet USD 25 Mrd. eröffnet.** Bislang werden gut 75% aller Geschäfte zwischen Russland und China in US-Dollar abgewickelt. Im Zuge der Vereinbarung kann man den Dollar nun umgehen.<sup>177</sup>
- ▶ **China schloss ein umfassendes Währungsabkommen mit Kanada,** traditionell einer der engsten US-Verbündeten. Auch mit der EZB wurde ein weiteres Abkommen vereinbart, diesmal in der Höhe von umgerechnet EUR 50 Milliarden. Weitere Vereinbarungen

<sup>175</sup> Vgl. „Putin says U.S. is “parasite” on global economy”, Reuters

<sup>176</sup> Vgl. „Replace dollar with super currency: economist”, ChinaDaily USA

<sup>177</sup> Vgl. „China prepares to bailout Russia”, Zerohedge.com

wurden mit der Schweiz, Malaysia, Argentinien, der Ukraine und Neuseeland unterzeichnet. Unternehmen können somit den US-Dollar bei Handels- und Währungsgeschäften komplett umgehen.

- **Auch die Liberalisierung des chinesischen Anleihenmarktes schreitet rasch voran.** Mehr als 30 ausländischen Finanzinstituten wurde bislang die Genehmigung erteilt, in den Handel mit chinesischen Anleihen einzusteigen. Aktuell weist der Bondmarkt ein Volumen von knapp USD 6 Billionen auf und dürfte somit – nach den USA und Japan – der drittgrößte Anleihenmarkt der Welt sein.<sup>178</sup> Mittlerweile halten mehr als 50 Notenbanken RMB-Bonds als Teil ihrer Währungsreserven.
- Sowohl London als auch Paris und Frankfurt hegen Ambitionen, sich als Hauptdrehscheibe für den europäischen Renminbi-Handel zu etablieren. In London wurden erstmals in RMB denominierte Anleihen begeben, welche nun auch von der Bank of England als Reserve gehalten werden.

**Fazit:**

**Wir befinden uns derzeit in einer Übergangsphase hin zu einem multipolaren Währungssystem. Die Phase der Dollar-Dominanz scheint langsam, aber sicher ihrem Ende entgegenzuschreiten.** Nachdem Russland und China ihre strategischen Allianzen in den letzten Monaten deutlich gestärkt haben, scheint es, als hätten die westlichen Sanktionen gegen Russland eine neue Runde im Kampf um die internationale Währungsarchitektur eingeläutet.

**f) Sonderziehungsrechte: monetäres LSD als Währung der Zukunft?**

**“SDR’s are nothingness dressed up as currency.”**  
Jaques Rueff

Eine alternative Möglichkeit nationale Reflationierungsbemühungen zu ermöglichen ist, sie auf eine internationale Ebene zu heben. Die nächste Stufe der monetären Verlotterung könnten Sonderziehungsrechte<sup>179</sup> sein, welche der ehemalige französische Finanzminister und spätere Präsident Valéry Giscard d’Estaing einst als „*monétaires LSD*“ bezeichnete.

Nachdem die Bilanzen der westlichen Notenbanken bereits im Zuge der Krise 2008/09 stark aufgebläht wurden, sieht unser Advisory Board Mitglied Jim Rickards nur noch beschränkte Möglichkeiten für weitere monetäre Rettungsaktionen, ohne einen fatalen Vertrauensverlust für Papiergeldwährungen zu riskieren. **Insofern wird gemäß Rickards die nächsthöhere Instanz, also der IWF, als Emittent von SDRs einspringen müssen, um das System zu reflationieren:**

*„... das Problem ist, dass die Fed ohne Liquiditätskrise Billionen von Dollars gedruckt hat. Was wird erst passieren, wenn wir tatsächlich eine Liquiditätskrise haben, was ich innerhalb der nächsten Jahre erwarte, wenn wieder eine 2008-Panik ausbricht? Was werden sie dann tun? Sechs Billionen Dollar drucken? Neun Billionen? Ihre Handlungsmöglichkeiten sind begrenzt. Und so wird es zu irgendeinem Zeitpunkt dazu kommen, dass sie*

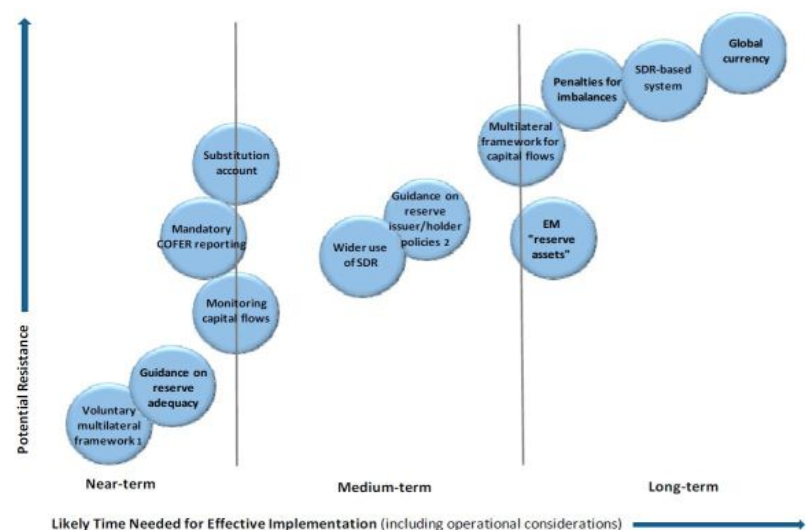
<sup>178</sup> Vgl. „China widens foreign access to domestic bond market“, Financial Times, 4. Mai 2015

<sup>179</sup> Das Wortungetüm Sonderziehungsrechte (SDR) bezeichnet eine vom IWF eingeführte Währungseinheit, die nicht auf den Devisenmärkten gehandelt wird. Für eine ausführlichere Analyse siehe auch „In Gold we Trust“ 2014.

es dem IWF überreichen und die werden Sonderziehungsrechte drucken.“<sup>180</sup>

Der IWF selbst macht keinen Hehl aus seinen Ambitionen, Sonderziehungsrechte als globale Reservewährung zu etablieren. In einer Studie<sup>181</sup> präsentierte man den folgenden, mehrstufigen Plan, um die SDR's als globale Reservewährung zu positionieren.

Figure 1. Ideas to Mitigate Demand and Diversify Supply of Reserves for IMS Stability



Quelle: IWF, Reserve Accumulation and International Monetary Stability

In ihrer derzeitigen Ausgestaltung sind Sonderziehungsrechte pures Fiatgeld, weder gedeckt noch einlösbar. Manche Kommentatoren bezeichnen diese Kunstwährung als „Papiergold“. Jim Rickards beschreibt diesen Begriff treffenderweise als „größtes Oxymoron aller Zeiten“.<sup>182</sup> Vereinzelt hört man unter den Finanzarchitekten auch Stimmen, welche befürworten, dass eine „Erdung“ mit Metallen oder Agrargütern hergestellt werden solle, um Vertrauen in Sonderziehungsrechte zu bilden.

Solche Vorschläge hinsichtlich einer Rückbesinnung auf den Ursprung der SDR's<sup>183</sup> finden immer prominentere Unterstützer. Meghnad Desai, Vorsitzender des einflussreichen OMFIF-Beirats, plädierte zuletzt öffentlich für die Inkludierung von Gold in die SDR's: „Ein bisschen Gold könnte helfen, die SDR's zu stabilisieren. Wir werden Gold für die Nominierung zur Aufnahme in die SDR's vorschlagen. Ich glaube, dass das höchstwahrscheinlich passieren wird.“<sup>184</sup>

## Die Aufnahme des Renminbi in die Sonderziehungsrechte

2015 könnte für die Internationalisierungsbemühungen des chinesischen Renminbi (RMB) ein richtungweisendes Jahr werden: Der IWF wird im Oktober über eine Neuzusammensetzung der

<sup>180</sup> Vgl. Jim Rickards: Interview mit Peak Prosperity, 21.9.2013

<sup>181</sup> „Enhancing International Monetary Stability – A Role for the SDR?“, IMF, 2011

<sup>182</sup> Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, S. 164-168, Taghizadegan, Stöferle, Valek

<sup>183</sup> Ursprünglich war der Wert eines SDR als 0,888671 Gramm Gold definiert. Erst nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems wurde der SDR als Währungskorb neu definiert

<sup>184</sup> Vgl. „Emsiger WGC: Treffen am Rande von Weltbank und IWF“, Foonds.com

Sonderziehungsrechte entscheiden und es scheint, als hätte die chinesische Währung dabei gute Karten. Bislang sind lediglich der Dollar (41,9%), der Euro (37,4%), das Pfund (11,3%) und der Yen (9,4%) im Währungskorb enthalten.

**Wäre der RMB Teil der Sonderziehungsrechte, so hätte dies einerseits symbolische, andererseits aber auch reale ökonomische Konsequenzen.** Mit einer Aufnahme des Renminbi in den elitären Kreis der SDR-Reservewährungen würde der IWF dem Aufstieg der zweitgrößten Volkswirtschaft Rechnung tragen und zugleich die Dollar-Dominanz verringern. Eine Einstufung als Reservewährung würde den Renminbi mit einem Schlag deutlich attraktiver für jene Zentralbanken der Schwellenländer machen, welche ihre Devisenreserven weg vom Dollar diversifizieren wollten.

*“In order to “join the club”, China must play by club rules. The rules of the game say you need a lot of gold to play, but you don’t recognize the gold or discuss it publicly. Above all, you do not treat gold as money, even though gold has always been money.”*  
Jim Rickards

**Voraussetzung dafür ist nicht zuletzt ein ausreichend liquider Rentenmarkt.** Die 2010 vom IWF genannten Bedingungen hinsichtlich der Handelsfähigkeit des Renminbi wurden weitgehend erfüllt. So wurden die Kapitalverkehrsrichtlinien geändert und der Zugang zum Rentenmarkt für ausländische Investoren erleichtert. Die Einstufung als „bedeutende Exportwährung“ wurde bereits erreicht, so stieg der Anteil am chinesischen Handelsvolumen, das in Renminbi abgewickelt wird, auf 20%. Mittlerweile ist der RMB die am fünftstärksten gehandelte Währung der Welt. **Rein formell dürfte Peking also die Hausaufgaben gemacht haben, weshalb IWF-Chefin Lagarde bereits avisiert hat, dass die Aufnahme des Renminbi keine Frage des „Ob“, sondern des „Wann“ sei.**<sup>185</sup>

**Bereits seit den 70er Jahren bekundet China Interesse an den Sonderziehungsrechten.**<sup>186</sup> Zuletzt wurde der Wunsch nach einer Beteiligung an den Sonderziehungsrechten immer lauter geäußert, beispielsweise von Zhou Xiaochuan, dem Gouverneur der People’s Bank of China. Er forderte SDR’s als Ersatz für den US-Dollar als Weltreservewährung:

*“... the role of the SDR has not been put into full play due to limitations on its allocation and the scope of its uses. However, it serves as the light in the tunnel for the reform of the international monetary system... The basket of currencies forming the basis for SDR valuation should be expanded to include currencies of all major economies, and the GDP may also be included as a weight. The allocation of the SDR can be shifted from a purely calculation-based system to a system backed by real assets, such as a reserve pool, to further boost market confidence in its value.”*<sup>187</sup>

**Dies sind unserer Meinung nach jedoch in erster Linie Drohungen.** Wir gehen davon aus, dass China den IWF und die dominierenden westlichen Institutionen nicht zerstören will, sondern dass es am Ende des Tages Mitglied des „Big Boys Club“ werden will, wie es Jim Rickards formuliert.<sup>188</sup> Die chinesische Führung weiß, dass der Renminbi trotz der rasch fortschreitenden Internationalisierungsbemühungen noch lange nicht bereit ist, dem Dollar den Rang abzulaufen.

<sup>185</sup> Vgl. „IMF’s Lagarde says inclusion of China’s yuan in SDR basket question of when“, Reuters

<sup>186</sup> Vgl. „Wikileaks 1976: PBOC Focuses on Gold & SDR’s“, Koos Jansen, Bullionstar Blog

<sup>187</sup> Vgl. „Zhou Xiaochuan’s Statement on Reforming the International Monetary System“, cfr.org

<sup>188</sup> Vgl. „China and the Gold Bugs“, Jim Rickards, [www.acting-man.com](http://www.acting-man.com)

*“..Gold is instantly and optically recognizable as money. You don't have to explain it. Special drawing rights (SDRs), like a bad joke, have to be explained.”*  
Jim Grant

**Fazit:**

Hinsichtlich der Zukunft der Sonderziehungsrechte hatten wir bereits im Vorjahr geschrieben: **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.

**Ludwig von Mises hatte bereits 1912 mit prophetischer Weitsicht vor einer Zentralisierung des Zentralbankwesens gewarnt:** *„Die einzige Weltumlaufsmittelbank oder das Weltkartell der Umlaufsmittelbanken werden es in der Hand haben, die Umlaufsmittelzirkulation schrankenlos zu vermehren.“*<sup>189</sup>

## **g) Goldgedeckte Digitalwährungen**

**Im Zuge eines wettbewerblichen Entdeckungsverfahrens sollte es den Menschen ermöglicht werden, zu entscheiden, welche Geldart je nach individueller Situation und individuellen Bedürfnissen für sie am sinnvollsten ist.** Da natürlich niemand freiwillig schlechtes Geld verwendet, würde der heilsame Konkurrenzdruck die privaten aber auch die staatlichen Geldproduzenten dazu anhalten, besseres Geld zu produzieren.<sup>190</sup> Inwieweit in einer marktwirtschaftlichen Geldordnung gedeckte Währungen dominieren werden, lässt sich ex ante schwer sagen. **Ein Blick in die Währungsgeschichte zeigt jedoch, dass die Menschheit stets eine natürliche Präferenz für Gold und Silber hegte.**

**Aber auch die Kombination aus Gold und Digitalwährungen erscheint seinen Reiz zu haben. Im Schatten von Bitcoin entstehen in regelmäßigen Abständen immer neue Digital- und Kryptowährungen.** Gemäß der Website *mapsofcoins.com* basieren derzeit mehr als 800 Kryptowährungen auf der Technologie von Bitcoin – Tendenz weiter steigend.<sup>191</sup> Auf der Kryptoplattform *coinmarketcap.com* werden insgesamt 563 elektronische Währungen gelistet. Die Branche erreicht mittlerweile einen Börsenwert in Höhe von USD 3,7 Mrd., wobei ein Großteil davon (ca. USD 3,3 Mrd.) auf Bitcoins entfällt.<sup>192</sup>

In den USA wurde kürzlich eine Kryptowährung namens HayekCoin vorgestellt.<sup>193</sup> Benannt nach dem österreichischen Nobelpreisträger Friedrich August von Hayek, handelt es sich dabei um eine goldgedeckte Digitalwährung, bei der jede virtuelle Coin durch ein Gramm physisches Gold gedeckt ist. Durch Einzahlung von physischem Gold auf ein Konto kann das hinterlegte Gold in die digitale Währung umgewandelt werden.

**Ein wesentlicher neuer Anbieter ist BitGold.** Das offizielle Ziel des kanadischen Unternehmens ist *„(...) Gold zugänglich und nützlich für digitale Zahlungen und sichere Sparrücklagen zu machen“*,<sup>194</sup> Um dies zu

<sup>189</sup> Vgl. „Theorie des Geldes und der Umlaufmittel“, Ludwig von Mises

<sup>190</sup> Vgl. „Währungswettbewerb als Evolutionsverfahren“, Liberales Institut, Frank Schäffler und Norbert F. Tofall

<sup>191</sup> <http://mapofcoins.com/>

<sup>192</sup> <https://coinmarketcap.com/>

<sup>193</sup> „Anthem Vault Joins Freedom Fest 2015: Featuring ‘The Hayek’“, AnthemVault News

<sup>194</sup> <https://www.bitgold.com/about-bitgold>



erreichen, möchte sich BitGold zu einer Plattform entwickeln, die ähnlich dem heutigen PayPal funktioniert. Das virtuelle, durch Gold gedeckte, BitGold soll in Zukunft per E-Mail oder Smartphone zu jeder gewünschten Person transferiert werden können. Mit der Übernahme von GoldMoney scheinen die Kanadier einen Grundstein für ihr Vorhaben gelegt zu haben.<sup>195</sup>

**Auch das Zahlungsnetzwerk Ripple scheint sich prächtig zu entwickeln.** Ripple ist ein digitaler Standard für Zahlungen, mit dem jede beliebige Währung gehandelt werden kann. Somit ist Ripple das, was der Email-Standard für digitale Nachrichten ist. Zwei Währungsanbieter innerhalb des Systems haben ihren Handel schon auf Gold umgestellt.<sup>196</sup>

**Dieses Projekt, sowie zahlreiche weitere goldgedeckte Kryptowährungen stellen den Versuch dar, die Vorteile einer Kryptowährung (schnelle und leichte Übertragung über große Distanzen, niedrige Transaktionskosten) mit den Vorteilen von Gold (physische Deckung, kein Ausfallrisiko) zu kombinieren.** Durch die Anbindung an Gold sollen die Kryptowährungen – im Gegensatz zu Bitcoins, die seit Bestehen eine wahre Achterbahn durchfahren haben – weniger volatil und somit im Wert berechenbarer werden.

**Fazit:**

**Derzeit scheint sich allerhand auf dem Währungsmarkt zu bewegen.** Ob innovative Startups letztlich erfolgreich sein werden, bleibt abzuwarten. Dazu müssen sie zunächst beweisen, dass sie über das schwere Erbe von **eGold** hinauswachsen können, das derzeit wie ein Damoklesschwert über der gesamten Branche von goldgedeckten Digitalwährungen schwebt.

Grundsätzlich sind die derzeitigen Rahmenbedingungen jedoch deutlich besser als vor einigen Jahren. Wenn die neuen Anbieter von goldgedeckten Digitalwährungen die Probleme bewältigen können und ihnen politisch nicht der Wind aus den Segeln genommen wird, kann ihnen im wahrsten Sinne des Wortes eine „goldene Zukunft“ bevorstehen. Bis dahin müssen allerdings noch viele Hürden überwunden werden.

---

<sup>195</sup> <https://www.goldmoney.com/company/news/bitgold>

<sup>196</sup> Gold Bullion International sowie Ripple Singapur

DIE WELT DER EDELMETALLE



SEIT 1862

## Investment & Recycling

bei Österreichs führender Edelmetall-Scheideanstalt

Wir bieten Ihnen für jede Geldanlage die richtige Barrengröße - damit können Sie Sicherheit aufbauen, Stück für Stück in 11 Größen - von 1 bis 1000 Gramm.

Österreichische Gold- und  
Silber-Scheideanstalt Ges.m.b.H.  
1230 Wien, Liesinger-Flur-Gasse 4  
T 01 866 46, [office@oegussa.at](mailto:office@oegussa.at), [www.oegussa.at](http://www.oegussa.at)

Filialen in Wien | Linz | Salzburg | Innsbruck | Dornbirn | Graz | Klagenfurt

Faires Gold

zertifiziert  
konfliktfreie  
Lieferkette



Responsible Sourcing  
Council  
00000469  
www.responsible-sourcing.org



Fairtrade  
00000008  
www.fairtrade.at

## 9. DER GOLDENE „LOVE TRADE“

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

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

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Veränderung der Konsumentennachfrage von 2000 bis 2014. In Tonnen gemessen kommt der größte Zuwachs aus China (+574 Tonnen), gefolgt von Europa (+124 Tonnen) und Indien (+119 Tonnen). Prozentuell gemessen war Deutschland mit einem Plus von 550% auf Platz 1, gefolgt von China (+196%) und Europa ex GUS (+87%). Anhand der Zahlen erkennt man eindrucksvoll wie unbedeutend die westliche Nachfrage in Relation zu Asien und dem Nahen Osten mittlerweile ist.

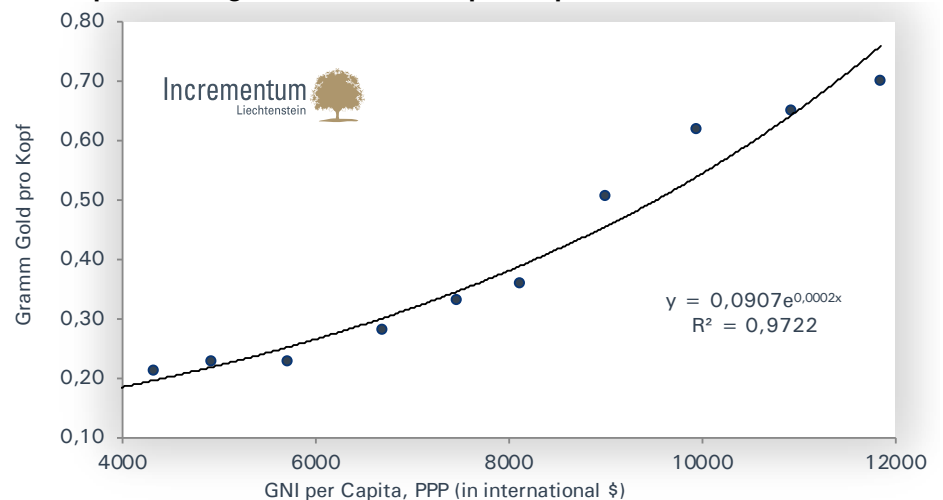
### Nachfrage 2000 vs. 2014

| Konsumenten<br>Goldnachfrage | 2014   |        | 2000   |        | Veränderung |      |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------------|------|
|                              | Tonnen | %      | Tonnen | %      | Tonnen      | %    |
| Indien                       | 843    | 26,2%  | 723    | 21,6%  | 119,7       | 17%  |
| Greater China                | 868    | 27,0%  | 292,6  | 8,8%   | 574,9       | 196% |
| Japan                        | 17,9   | 0,6%   | 105,1  | 3,1%   | -87,2       | -83% |
| Middle East                  | 216    | 6,7%   | 457,9  | 13,7%  | -242,2      | -53% |
| Türkei                       | 123    | 3,8%   | 177,4  | 5,3%   | -54,4       | -31% |
| USA                          | 266    | 8,3%   | 368,5  | 11,0%  | -102,1      | -28% |
| Europa ex CIS                | 266    | 8,3%   | 142,4  | 4,3%   | 124,0       | 87%  |
| Deutschland                  | 101    | 3,2%   | 15,6   | 0,5%   | 85,8        | 550% |
| UK                           | 28     | 0,9%   | 75     | 2,2%   | -47,4       | -63% |
| Italien                      | 18,8   | 0,6%   | 92,1   | 2,8%   | -73,3       | -80% |
| Frankreich                   | 2,2    | 0,1%   | 19     | 0,6%   | -16,8       | -88% |
| Sonstige                     | 412,6  | 12,8%  | 1076,2 | 32,2%  | -663,6      | -62% |
| Total                        | 3.217  | 100,0% | 3343,1 | 100,0% | -126,5      | -4%  |

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

„Chindia“, also China und Indien, bleiben die wichtigsten Kräfte auf der Nachfrageseite. Sie sind neben dem „Fear Trade“ die wesentlichen Treiber des Bullenmarktes. Besonders in China war zuletzt eine deutlich steigende Investmentnachfrage zu erkennen. Hauptgrund dürfte die Angst vor einer schleichenden Entwertung von Sparguthaben sein. Zudem scheint es, als würden viele Chinesen dem überhitzten Immobilien- und Aktienmarkt den Rücken kehren und nun den Inflationsschutz in Form von Goldanlagen suchen. Setzt man die Nachfrage pro Kopf in Relation zum Einkommen, so ergibt sich folgende spannende Kurve.

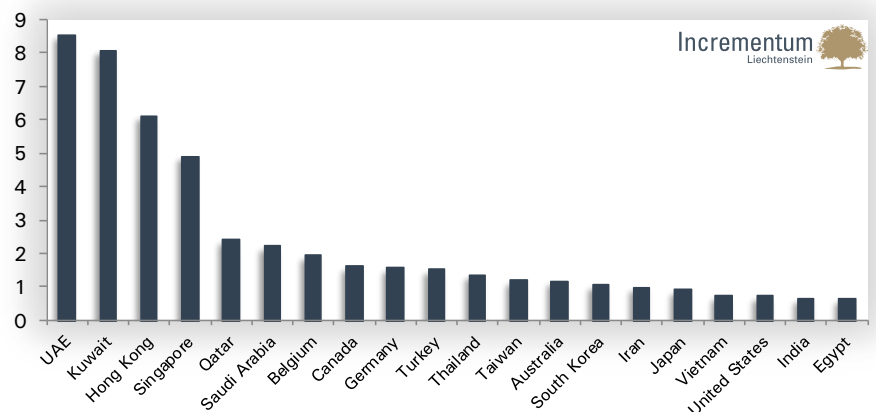
### Pro Kopf-Nachfrage vs. Einkommen pro Kopf



Quelle: Worldbank, World Gold Council, Incrementum AG, eigene Berechnungen

Betrachtet man die Pro-Kopf-Nachfrage des Vorjahres, so erkennt man, dass sich unter den 20 größten Goldkäufern bereits zahlreiche Schwellenländer befinden.<sup>197</sup> Dies ist insbesondere aufgrund der deutlich geringeren Kaufkraft erstaunlich. Zudem ist es bemerkenswert, dass 14 der 20 Länder mit der höchsten Pro-Kopf-Nachfrage aus Asien stammen.

### Pro Kopf Nachfrage 2014 (Gramm/Kopf)



Quelle: GFMS, Thomson Reuters

**Wir halten eine Verdopplung der asiatischen Goldnachfrage auf Sicht der nächsten Dekade für realistisch, ja sogar wahrscheinlich.** Ausschlaggebend für diese optimistische Einschätzung sind in erster Linie die stark steigenden Einkommen, das hohe Sparvolumen, die zunehmende Urbanisierung und Transformation von Agrar- zu Industriestaaten, der Mangel an Anlagealternativen sowie die steigende Inflationsangst.

*“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

Nicht nur die Privatpersonen, sondern auch die Notenbanken in den Schwellenländern stocken ihre Goldreserven sukzessive auf. Gemäß dem World Gold Council beliefen sich die gesamten Zentralbankkäufe im Vorjahr auf 477 Tonnen. Größter Käufer war zum dritten Mal in Folge Russland (173 Tonnen), gefolgt von Kasachstan und dem Irak (jeweils 48

<sup>197</sup> Die Führungsrolle der Stadtstaaten wie z.B. Hongkong oder Kuwait liegt daran begründet, dass sie meist als Brückenkopf für eine ganze Region fungieren.

Tonnen). Auch Indien, Mexiko und die Philippinen waren einmal mehr auf der Käuferseite. **Während die Notenbanken der Schwellenländer also weiterhin Nettokäufer sind, haben die westlichen Notenbanken zumindest ihre Verkaufsprogramme beendet.**

## Die chinesische Goldstrategie

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

Zhang Jianhua, People's Bank of China

Obwohl China mittlerweile die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt ist<sup>198</sup> und fast vier Billionen Dollar an ausländischen Währungsreserven angehäuft hat, wird der Renminbi dem erreichten wirtschaftlichen Status nicht gerecht. **Wie schon in den Vorjahren formuliert, gehen wir davon aus, dass der „Goldgehalt“ des Renminbi hinsichtlich der internationalen Akzeptanz ein wesentliches Kriterium sein wird.**

Dies bestätigte zuletzt niemand Geringerer als Song Xin, Präsident der China Gold Association und Parteisekretär der KP, in einem aufsehenerregenden Kommentar: So wolle man in einem ersten Schritt 4.000 Tonnen Gold ausweisen und somit Deutschland überholen. Am Ende des Tages wolle man 8.500 Tonnen und damit mehr Gold als die USA besitzen. Konkret solle die People's Bank of China direkt am Markt Gold kaufen. Zudem würden die Einfuhrkontrollen für Gold gelockert und ein auf Gold basierender Sonderstaatsfonds werde errichtet. Dieser Fonds solle sich an Goldminen weltweit beteiligen.<sup>199</sup>

***„Wenn der Dollar oder irgendeine andere Währung zu allen Zeiten universell akzeptiert würden, sähen die Zentralbanken keine Notwendigkeit, überhaupt Gold zu halten. Die Tatsache, dass sie es tun, zeigt, dass solche Währungen kein universeller Ersatz für Gold sind.“***  
Alan Greenspan

Auch der bereits erwähnte ehemalige US-Notenbankchef Alan Greenspan äußerte sich unlängst hinsichtlich der chinesischen Goldpolitik. In einem erstaunlichen Artikel für Foreign Affairs<sup>200</sup> empfahl er China die Goldreserven aufzustocken und die USA als größten Goldhalter abzulösen. Diese Maßnahme würde die Bedeutung des Renminbi im Weltfinanzsystem schlagartig erhöhen. Gemäß Greenspan stelle Gold einen universellen Wert dar, den der US-Dollar nicht ersetzen könne. So war Gold die einzige Form der Zahlung, die Exporteure nach Deutschland akzeptierten, als der Zweite Weltkrieg sich dem Ende näherte. **Die Akzeptanz von Fiat-Money bestehe hingegen auf einem reinen Kreditversprechen – einer Garantie, deren universale Akzeptanz nicht der des Goldes gleichkomme.** Wenn Gold gemäß Keynes<sup>201</sup> wirklich so ein barbarisches Relikt wäre, so würden die Notenbanken rund um den Globus nicht so viel Gold halten, so Greenspan.

**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 mehr getätigt.** Aufgrund der Importdaten aus Hongkong und zahlreicher Kommentare hochkarätiger chinesischer Politiker gehen wir jedoch davon aus, dass die PBoC über weitaus höhere Reserven verfügt als die offiziell ausgewiesenen 1.054 Tonnen. Allein die kumulierte inländische Goldförderung beläuft sich seit 2009 auf ca. 2.500 Tonnen. Wir halten es deshalb für realistisch, dass China mittlerweile über 4.000-6.000 Tonnen hält und damit die zweithöchsten Goldbestände weltweit besitzt.

<sup>198</sup> In Kaufkraftparität (GDP PPP) gemessen, ist China bereits seit 2014 die größte Volkswirtschaft.

<sup>199</sup> Vgl. „Parteisekretär: China muss Goldreserven auf 8.500 Tonnen erhöhen“, Goldreporter.de

<sup>200</sup> Vgl. „Golden Rule: Why Beijing Is Buying“, Alan Greenspan, Foreign Affairs

<sup>201</sup> Wobei fairerweise angemerkt werden sollte, dass sich Keynes auf den Goldstandard und nicht auf Gold selbst bezog.



*“Gold is the world's only monetary asset that has no counter-party risk, and is the only cross-nation, cross-language, cross-ethnicity, cross-religion and cross-culture globally recognized monetary asset.”*  
Song Xin

Wir rechnen damit, dass die genaue Höhe der chinesischen Goldreserven im Laufe der nächsten Monate publiziert wird.<sup>202</sup>

Trotz des fulminanten Aufstiegs Chinas sollte man die Kirche im Dorf lassen und nicht etwa mit einer allzu raschen Ablösung des US-Dollars durch den Renminbi rechnen. Die zuvor skizzierte Etablierung des Renminbi als neue Weltwährung ist ein Jahrhundertprojekt. Wir denken, dass Gold in dieser Phase eine wesentliche Rolle spielen wird. Als das britische Pfund und der Dollar zu internationalen Leitwährungen avancierten, lag ihr Goldanteil bei mehr als 50%. **Auch als der Euro eingeführt wurde, waren die Goldreserven der Mitgliedsländer in Höhe von 10.000 Tonnen die Vertrauensbasis der neuen Gemeinschaftswährung.**<sup>203</sup>

Allerdings bezweifeln wir, dass die chinesische Führung einen goldgedeckten Renminbi anstrebt. Dies hätte (aus Sicht der Politik) zwei wesentliche Nachteile: Einerseits würde sich die PBoC ihres geldpolitischen Handlungsspielraums, welchen sie aktuell höchst aktiv ausnützt, entledigen. Wieso sollte die PBoC das Geldmonopol aufgeben? Jede Zentralbank bevorzugt ungedecktes Papiergeld. Andererseits würde sich eine Golddeckung in einem wesentlich festeren Wechselkurs des Renminbi niederschlagen. Dies wäre für die derzeit fragile Situation der chinesischen Wirtschaft alles andere als förderlich.

#### Fazit:

China is buying the dips...

Aufgrund der langfristigen und durchaus antizyklischen Strategie Chinas, scheint es, als wären die niedrigeren Preise durchaus gewollt. Dies erwähnte bereits vor einigen Jahren Cheng Siwei, hochrangiger wirtschaftspolitischer Repräsentant der Volksrepublik. *“Gold is definitely an alternative, but when we buy, the price goes up. We have to do it carefully so as not to stimulate the market...China is buying the dips”*. Diese Aussagen passen in das aktuelle Chartbild von Gold. **China agiert weiterhin antizyklisch, während westliche Finanzinvestoren gewohnt prozyklisch handeln.**

“Love Trade” wird weiter an Bedeutung gewinnen

Die stetig wachsende Bedeutung der asiatischen Schwellenländer hinsichtlich der Goldnachfrage wird unserer Meinung nach **weitgehend unterschätzt**. Ein Großteil Asiens weist ein deutlich größeres Faible für Gold auf als die westlichen Industrienationen. **Diese hohe traditionelle Goldaffinität und der steigende Wohlstand werden die Nachfrage langfristig unterstützen.**

<sup>202</sup> Allerdings sollte man die Zahlen relativieren: Selbst wenn China über 10.000 Tonnen Gold verfügen würde, so entspräche dies lediglich 7% der Geldmenge M1, die sich aktuell auf USD 5,4 Billionen Dollar beläuft.

<sup>203</sup> Vgl. „China Aims For Official Gold Reserves at 8500t“, Koos Jansen, Bullionstar Blog



## 10. BEWERTUNGEN, SZENARIEN UND PREISZIELE

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

Werte sind stets subjektiv, sie liegen also im Auge des Betrachters. Objektive Faktoren, wie beispielsweise die Produktionskosten sind für die Bewertung in der Regel komplett unerheblich. Dies erkennt man beispielsweise daran, dass der Marktwert eines Meisterwerkes von Vincent van Gogh deutlich höher ist, als dessen Produktionskosten. Ähnliches gilt für Gebrauchtwagen, deren Marktpreise hingegen meist unter den Produktionskosten liegen.<sup>204</sup>

Gemäß Carl Menger, dem Begründer der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, entspricht der Wert eines Gutes dem erwarteten Grenznutzen des bewertenden Individuums. Der Wert eines Gutes oder einer Dienstleistung ist somit keine objektiv kalkulierbare 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 objektive Kalkulation eines „fairen Wertes“ ist daher auch für Gold unmöglich.**

Wie können wir uns dennoch diesem wichtigen Thema analytisch annähern? **Eine hilfreiche Methode hierfür kann das Vergleichen der Austauschverhältnisse zweier Werte über die Zeit sein.** Dieses Austauschverhältnis (Ratio) entwickelt sich über lange Zeitspannen nicht dauerhaft in eine Richtung. Dies würde nämlich bedeuten, dass ein Gut relativ zu einem anderem irgendwann unendlich viel wert sein würde, während das andere wertlos geworden ist.<sup>205</sup>

**Wenn wir uns nun unterschiedliche relative Preise ansehen, so erhalten wir ein Bild davon, ob tendenziell günstige oder teure Austauschverhältnisse vorherrschen.**

### a) Gold vs. Geldmengenaggregate

Aus unseren bisherigen Ausführungen dürfte klar hervorgegangen sein, dass unserer Meinung nach Gold nach wie vor als monetäres Gut zu betrachten ist. Daher drängt sich als Erstes der Vergleich der Goldmenge mit der Geldmenge auf. Das Teilreservebankensystem macht die Definition der genauen Geldmenge jedoch schwierig. Es gibt daher unterschiedliche Zugänge für solche Vergleiche.

Den „Shadow Gold Price“ von Paul Brodsky und Lee Quaintance haben wir erstmals 2011 vorgestellt. Diese Berechnungsweise – US-Basisgeldmenge dividiert durch US-Goldbestände – ist keineswegs ein reines Gedankenspiel, sondern vielmehr die Art und Weise, auf welche innerhalb des Bretton-Woods-Abkommens der Wechselkurs zwischen Papiergeld und Gold berechnet wurde. Der Shadow Gold Price ist der

<sup>204</sup> Vgl. „Die Produktionskosten und der Marktpreis des Goldes“, Degussa Marktreport, 19. Juli 2013

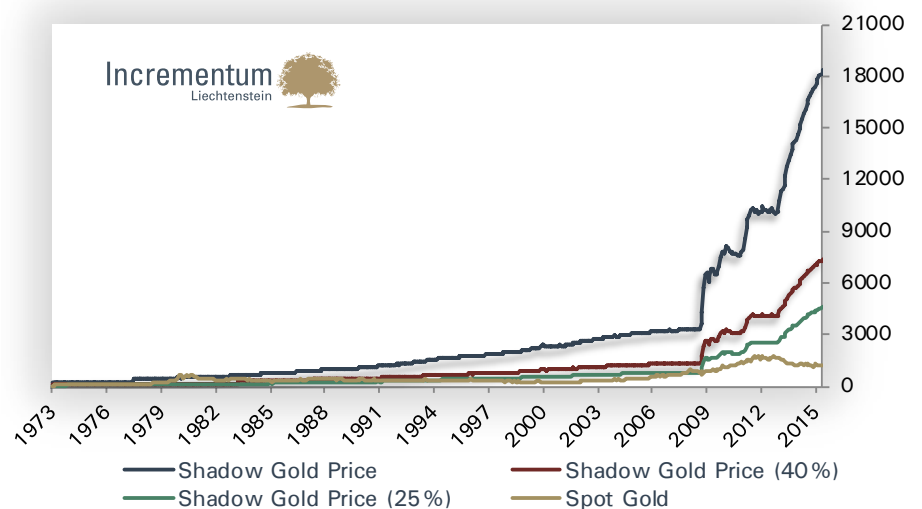
<sup>205</sup> Dies gilt insbesondere beim Vergleich zweier materieller Gütern. Das Austauschverhältnis eines materiellen Gutes ausgedrückt in Papiergeldwert kann auch über eine sehr lange Frist dauerhaft steigen, im Extremfall bis ins Unendliche (Hyperinflationen).

theoretisch benötigte Goldpreis, um ein paritätisches Austauschverhältnis der gesamten Basis-Geldmenge mit den vorhandenen Goldbeständen herstellen zu können. Eine solche, einhundertprozentige Golddeckung wäre die konzeptionelle Alternative zur heutigen, (größtenteils) durch Schulden gedeckten Währung.

**Shadow Gold Price aktuell bei USD 18.000**

**Aktuell würde der Shadow Gold Price bei über USD 18.000 liegen.** Nachdem im Federal Reserve Act von 1914 eine Golddeckung von mindestens 40% vorgeschrieben war, haben wir auch die 40%ige Deckung im Chart dargestellt. Würde diese Marke erreicht werden, müsste der Goldpreis auf USD 7.300 steigen. Von 1945 bis 1971 war lediglich eine 25%ige Deckung notwendig, auch diese Linie haben wir am Chart eingezeichnet. Aktuell läge der Goldpreis bei einer 25%igen Deckung bei 4.500 Dollar.

#### Shadow Gold Price vs. aktueller Goldpreis



Quelle: Paul Brodsky, Macro Allocation Inc., [www.macro-allocation.com](http://www.macro-allocation.com)

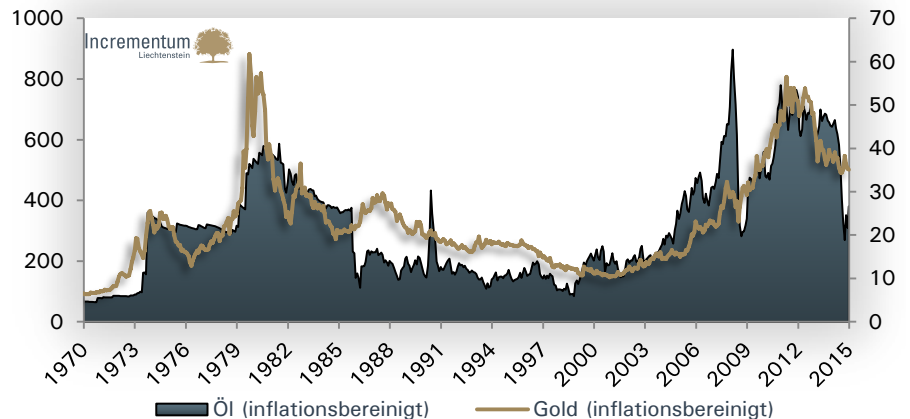
#### b) Relative Bewertung mittels Ratio-Analyse

**Preisvergleiche mittels nominaler Zeitreihen hinken.** Die Qualität eines Dollars heute unterscheidet sich maßgeblich von einem Dollar des Jahres 1980 oder 2000. Als der Goldpreis sein finales Allzeithoch im Jänner 1980 bei einem Preis von USD 850 markierte, lag das durchschnittliche amerikanische Haushaltseinkommen bei rund USD 17.000 pro Jahr. Heute würde man mit einem solchen Haushaltseinkommen bereits weit unter der Armutsgrenze leben. Auch der Verschuldungsstand hat sich seitdem signifikant verändert. Waren die USA zum Zeitpunkt des Allzeithochs 1980 noch mit USD 863 Mrd. verschuldet, so beträgt der Betrag heute 18,2 Billionen Dollar – er ist also um mehr als den Faktor 21 angewachsen.

**Insofern ist ein nomineller Vergleich des Goldpreises über Dekaden hinweg nur bedingt sinnvoll.** Werfen wir deshalb einen Blick auf den Gold- und auf den Ölpreis, bereinigt jeweils um die offiziellen Teuerungsraten. Dass das Überschreiten der inflationsbereinigten Allzeithochs im Zuge eines Bullenmarktes normal ist, hat Erdöl bereits im Jahre 2008 vorexerziert. Das inflationsbereinigte Hoch wurde am Ende des Zyklus in der parabolischen Phase um mehr als 50% überstiegen. **Wir**

halten es daher für realistisch, dass unser langfristiges Kursziel von USD 2.300 am Ende des Bullenmarktes ebenfalls klar überschritten wird.

#### Inflationbereinigter Öl- und Goldpreis



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

***“Markets are where buyers and sellers simultaneously agree on price but disagree on value.”***  
**Ben Davies**

Nachfolgend haben wir weitere Verhältnisse von Gold und einer Auswahl an „Real Assets“ und Bonds abgebildet. Es ist abzulesen, dass sich der Goldpreis im Verhältnis zu US-Immobilien, aber auch zu Silber und dem Rohstoffindex CRB über dem langfristigen Durchschnitt befindet. Gegenüber Sammler-Rotweinen, Kunst, High-Yield-Anleihen und insbesondere US-Aktien erscheint Gold hingegen unterbewertet.

| Ratio                           | Stand aktuell | Langfristiger Durchschnitt | Low     | High   | Gold relativ teuer? |
|---------------------------------|---------------|----------------------------|---------|--------|---------------------|
| Gold/Silber <sup>206</sup>      | 74x           | 54x                        | 14x     | 99x    | Ja                  |
| Gold/Öl (Brent)                 | 18,1x         | 15x                        | 6,5x    | 39x    | Fair                |
| Gold/CRB <sup>207</sup>         | 2,8x          | 1,74x                      | 1,02x   | 3,6x   | Ja                  |
| Gold/Fine Wine <sup>208</sup>   | 0,75x         | 1,31x                      | 0,43x   | 4,6    | Nein                |
| Gold/Sotheby's <sup>209</sup>   | 25,3x         | 29,8x                      | 6,1x    | 144x   | Nein                |
| Gold/High Yields <sup>210</sup> | 1,1x          | 1,6x                       | 0,69x   | 4,5x   | Nein                |
| Gold/Housing <sup>211</sup>     | 0,0045x       | 0,0031x                    | 0,0014x | 0,009x | Ja                  |
| Gold/S&P 500                    | 0,55x         | 1,22                       | 0,17x   | 7,5x   | Nein                |

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>206</sup> Seit 1971

<sup>207</sup> CRB Index seit 1981

<sup>208</sup> Liv-ex Fine Wine Investables Index seit Jänner 1988

<sup>209</sup> Wir betrachten die Sotheby's-Aktie als guten Proxy für die Entwicklung des Kunstmarktes

<sup>210</sup> BOFA ML US High Yield Masters Total Return, ab 1986

<sup>211</sup> Mean Sales Price of Existing Single-Family Homes

### c) Prognose

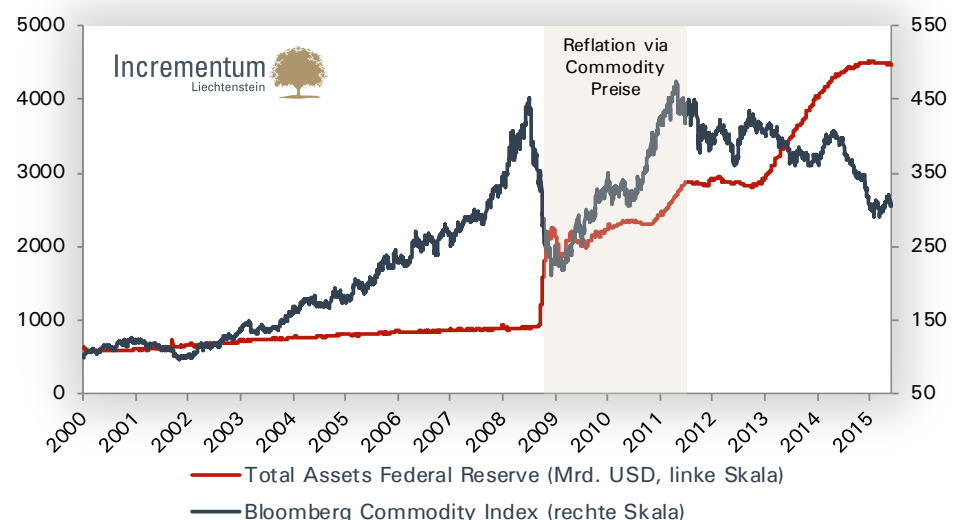
Wir haben ausführlich dargelegt, dass die Schulden in immer mehr Regionen der Welt nicht nachhaltig tragbar sind. **Ein „Herauswachsen“ aus der Überschuldung ist unserer Meinung nach höchst unrealistisch – es gibt in den meisten Ländern keine realistisch erzielbare Kombination aus Steuerquote und Wachstumsrate, mit der sich die Schuldenlast nachhaltig abbauen ließe.**

Mit einer konsequenten Sparpolitik ist ebenfalls nicht zu rechnen. Am Beispiel der südeuropäischen Länder zeigen sich die demokratiepolitischen Belastbarkeitsgrenzen hinsichtlich der Austeritätspolitik. **Die Nullzinspolitik dient als Steigbügelhalter für die hohen Verschuldungsraten und erhöht sogar den Anreiz für eine zusätzliche Verschuldung.**

Ein Schuldenschnitt eines großen Industriestaates ist nicht denkbar, da die deflationären Folgeeffekte und Solvenzprobleme sowohl von Banken als auch Staaten im heutigen, vernetzten Finanzsystem zu dramatisch wären. Der einzige politisch gangbare Weg ist die Flucht nach vorn: Eine aggressive Reflationierung der Wirtschaft über höhere nomineller Preise soll die Schuldenlast real wieder tragbar machen. **Man betrachte in dem Zusammenhang das schuldenmäßig am weitesten fortgeschrittenen Beispiel Japans.**

**Der Konjunkturzyklus ist bereits weit fortgeschritten.** In einer vorher nie dagewesenen Art und Weise wurde nach 2008 Geldmengeninflation eingesetzt um die Konjunktur künstlich anzuheizen. Vor allem die gestiegene US-Wirtschaftsaktivität der letzten Jahre ist der Illusion eines gestiegenen Reichtums über den so genannten „wealth effect“ zuzuschreiben.

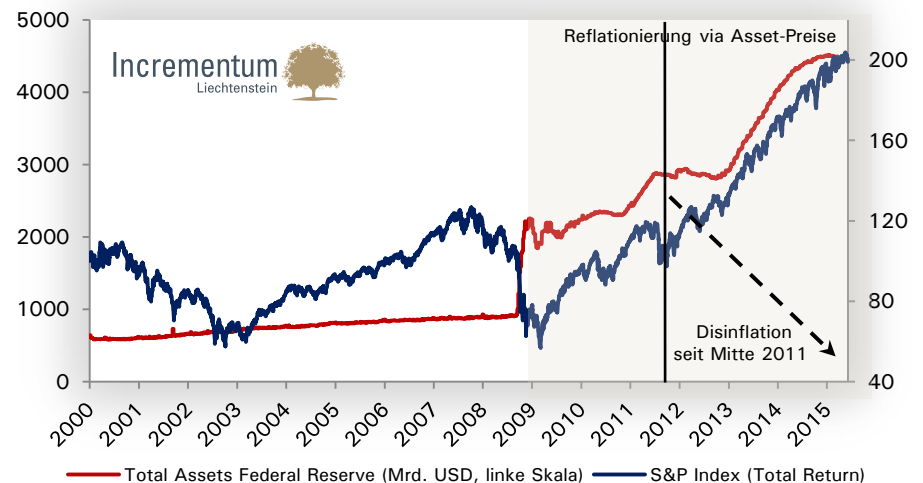
#### US Basisgeldmenge und Rohstoffpreise



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Dies lässt sich gut erkennen, wenn man die reflationäre Entwicklung nach 2008 in zwei Phasen unterteilt: vor 2011 und nach 2011.

## US Basisgeldmenge und Aktienpreise



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Während von 2008-2011 sowohl Aktien als auch Rohstoffe (und somit die Preise von realen Gütern) nach oben getrieben wurden, ist seit 2011 eine disinflationäre Tendenz bei Rohstoffen ersichtlich. Die Geldmengeninflation bewirkt seither primär eine Vermögenspreisteuerung. Kulminiert ist diese Phase in einem disinflationären Tsunami im Jahr 2014. Ein erstarkter deflationär wirkender US-Dollar prolongierte die Aussicht auf eine Zinserhöhung abermals und ließ den Aktienmärkten weiterhin die geliebte Nullzinsumgebung.

### 3 Mögliche Szenarien für die Inflationsentwicklung und den Goldpreis

Wir sind der festen Überzeugung, dass wir uns nun nahe einer Weggabelung befinden. In den kommenden drei Jahren wird sich unserer Meinung nach ein Paradigmenwechsel an den Märkten – hin zu steigenden Inflations Tendenzen – vollziehen. Folgende Szenarien halten wir für am wahrscheinlichsten:

**Szenario I:** Der aktuelle Konjunkturzyklus geht dem Ende zu und die Mär vom nachhaltigen, selbsttragenden Aufschwung wird nach und nach von den Marktteilnehmern hinterfragt. **Dies führt zu einer deutlichen Abwertung des USD gegenüber Rohstoffen, da die Fed – wie sie stets betont hat – gegebenenfalls erneut auf ein Quantitative Easing oder ähnliche Kunstgriffe zurückgreifen wird.** In diesem Falle wird Gold signifikant von einem generellen Repricing der Kapitalmärkte profitieren. Ein stagflationäres Umfeld wäre in diesem Falle realistisch. Ein solches Szenario hat derzeit so gut wie niemand auf dem Radar.

**Szenario II:** Ein Renditeanstieg führt zu einer erhöhten Kreditschöpfung und einer steigenden Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Die Wirtschaftsaktivität nimmt zu, ist aber begleitet von steigenden Inflations Tendenzen.<sup>212</sup> In diesem Szenario können sowohl Finanzvermögen als auch Realwerte (wie Gold) nominell profitieren.

**Szenario III:** Das System ist seit 2008 nicht nachhaltig gesundet, sondern wurde in vielerlei Hinsicht fragiler. Durch die Konzentration im Bankenbereich sind die Bilanzsummen der größten Banken massiv angewachsen. Das ausständige Derivatevolumen hat weiter zugenommen,

<sup>212</sup> Die Österreichische Schule verwendet für dieses Phänomen den Begriff "Crack up Boom"

wobei davon wenig im Rahmen der Bilanzen erfasst ist. Darüber hinaus war die geopolitische Situation seit Ende des Kalten Krieges nicht mehr so angespannt. **Die Möglichkeit eines „black swan events“ ist daher aus unserer Sicht so hoch wie schon lange nicht mehr.** Auch in diesem Szenario ist Gold ein wahrscheinlicher Gewinner.

**Fazit:**

**Wir sind alles in allem der Überzeugung, dass wir uns weiterhin in einem säkulären Bullenmarkt beim Goldpreis befinden, der kurz vor seiner Blüte steht. Sollten wir damit Recht behalten, erwarten wir im Laufe der kommenden Phase eine Trendbeschleunigung.** Es sind wie beschrieben unterschiedliche Szenarien möglich, welche sich überwiegend positiv auf die Goldpreisentwicklung auswirken würden. Wir denken, dass nun der richtige Zeitpunkt gekommen ist, um unser bereits lange formuliertes Kursziel mit einem zeitlichen Horizont zu konkretisieren. Im Lichte der dargelegten Perspektive haben wir uns deshalb dazu entschlossen, **unser langfristiges Kursziel für den Goldpreis von USD 2.300 auf einen zeitlichen Horizont von drei Jahren – also bis zum Juni 2018 – festzulegen.**

#### **d) A Gold Bugs' Nightmare**

#### **Worst Case Szenarien für die Goldpreisentwicklung**

**Wir haben soeben unsere Basisszenarios dargelegt.** Nicht zuletzt, da wir mit dieser Meinung eine Minderheit innerhalb der Analystenschaft einnehmen, haben wir in diesem Report bislang viele Argumente angeführt, welche uns zu dieser – derzeit antizyklischen – Schlussfolgerung gelangen lassen.

Anlageentscheidungen (wie auch Kursprognosen) werden stets unter Unsicherheit getroffen. **Daher wollen wir uns an dieser Stelle auch mit alternativen, potenziell negativen Szenarien für die Goldpreisentwicklung auseinandersetzen.**

**Kurzfristige Risiken für den Goldpreis:**

Es sind mannigfaltige Gründe für kurzfristige Goldpreistrübkgänge denkbar. In erster Linie sind dies Szenarien, welche Liquiditätsnotstände auslösen würden bzw. den USD erstarken lassen würden. Einige mögliche Szenarien könnten lauten:

- ▶ Die Eurokrise spitzt sich weiter zu; die Märkte nehmen an, dass sich ein Grexit auf den USD „bullish“ auswirkt; die Gegenreaktion ist ein schwächerer Goldpreis.
- ▶ Griechenland wird im Rahmen einer Schuldenrestrukturierung gezwungen, kurzfristig einen Teil seiner Goldreserven (112 Tonnen) auf den Markt zu werfen, welches den Goldpreis drückt.
- ▶ China macht aufgrund von Wachstumssorgen eine Kehrtwende in seiner Währungspolitik und wertet gegen den USD ab; dies stärkt den USD und schwächt womöglich den Goldpreis.

**Voraussetzungen für ein längerfristiges negatives Umfeld**

Entscheidender als kurzfristige Events sind für unsere dreijährige Einschätzung die geldpolitischen Rahmenbedingungen. Für den Rückgang



des Goldpreises in den vergangenen Jahren waren folgende drei Faktoren hauptverantwortlich:

- ▶ **Stark disinflationäre Tendenzen** und damit einhergehend **steigende Realzinsen**
- ▶ **Die Erwartung eines beginnenden Zinserhöhungszyklus** in den USA bei nachhaltig steigendem, realem Wirtschaftswachstum
- ▶ Teilweise **rückläufiges Geldmengenwachstum**

Von den Marktteilnehmern wurde implizit bereits der **„Sieg der geldpolitischen Interventionen“ und die gelungene Rückkehr zur Normalisierung der Geldpolitik – zumindest in den USA – eingepreist**. Auf der Suche nach dem ungünstigsten Szenario für die Goldpreisentwicklung, müsste unserer Meinung nach eine Konstellation mit folgenden Rahmenbedingungen auftreten:

- ▶ Die hohen Erwartungen an das Wachstum der kommenden Jahre müssen sich nicht nur erfüllen, sondern die tatsächliche Wirtschaftsentwicklung muss auch zukünftig die hohen aktuellen Hoffnungen übertreffen.
- ▶ Ein Umfeld mit disinflationären Tendenzen muss weiter anhalten, um Zinserhöhungen auch in diesem Wachstumsumfeld in Schach zu halten.
- ▶ Die Euphorie hinsichtlich der Wertpapierveranlagungen (in erster Linie bezogen auf Spread-Produkte und Aktien) muss noch weiter zunehmen, damit ein attraktives Investment trotz der niedrigen Zinsen immer noch veritabel aussieht.

Umfeld analog zur „Great Moderation“ wäre Schreckensszenario für Goldpreisentwicklung

**Fazit:**

**Das längerfristige Schreckensszenario für die Goldpreisentwicklung sind fallende Inflationstendenzen begleitet von steigendem Wirtschaftswachstum.** Präzedenzfälle dafür waren einerseits die 1990er Jahre, als in den USA die Teuerungsraten sukzessive zurückgingen, sich das Wachstum im Laufe der Dekade aber beschleunigte. Diese Phase wird auch als „The Great Moderation“ bezeichnet und mit der geldpolitischen Ära unter Alan Greenspans FED assoziiert. Andererseits kann auch die disinflationäre Phase seit 2011 als Beispiel herangezogen werden, wobei die Wachstumsdynamik zuletzt abnahm.

**Die Teuerungsraten sind derzeit in allen Industrieländern auf niedrigsten Niveaus. Ein weiteres, jahrelanges Absinken der Inflationsniveaus ist aufgrund dessen nicht mehr möglich, da negative Teuerungsraten – wie zuvor ausführlich beschrieben – systemisch nicht zugelassen werden können.**

Ein artverwandtes Umfeld wäre das Anhalten der „Low-Flation“-Phase. Weitere Stimulusmaßnahmen führen nicht zu erhöhter wirtschaftlicher Aktivität und Teuerung, sondern befeuern die Vermögenspreisinflation noch weiter. **Dieses Szenario ist angesichts der extremen geldpolitischen Maßnahmen nicht kategorisch auszuschließen.**

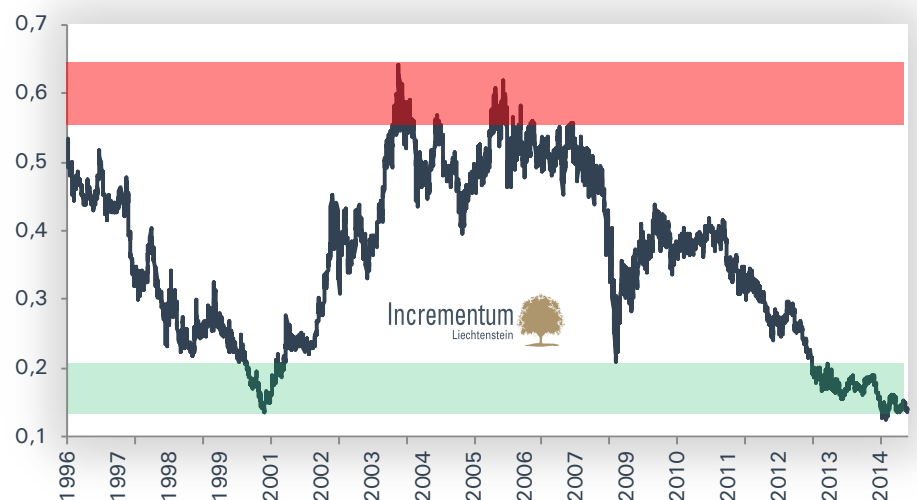
## 11. GOLDAKTIEN

Als unser letzter Goldreport erschien, stand der Gold Bugs Index bei **233 Punkten**. Der (finale?) Tiefpunkt wurde am 5. November bei einem Stand von 146 markiert. **Auf den folgenden Seiten werden wir erläutern, wieso wir davon ausgehen, dass die Talfahrt der Miner nun endlich beendet sein sollte.**

### a) Relative Bewertung von Gold und Minenaktien

In Relation zum Goldpreis tendieren die Goldaktien im Gold Bugs Index auf dem niedrigsten Stand seit dem Jahre 2000. In grün sind jeweils die Phasen eingezeichnet, in denen Goldaktien in Relation zu Gold extrem günstig bewertet waren und in rot vice versa. Es ist somit klar ersichtlich, dass Miner derzeit im Vergleich zu Gold relativ preiswürdig erscheinen.

#### HUI/Gold-Ratio

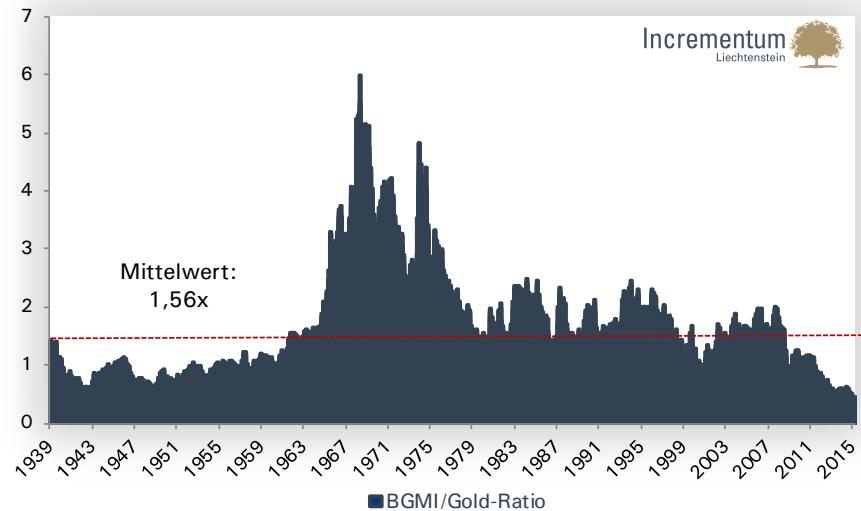


Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

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

Das wahre Ausmaß der Unterbewertung erkennt man am besten anhand eines langfristigen Vergleiches. Der Barrons Gold Mining Index (BGMI) hat zuletzt relativ zu Gold den tiefsten Stand seit 70 Jahren markiert. Mit einem Stand von 0,4x liegt er signifikant unter dem langfristigen Mittelwert von 1,56x.

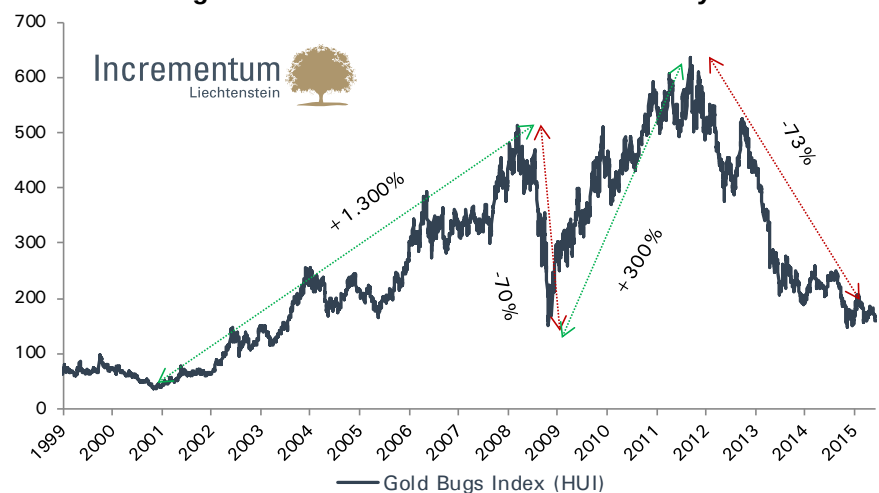
### BGMI/Gold-Ratio auf tiefstem Stand seit 1942



Quelle: Nick Laird, Sharelynx.com, [www.nowandfutures.com](http://www.nowandfutures.com), Barrons, Incrementum AG

Die nachfolgende Grafik illustriert, dass Goldaktien alles andere als “buy and hold”-Investments darstellen, sondern aktiv verwaltet werden müssen. Unserer Ansicht nach reagieren Minenaktien – analog zu Gold und Silber – am stärksten auf *Veränderungen* der Inflationsrate, weshalb wir sie mittels unseres Inflations-signalen aktiv timen.

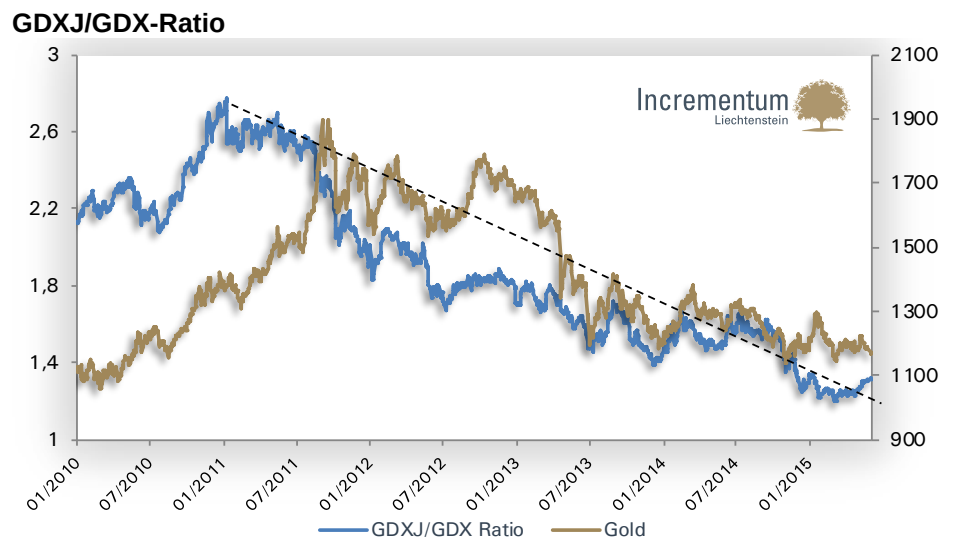
### Amex Gold Bugs Index: Bullenmarkt- und Bärenmarkzyklen seit 1999



Quelle: Datastream, Incrementum AG

*“In investing, what is comfortable is rarely profitable.”*  
Robert Arnott

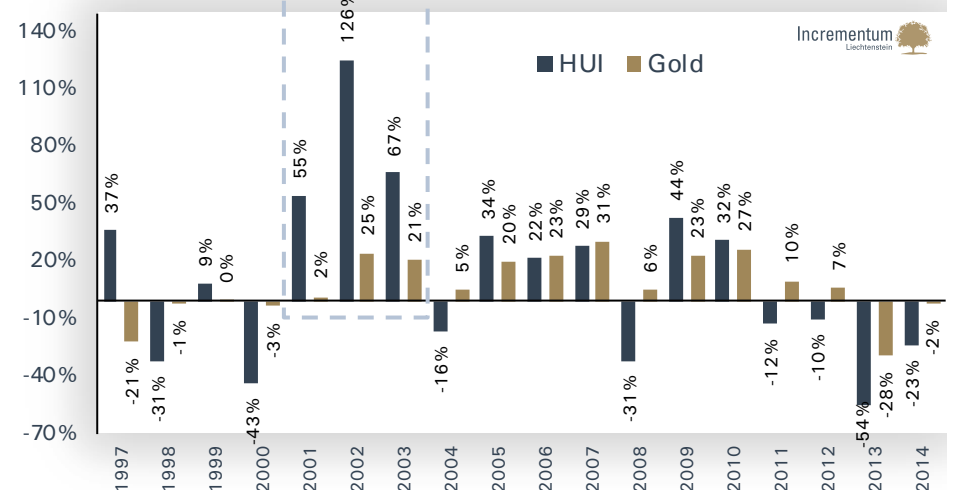
Einen aufschlussreichen Indikator für die Risikobereitschaft im Minensektor stellt das Verhältnis zwischen GDX und GDXJ-Index dar. Der GDX bildet in erster Linie die großkapitalisierten Goldförderer ab, während der GDXJ die Junior- und Small-Cap-Titel abbildet und somit ein deutlich höheres Beta aufweist. **Eine steigende Ratio-Linie zeigt an, dass die kleineren Junior-Titel relative Stärke zeigen. Dies impliziert eine steigende Risikobereitschaft der Investoren.** Im Moment erkennt man, dass das Verhältnis einen Boden ausgebildet hat und über die Widerstandslinie gestiegen ist.



## b) Wieso perform(t)en Miner so schwach?

Vergleicht man die jährlichen Performances von Gold und Minenaktien, so lässt sich feststellen, dass Minenaktien lediglich von 2001 bis 2003 eine signifikante Outperformance erzielen. Seitdem zeigten Minenaktien den erhofften Hebel lediglich nach unten.

### Minenaktien (HUI Index) vs. Gold



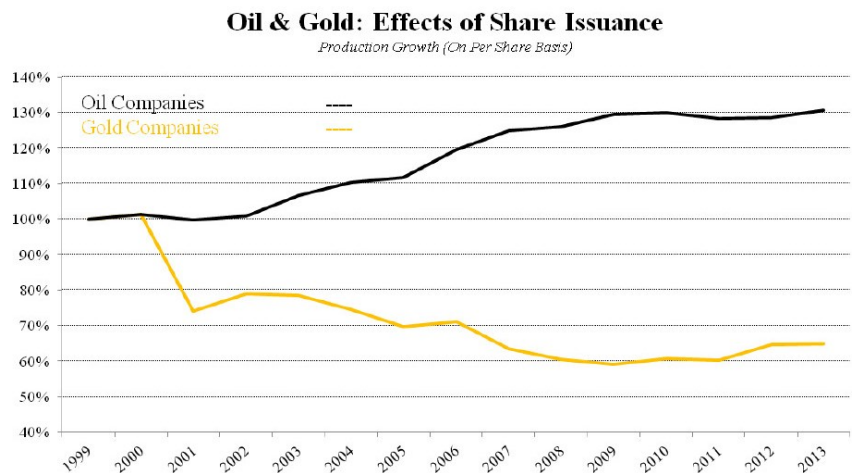
**Wir hatten bereits im Vorjahr analysiert und kritisiert, wieso es Goldaktien in den letzten Jahren verabsäumt haben, den erwarteten Hebel gegenüber Gold zu liefern:**

- Die Greenfield-Exploration wurde sträflich vernachlässigt. Stattdessen wurde der Fokus auf hochriskante und teure Übernahmen gelegt, welche meist durch die Ausgabe von Aktien finanziert wurden.

- ▶ Stark gestiegene Input-Kosten (Mangel an Fachkräften, stark gestiegene Treibstoffkosten, teurer Abbau von „low-grade“, Fremdwährungseffekte) und daraus resultierender Margendruck
- ▶ Teure Auflösung von Hedging-Programmen
- ▶ 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. Ein Großteil daraus erfolgte allerdings aus hochpreisigen Unzen.

In einer aufsehenerregenden Keynote-Ansprache an der Denver Gold Show 2014<sup>213</sup> adressierte Douglas Pollitt die wesentlichen Versäumnisse der Branche:

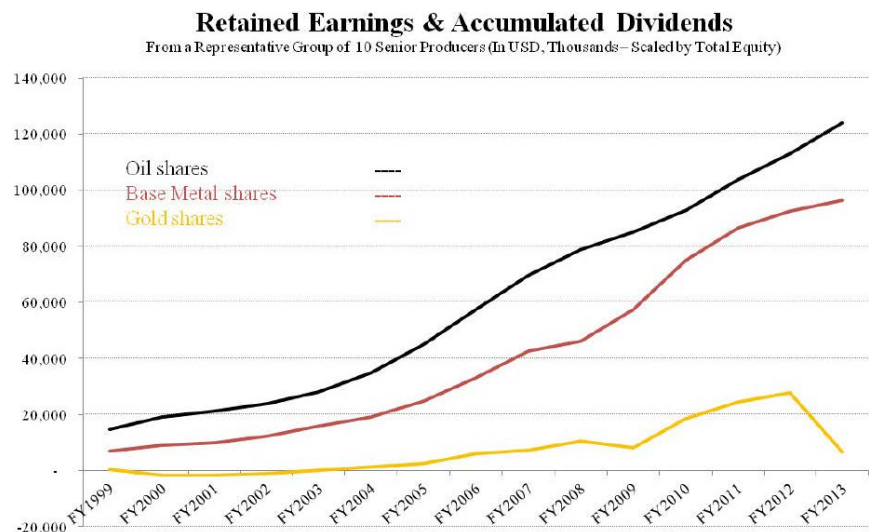
**Ein wesentlicher Grund für die enttäuschende Entwicklung war die Verwässerung der Aktienbasis.** Die nachfolgende Grafik zeigt die Produktion je Aktie für Gold- und Ölförderer. Wer seit 1999 Goldaktien besitzt, wurde hinsichtlich der Produktion je Aktie um ein Drittel verwässert. Bei Öltiteln wurde im gleichen Zeitraum die Produktion je Anteil hingegen um 30% erhöht. **Der Gedanke mutet grotesk an, nachdem viele Investoren Goldaktien kauften, um sich vor der digitalen Druckerschwärze der Notenbanker abzusichern.** Es scheint jedoch, als wäre die Minenbranche den Notenbankern hinsichtlich ihrer Inflationierungsbemühungen durchaus ebenbürtig.



Quelle: Pollitt&Co

**Ein weiterer wesentlicher Grund für die enttäuschende Entwicklung waren die zugrunde liegenden Geschäftsergebnisse.** Vergleicht man eine repräsentative Gruppe von 10 Seniorproduzenten aus dem Öl-, Gold- und Basismetallsegment, so erkennt man erhebliche Unterschiede. So stieg der Bilanzgewinn zuzüglich der kumulierten Dividenden bei den 10 Senior-Goldproduzenten um lediglich USD 6 Mrd. Dies erscheint uns in einem Zeitraum von 15 Jahren, in dem sich der Goldpreis versechsfachte, mehr als enttäuschend. Im gleichen Zeitraum erzielten Ölproduzenten eine Steigerung von USD 150 Mrd. auf 1,3 Billionen, also einen Zuwachs von 800%. Bei Basismetallen wurde der Wert von USD 23 Mrd. auf USD 313 Mrd., also um mehr als 1.200% gesteigert. **Beide Sektoren zeigten somit gegenüber Gold eine schier unglaubliche Outperformance.**

<sup>213</sup> „How not to piss it away next time“, Keynote Speech von Douglas Pollitt, Pollitt & Co



Quelle: Pollitt&Co

Ein weiterer Grund für die enttäuschende Entwicklung vieler Minen besteht darin, dass der Sektor auf beinahe einmalige Art und Weise **politischem Risiko** ausgesetzt ist: Sobald man Milliarden von Dollar in eine Mine investiert hat, befindet man sich potenziell in Geiselschaft der lokalen Politik, die Steuern nach Belieben eintreiben oder gar die Aktiva beschlagnahmen kann.

Insofern ist für den Investor die Wahl der richtigen Jurisdiktion mittlerweile eine der essentiellsten Entscheidungskriterien bei **Goldaktien-Investments**. Nachfolgende Tabelle zeigt die gemäß einer Umfrage attraktivsten und unattraktivsten Mining-Jurisdiktionen. Klar ersichtlich ist, dass Nordamerika mit 8 aus 10 Top-Platzierungen eindeutig am stabilsten eingeschätzt wird.

#### Fraser Institute: Investment Attractiveness Index 2014

| Top 10                    | Flop 10            |
|---------------------------|--------------------|
| 1. Finnland               | 1. Malaysia        |
| 2. Saskatchewan           | 2. Ungarn          |
| 3. Nevada                 | 3. Kenia           |
| 4. Manitoba               | 4. Honduras        |
| 5. Western Australia      | 5. Solomon Islands |
| 6. Quebec                 | 6. Ägypten         |
| 7. Wyoming                | 7. Guatemala       |
| 8. Neufundland & Labrador | 8. Bulgarien       |
| 9. Yukon                  | 9. Nigeria         |
| 10. Alaska                | 10. Sudan          |

Quelle: Fraser Institute Annual Survey of Mining Companies 2014

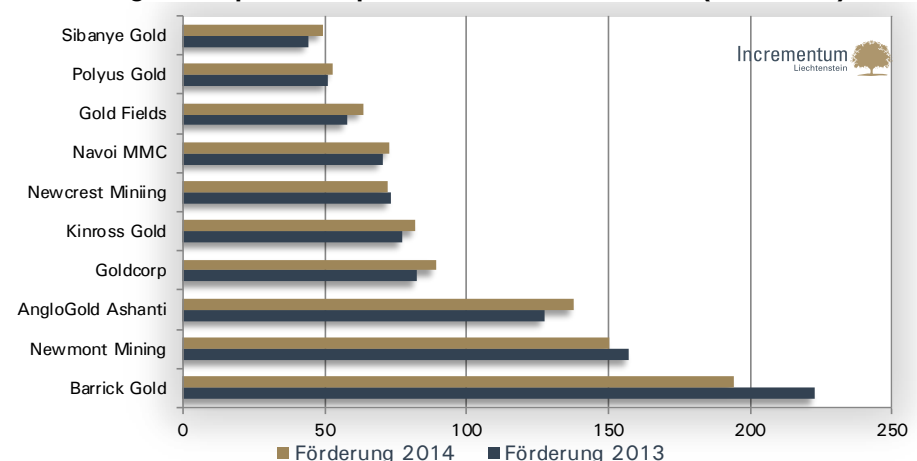


### c) Die Branchenkonsolidierung wird sich fortsetzen – Developer als größte Profiteure

Im Vorjahr lag das M&A-Transaktionsvolumen bei knapp sieben Milliarden Dollar und somit auf niedrigerem Niveau als noch in 2013.<sup>214</sup> Wir gehen davon aus, dass sich die Übernahmetätigkeit in den nächsten Monaten wieder beschleunigen wird. Aufgrund der rigiden Kostensenkungsprogramme wurde einerseits die Exploration vernachlässigt, andererseits wurden zahlreiche Projekte abgeschrieben oder veräußert. Infolge dessen haben sich die Reserven der großen Produzenten im Vorjahr durchschnittlich um 14% verringert.

Insofern rechnen wir damit, dass die Produzenten ihre schrumpfenden Reserven mittels Übernahmen und Fusionen auffüllen werden. Größte Profiteure dieser Entwicklung werden wohl Junior-Produzenten und vor allem ausfinanzierte Developer sein. Ein Gros der Übernahmen wird in Mining-Jurisdiktionen erfolgen, die geringe politische Risiken aufweisen. Dies war im Zuge der Hausse, also bis 2012, grundlegend anders. Aufgrund des überbordenden Optimismus und hohen Risikoappetits wurde meist in Ländern mit erhöhtem Länderrisiko investiert.<sup>215</sup>

#### Förderung der Top 10 Goldproduzenten 2013 vs. 2014 (in Tonnen)<sup>216</sup>



Quelle: Company Reports, GFMS, Thomson Reuters

*“Gold is a current asset, with no future cash flows—it is the financial opposite of biotech. This is why gold is the ultimate loser during the growth of a credit bubble, but a sure winner when it collapses. It is why gold mining companies will go from being worth next to nothing to something, a nearly infinite percentage increase.”*  
Daniel Oliver, Myrmikan Capital

Grundsätzlich gibt es zwei unterschiedliche Phasen, in denen verstärkt M&A-Aktivitäten getätigt werden. Einerseits ist dies nahe am Allzeithoch der Fall, wenn das Management ewig steigende Preise in die Zukunft extrapoliert und von Gigantomanie erfasst wird. Der zweite Fall liegt in Bärenmärkten vor, wenn die Unternehmensführung befürchtet, dass die Preise weiter fallen werden. In dieser Phase findet eine Jagd auf Minenprojekte statt, die auch in einem Niedrigpreis-Umfeld rentabel fördern. Eine verstärkte M&A-Aktivität ist deshalb meist ein verlässliches Anzeichen für einen baldigen Trendwechsel – ähnlich wie in den Jahren 1998 bis 2000, als zahlreiche Großübernahmen getätigt wurden.<sup>217</sup>

<sup>214</sup> Ein Großteil davon entfiel auf die Übernahme von Osisko Mining durch Yamana Gold und Agnico-Eagle Mines (USD 3,7 Mrd.).

<sup>215</sup> Vgl. „Goldminen-Branche: M&A-Transaktionen in geographischer Zuordnung“, Oliver Groß

<sup>216</sup> Zahlen für Kinross Gold, Navoi MMC und Gold Fields beruhen auf Schätzungen seitens GFMS Thomson Reuters

<sup>217</sup> Vgl. „Gold Sector – Tentative Signs of Life“, Acting-man.com

## d) Gründe für unsere Zuversicht bez. der weiteren Entwicklung des Minensektors

Woraus speist sich nun unser Optimismus hinsichtlich einer besseren Zukunft des Minensektors?

- ▶ **Deflation der Förderkosten:** Teilweise radikale Produktivitätsverbesserungen, Personalabbau, Neuverhandlung bestehender Verträge mit Lieferanten etc. führten zu einer Verringerung der Betriebs- und Kapitalkosten.
- ▶ **Abschreibung oder Verkauf hochpreisiger Projekte:** Zahlreiche Explorations- und Entwicklungsprojekte wurden veräußert oder auf Eis gelegt. Bilanzen wurden gestärkt.
- ▶ **Bekenntnisse bez. Shareholder Value:** Refokussierung auf Dividenden, Free Cash Flow und Rentabilität
- ▶ **Erhöhung der Reserve-Grade**
- ▶ **Attraktive Portfolioeigenschaften von Mining-Titeln:** So profitiert Gold in Zeiten wachsender wirtschaftlicher Unsicherheit und während Rezessionen. Deshalb sind Goldaktien einer der wenigen Sektoren, die eine langfristig inverse Korrelation mit dem breiten Aktienmarkt aufweisen.
- ▶ **Relative Bewertung und Sentiment** (siehe vorangegangene Charts)

*“Gold will continue to vanish into private hoards against the day that even no metallic money will be had or seen any more...Gold mines will once again be viewed as mini-central banks.”*

Daniel Oliver, Myrmikan Capital

### Fazit:<sup>218</sup>

Der Markt scheint noch nicht ausreichend realisiert zu haben, dass zahlreiche Miner ihre Margen zuletzt deutlich verbessert haben. 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>218</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.

# YOUR LEGACY, YOUR VALUES, OUR EXPERIENCE.



Tocqueville Asset Management is proud to support the “In Gold We Trust” report as a premium partner.

At Tocqueville, our commitment to the preservation of wealth over the long term relies on thoughtful diversification and a prudent allocation to gold and other hard assets.



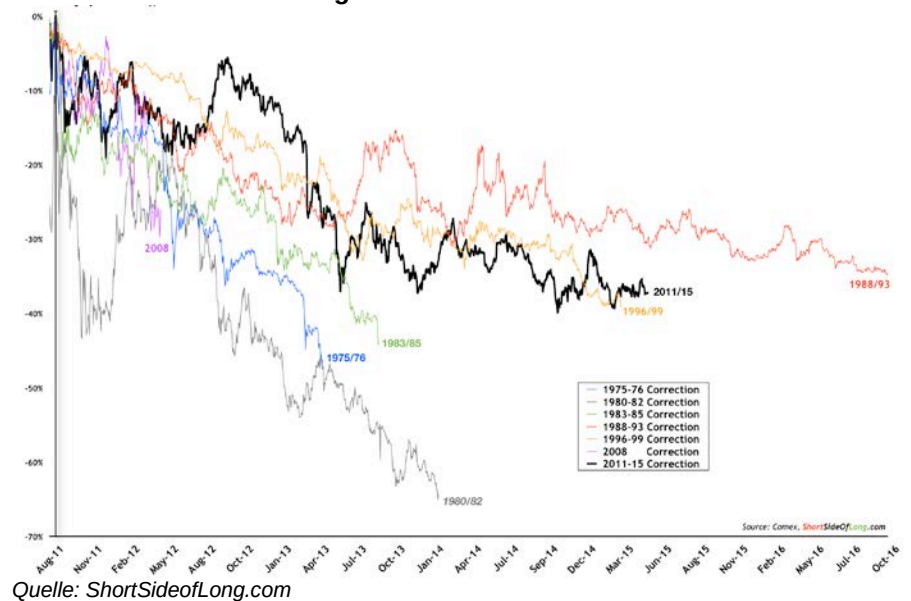
FOR FURTHER INFORMATION PLEASE CONTACT US AT  
[INSTITUTIONAL@TOCQUEVILLE.COM](mailto:INSTITUTIONAL@TOCQUEVILLE.COM)  
(212) 903-0300

©TOCQUEVILLE ASSET MANAGEMENT L.P.  
ALL RIGHTS RESERVED

## 12. TECHNISCHE ANALYSE: IST DIE BODENBILDUNG NAHEZU ABGESCHLOSSEN?

Ein Vergleich der letzten Bärenmärkte<sup>219</sup> zeigt, dass die aktuelle Korrektur im historischen Kontext unterdurchschnittlich ist. Was die Dauer der Bärenmärkte betrifft, so erkennt man jedoch, dass nur eine Baisse (1988-1993) länger andauerte.

### Gold-Bärenmärkte im Vergleich



**„Wo alle dasselbe denken, wird nicht viel gedacht.“**  
Karl Valentin

Ein Blick auf den Konsensus der Analystenschätzungen liefert stets – speziell für Contrarians – interessante Erkenntnisse. Naturgemäß zeigen sich Analysten mit Fortdauer eines Bullenmarktes zunehmend optimistischer: Ende 2011 sagten die 23 befragten Analysten für 2012 einen Wertzuwachs von 21% auf USD 1.900 Dollar voraus. Geblieben war am Ende des Jahres ein Plus von 6% auf 1.658 USD. Für 2013 lagen die Prognosen bei einem weiteren Anstieg um 14% auf 1.900 USD. Sieben von 25 Analysten sahen Kursziele von USD 2.000 und höher. Die pessimistischste Schätzung lag damals bei USD 1.500. Der tatsächliche Preis lag Ende des Jahres bei USD 1.200 und somit bei einem Minus von knapp 30%.

**“It is impossible to produce a superior performance unless you do something different from the majority.”**  
Sir John Templeton

Sieht man sich die Prognosen für Ende 2015 an, dann scheint es so, als hätte die Analystenschar das Interesse und den Glauben an Gold nun verloren. Das Kursziel liegt im Schnitt bei USD 1.179, dh. einem Minus von 0,42% im Vergleich zu Ende 2014. Das niedrigste Kursziel liegt bei USD 950 (Société Générale) und das höchste bei USD 1.350 (NordLB und LBBW). Trotz eines mehrjährigen Bärenmarktes und eines Kursrückganges von fast 40% gibt es also kaum noch bullische Analysten-Einschätzungen. Zudem gaben nur 12 Häuser Schätzungen ab, was anschaulich signalisiert, dass das Interesse der Banken an Gold schwindet.<sup>220</sup> Die Kombination aus sinkendem Interesse und großem Pessimismus ist unserer

<sup>219</sup> Definiert als 25%ige Preistrückgänge, gemessen von Höchststand bis Tiefststand.

<sup>220</sup> <http://www.boerse.de/boersen-prognosen-2015/>



**Meinung nach ein gutes Fundament für eine Fortsetzung der Rally und ein starkes Kaufsignal für kontrazyklisch agierende Investoren.**

**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.** Bezeichnenderweise überschlugen sich die bearishen Kommentare exakt am bisherigen Tiefpunkt der Korrektur. Im Herbst 2014 wurden ua. folgende Artikel lanciert.

- ▶ „We are betting on lower gold prices...our clients should have zero allocation in gold“, Bloomberg, 3. November 2014
- ▶ “I think gold is headed straight down...As pessimistic as sentiment has gotten, we think it becomes more pessimistic“, CNBC Yahoo Finance, 11. November 2014
- ▶ “A final purge to \$700? What gold bulls’ surrender might look like“, Yahoo Finance, 11. November 2014
- ▶ “Here’s why gold could be headed to \$800“, CNBC, 21. November 2014
- ▶ “Should the U.S sell all of its gold?“ Bloomberg News, 1. Dezember 2014

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

#### Saisonalität Gold und Silber (1971-2014)



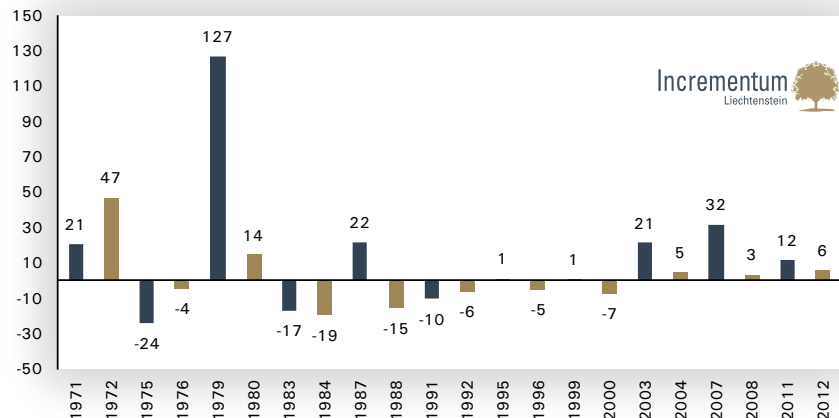
Quelle: seasonax

**„Your best work involves timing. If someone wrote the best hip hop song of all time in the Middle Ages, he had bad timing.“**  
**Scott Adams**

**Haben die Präsidentschaftswahlen in den USA eine Auswirkung auf die Saisonalität von Gold?** Die folgende Grafik zeigt die jährliche Entwicklung von Gold in Wahljahren bzw. in dem Jahr vor den US-Wahlen (zu denen auch 2015 zählt). Man erkennt, dass Gold in Wahljahren (goldener Balken) oft zu Schwäche tendiert. Im Schnitt liegt die jährliche Performance bei lediglich 1,8%, im Median bei -3,7%. Dies könnte einerseits eine demonstrative Stärke-Bekundung des US-Dollars vor Wahlen bedeuten, andererseits sind stark steigende Goldpreise als Fieberthermometer des Finanzsystems vermutlich unerwünscht. **Anhand**

der blauen Balken lässt sich wiederum erkennen, dass Vorwahljahre tendenziell positiv ausfallen. Im Schnitt lag die Entwicklung bei 16,8%, was allerdings ein wenig durch die Jahre 1979 und 1971 verzerrt wird. Im Median liegt das Plus bei 11,6%

#### Jährliche Performance in Vorwahljahren (blaue Balken) vs. Wahljahren (goldene Balken)



Quelle: Incrementum AG, Datastream

Der Commitment of Traders-Report (CoT)<sup>221</sup> zeigt derzeit ebenfalls ein mehrheitlich positives Bild für die Edelmetalle. Die Positionierung des smart moneys (Commercials) hat zwar noch nicht den Extremwert des letzten Preistiefs erreicht, doch konnte man den Daten für Gold zuletzt eine relative Stärke entnehmen. Bei Platin und Palladium herrscht Resignation und Kapitulation, da selbst die Kleinspekulanten erstmals seit langer Zeit einseitig auf fallende Preise setzen.

*“Nachdem ich viele Jahre an der Wall Street verbracht und Millionen verdient und wieder verloren hatte, möchte ich Folgendes betonen: Die großen Gewinne hab e ich nicht mit Denken verdient. Es war meine Beharrlichkeit. Ich habe mich einfach nicht irre machen lassen.“*  
Jesse Livermore

Zudem haben die Commercials ihre Short-Positionen deutlich reduziert. Dies bedeutet, dass die größten und am besten finanzierten und informierten Händler sich für höhere Goldpreise positioniert haben. Dies signalisiert unserer Meinung nach einen attraktiven antizyklischen Einstiegszeitpunkt. Lediglich bei Silber sehen wir aktuell noch ein eindeutig negatives Setup am Terminmarkt. Nachdem Silber oftmals verlässliche Signale für die Goldpreisentwicklung liefert, halten wir einen finalen Sell-Off – eventuell im Rahmen einer Zinsanhebung in den USA – für möglich. Im Zuge dessen könnte die Unterstützung bei USD 1.140 getestet und kurzfristig unterboten werden. Dies würde vermutlich mit einer finalen Kapitulation des Sentiments einhergehen. Eine solche Entwicklung wäre ein verlässlicher Hinweis auf eine primäre Trendwende am Goldmarkt.

<sup>221</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“.





**Fazit:**

**Die Support-Zone zwischen USD 1.140 und 1.180 wurde nun bereits einige Male erfolgreich getestet.** Die große Doppeltief-Formation aus November 2014 und März 2015 stellt unserer Meinung nach einen soliden Boden dar. Wir gehen nicht davon aus, dass dieser Support noch einmal nachhaltig unterschritten wird.

**Aufgrund der CoT-Positionierung, des negativen Sentiments und der sich sukzessive verbessernden Saisonalität überwiegen die Chancen eindeutig.** Auch die zuletzt gestiegene relative Stärke von Silber und der Minen-Aktien stimmen uns klar zuversichtlich. Insofern rechnen wir auf Sicht der nächsten 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*“ vorerst einen massiven Widerstand darstellen.

## 13. KONKLUSION

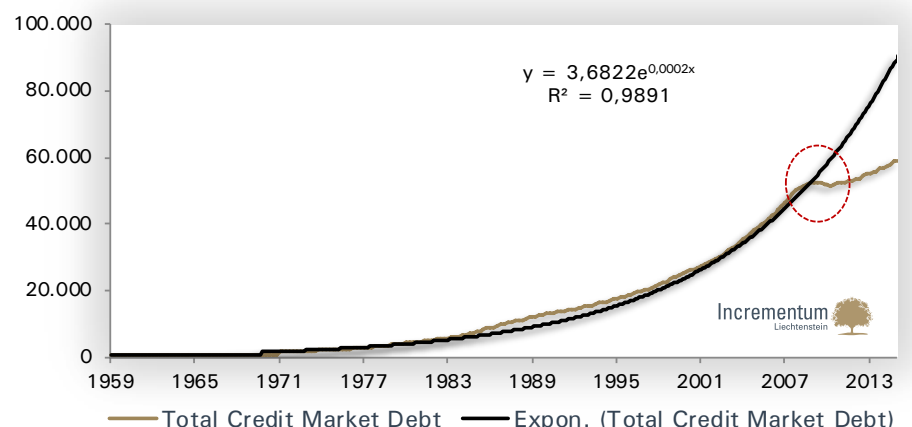
Selbst die angeblich  
unsinkbare Titanic hatte  
Rettungsboote an Bord

„Das letzte Wort des  
Destruktivismus ist die  
Inflation.“  
Ludwig von Mises

Wir alle wurden unfreiwillig zu Probanden eines beispiellosen monetären Experiments, dessen wirtschaftlicher (und gesellschaftlicher) Ausgang ungewiss ist. Die immer häufiger zu beobachtenden Phänomene wie z.B. Vermögenspreisinflation, chronische Überschuldung, extreme Boom-Bust-Zyklen, aber auch die fragile Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation sind Symptome eines Problems mit systemischer Ursache.

Es ist für uns evident, dass des Pudels Kern<sup>222</sup> das derzeitige, inflationistische, ungedeckte Schuldgeld-System ist. Dieses System fordert eine exponentielle Inflationierung der Geld- und Schuldenmengen. Die stetige Ausweitung der Geldmengenaggregate ist in der aktuellen Phase jedoch nicht mehr möglich. Als Konsequenz daraus befindet sich das Finanzsystem in einem zunehmend instabilen Zustand.

### Kreditmengenwachstum verlässt den Exponentialpfad



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

“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

Die endogene Sucht nach wachsenden Geldmengen und steigenden Preisen ist – insbesondere im Lichte der Überschuldungsproblematik – zentral für unsere These einer baldigen Wende der Teuerungstendenz. Im Zuge einer Interventionsspirale werden seitens der (Geld-)Politik immer tollkühnere Maßnahmen ergriffen, um eine Reflationierung der Wirtschaft und höhere Teuerungsraten zu erzwingen. Diese Schritte umfassen Eingriffe wie Quantitative Easing, Negativ-Zinsen, finanzielle Repression und zukünftig möglicherweise auch ein Bargeldverbot.

Um das altbekannte Ziel, nämlich höheres nominelles Wachstum zu erreichen, könnte früher oder später die Methode des sogenannten GDP-Targeting<sup>223</sup> zum Einsatz kommen. Dieses vermeintlich neuartige, geldpolitische Unterfangen ist in Wirklichkeit nichts anderes als alter Wein in

<sup>222</sup> Der Ausdruck „des Pudels Kern“ stammt aus Goethes Drama Faust I. Mephistopheles erscheint darin in der Gestalt eines Pudels. Als er sein wahres Wesen offenbart, kommentiert Faust: „Das also war des Pudels Kern!“. Faust II ist übrigens eine empfehlenswerte Lektüre über die Schaffung ungedeckten Papiergeldes und von Inflation („Kaiser: [...] Es fehlt das Geld, nun gut, so schaff es denn.“).

<sup>223</sup> Dabei handelt es sich um ein explizites Wirtschaftswachstums-Ziel, welches erreicht wird, indem man die Geldmenge dementsprechend ausweitet.

*“Gold is now the best asymmetric trade in the market today. It has limited downside, with potential upside of many multiples of invested capital. Simply put, there is no other mainstream, deeply liquid asset class that offers anywhere near the kind of return potential for everyday investors in the coming years.”*  
Jordan Eliseo

*“Power is the capability not to have to learn.”*  
Karl Deutsch

*„The collapse of 2008 was ugly, until central banks put it on pause. They agreed to an unfathomable price in their Faustian deal with the devil. When the collapse resumes, it will make 2008 look like a dress rehearsal.”*  
Keith Weiner

neuen Schläuchen. Nominelles Wachstum soll - weil nicht anders möglich - durch steigende Inflationsraten fabriziert werden. **Da die realen Wachstumsraten weiterhin anämisch ausfallen, muss eben ein erhöhtes Preisniveau für erhöhte Staatseinnahmen sorgen<sup>224</sup>**, um den nominellen Zinsverpflichtungen nachkommen zu können.

Auch wenn wir zahllose abschreckende Beispiele kennen, die zeigen, dass eine aggressive Geldmengenexpansion am Ende des Tages in „zu hoher“ Preisinflation endet, wird ein solches Vabanquespiel erneut versucht. Inflationierung ist stets der verzweifelte Versuch einen künstlichen Wohlstand herbei zu drucken. Die Perpetuierung der Nullzinspolitik setzt die selbstreinigenden Kräfte des Marktes außer Kraft und bewirkt, dass neue Vermögensblasen aufgeblasen werden. Nach der Technologie- und der Housing-Bubble arbeitet der „monetäre Blasebalg“ nun wieder auf Hochtouren. Doch wohingegen sich die vorhergehenden Blasen nur auf einzelne Regionen oder Marktsegmente erstreckten, befinden wir uns nun in einer anderen Dimension der Blase. **Staatsanleihen stehen im Zentrum des Schuldgeldsystems und machen den größten Teil der Vermögenswerte aller Zentralbanken und institutioneller Investoren aus. Das Platzen dieser Blase wird mit allen Mitteln bekämpft werden.**

**Gold war historisch gesehen die beste Put-Option auf solch exzessive Inflationierungsbemühungen.** Es ist und bleibt ein souveränes Back-Up als Wertaufbewahrungs- und Tauschmittel, welches besonders bei einem allgemeinen Vertrauensverlust in Papiergeldwährungen stets wiederentdeckt wird. **Längere Phasen steigender Teuerung und negativer Realzinsen sind der Katalysator für einen solchen Vertrauensverlust.**

Der global ausgetragene Wettlauf der Währungsabwertungen geht in die nächste Runde. Es scheint, als hätte Japan das Staffelholz nun an Europa übergeben. Der schwache Euro wird wohl als Danaergeschenk<sup>225</sup> in die Geschichte eingehen. **Wir sind davon überzeugt, dass Gold als Sieger dieses andauernden Abwertungswettbewerbs hervorgehen wird.**

**Nachfolgend haben wir die wesentlichen Prämissen, welche für Goldinvestments sprechen, zusammengefasst:<sup>226</sup>**

- ▶ Weltweites Schuldenniveau mittlerweile um 40% höher als in 2007
- ▶ Systemisches Begehren nach steigender Inflation nimmt zu
- ▶ Opazität des Finanzsystems – Derivatevolumen mittlerweile bei USD 700 Billionen, ein Großteil davon in Zinsderivaten
- ▶ Konzentrationsrisiko – „Too Big To Fail“-Risiken deutlich größer als in 2008
- ▶ Gold profitiert in Phasen von Deflation, steigender Inflation und systemischer Instabilität
- ▶ Gold ist ein liquides Finanzanlagegut ohne Gegenparteienrisiken

<sup>224</sup> Staatseinnahmen sind hochgradigst von der Entwicklung des nominellen BIP-Wachstums abhängig.

<sup>225</sup> Als Danaergeschenk bezeichnet man ein Geschenk, das sich für den Empfänger als unheilvoll und schadensstiftend erweist. Der Begriff stammt aus der griechischen Mythologie und bezieht sich auf das Trojanische Pferd, mit dessen Hilfe die „Danaer“ die Stadt Troja eroberten.

<sup>226</sup> Vgl. „Gold Bullion & The Need for Systemic Insurance“, Tocqueville Bullion Reserve, Simon Mikhailovich

***“Gold is volatile when conditions are volatile. Gold is stable when conditions are stable.”***  
Darryl Schoon

***„Gewinne an der Börse sind Schmerzensgeld. Erst kommen die Schmerzen und dann das Geld.“***  
André Kostolany

**Goldaktien als antizyklische Spekulation mit asymmetrischem Auszahlungsprofil**

***“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

**In Relation zur Basisgeldmenge befindet sich der Goldpreis aktuell auf einem Allzeit-Tief.** Dies ist unserer Meinung nach eine temporäre Anomalie, welche wir als außerordentliche Einstiegsgeschichte interpretieren. Wir haben darüber hinaus gezeigt, dass Gold in Relation zu Aktien und Anleihen, aber auch zu Sachgütern außerordentlich günstig bewertet ist. **Insofern ist die weitverbreitete Behauptung, wonach Gold weiterhin maßlos überteuert sei, unserer Meinung nach nicht haltbar.**

**Aus Sicht der technischen Analyse ist das Gesamtbild nicht eindeutig. Der seit 2011 vorherrschende Abwärtstrend ist nach wie vor nicht gebrochen. Hingegen zeigt das negative Sentiment eine allgemeine Resignation und Kapitulation der Goldbullen an.** Zudem stimmen uns die Saisonalität und zuletzt gesehene relative Stärke der Minenaktien zuversichtlich. Die Terminmarktdaten (CoT-Report) lagen bis vor kurzem noch im Verkaufsbereich, haben sich nun jedoch verbessert. **Lediglich bei Silber sehen wir aktuell noch ein negatives Setup am Terminmarkt.** Nachdem Silber oftmals verlässliche Signale für die Goldpreisentwicklung liefert, halten wir einen finalen Sell-Off – eventuell im Rahmen einer Zinsanhebung in den USA – für möglich. Im Zuge dessen könnte die Unterstützung bei USD 1.140 getestet werden. **Eine solche Entwicklung wäre ein verlässlicher Hinweis auf eine Trendwende am Goldmarkt.**

**Im Kontext des geschilderten Umfeldes sind wir mehr denn je davon überzeugt, dass Goldaktien eine hoch interessante, aber weiterhin entsprechend volatile Anlagemöglichkeit sind.** Die kreative Zerstörung innerhalb der Branche ist normal und langfristig gesund. Im Rahmen der Marktberichtigung wurden neue Prioritäten gesetzt und Rentabilität, Kapitaldisziplin und Shareholder Value der Maximierung der Goldförderung vorgezogen. **Zudem gibt es derzeit vermutlich keinen Sektor, dem seitens der Investoren größere Skepsis entgegengebracht wird.**

Aufgrund unserer ausführlich argumentierten Einschätzung des „Big Picture“ halten wir weiterhin Kurs: ***In Gold we (still) do trust.*** Wir sind der festen Überzeugung, dass sich Gold in einem säkulären Bullenmarkt befindet, der kurz vor seinem Comeback steht. Sollten wir damit Recht behalten, erwarten wir am Ende des Zyklus eine finale Trendbeschleunigung. Wir denken, dass nun der richtige Zeitpunkt gekommen ist, um unser bereits vor Langem formuliertes Kursziel zeitlich zu konkretisieren. Im Lichte der dargelegten Perspektiven haben wir uns entschlossen, **das langfristige Kursziel von USD 2.300 auf einen zeitlichen Horizont von drei Jahren - also bis Juni 2018 - festzulegen.**

Es ist aus unserer Sicht nicht der richtige Zeitpunkt jetzt vor den großen Gefahren von Goldinvestments zu warnen. Das Rückschlagpotenzial war historisch gesehen deutlich höher in Phasen hoher Inflationsraten, von welchen wir (noch) sichtlich weit entfernt sind. Selbst wenn man unsere bullische Einschätzung nicht teilt, **so stellt eine übermäßig kritische Haltung gegenüber jeglicher Goldinvestments angesichts der derzeitigen monetären Experimente gewissermaßen eine Ignoranz gegenüber der monetären Geschichte dar.**

*“My fondest dream is that I will give what insurance gold I have to my grandchildren. And that they will give it to their grandchildren. If that happens, nothing disastrous occurred in our lifetimes that caused us to part with the insurance gold.”*

**John Mauldin**

## **APPENDIX – Über uns**

### **Ronald-Peter Stöferle, CMT**

**Ronald-Peter Stöferle ist Managing Partner & Fondsmanager der Incrementum AG.** Er verwaltet gemeinsam mit Mark Valek den ersten Investmentfonds, der auf den Prinzipien der Österreichischen Schule der Nationalökonomie beruht.

Zuvor war er sieben Jahre lang im Research-Team der Erste Group in Wien. Bereits 2006 begann er seine jährlich erscheinenden „In GOLD we TRUST“ Studien zu veröffentlichen, die im Laufe der Jahre internationales Renommee erlangten.

Stöferle ist Lektor am Institut für Wertewirtschaft in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. Zudem ist er Advisor der Erste Group im Rahmen des Goldreports. Gemeinsam mit dem Wirtschaftsphilosophen Rahim Taghizadegan und Mark Valek hat er das Buch „Österreichische Schule für Anleger – Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation“ veröffentlicht.



### **Mark J. Valek, CAIA**



**Mark Valek ist Partner & Fondsmanager der Incrementum AG.** Er verwaltet gemeinsam mit Ronald Stöferle den ersten Investmentfonds, der auf den Prinzipien der Österreichischen Schule der Nationalökonomie beruht.

Davor war er über zehn Jahre lang bei Raiffeisen Capital Management tätig, zuletzt als Fondsmanager in der Abteilung Multi Asset Strategien. Im Rahmen dieser Position war er für Inflationssicherungsstrategien und Alternative Investments verantwortlich und verwaltete Portfolios mit einem Volumen von mehreren hundert Millionen Euro.

Mark Valek ist Lektor am Institut für Wertewirtschaft in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. Gemeinsam mit dem Wirtschaftsphilosophen Rahim Taghizadegan und Ronald Stöferle hat er das Buch „Österreichische Schule für Anleger – Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation“ veröffentlicht.

## **Über die Incrementum AG**

**Die Incrementum AG ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizenziertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein.** Unsere Kernkompetenz liegt im Management von Investmentfonds.

**Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems.** Diese Sichtweise gestattet uns eine holistische Analyse der Lage an den Finanzmärkten. Das Unternehmen agiert völlig bankenunabhängig. Dies gewährleistet, dass die Investitionsstrategien autonom und objektiv umgesetzt werden können.

Unser Boutique-Ansatz kombiniert unkonventionelles Denken mit aktuellem Portfoliomanagement „know-how“. **Die Partner der Incrementum AG verfügen über mehr als 140 Jahre kombinierter Erfahrung im Bank- und Vermögensverwaltungsgeschäft.**



FÜR ANLEGER

ÖSTERREICHISCHE  
SCHULE FÜR  
ANLEGER

FBV

Vom Autor des Bestsellers  
*Wirtschaft wirklich verstehen*

**Jetzt überall im  
Buchhandel erhältlich!**



**manager**  
magazin

**Bestseller**



**Incrementum AG**

In Gold we Trust 2015 – Extended Version

25. Juni 2015

**Wir bedanken uns herzlich bei Marc Waldhausen, Tobias Müller, Sebastian Müller, Maximilian Tarrach, Raphael Schaad, Yannick Möhring, Fabian Grummes, Andreas Merkle, Taki Tsaklanos, Markus Blaschok, Douglas Moser, Henning Lindhoff und Thomas Vesely für die tatkräftige Unterstützung.**

**Kontakt**

Incrementum Liechtenstein AG  
Landstraße 1  
9490 – Vaduz/Liechtenstein

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.

Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (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: 2015 Incrementum AG. All rights reserved.**