



## Langfristige Goldbewertung aus monetärem Blickwinkel

- Marktkommentar Mark Valek -

*"Money is Gold, everything else is Credit."*<sup>1</sup>

Dies stellte J.P Morgan, einer der bedeutendsten Bankiers seiner Zeit vor exakt 100 Jahren vor dem US Kongress fest. Eine spannende Fragestellung ist, inwiefern dieses Statement heutzutage noch zutreffend ist.

Im 20ten Jahrhundert wurde das internationale Währungssystem sukzessive von der Bindung zu Gold gelöst. Seit 1971 leben wir erstmals global in einem reinen Papiergeldsystem (Fiat-Money). Das heißt konkret, Zentralbanken können Geld aus dem Nichts (ex nihilo) erschaffen, ohne Restriktion.

Die einzige „Versicherung“, dass Zentralbanken ihr Geldmonopol nicht zur Staatsfinanzierung missbrauchen, liegt darin, dass sie laut Verträgen politisch unabhängig agieren können und Preisstabilität als ein wichtiges Ziel ansehen. Als Sicherheit für das ausgegebene Geld dienen heute zu Tage, statt Gold oder Silber, größten Teils Schulden der Staaten (Staatsanleihen). Deshalb spricht man manchmal vom so genannten „Schuldgeld“.

Nichts desto trotz haben die bedeutenden Zentralbanken weltweit sich nirgends vollständig ihrer Goldreserven entledigt. Einem Teil des umlaufenden Bargeldes bzw. der bei den Notenbanken hinterlegten Bankreserven stehen rechnerisch nach wie vor Goldreserven gegenüber, auch wenn es im Gegensatz zu früher keinerlei Einlösungsverpflichtung von Papiergeld in Gold mehr gibt.

Als aufmerksamer Beobachter kann man allerdings auch noch in Zeiten des Fiat-Money Systems immer wieder interessante Kommentare zum Thema Gold von Zentralbankern vernehmen. So hat sich der letzte US-Notenbankvorsitzende Alan Greenspan vor dem US-Kongress im Jahr 1999 folgendermaßen geäußert.

*"Gold still represents the ultimate form of payment in the world. Fiat money in extremis is accepted by nobody. Gold is always accepted."*<sup>2</sup>

*(Nach wie vor repräsentiert Gold weltweit das ultimative Zahlungsmittel. Papiergeld wird in Extremfällen von niemandem akzeptiert, Gold wird immer angenommen.)*

<sup>1</sup> <http://memory.loc.gov/mwg-internal/de5fs23hu73ds/progress?id=Zl1CbBwbi3>

<sup>2</sup> <http://www.nowandfutures.com/quotes.html>



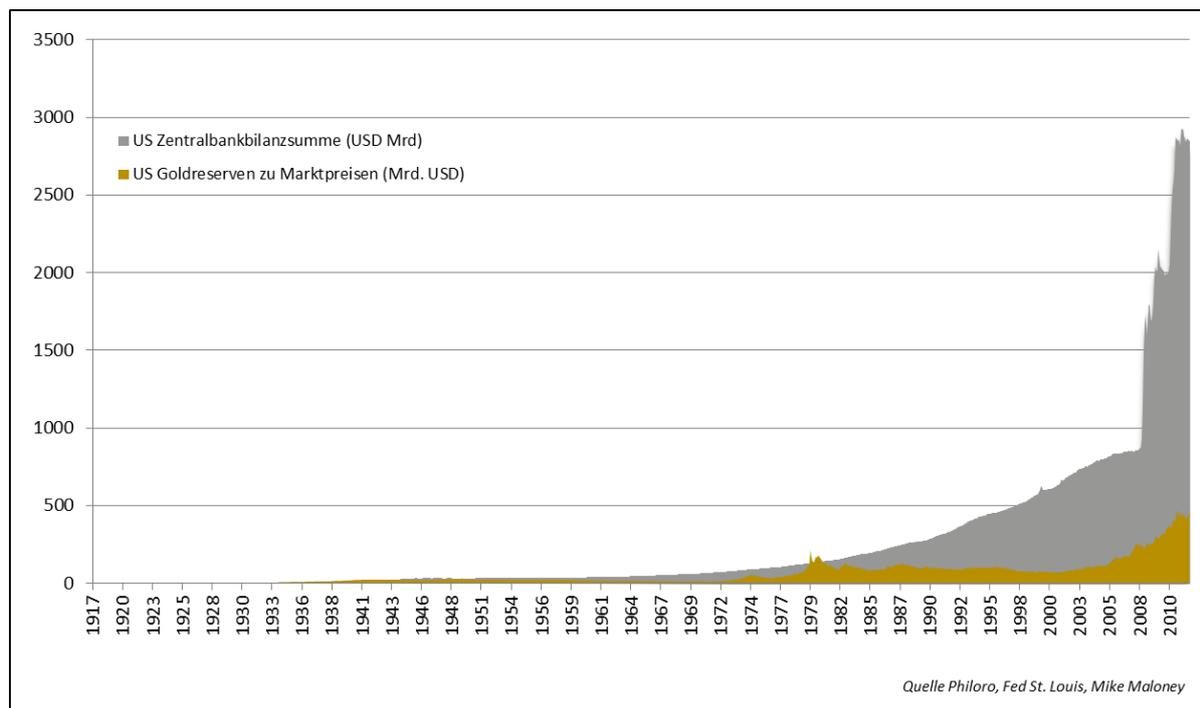
# Marktkommentar

Auch in Europa hat sich kürzlich niemand geringerer als der Präsident der Deutschen Bundesbank sehr pointiert zum Thema Gold als Zahlungsmittel geäußert.

*„Über die längsten Phasen der Menschheitsgeschichte dienten also konkrete Gegenstände als Geld, wir sprechen daher von Warengeld. Insbesondere genossen und genießen edle und seltene Metalle – an erster Stelle Gold – wegen ihrer angenommenen Werthaltigkeit hohes Vertrauen. Gold ist somit gewissermaßen der zeitlose Klassiker in seiner Funktion als Tausch-, Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel.“<sup>3</sup>*

Es ist also heute auch ohne Einlösungsverpflichtung offensichtlich eine interessante Betrachtung wie hoch die Goldreserven einer Zentralbank im Vergleich zur ausgegebenen Papiergeldmenge (Bankreserven und Barmittel) sind. Zu diesem Zweck wurde die offizielle Goldreserve der US-Notenbank<sup>4</sup> mit dem jeweilig aktuellen Goldkurs bewertet.

Der Wert des Goldbestandes wurde mit der Zentralbankbilanzsumme verglichen. Die Daten reichen bis 1917 zurück, also bis kurz nach der Gründung der US-Zentralbank.



<sup>3</sup>

[http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2012/2012\\_09\\_18\\_weidmann\\_begruessungsrede.htm](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2012/2012_09_18_weidmann_begruessungsrede.htm)

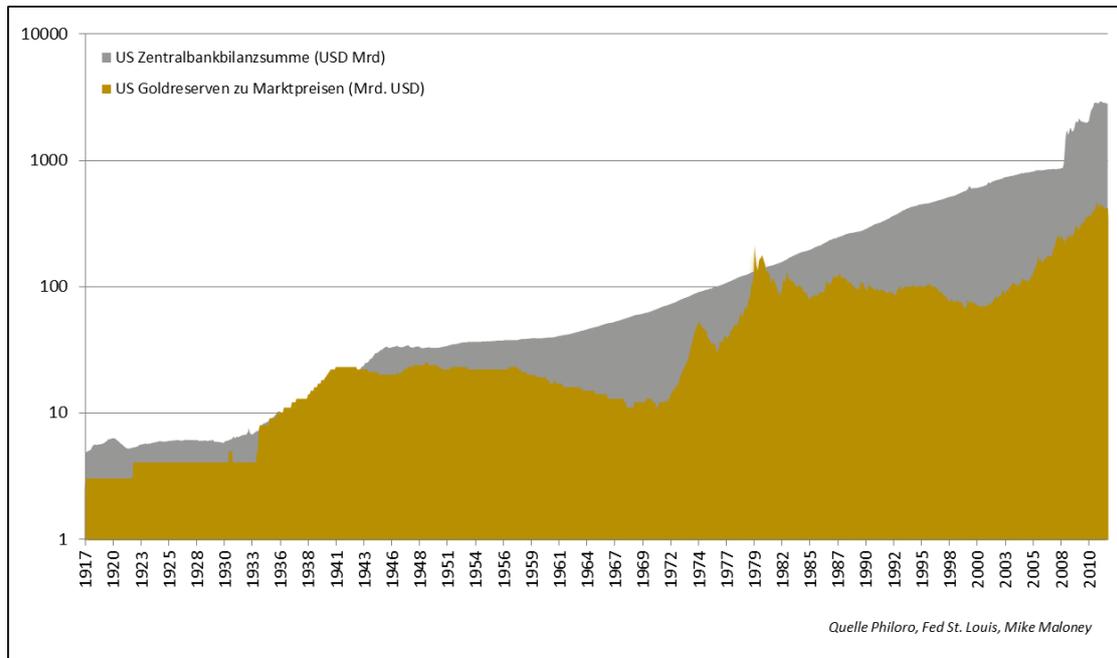
<sup>4</sup>

Rechtlich gesehen Eigentum des US Finanzministerium, verwaltet von der US-Notenbank FED

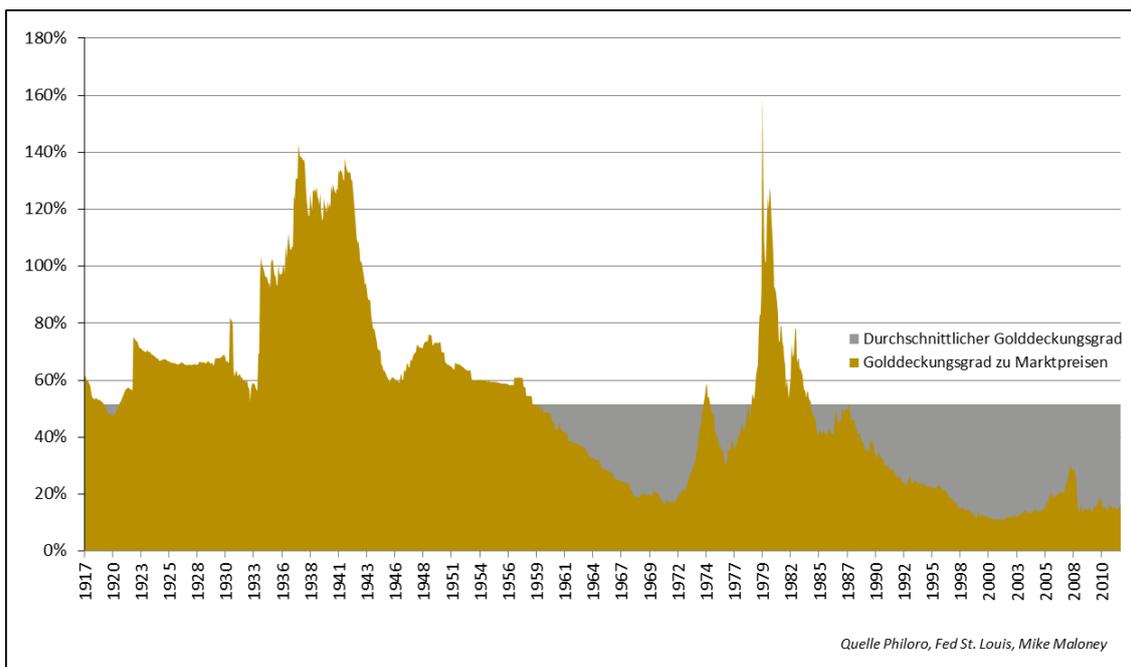


# Marktkommentar

Um die exponentiell wachsende Geldmenge über den langen Zeitraum grafisch vergleichbar zu machen, anbei dieselbe Grafik logarithmisch skaliert.



Weiters wurde der jeweilige Prozentsatz der Golddeckung der Zentralbank berechnet. Auch der durchschnittliche Deckungsatz der Zentralbank über den Zeitraum (etwa 51%) ist eingezeichnet.





Es sind aus den beiden Darstellungen einige interessante Erkenntnisse zu ziehen. Man erkennt, dass die Golddeckung (bewertet mit dem jeweilig gültigen Marktpreis) seit 1918 zwischen etwa 10% und 160% des ausständigen Zentralbankgeldes lag. Aktuell beträgt die Golddeckung etwa 16,5% und ist trotz des Goldpreisanstiegs der letzten Jahre nach wie vor am unteren Ende der Bandbreite. Dies ist ausschließlich mit der rapiden Inflationierung der Zentralbank zu erklären. Der Goldbestand an sich ist seit 1980 stabil, da seither keine Bestände des US Goldes verkauft bzw. zugekauft wurden.

Den Golddeckungsgrad des Zentralbankgeldes könnte man auch als Vertrauen in das Papiergeld interpretieren. Eine Zentralbank deren Politik übermäßig inflationär betrieben wird (also durch zu niedrigen Zinsen oder Direktankäufen von Staatsanleihen die Staatsfinanzierung ermöglicht), hatte historisch gesehen über die lange Frist eine Anpassung des Goldpreises uns somit der Goldreserve zur Folge. Während der 1960er und 1970er Jahre war genau dies in den USA der Fall.

Am Ende der letzten Gold Hausse 1980 war das Vertrauen ins Papiergeld so stark gesunken bzw. der Goldpreis so stark gestiegen, dass das gesamte Zentralbankgeld in der Spitze mit über 150% mit Gold zum damaligen Marktpreis gedeckt war. Aus monetärer Betrachtungsweise kann man durchaus argumentieren, dass der Goldpreis sich damals in einer Blase befand, da das ausgegebene Papiergeld „teurer“ als das von der Zentralbank verwaltete Gold bewertet war.

Erst als sich das Vertrauen in die Papiergeldwährung und die durch die Zentralbankpolitik ausgelöste Teuerung durch massive positive Realzinsen (Zinsen minus Inflationsraten) wieder stabilisierte, sank der Goldpreis wieder (und somit auch die implizite Golddeckung).

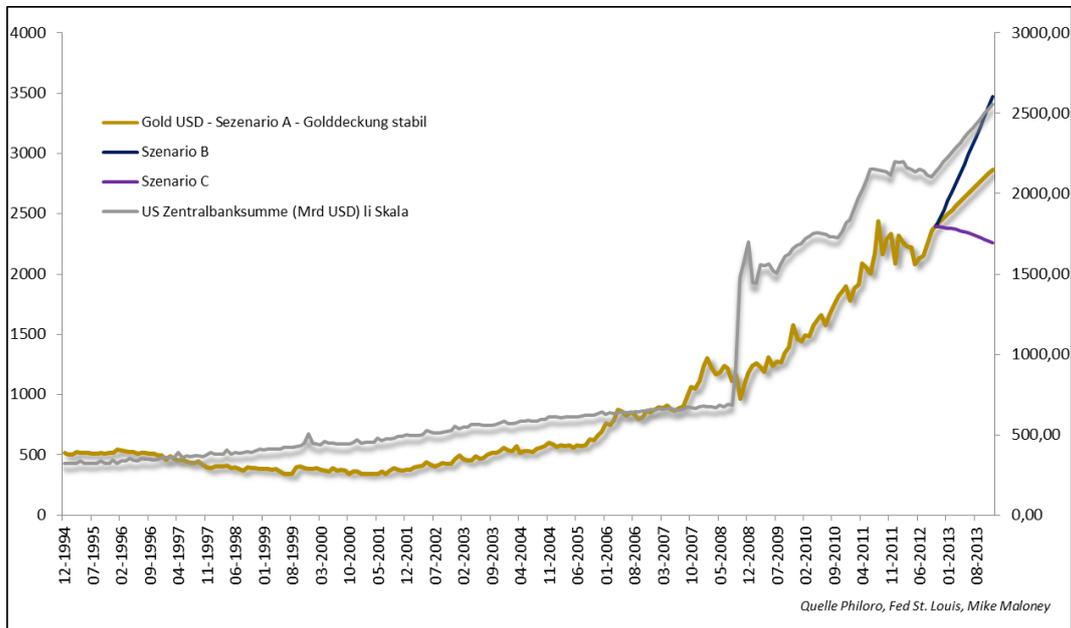
Weiters könnte man folgern, dass unser heutiges Währungssystem sehr langfristig einem „impliziten Goldstandard“ folgt. Der Goldpreis hat sich in der Vergangenheit über Jahrzehnte gesehen entsprechend der Inflationierung der Zentralbank verhalten. Das neu geschaffene Zentralbankgeld bewirkte über die längere Fristen gesehen einen steigenden Goldpreis und somit die Aufwertung der Goldreserven der Zentralbanken gemessen in Papiergeld.

Seit Oktober 2012 wird die US-Zentralbankgeldmenge durch so genanntes „Quantitative Easing“ wieder um 40Mrd. US-Dollar pro Monat ausgeweitet. Diese Geldmengeninflationierung wurde zeitlich nicht beschränkt.

In der folgenden Grafik werden drei Szenarien für das Jahr 2013 dargestellt, wie sich der Goldpreis ändern müsste um unterschiedliche Golddeckungsgrade zu erreichen. Es wird dabei davon ausgegangen, dass die Zentralbankgeldmengenausweitung in dem aktuell angekündigten Ausmaß bis mindestens Ende 2013 andauert.



# Marktkommentar



Aus monetärer Betrachtungsweise ist die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge ein gewichtiges Argument für weitere Anstiege des Goldpreises.

Sollte der historisch nach wie vor niedrige Golddeckungsgrad in den USA von 16,5% stabil bleiben, muss aufgrund der aktuellen Geldmengenausweitung eine Anpassung im Goldpreis stattfinden (ein Aufstocken der Goldreserven ist in den USA weiterhin höchst unwahrscheinlich). Für den Fall, dass die US-Notenbank bis Ende 2013 ihr aktuelles Gelddruckprogramm fortführen sollte, müsste der Goldpreis bis dahin auf etwa 2150 USD steigen um den aktuellen Golddeckungsgrad stabil zu halten.

Im Falle eines weiteren Vertrauensverlusts des US-Dollars könnte ein überproportionaler Anstieg des Goldpreises einen steigenden Golddeckungsgrad bewirken. Um auf einen Golddeckungsgrad von 20% zu gelangen müsste der Preis auf über USD 2600 steigen. Ein stagnierender bzw. leicht fallender Goldpreis würde aufgrund der Zentralbankgeldmengeninflation die Golddeckung bereits deutlich sinken lassen, was unter normalen Umständen nur bei hohen realzinsen passiert.

	09/2012	12/2013 Szenario (A)	12/2013 Szenario (B)	12/2013 Szenario (C)
FED Bilanzsumme (USD)	2.806.000.000.000	3.406.000.000.000	3.406.000.000.000	3.406.000.000.000
Goldbestand in oz	261.499.000	261.499.000	261.499.000	261.499.000
<b>Gold in USD</b>	<b>1.772</b>	<b>2.150</b>	<b>2.605</b>	<b>1.693</b>
Goldbestand in USD	463.376.228.000	562.222.850.000	681.204.895.000	442.717.807.000
<b>Golddeckung der Zentralbank in %</b>	<b>16,51%</b>	<b>16,51%</b>	<b>20,00%</b>	<b>13,00%</b>

Zum Verfasser: Mag. Mark Valek hat an der Wirtschaftsuniversität Wien Betriebswirtschaft studiert und ist seit 1999 im Wertpapierbereich tätig. Bereits während seines berufsbegleitenden Studiums hat er zahlreiche Erfahrungen im Aktienhandel und im Bereich Private Banking gesammelt. Mark Valek ist im Fondsmanagement bei Raiffeisen Capital Management tätig, wo er unter anderem auch für Veranlagungen mit Schwerpunkt Inflationschutz und Edelmetallinvestments zuständig ist.