

PK Assets

Gold

Gold in Zeiten des Notenbank-Irrsinns

Aus der Sicht des CH-Investors

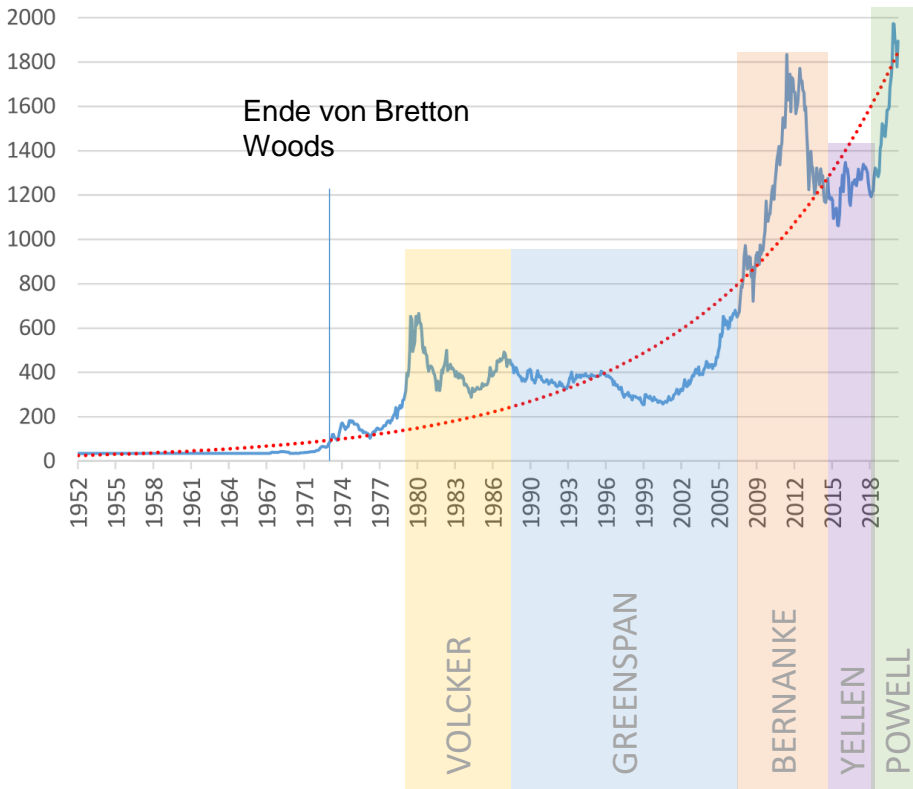
www.pkassets.ch/marktanalysen

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Gold zeigt einen Niedergang des Fiat-Systems an

Gold in USD 1952-2020



- Was 1987 mit ersten Experimenten von Greenspan anfang ist in der Zwischenzeit zu einem Notenbank-Exzess verkommen
- Das Herunterwürgen der Volatilität, die damit einhergehende Erhöhung der Tail-Risiken, regelmässige Crashes in einer Stärke, die die Finanzarchitektur bedrohen, der immer grössere Mitteleinsatz der Notenbanken, das Aufpumpen der Finanzmärkte und die Schuldenexplosionen aus den Aufräumarbeiten der epischen Krisen führt zu einem Vertrauensschwund ins Fiat-System und damit zu einer ganz spezifischen Art von Inflation: **Steigende Goldnotierungen**

Gold in USD

559%

Gold In CHF

267%

US Dollar gegen CHF

-44%

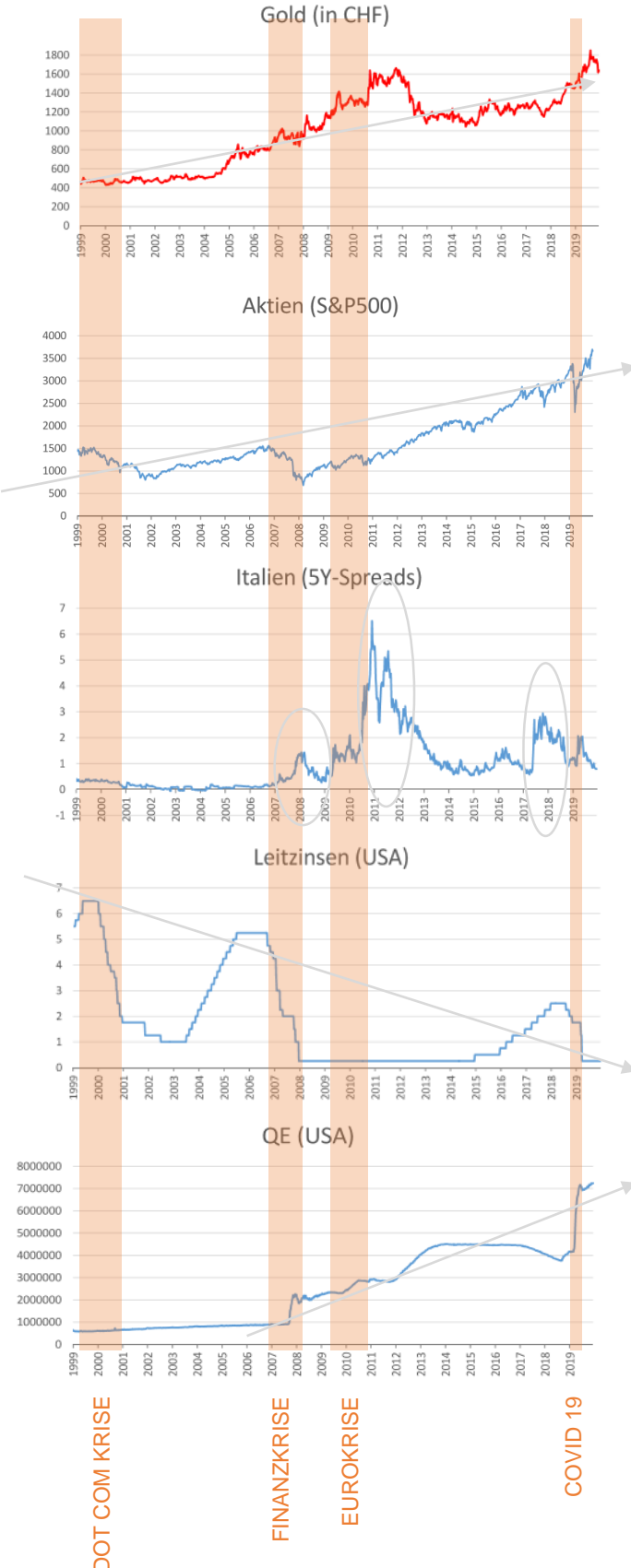
US Treasuries Lokal

167%

US Treasuries in CHF

49%

20 Jahre Risk On/Off oder 20 Jahre Kartenhaus



- Das Primat der Finanzmärkte: Die Notenbanken setzen auf den Wealth-Effekt: Aktienmarkt-Gewinne sollen den Konsum anfeuern
- Die Notenbanken getrieben von den Finanzmärkten I: Immer tiefere Leitzinsen um das Fiat-System am Laufen zu halten
- Immer mehr Wertpapierkäufe von den Notenbanken um das Fiat-System am Laufen zu halten
- Aufblasen der Tail-Risiken mit immer schnellerer Kadenz der Entladungen: Eruptionen unbekanntem Ausmasses in den Risikomärkten (Explosionen in Zinsspreads, Aktiencrashes)
- Flucht in die bekannten Häfen: Steigender CHF, **steigende Goldnotierungen**
- Realzinsen, Inflationsraten, Nominalzinsen so tief wie nie, Unterschiede zwischen den Währungen so gering wie nie

Wir wissen nicht, ob im 2021 Risk On oder Risk Off dominiert

Aber wie funktioniert Gold in welchem Szenario?

“Der US-Notenbankchef dämpft die Volatilität an den Börsen mit allen Mitteln. Auch in Europa interveniert die Geldpolitik aggressiv. Je mehr natürliche Marktschwankungen unterdrückt werden, desto grösser ist jedoch die Gefahr, dass es letztlich zu einem umso verheerenderen Crash kommt.”

Kevin Duffy 11/2020

Ist Gold eine Risk-Off-Währung?

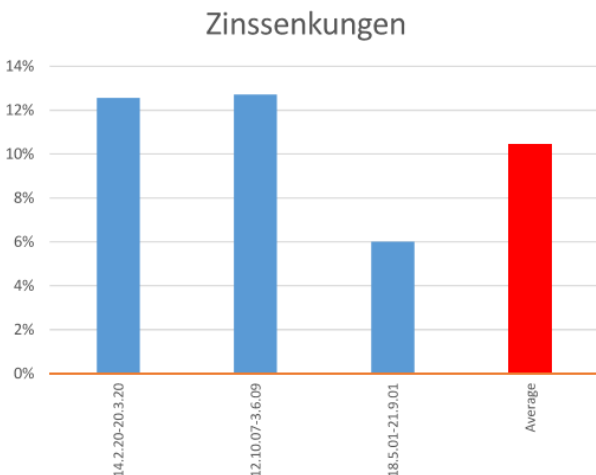
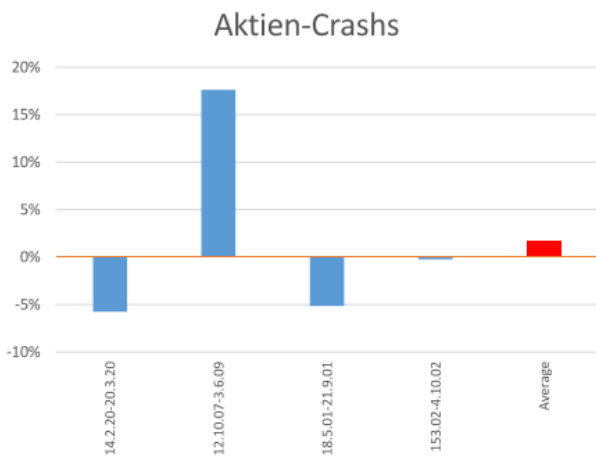
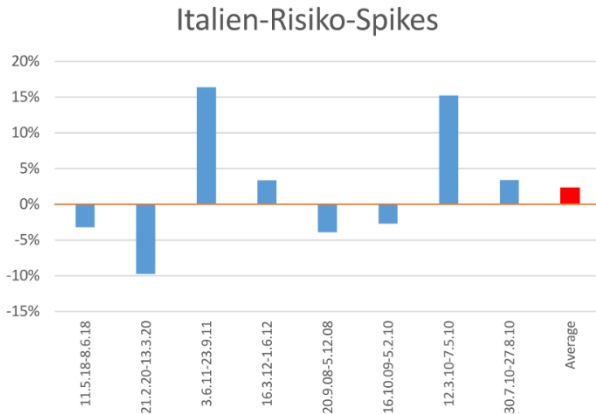
“Gold hat seine Qualität als sicherer Hafen bereits während früherer Marktverwerfungen unter Beweis gestellt. Wie das Londoner Analysehaus Capital Economics untersucht hat, hat sich das Edelmetall in praktisch allen grösseren Kurseinbrüchen des S&P 500 seit 1990 als gute Versicherung erwiesen.”

The Market 1/2021

Ist Gold eine Risk-Off-Währung?

Aus Sicht CH-Investor

Performance Gold (in CHF) In Zeiten von...



Kaum

- Das Gold funktioniert nicht zuverlässig bei Risiko-Schocks wie sprunghafte Anstiege bei den Länderrisiken oder bei heftigen Aktien-Korrekturen

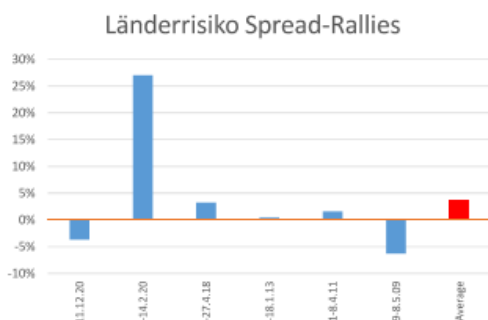
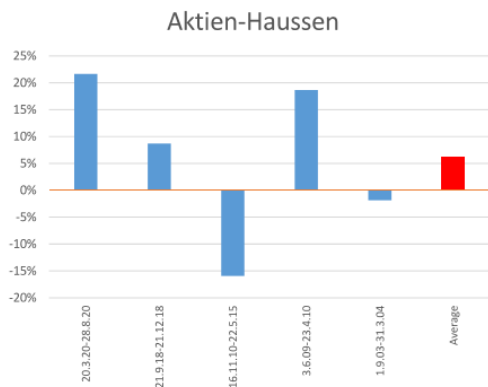
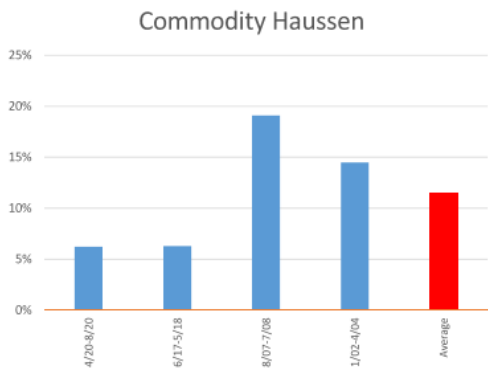
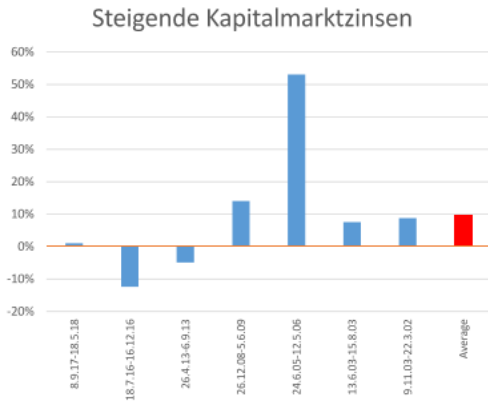
Aber

- Gold scheint in Zeiten von fallenden Leitzinsen zu funktionieren, und die Zeiten fallender Leitzinsen werden oft mit Krisenzeiten konnotiert, speziell in unserer Zeit der Finanzialisierung, d.h. der Junkie-Finanzmärkte
- Deshalb: Es ist etwas dran an Risk-Off-Währung, aber nichts Vordergründiges, sondern eher unter der Oberfläche

Kann Gold auch in Risk-On funktionieren?

Aus Sicht CH-Investor

Performance Gold (in CHF) In Zeiten von...



Ja!

- Nichts von dem, was man gemeinhin mit Risk-On in Verbindung setzt – steigende Zinsen, starke Aufwärtsbewegungen in Commodities und Aktien- bricht dem Goldpreis den Rücken
- Zusammen mit der Risk-Off-Betrachtung bedeutet dies, dass Gold kein guter Proxy für Risk-Off ist
- Wer glaubt, dass Gold ein guter Hedge für Aktien ist, könnte enttäuscht werden
- Schwierig zu interpretieren die offensichtliche Affinität von Gold zu Commodities; gibt es eine Abhängigkeit zu den allgemeinen Commo-Märkten? Oder gibt es gemeinsame Treiber?

Fazit: Gold funktioniert als Krisenwährung kaum so präzise wie der Yen oder der CHF

“Euthanasie des Sparers“

Finanzrepression kann definiert werden als die Manipulation der Finanzmärkte Richtung Negativ-Realzinsen. Nur damit ist eine Entschuldung der Finanzsubjekte, speziell des Staates, möglich

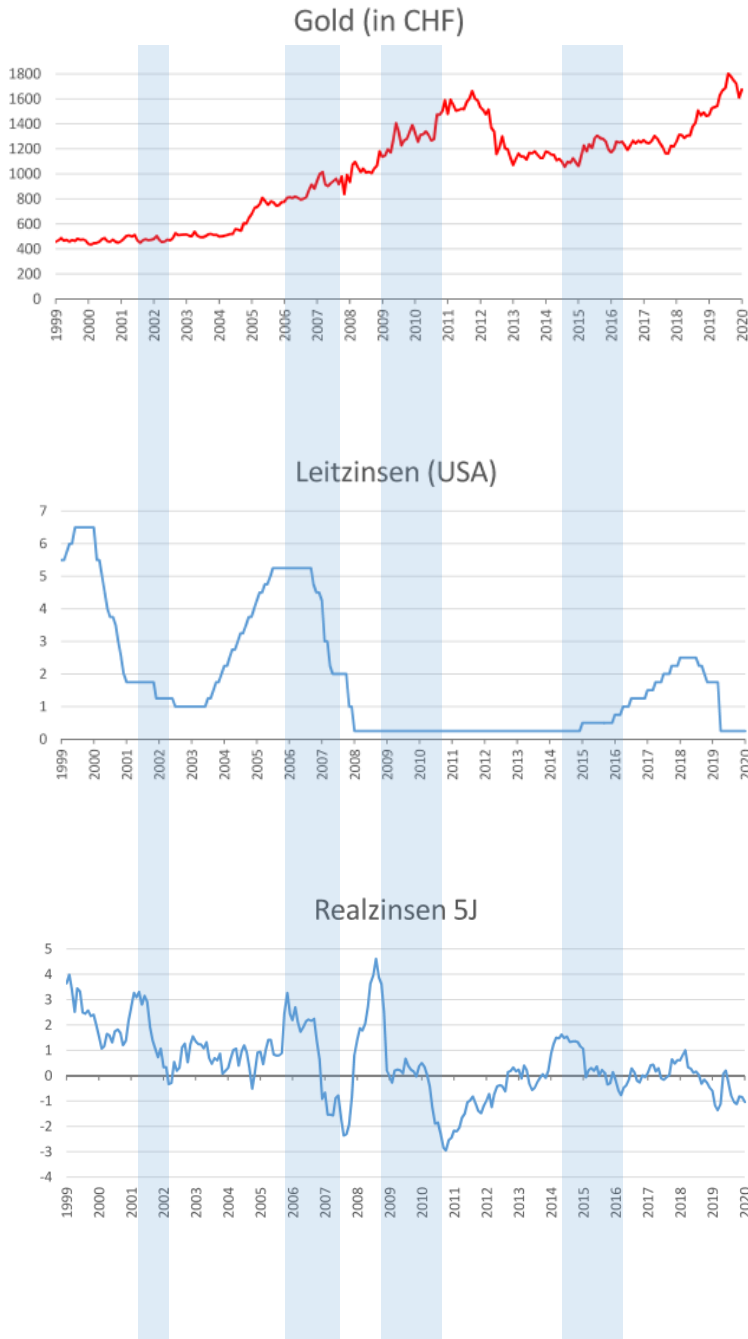
Sollte die Inflation anziehen und die Zinsen im Gefolge ebenfalls, dürften die Staaten –analog zu Japan- zu der Brechstange greifen: Yield Curve Control

In den USA hiesse das: Deutlichere Negativ-Realzinsen

Hilft Gold bei fallenden Realzinsen?

Hilft Gold bei fallenden Realzinsen?

Aus Sicht CH-Investor

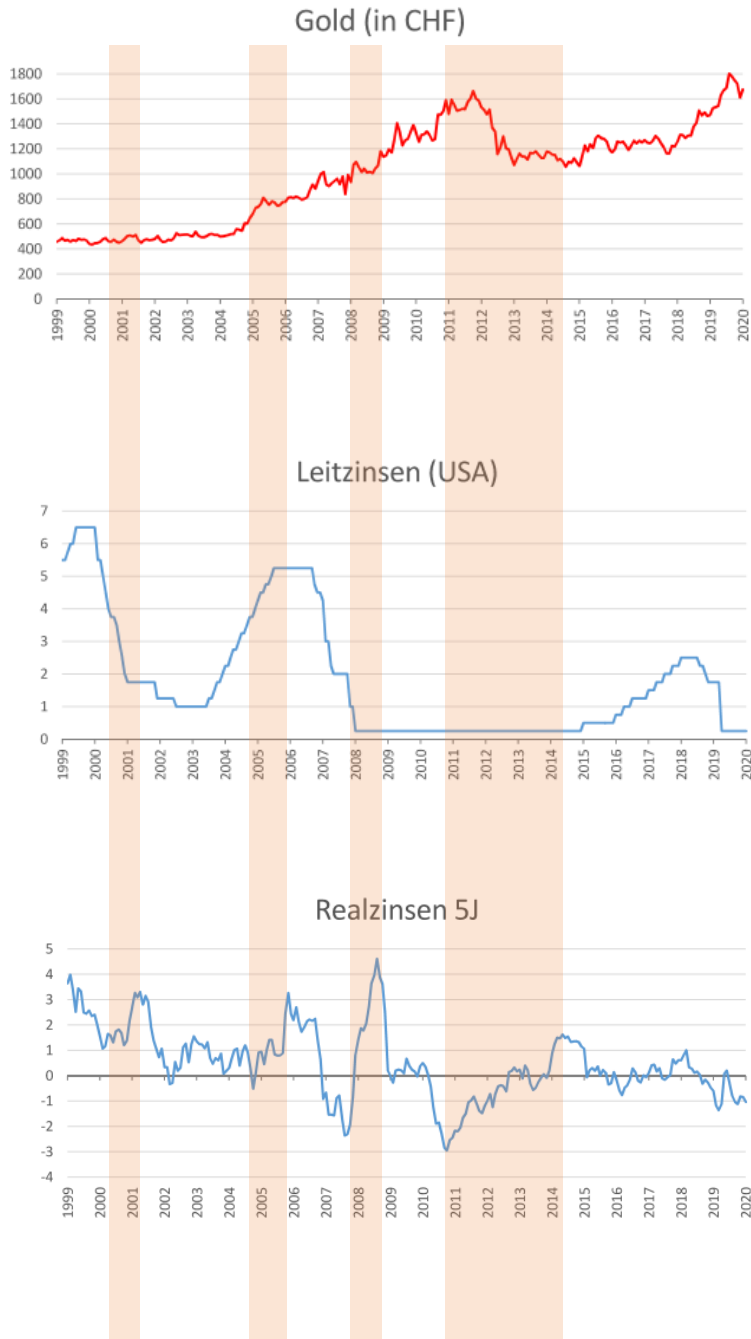


Ja

- 2000-2020 gab es 4 Episoden fallender Realzinsen in den USA
- Im Schnitt erreichte Gold in CHF eine Performance von **+20%** während diesen Episoden
- Nur einmal resultierte eine negative Performance von Gold in CHF

Versagt Gold bei steigenden Realzinsen?

Aus Sicht CH-Investor



Nicht unbedingt

- 2000-2020 gab es 4 Episoden steigender Realzinsen in den USA
- Im Schnitt erreichte Gold in CHF eine Performance von **+5%** während diesen Episoden
- Nur einmal resultierte eine negative Performance von Gold in CHF, 2011-2015
- Allerdings: Dies geschah in einem säkularen Abwärtstrend der Nominalzinsen und einem säkularen Aufwärtstrend des Goldes
- Wir schliessen darauf: Die Performance von Gold war signifikant tiefer in Zeiten steigender Realzinsen verglichen mit den Phasen fallender Realzinsen; über das Vorzeichen der Performance entscheidet der säkulare Trend im Gold
- Realzinsen scheinen als Erklärungsmuster nicht auszureichen

Realzinsen sind sicher ein wichtiger Faktor für den Goldpreis

„Man hat es Ende 2018 gesehen. Als die Zentralbanken damals den Geldhahn langsam zudrehen wollten, kamen Rezessionsängste auf, worauf die Märkte stark reagierten. Sofort lockerten die Notenbanken ihre Geldpolitik wieder. Aber sie müssen die Dosis jedes Mal erhöhen, um die Märkte zu beruhigen. Die Notenbanken haben eine seltsame Rolle. Sie sind Brandstifter und versuchen sich gleichzeitig als Feuerlöscher. Einerseits tragen sie mit ihrer Tiefstzinspolitik dazu bei, dass sich die Marktteilnehmer weiter verschulden und die Blasenbildung weitergeht.“

Daniel Pfister I-CV 2-2020

Hilft Gold bei negativen Zinsen?

Hilft Gold bei negativen Zinsen?

Aus Sicht CH-Investor

Gold (in CHF)



Ja...

- ...aber eher intuitiv als mathematisch nachzuvollziehen, da wir keine stabile Korrelation sehen können, auch angesichts der kurzen Zeit des Phänomens negativer Zinsen:
- Die Haltung von Gold ergibt keine Cash Flows, das bedeutet: Opportunitätskosten
- Je höher das Kapitalmarktzins-Niveau, desto höher die Opportunitätskosten von Gold
- Fallen die Zinsen unter Null, dann hat Gold einen Bonus, bzw. die Obligationen einen Malus
- Es erscheint Plausibel, dass je grösser der Anteil der globalen negativ verzinsten Bonds wird, desto grösser wird die Nachfrage nach Gold, denn für viele Anleger dürfte genau dann, beim Übergang zu Negativzinsen, die Hemmschwelle für Gold wegfallen

Anteil negativ verzinsten Bonds Global



«Reflation» bedeutet in aller Regel auch höhere Commodity-Preise:

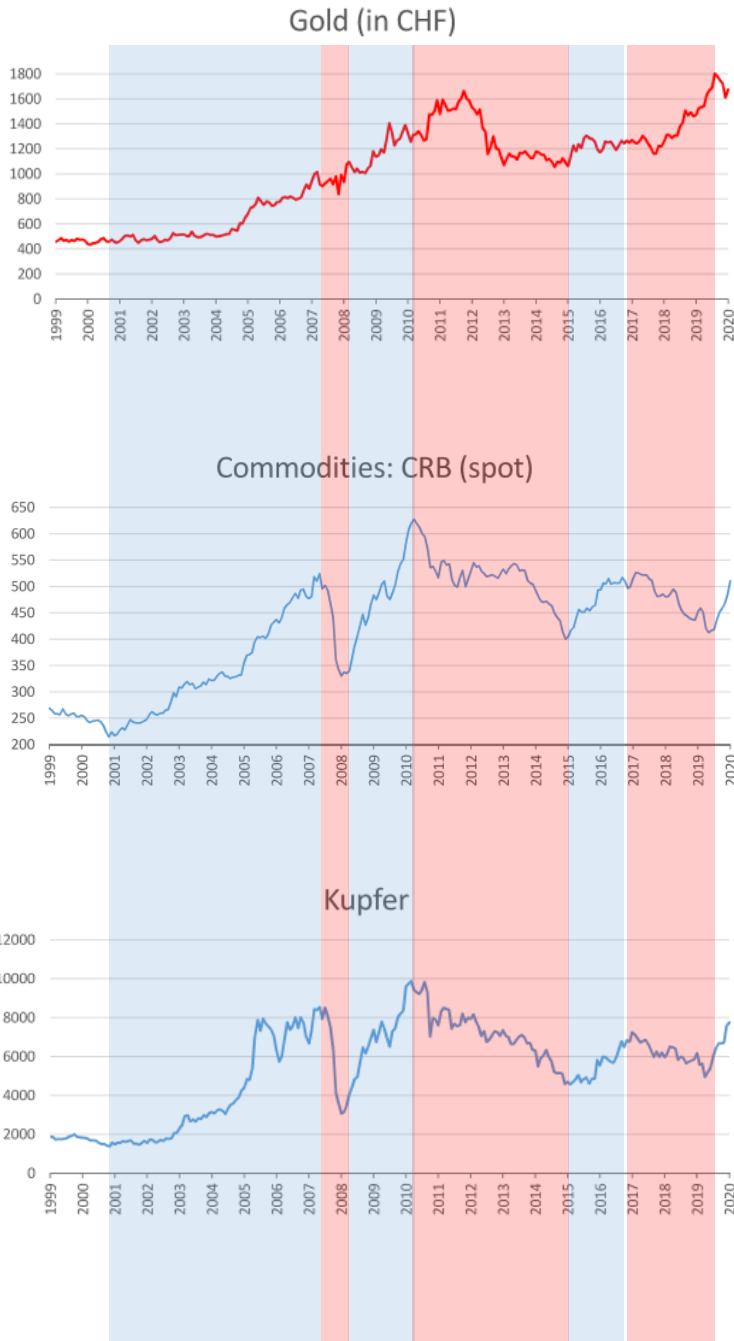
«Tatsächlich deutet vieles darauf hin, dass die Weltwirtschaft vor einem neuen Superzyklus für Rohstoffe steht wie zuletzt nach der Jahrtausendwende von 2003 bis 2011. China war damals der Grund dafür, dass die Preise für agrarische wie industrielle Rohstoffe anstiegen und sich über fast eine Dekade auf hohem Niveau hielten. (...) Die Anzeichen für eine neue Preishausse sind heute ähnlich. Dazu zählt etwa der schwache Dollar. (...) Doch die Schwäche der US-Währung ist nicht der alleinige Grund dafür, dass die Preise gestiegen sind. Nach den starken Rückgängen bei vielen Rohwarenpreisen nach dem Ausbruch des Coronavirus gibt es neue, starke Argumente für eine anhaltende Rohstoff-Hausse.»

NZZ 12/2020

Hilft Gold bei «Reflation»?

Hilft Gold bei Reflation?

Aus Sicht CH-Investor



Ja

- Die Zyklen von Gold sind eng korreliert mit den Zyklen der Commodities generell: In Zeiten haussierender Commodity-Märkte zieht das Gold mit, haben die Commodities insgesamt Mühe, dann stockt auch das Gold
- Wir haben zu diesem Zweck Spot Indizes ohne Rollverluste verglichen
- In den letzten 5 Jahren hat eine gewisse Abkopplung stattgefunden, was bedeutet, dass seit geraumer Zeit starke andere Kräfte am Werk sind, die dem Gold zu einem Eigenleben verhelfen
- So ist das Gold zuletzt nicht mitgezogen, obwohl die Commos ein Revival gestaltet haben

“Steigende Inflationserwartungen plus das «Average Inflation Targeting» des Fed, also keine Zinserhöhungen bei Inflation auch >2% und der Wille, den Bondmarkt leer zu kaufen um einen Kapitalmarktzinsanstieg zu verhindern, dürfte die Realzinsaussichten für die USA dauerhaft beschädigen.....und wäre ein sicheres Rezept für ein USD-Debasement unerhörten Ausmasses.”

PK Assets in: Fixed Income 1/2021: Reflation! Reflation?

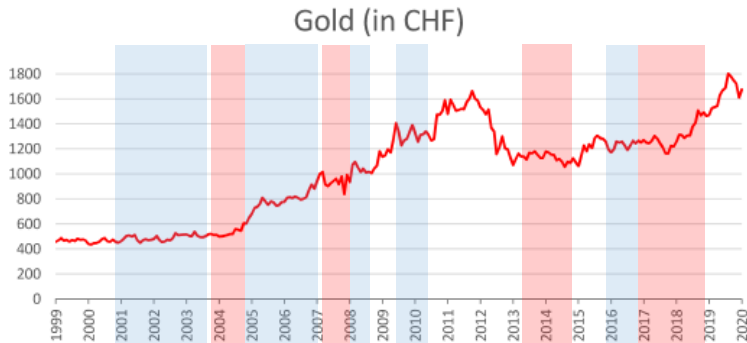
Hilft Gold bei einem Debasement des US Dollars?

“.. die US-Notenbank hat im Herbst ein Überschiessen der Inflation praktisch zum neuen Ziel der Geldpolitik erklärt und verlauten lassen, dass sie noch nicht einmal über künftige Zinserhöhungen nachdenkt. Der Konsens ist dahingehend, dass die Leitzinsen in den USA – und wohl auch in Europa – bis mindestens 2023 bei null verharren werden. Zur Unterstützung könnte die US-Notenbank schon bald mit der Zinskurvensteuerung beginnen. Das wäre ein grosser Schritt, aber nach all den unkonventionellen Eingriffen nicht mehr allzu überraschend.”

The Market 1/2021

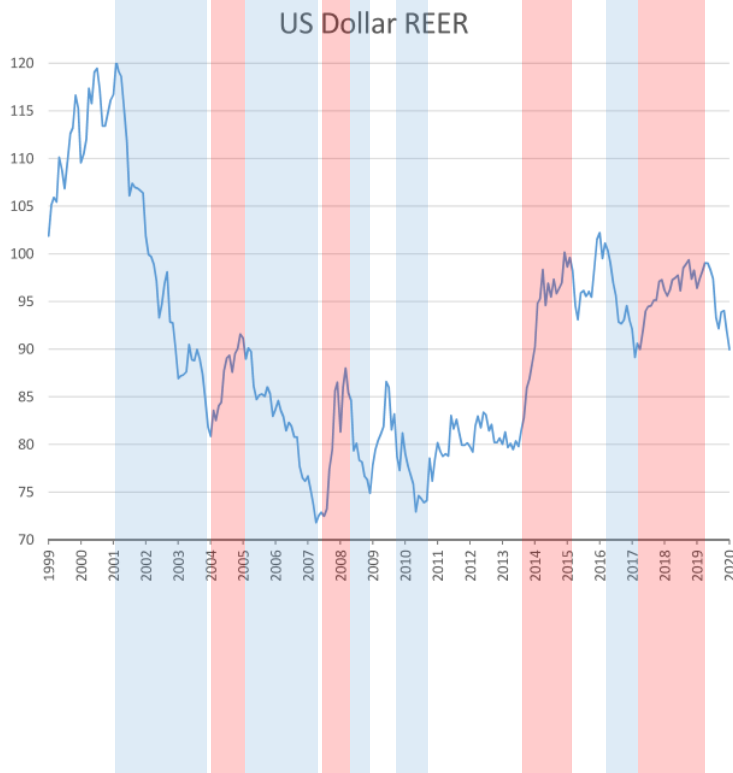
Hilft Gold bei einem Debasement des US Dollar?

Aus Sicht CH-Investor



Ja

- 2000-2020 gab es 5 Episoden eines schnell fallender US Dollars
- Im Schnitt erreichte Gold in CHF eine Performance von **+14%** während diesen Episoden
- Besonders prononciert in der Zeit vor der grossen Krise 2005-2008



Aber

- Es gab 4 Episoden eines schnell steigenden US-Dollars; in diesen Phasen gewann (!) das Gold im Schnitt **+18%**, also noch mehr als in den Zeiten eines schnell fallenden Dollars
- In keinen dieser Episoden eines steigenden Dollars war die Performance von Gold in CH negativ!
- Wir wissen: Der Aussenwert des Dollars ist negativ korreliert mit Gold
- Und trotzdem: Eine Dollarschwäche mit eine Gold-Schwäche gleichzusetzen ist gefährlich
- Auch wenn die Zeit 2000-2020 durch einen säkularen Anstieg des Dollars quasi verzerrt ist

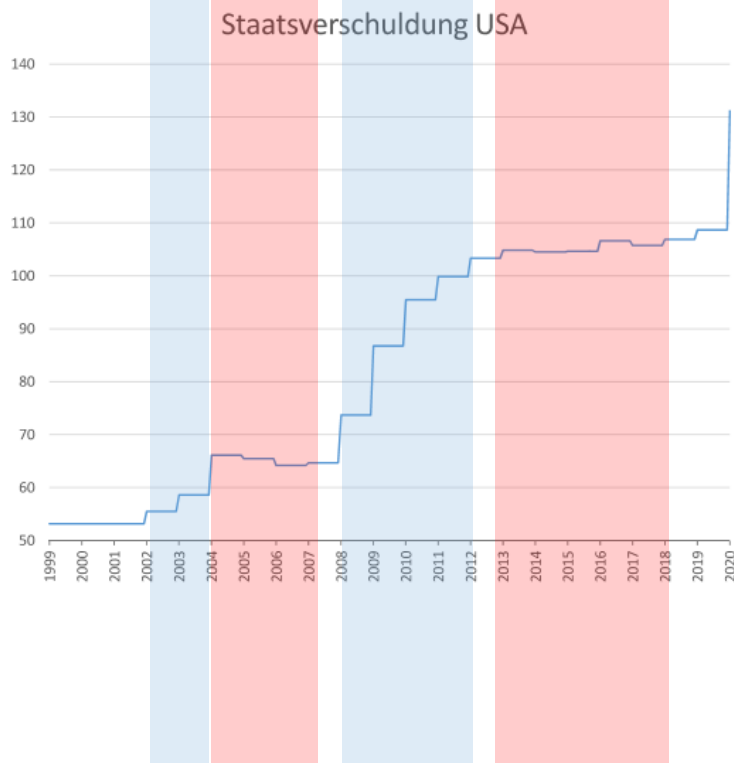
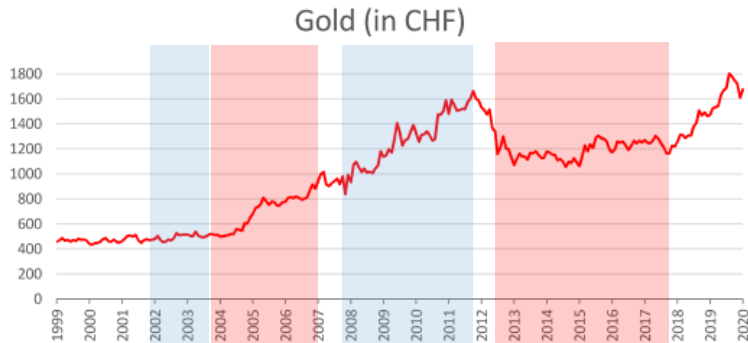
Ein Kollateralschaden der Notenbank-Exzesse seit 1987 ist ein Anstieg der Staatsverschuldung. Durch das Mikromanagement der Volatilität und den Fokus auf «Financial Conditions» (Zu tiefe Zinsen, Schwächung der Währung, Aufblasen der Risikomärkte) werden laufend die Tail-Risiken erhöht, diese explodieren mit gnadenloser Regelmässigkeit, das Aufräumen der Balance-Sheet-Recessions nach den Blasen kostet dann immer mehr, die Schulden steigen.

PK Assets in: Fixed Income 1/2021: Reflation! Reflation?

Hilft Gold bei steigender Staatsverschuldung?

Hilft Gold bei steigender Staatsverschuldung?

Aus Sicht CH-Investor



Ja

- 2000-2020 gab es 3 Episoden schnell steigender Staatsverschuldung in den USA, die erste nach Dot.Com.1, die zweite nach der Grossen Finanzkrise und die Dritte seit Corona
- Im Schnitt erreichte Gold in CHF im Schnitt eine Performance von **+28%** während diesen Episoden, genauer: 7% und 49%
- Gleichzeitig gab es 2000-2020 zwei Episoden stabiler Staatsverschuldung, nach 2004 und 2013
- In diesen zwei Phasen expandierte Gold noch viel stärker, nämlich im Schnitt **+63%!**
- Ja, während 2000 und 2020 ist der Goldpreis und die Verschuldung gestiegen, aber rechnerisch ist die Korrelation nicht stabil und ein überaus strammer Zusammenhang ist nicht auszumachen
- Das bedeutet: **Hilft Gold bei steigender Staatsverschuldung? Ja, aber der Umkehrschluss dürfte nicht unbedingt stimmen**

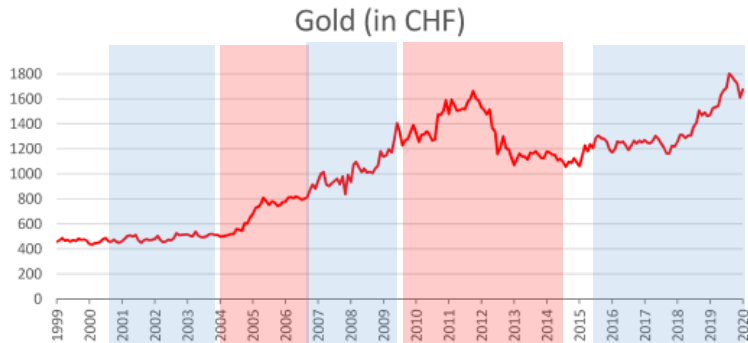
«Manchmal sagen einige wenige Zahlen mehr als tausend Worte. So werden nach den am Mittwoch veröffentlichten Berechnungen des Internationalen Währungsfonds (IMF) die Staatsschulden im weltweiten Durchschnitt die Schwelle von 100% am Bruttoinlandprodukt (BIP) überschreiten. So hoch waren die Schuldenberge noch nie – nicht einmal zum Ende des Zweiten Weltkrieges.“

NZZ 10/2020

Hilft Gold bei expansiver Finanzpolitik?

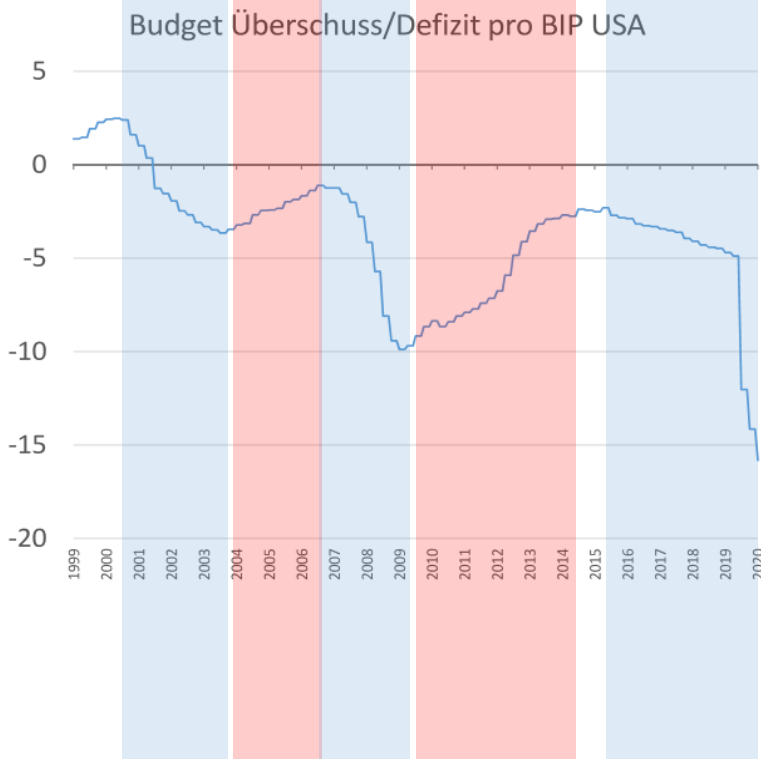
Hilft Gold bei expansiver Finanzpolitik?

Aus Sicht CH-Investor



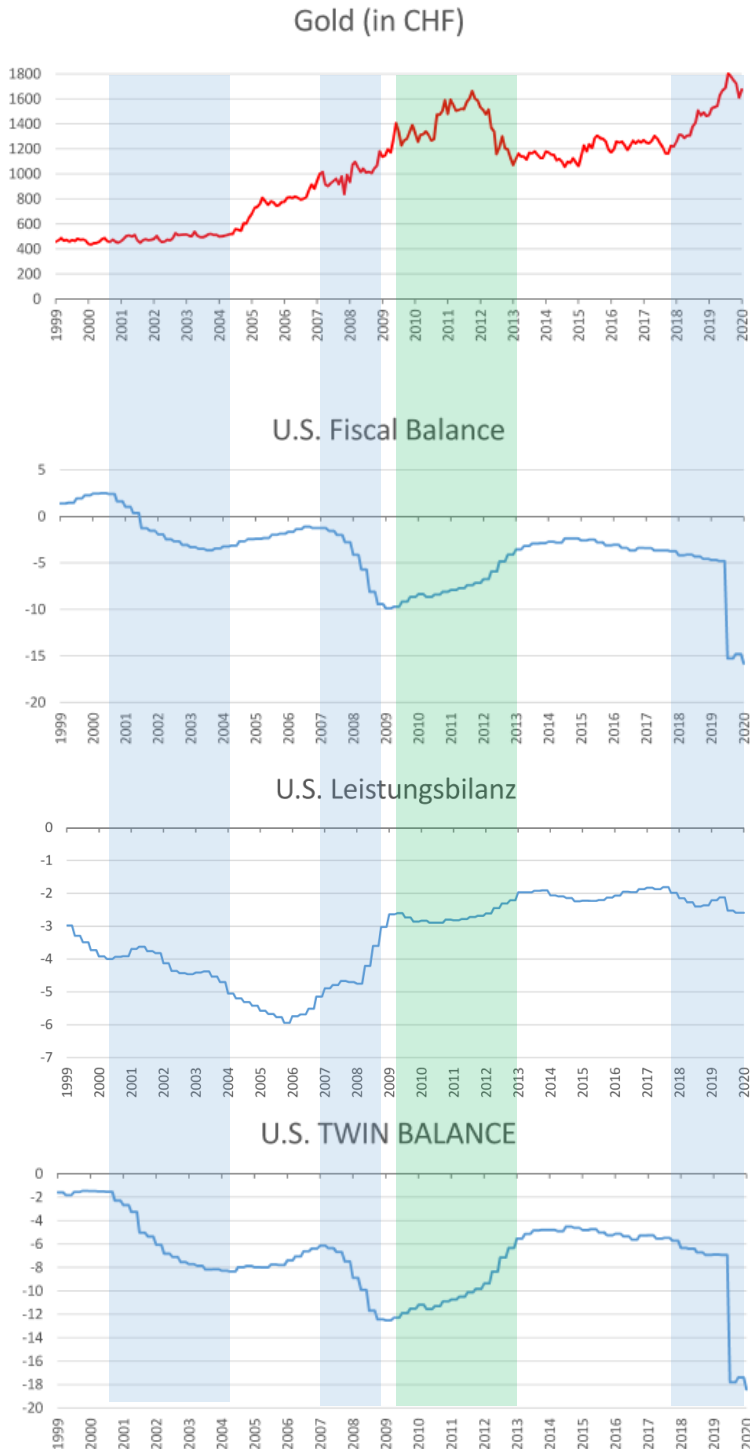
Ja

- Ganz offensichtlich hilft ein starkes U.S.-Budgetdefizit dem Goldpreis und offensichtlich hat der Goldpreis Mühe, wenn die USA ihre Fiskalposition verbessert
- Die aktuelle Fiskalexpansion ist noch nicht abgeschlossen, und doch springt der Zusammenhang ins Auge
- Bidenomics sprechen somit für weiterhin viel Zug im Goldpreis



Hilft Gold bei einem U.S. Twin Deficit?

Aus Sicht CH-Investor



Vermutlich ja

- Ganz offensichtlich hilft ein starkes U.S.-Budgetdefizit dem Goldpreis und offensichtlich hat der Goldpreis Mühe, wenn die USA ihre Fiskalposition verbessert
- Ob die Leistungsbilanz einen Einfluss auf den Goldpreis hat, kann nicht abschliessend beurteilt werden, denn sie läuft nicht synchron mit der Fiskal-Bilanz
- Aber: Wenn beide, Fiskal- und Leistungsbilanz synchron fallen, dann scheint dies gut zu sein für den Goldpreis, wenn sich beide verbessern, dann scheint der Goldpreis Mühe zu haben

«Die Episode vom Dezember 2018, als das Fed versucht hatte, die Geldpolitik präventiv zu straffen, wird die letzte ihrer Art gewesen sein. Das wird die US-Notenbank nicht noch einmal wagen. Fed-Chef Jerome Powell war 2018 nicht auf der Höhe der Anforderungen des Jobs. Mittlerweile ist es in meine Augen klar, dass das Fed mit seiner Geldpolitik kein Inflationsziel mehr anpeilt, sondern sich nach den Finanzmärkten richtet. (..) Erinnern Sie sich: Die Immobilienkrise von 2008 löschte in den USA Vermögenswerte von 7'000 Mrd. \$ aus. Die Politik des Quantitative Easing, die das Fed danach startete, hatte den vorrangigen Zweck, die Preise zu reflationieren und den Vermögenseffekt zu korrigieren. Die Leute im Fed wissen, dass sie keine andere Wahl mehr haben.»

Yves Bonzon CIO Julius Bär 2-2020

Hilft Gold bei Quantitative Easing Infinity?

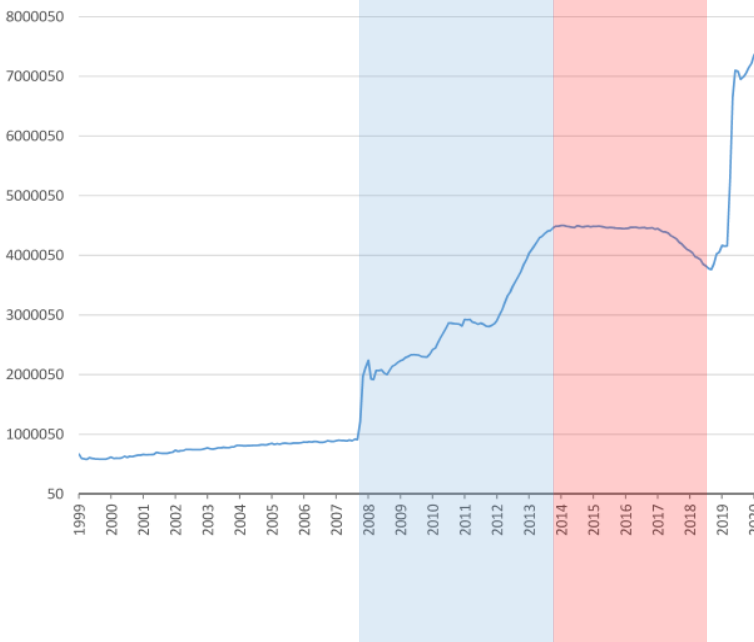
Hilft Gold bei verstetigtem Quantitative Easing?

Aus Sicht CH-Investor

Gold (in CHF)



Federal Reserve Bilanzsumme



Fraglich

- 2000-2020 gab es 1 abgeschlossene Episode einer Explosion der Bilanzsumme des Fed, bestehend aus QE I,II,III zwischen 2008 und 2014, die zweite hat 2019 angefangen und ist noch nicht abgeschlossen
- In dieser Episode avancierte Gold um **+23%** dies bei einem viel höheren Top während dieser Periode
- Gleichzeitig gab es 2014-2018 eine Konsolidierung und ein Tapering der Bilanzsumme des Fed
- In dieser Phase expandierte Gold noch etwas stärker, nämlich **+28%!**
- Ja, während 2000 und 2020 ist der Goldpreis und die Bilanz des Fed gestiegen, aber rechnerisch ist die Korrelation nicht stabil und ein überaus stammer Zusammenhang ist nicht auszumachen
- Das bedeutet: Hilft Gold bei steigendem QE? Vermutlich ja, aber genauere Aussagen ohne den Kontext anzuschauen dürften schwierig sein.

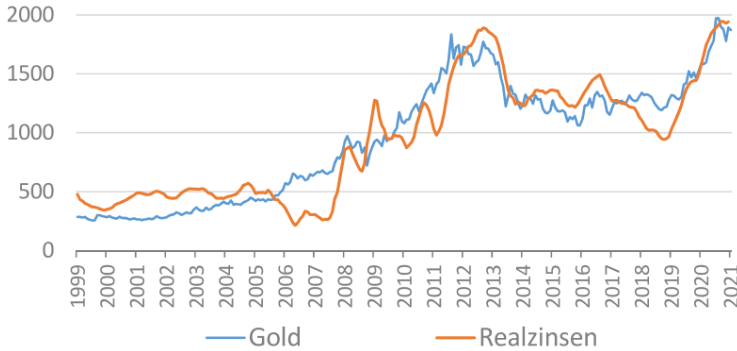
Wie gut erklären diese Indikatoren den
Goldpreis?

Ein Modell für Gold Spot

Aus Sicht CH-Investor

PK Assets

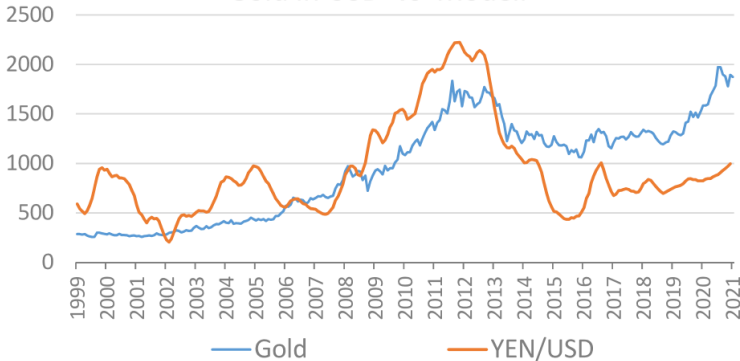
Gold in USD vs Modell



30% Realzinsen (-)

PK Assets

Gold in USD vs Modell

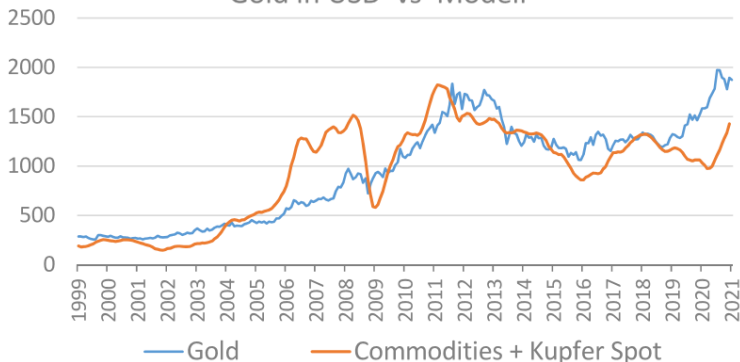


+

10% Yen/Dollar

PK Assets

Gold in USD vs Modell



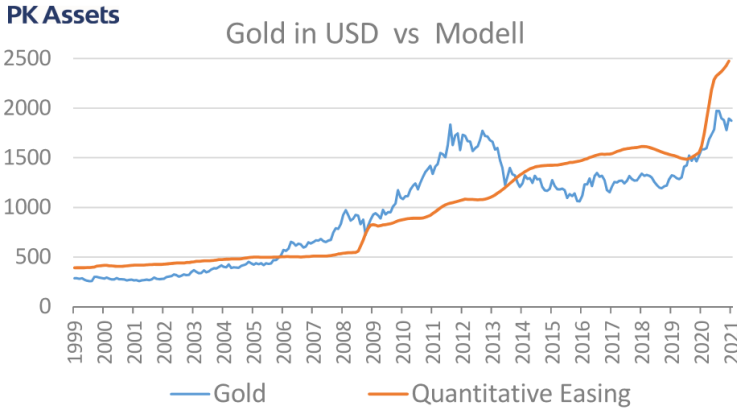
+

26% Commodities

+ ...

Ein Modell für Gold Spot

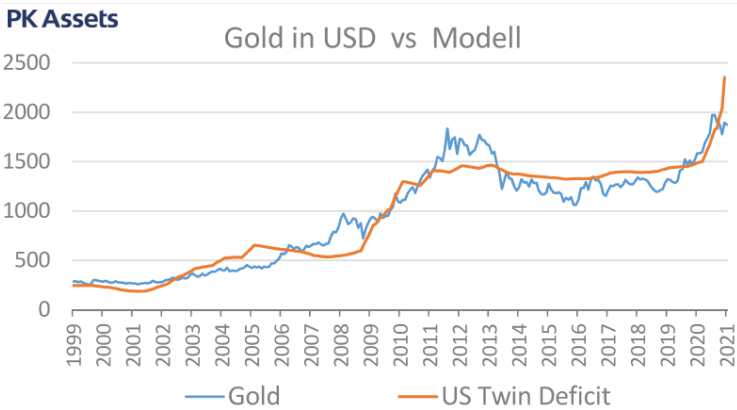
Aus Sicht CH-Investor



+

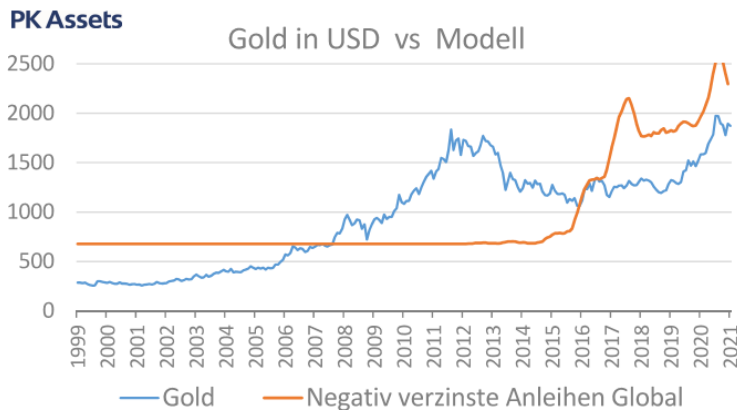
6% Quantitative Easing

+



18% US Twin Deficit

+

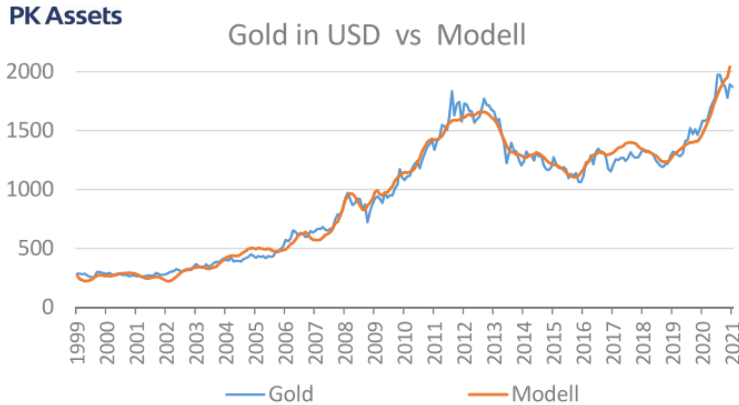


10% Negativ verzinste Bonds global

= ...

Ein Modell für Gold Spot

Aus Sicht CH-Investor



Der bullische Case für Gold:

Realzinsen:

Wir erwarten, dass mit der Fiskalpolitik die Reflation weitergeht, ein Zinsanstieg mit Yield Curve Control vereitelt wird, damit könnten die Realzinsen noch tiefer werden

Dollar/Yen

Die Japaner haben schon Yield Curve Control und negative Zinsen, eine Japanisierung der USA würde den Dollar/Yen deutlich beschädigen

Commodities

Die Reflation dürfte weiter gehen, erst recht mit einer intakten chinesischen Konjunktur

QE Infinity

Die Aktienmärkte erlauben kein Tapering

US Twin Deficit

Bidenomics führt weiter, was seine Vorgänger angerichtet haben

Bonds mit negativen Zinsen

Reflation: Weniger Bonds mit negativen Zinsen aber mehr Bonds mit negativen Realzinsen

30% Realzinsen (-)
+
10% Yen/Dollar
+
26% Commodities
+
6% Quantitative Easing
+
18% US Twin Deficit
+
10% Negativ verzinste Bonds global
=
Totales Modell

Das Modell ist nicht perfekt, aber gut korreliert mit Gold.
Gemäss Modell ist Gold nicht überbewertet, schon gar nicht in einer Blase, vielmehr ist eine Trendumkehr dem Modell nicht zu entnehmen

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf j.lutz@pkassets.ch