

# Rudolf Brenner: "Enteignung soll salonfähig gemacht werden"

26.08.2014 | 07:37 | Astrid Schuch (wirtschaftsblatt.at)

**Interview. Das WirtschaftsBlatt spricht mit philoro-Chef Rudolf Brenner über den Goldpreis und warum er trotz geopolitischer Krisen in der Ukraine, dem Irak oder in Israel auf der Stelle tritt. Er erklärt, inwiefern die Geldpolitik eine Rolle spielt, warum die Fed die Zinsen nicht anheben wird und mit welchen Szenarien Anleger in Sachen Inflation oder Deflation rechnen müssen. Außerdem erläutert der Edelmetall-Experte, warum die Schuldenkrise nicht vom Tisch ist und es nur eine schmerzhaft Lösung gibt.**

**Wirtschaftsblatt:** *Die offensichtlichste Frage gleich zu Beginn: Geopolitische Krisen bestimmen seit Wochen das Geschehen – Stichwort Ukraine, Irak und Israel. Dazu kommt die nachlassende konjunkturelle Dynamik in Europa und eine EZB-Politik, die lockerer kaum mehr sein kann. Warum reagiert der Goldpreis trotzdem nicht?*

**Rudolf Brenner:** Die allgemeine Wahrnehmung ist, dass man die Finanz- und Wirtschaftskrise überwunden hat. Das ist der Konsens. Es gibt zwar viele Leute, die skeptisch sind, was die Verschuldung und dergleichen betrifft, aber eine unmittelbare Gefahr, dass der Euro auseinanderbricht, ist nicht vorhanden. Die Auswirkungen der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken werden von der breiten Bevölkerung nicht wahrgenommen. Der Zins, der eigentlich ein Indikator für das Risikoverhältnis sein sollte, wird künstlich manipuliert und ist vollkommen marktunabhängig. Das Zinsgefüge wird dem Markt aufoktroziert, mit den entsprechenden Folgen, die irgendwann ans Tageslicht treten werden. Für den Normalverbraucher ist momentan die Thematik aus dem Wahrnehmungsfokus gerückt, weshalb auch die Angstkäufe von Gold derzeit nicht so stark verbreitet sind wie noch vor ein paar Jahren. Die Nachfrage insgesamt ist aber immer noch hoch. Das Thema Ukraine, Israel und dergleichen ist für die Leute zu weit weg. Die Flächenbrände, die da ausbrechen könnten, sind zu wenig greifbar. Man macht sich keine Gedanken darüber, was passieren könnte, wenn die Russen in der Ukraine einmarschieren.

*Aber der Normalverbraucher bestimmt den Goldpreis ja nicht – sondern die großen Investoren etwa über den Derivatemarkt. Der Aktienmarkt hat bereits korrigiert, der Goldpreis hingegen steigt gar nicht.*

Das stimmt schon. Der Goldpreis wird von den Leuten bestimmt, die in der Finanzindustrie sitzen. Einerseits über den Futuresmarkt, andererseits über die physische Nachfrage via ETFs. Oder auch von China und der indischen Schmuckindustrie. Was für Gold als Kriseninvestment aber wichtig ist, ist erstens die Frage, ob es eine Krise gibt – eine große, geopolitische Krise. Oder zweitens, ob es die Gefahr der Inflation oder Deflation gibt. Das sind die zwei Szenarien, die Gold bewegen. Im Moment haben wir aber eine Disinflation, wenn man so will.

*Das Ausmaß der Teuerung nimmt ab...*

Genau. Die Zentralbanken wollen Inflation generieren. Sie sagen: Keine Inflation wäre gefährlich. Draghi hat gar gesagt, wir müssen Inflation schaffen. Was eigentlich paradox ist, weil in der Vergangenheit das oberste Ziel immer die Preisstabilität war. Jetzt ist das Ziel aber Inflation zu schaffen – und zwar in einer Bandbreite von zwei bis 2,5 Prozent. Oft werden auch Äußerungen getätigt, dass etwas mehr als 2,5 Prozent über wenige Perioden vertretbar wäre.

Das Gespenst, das die Zentralbanken umtreibt, ist die Deflation, die sie mit allen Mitteln bekämpfen wollen. Die Performance von Gold ist immer dann besonders stark, wenn Inflation Thema ist oder ein stark deflationäres Umfeld vorherrscht. Dann investiert auch die Investmentbranche am Futuresmarkt und die Privaten gehen ebenfalls massiv in Gold. Aber diese Szenarien sind in den Köpfen aktuell nicht vertreten. Auch sind die Opportunitätskosten für Gold im Moment noch ein wenig zu hoch. Die Aktienmärkte sind in den letzten Jahren super gelaufen, wir haben All-Time-Highs beim Dow Jones, auch beim Dax sind wir nahe der Höchststände.

*Aber die Börsen haben zuletzt korrigiert...*

Ja, aber das sind kleine Korrekturen in einem Aufwärtmarkt. Letztendlich sind Aktien für die Leute immer noch spannend. Im Anleihenbereich sind die Renditen immer noch sehr mager, so schwach, dass afrikanische Länder Emissionen getätigt haben, die teils zehnfach überzeichnet waren. Solche Opportunitäten suchen Investoren auf der Jagd nach Rendite. Gold indes ist derzeit, was die Allokationen in der Finanzbranche betrifft, nicht so sehr gesucht. Das ist allerdings in der Regel ein ganz guter Indikator für eine Trendwende. Denn, wenn ein Thema gerade in der Finanzindustrie als nicht so spannend eingestuft wird, dann ist meistens der Zeitpunkt dafür gekommen, dass es in die andere Richtung geht.

*Einerseits lockert die EZB wahrscheinlich die Geldpolitik weiter, andererseits tritt die Fed womöglich schon 2015 mit der ersten Zinsanhebung auf die Bremse. Das wiederum dürfte den Dollar stärken, was dem Goldpreis nicht gerade Aufwind verleihen wird, oder?*

Was die Fed macht, ist eher verbale Kosmetik. Sie müssen natürlich immer wieder sagen, dass sie die lockere Geldpolitik zurückfahren – sonst würden sie ja einen Blankoscheck ausstellen. Irgendwann wird man die Rechnung aber sowieso bezahlen müssen, für das, was man jetzt macht. Das ist ein geldpolitisches Experiment. Das man derart künstlich in den Markt eingreift, das hat es in der Vergangenheit noch nicht gegeben. Als Beispiel: Die japanische Zentralbank ist derzeit der einzige Käufer für japanische Anleihen. Es gibt Tage, an denen kein Umsatz in japanischen Staatsanleihen gemacht wird, weil der Staat in Form der Zentralbank der einzige Abnehmer ist. Dieses künstliche in den Markt hinein intervenieren ist ein Prozess, der sich irgendwann in einer Form äußern wird. Das sind oft kleine Events, die das auslösen. Dann wird man sehen, wie Gold darauf reagiert.

*Sie glauben also nicht, dass die Fed die Zinsen anheben wird?*

Nein, das glaube ich nicht. Ich glaube, die Zinsen bleiben dauerhaft tief. Ich glaube, dass überhaupt niemand die Zinsen erhöht, weil das die Staatshaushalte zu stark belasten würde. Aktuell können die Staaten ihre Anleihen zu niedrigen Zinsen refinanzieren. Wenn beispielsweise in Japan aber die Zinsen um ein Prozent steigen würden, würde man 100 Prozent der Steuereinnahmen für den Schuldendienst aufwenden müssen.

*Was könnten die Gründe sein, die die Trendwende bei Gold auslösen und die von Ihnen angesprochen Opportunitätskosten senken?*

Es gibt zwei starke Kräfte, die gegeneinander wirken. Das sind die deflationären und die inflationären Kräfte, die von den Zentralbanken geschürt werden. Irgendwann wird sich hier eine Richtung herauskristallisieren. Dass sich diese Kräfte immer weiter neutralisieren, ist für mich unwahrscheinlich. So könnte irgendwann, vielleicht in zwei oder drei Jahren, die massive Geldmengenausweitung in den Konsumbereich überschwappen, womit der Goldpreis schlagartig nach oben schießen würde. Auch eine Korrektur am Aktienmarkt, vielleicht begleitet von einer Rezession, würde den Goldpreis nach oben schnellen lassen. Der dritte Punkt ist, dass die Korrektur des Goldpreises in den letzten zwei bis drei Jahren bereits sehr stark war. Viele

Kennzahlen sind auf historischen Tiefs. Gold verglichen mit der Geldmenge etwa ist auf einem Allzeittief - es gab noch nie zuvor eine so hohe Geldmenge in Relation zu Gold seit Beginn der Datenaufzeichnung.

Auch die Gold-Dow-Ratio, Gold verglichen mit Aktien, ist auch auf einem sehr niedrigen Level. Auch bei der Stock-to-Flow-Ratio, dem neu produzierten Gold im Vergleich zu dem jemals geförderten Gold, sind wir in einem Bereich, der unterdurchschnittlich ist.

Wir haben also viele Kennzahlen, die auf einem niedrigen Niveau sind und in der Vergangenheit stets Trendwenden einläuteten. Der entscheidende Faktor dürfte aber eine Korrektur an den Aktienmärkten sein. Kommt es dazu, dann wird Gold sicherlich sehr gut performen.

*Das heißt also, die Korrektur, die wir jetzt an den Börsen gesehen haben, reicht, wie schon angedeutet, noch nicht.*

Gerade die US-Börsen sind sehr gut gelaufen. Und der Dax hat zwar ein wenig korrigiert, ist aber immer noch nahe dem Höchststand. Positiv für Gold wäre aber etwa auch eine Rezession in China. Wir sehen sehr viele Warnsignale, die darauf hindeuten, dass die Dynamik in China sich abschwächt.

*Sprechen wir wirklich von einer Rezession in China? Die Folgen wären nicht auszumalen, bedenkt man, dass selbst sechs Prozent Wachstum angeblich schon zu wenig für China sind.*

Ich glaube schon, dass das irgendwann in den nächsten Jahren der Fall sein wird. Der Immobilienmarkt ist überhitzt und es zeichnet sich auch eine Blasenbildung in anderen Bereichen ab. Wann eine Blase platzt, weiß man im Vorfeld nicht, aber es gibt viele Parameter, die auf eine Überhitzung hindeuten. Ein wichtiger Punkt ist auch der strukturelle Wandel in den Schwellenländern, die bereits zu 70 Prozent Abnehmer des physischen Goldes sind. Das wird sich weiter verstärken und automatisch positiv auf den Goldpreis auswirken. Wir werden in den nächsten Monaten und Jahren keine tieferen Levels beim Goldpreis sehen, als wir sie jetzt haben. Ich glaube, dass wir relativ nahe an der Bodenbildung beim Goldpreis sind, wenn die Bodenbildung nicht schon abgeschlossen ist.

*Wie stellt sich die physische Nachfrage aktuell dar? Gerade zuletzt ist die Nachfrage aus China doch zurückgegangen, oder?*

Dazu werden keine offiziellen Zahlen ausgegeben. Es gibt nur Schätzungen vom "World Gold Council", wonach die Nachfrage immer noch ungebrochen ist. Die physische Nachfrage ist aber ohnehin kein geeigneter Maßstab, um eine Goldpreisprognose abzugeben. Der Einfluss der physischen Nachfrage auf den kurz- bis mittelfristigen Goldpreis ist gering. Gold ist kein Verbrauchsgut, so wie etwa Mineralwasser. Wenn die Nachfrage nach Mineralwasser exorbitant hoch oder es vergriffen ist, wird der Preis irgendwann steigen. Aber bei Gold gibt es in der Regel immer einen relativ hohen Bestand. Das heißt, selbst wenn ein Teil der Förderung ausfällt, gibt es immer einen Bestand, aus dem unmittelbar bedient werden kann. Die Institutionen, die Gold halten, sind immer in der Lage, einen liquiden Markt dafür herzustellen. Gold ist einer der liquidesten Märkte überhaupt - das tägliche Handelsvolumen ist höher als beispielsweise auf vielen Anleihenmärkten oder auf dem Aktienmarkt. Es gibt kaum einen liquideren Markt außer dem Währungs- und dem Staatsanleihen-Markt. Die physische Nachfrage ist auf Dauer zwar wichtig, aber nicht unmittelbar ausschlaggebend für den Goldpreis. Der derivative Markt ist hundertmal so groß, der ist entscheidend für die Preisbildung.

*Die Stock-To-Flow-Ratio sieht man sich aber auch an. Da geht's schließlich auch um physisches*

*Gold.*

Die Stock-To-Flow-Ratio ist eine Kennzahl, die historisch schon lange beobachtet wird. Gold wird aus monetärer Sicht so viel Wert beigemessen, weil die Neuproduktion im Vergleich zum bereits geförderten Bestand sehr gering ist. Diese Eigenschaft wird sich nicht ändern. Der Goldbestand wächst jedes Jahr nur um etwa 1,5 Prozent und dadurch viel langsamer als die Geldmenge. Das Vertrauen in die Kaufkraft der Zukunft eines Zahlungsmittels hängt nicht nur davon ab wieviel vorhanden ist, sondern wie sich die Menge in der Zukunft verändern wird.

*In Europa waren zuletzt die Konjunkturdaten relativ schlecht. Italien steckt in der Rezession, der Schuldenberg ist so hoch wie noch nie, Deutschland schrumpft. Womit rechnen Sie im weiteren Verlauf?*

Wir gehen davon aus, dass das Schuldenthema präsent bleibt, da die Staatsverschuldung ja nicht zurückgefahren wurde, sondern immer weiter erhöht wird. Es wird immer wieder ein Fall auftreten und ein Land oder ein Staat in ein Schuldendilemma hineinschlittern. Ob das eine große Volkswirtschaft wie Frankreich oder Italien sein wird, kann man nicht vorhersagen. Aber sollte Italien oder wer auch immer aus schuldentechnischen Gründen Hilfe benötigen, dann ist das ein ganz klares Signal, zu dem man besser schon einen signifikanten Goldbestand haben sollte. Dann wird auch der Ansturm und die Aufwärtsbewegung unverzüglich wieder einsetzen. So wie wir es bei Griechenland oder auch Irland gesehen haben.

*Damit rechnen Sie auch konkret?*

Auf Dauer schon, ja. Aktuell findet, wie bereits angesprochen, aufgrund der niedrigen Inflation und der Niedrigzinspolitik ein schleichender Entschuldungsprozess statt. Die Staaten entschulden sich, weil sie ihre Anleihen zu niedrigen Zinsen refinanzieren. Bis zu zwei bis 2,5 Prozent Inflation ist für den Souverän ein gutes Umfeld, was die Schuldenpolitik betrifft. Wenn die Schulden aber über 100 Prozent des BIP steigen, belasten sie den Haushalt so stark, dass steigende Zinsen nicht mehr verkraftet werden können. Wir glauben, dass man der Schuldenhematik gar nicht mehr Herr werden kann. Wir glauben auch, dass man mit versteckten Steuern, einmaligen Vermögensabgaben und Ähnlichem gegensteuern wird – so wie es auch in Zypern gemacht wurde. Selbst der IWF hat eine solche Abgabe bereits vorgeschlagen (siehe Zitat, Anm.). Das ist, glaube ich, sinnbildlich für das, was uns erwartet.

*In Österreich wird zumindest über eine Steuerreform diskutiert, um die Mittelschicht zu entlasten und nicht um sie noch mehr zu belasten. Die Hoffnung stirbt zuletzt?*

Selbst wenn, irgendwann gehen den Souveränen die Mittel aus. Wenn sie das Geld brauchen, müssen sie es sich holen, egal wie und wo. Da ist es dann auch irrelevant, ob besondere Schichten hart getroffen werden. Dazu kommt noch eine andere Komponente – die Gesellschaft überaltert. Irgendwann werden so viele Leute arbeitstätig sein, wie es Pensionisten gibt. Wer soll das finanzieren? Die Schuldenhematik kriegen wir nie wieder vom Tisch, außer wir haben hier einen Währungsschnitt, eine Zäsur oder eine sonstige Reform in diesem Bereich. So, wie es jetzt gemacht wird, ist es jedenfalls vollkommen unrealistisch, dass dieses Thema vom Tisch ist. Deshalb glaube ich, wird Gold immer ein sehr spannendes Thema bleiben, weil es ein Kriseninvestment ist und eine natürliche Versicherung gegen all diese Probleme, die existieren.

*Die Schuldenhematik und Niedrigzinspolitik bleibt also für Gold das entscheidende Thema. Die geopolitischen Krisen sind indes nur kurzfristiger Natur.*

Genau.

*Der einzige Ausweg aus der Schuldenproblematik wäre eventuell noch Wachstum, doch auch das scheint Europa nicht vergönnt. Die Politik der EZB wirkt nicht. Die Liquidität kommt nicht an.*

Die Kommerzbanken geben die Kredite nicht weiter. Die Liquidität landet nicht in der Wirtschaft, bei den Unternehmen. Die Bonitäts- und Eigenkapitalvorschriften werden von den Banken zwar immer als Begründung angeführt, aber auch die Restriktionen sind zu hoch, um an Kredite zu kommen.

*Welche Möglichkeiten hat die EZB noch?*

Eines der großen Probleme, die die EZB bekämpfen muss, ist die geringe Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Wenn die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes sinkt, hat man sofort den Vertrauensverlust und wieder die deflationären Elemente. Die Mittel, um das zu bekämpfen, sind ausgeschöpft.

*Das klassische Quantitative Easing à la USA steht ja noch aus...*

Das kann die EZB noch machen, dann ist der Markt aber total tot. Dann ist es wie in Japan, Japan ist der Vorreiter. Japanische Staatsanleihen werden nur noch von der Notenbank gekauft. In Europa ist es zumindest immer noch so, dass die Kommerzbanken, Pensionskassen und Versicherungen aufgrund der Bonitätsvorschriften Basel III und Solvency II gezwungen werden, die Staatsanleihen zu kaufen. Sie finanzieren somit die Souveräne, wenn man so will. Aber was der nächste Schritt ist, wenn es zu einem Problemfall kommt, wissen wir nicht.

*Glauben Sie, dass die EZB auf Dauer übers Inflationsziel von zwei Prozent hinausschießt?*

Das ist die Gefahr. Aber zunächst wollen sie einmal zwei Prozent erreichen. Was die EZB nicht will, sind null oder minus 0.5 Prozent oder dergleichen, denn das wäre bitter für alle. Das erklärte Ziel ist, Inflation zu generieren, aber es gelingt nicht. Japan versucht es seit 20 Jahren, mit allen Mitteln. Die Wirtschaft vegetiert mit ihren niedrigen Zinsen dahin und schafft nie ein inflationäres Umfeld - also 2,5 oder drei Prozent. Das ist das, was auch Keynes mit der Liquiditätsfalle beschrieben hat. Man kann den Markt mit Geld zuschütten, aber es kommt nicht an. Inflation würde nur generiert werden, wenn es beim Unternehmen ankommt. Wenn Arbeitsplätze geschaffen werden, die dann wieder konsumieren. Wenn Firmen gegründet werden, die sich auch am Markt behaupten. Im Moment ist es aber so, dass in vielen Bereichen Unternehmen künstlich am Leben erhalten werden, die sich in einem normalen Markt mit normalen Zinsen gar nicht behaupten könnten. Wie viele Banken wären pleite gegangen, wenn die EZB oder die Fed nicht eingegriffen hätten?

*Ja, die Hypo gibt's immer noch...*

Und mir als Privater hilft keiner...

*Konkret, welche Richtung sehen Sie? Inflation oder Deflation?*

Die Phasen werden sich abwechseln. Wer werden Phasen mit Deflation haben und Phasen mit Inflation. Denn die Notenbanken arbeiten nicht mit dem Skalpell sondern mit dem Holzhammer. Wenn ich mit dem Holzhammer zuschlage und alles tue, damit Inflation zustande kommt, dann kann ich bei 2,5 Prozent nicht sagen, stopp. Das was die EZB macht, ist auch eine Vertrauensgeschichte. Es wird der Anschein erweckt, dass die EZB die Teuerung steuern kann. Wenn aber der deflationäre Druck zu groß wird und der gesamte Markt in einem deflationären Umfeld ist, dann kann auch die EZB nichts mehr dagegen machen. Deswegen glaube ich, dass sich die Phasen abwechseln werden. So wie wir es bereits gesehen haben. Die Griechenland-

Krise war ein deflationäres Umfeld, dann wurde Geld gedruckt und das Inflationsszenario war da. Gold ist in diesen Phasen gestiegen. Ich glaube, mittelfristig, in drei bis fünf Jahren, könnten wir durchaus auch ein sehr starkes inflationäres Umfeld sehen. Das Schlimmste wäre Stagflation, wenn die Wirtschaft stagniert und die Notenbanken gezwungen wären, die Zinsen anzuheben. Dann sind die Zentralbanken in der Zwickmühle, denn die Zinsen könnten sie nicht anheben, weil dann die Unternehmen oder auch der Staat aufgrund der Verschuldung unter der Zinslast kollabieren würden.

*Am erneuten Zypern-Szenario in Europa führt also tatsächlich kein Weg vorbei. Rechnen sie damit?*

Auf jeden Fall. Das wird schon so vielschichtig und in so hohem Gremium diskutiert – da wäre das offizielle Statement vom IWF, aber auch entsprechende Aussagen von der deutschen Bundesbank (*siehe Zitat, Anm.*). Interessant ist der Hinweis, dass der Anschein erweckt werden soll, dass es eine einmalige Abgabe ist, um die Glaubwürdigkeit zu wahren. Das ist für mich ein klarer Indikator, dass dieses Vorgehen salonfähig gemacht werden soll. Bei der Hypo hat man auch gesagt, dass die Enteignung der Gläubiger eine einmalige Geschichte war. Ebenso bei Zypern. Ich glaube aber nicht, dass dies die einzigen Fälle bleiben werden. Der Nachteil dieses Vorgehens ist, dass es von heute auf morgen passiert. Am Montag bekommen die Leute kein Geld mehr oder es werden zehn Prozent abgezogen. Die Gefahr ist sehr hoch.

*Dann gehen die Leute aber vielleicht sogar in Österreich auf die Straße.*

Und dann gehen die Leute wieder massiv in Gold. Nach Zypern war sehr viel los bei uns.

## **Über philoro**

*philoro ist ein Edelmetall Handelshaus mit Filialen in Österreich, Deutschland, Liechtenstein und Ungarn. philoro konzentriert sich auf die Betreuung großer Vermögen wie Familienstiftungen, Vorsorgeeinrichtungen, Pensionsfonds und anderer institutioneller Anleger. Die Dienstleistungen umfassen das gesamte Spektrum der Veranlagung in Edelmetalle vom An- und Verkauf über Lagerung sowie die persönliche Beratung rund um den Edelmetall-Kauf. Neben der Handelsplattform bietet philoro die Möglichkeit Edelmetalle direkt in den Filialen zu erwerben.*