



15 oktober 2013 • Nummer 28

INHOUD

Editoriaal.....	1
Geschiedenis v-taks	2
Hoe realistisch?	2
Schuld-stand van zaken	3
Is 10% voldoende?	5
Welk is de bescherming?	5
Goud en zilver.....	6
Bitcoin nieuws & tips	7
Update Golden Minerals.....	8
Shale gas & royalties	9
Lezersbrief	10
Opgemerkt	10
Beleggingsrooster	12

MACROTRENDS is een uitgave van:

Mr. Market bvba
Lindendorp 44/B
3990 PEER
BELGIË

Ondernemingsnummer: 859.787.808

Abonnementen:

e-mail : support@macrotrends.be

Afgifte LEUVEN 1
P409341

Vermogenstaks: de schaamte voorbij

Een paar dagen terug publiceerde het IMF haar 'Fiscal Monitor', dat om het half jaar verschijnt.¹ Daarin werd een oud idee terug afgestoft: waarom plunderen we niet gewoon de bankrekeningen van de spaarders? Het opzienbarende aan dit stuk is niet zozeer het voorstel tot confiscatie, maar wel dat men officieel toegeeft dat de huidige situatie onhoudbaar is, en dat de enige overblijvende alternatieven hoge inflatie, overheidsfaillissement, of confiscatie zijn. Bij deze een integrale vertaling van het voorstel, waarna we kijken hoe realistisch een dergelijk scenario is:

"De snelle achteruitgang van de toestand van de overheidsfinanciën van vele landen heeft hernieuwde interesse opgewekt in een "kapitaalsheffing"—een eenmalige belasting op privévermogens—als een uitzonderlijke maatregel om de schuldstabiliteit te herstellen. Wat een dergelijke taks zo aantrekkelijk maakt, is dat—mits ze wordt geïmplementeerd voordat ze kan ontweken worden en er een geloof is dat ze werkelijk eenmalig zal blijven—ze het gedrag van de spaarders niet verstoort (en door sommigen als eerlijk kan gezien worden). In het verleden hebben verschillende bekende denkers zich achter deze strategie geschaard, zoals Pigou, Ricardo, Schumpeter, en—tot hij op andere gedachten kwam—Keynes. **Het is weliswaar moeilijk om een dergelijke belasting succesvol door te voeren, maar deze maatregel moet worden afgewogen tegen de risico's van de alternatieven, zoals het niet langer betalen van staatsschuld [overheidsfaillissement/ obligatiecrash] of het laten weg-inflatteren van de schulden** (ook dit is een bijzondere vorm van kapitaalsheffing—op obligatiehouders—die ook niet-inwoners raakt.)

Er zijn verrassend veel precedentes waarbij men te rade kan gaan, zoals de taksen die in het Europa van na de Eerste Wereldoorlog en in Duitsland en Japan na de Tweede Wereldoorlog werden geheven. [...] De geschiedenis leert ons daar dat het risico op falen niet zozeer ligt in een mogelijk gebrek aan geloofwaardigheid, maar wel in het te traag doorvoeren van de beslissing, waardoor kapitaalsvlucht en belastingontwijking voor een veel lagere opbrengst zorgde—wat dan weer inflatie veroorzaakte.

De eenmalige heffing die nodig is om de overheidsschulden terug te brengen naar de toestand van voor de crisis is bovendien erg hoog: er zou een belasting op huishoudens met een positief netto vermogen van ongeveer 10 procent nodig zijn."

Ongelooflijk toch, hoe dergelijke voorstellen schijnbaar zonder schaamte gepubliceerd worden. Maar hoe realistisch is een dergelijk voorstel nu? We zetten even de feiten op een rijtje.



¹ Zie <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/02/pdf/fm1302.pdf>.

De rijke geschiedenis van de ‘eenmalige vermogenstaks’

Eerst en vooral klopt het dat rechtstreekse confiscatie van het vermogen van de bevolking om staatsschuld af te betalen in het verleden al herhaaldelijk gebeurd is. Al in het oude **Griekenland** werd er nu en dan een vermogenstaks van tussen de 1 en de 4% geheven, om zo de lege stadskassen te spekken. En toen de **Nederlanden** in 1672 in staat van oorlog verkeerden met Frankrijk, hief de overheid 28 keer op rij een taks van 0,5% op vastgoed, aandelen, en andere kapitale goederen—een confiscatie die uiteindelijk 14% van het financieel en vastgoedvermogen zou bedragen.² Later in de Moderne Tijd, niet gespeend van oorlogen en te hoge schulden, circuleerden regelmatig confiscatievoorstellen, maar wegens de nog weinig efficiënte werking van de overheid, werden ze nooit succesvol uitgevoerd. Daarvoor was het wachten op de 20^{ste} eeuw, de eeuw van het gecentraliseerd bankieren.

Ter financiering van WOI hief de **Duitse overheid** in 1913 een vermogenstaks van in totaal 1,7% van het BBP. Na de oorlog vervolgens, kampte de staat er met een schuld van meer dan 150% van het BBP, en daarom werd in 1919 een nationale nooddaks (*Reichsnotopfer*) gelanceerd: een progressieve vermogenstaks van tussen de 10 en de 65% voor vermogens boven de 5000 mark. Logischerwijs kwam er veel protest tegen deze maatregelen, de belastingontwijking was dan ook wijdverbreid, en uiteindelijk werden de aan de staat verschuldigde sommen door het royaal bijprinten van marken weggeïnflatteerd— 1923 was het jaar van de Weimar hyperinflatie. Ook **Italië** kwam de Eerste Wereldoorlog niet zonder kleerscheuren door. Als oplossing voor de grote staatsschuld bedacht de overheid er in 1919 een ingewikkelde progressieve vermogensbelasting, die na een storm van protest tot een bescheiden jaarlijkse vermogenswinstbelasting werd teruggebracht. In **Hongarije** had een vermogenstaks meer ‘succes’: in 1920 werd alle eigendom er geblokkeerd en geregistreerd, en burgers konden het vervolgens van de overheid terugkopen voor 5 tot 20% van de originele waarde.

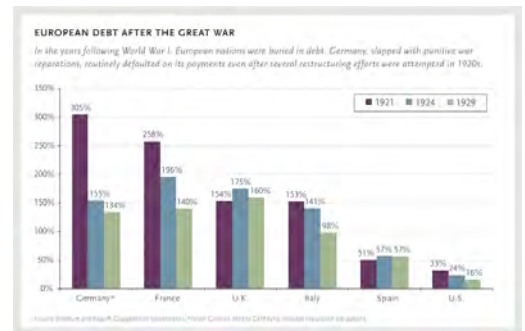
Conclusie: Eenmalige vermogenstaksen om overheidsschulden terug te betalen zijn in het verleden al vaak toegepast, met wisselend succes. Ook het Europa van de jaren 1920 tot 1950 was een coctail van inflatie, bankvakanties, en vermogenstaksen—waarbij die laatste in verschillende landen helemaal nooit werd doorgevoerd.

Vermogenstaks: realistisch? Een paar inschattingen

We leren uit het verleden dat een confiscatiebeleid voor een overheid een moeilijk uit te voeren en bovendien impopulaire maatregel is. Anderzijds zoeken overheden met te hoge schulden uiteindelijk echt wel naar oplossingen, en een vermogenstaks is een snelle en effectieve manier om de schuldenlast naar beneden te halen. Dat is een van de redenen waarom Marc Faber de laatste tijd herhaalt dat hij niet verwacht dat



Mario Draghi redigeerde in 1990 een boek waarin vermogenstaks werd besproken als een van de manieren om te hoge schulden in te dijken.



Na de Eerste Wereldoorlog kampten de meeste Europese landen met extreem hoge schulden.



Duits minister van financiën Mathias Erzberger werd erg onpopulair toen hij in 1919 de *Reichsnotopfer* vermogenstaks introduceerde.



“Mr. Asquith heeft zichzelf voorstander verklaard van een vermogenstaks, op voorwaarde dat deze de gewoonte van het sparen onder de bevolking niet ondermijnt.” Deze cartoon van 1920 uit Punch Magazine illustreert hoe schaamteloos de overwegingen van overheden zijn bij het overwegen van het invoeren van confiscatie via vermogensbelastingen.

² Zie Maarten Prak, “The Dutch Republic in the Seventeenth Century: The Golden Age”, p. 78

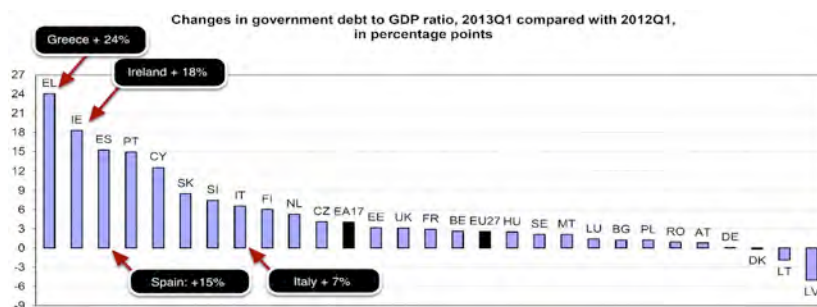
vermogende mensen (en fondsbeheerders, die een belangrijk deel van zijn netwerk vormen) zonder kleerscheuren uit de crisis zullen komen.

Het verleden leert ons dat hoe meer zicht een overheid heeft op wat haar burgers bezitten, hoe makkelijker het voor haar wordt om vermogenstaksen in te voeren. Het is in dat kader dat we het nieuws moeten zien dat vanaf 1 mei 2014 de Belgische fiscus al uw bankgegevens centraal kan opvragen via het nieuwe “Centraal Aanspreekpunt” (CAP), een databank met alle bankrekeningen van de Belgen.³ Advocaat Marc Marlière stelde daarover: “Dit is een verdere stap in de geleidelijke opheffing van het bankgeheim. Dit is een voorbode van het vermogenskadaster waar de liberalen zo tegen gekant zijn.”⁴ In Nederland staat men nog niet zover, al werden er in 2009 al wel een paar voorstellen over uitgewerkt.

Rechtstreekse vermogensbelastingen werden nog nooit op supranationaal niveau doorgevoerd, steeds op lokaal-nationaal niveau. Het zou dus wel eens interessant kunnen worden in de Europese Unie de komende jaren. Want, zoals het IMF zelf aangeeft, een vermogensbelasting is maar effectief in die mate dat ze snel wordt afgekondigd en uitgevoerd, zodat de argeloze bevolking geen tijd heeft om met haar vermogen naar veiliger oorden te vluchten. Dat betekent dat het eerste Europese land dat zo’n confiscatiebeleid invoert een aanzienlijk voordeel zal hebben boven alle andere. Zo’n ‘first-mover advantage’ betekent dat politici druk kunnen voelen om zo’n beslissingen sneller door te voeren dan ze anders hadden gepland, en ook om sneller het voorbeeld van anderen te volgen als ze zien dat die vermogensbelastingen beginnen door te voeren. We kunnen met andere woorden een lawine-effect meemaken, waarbij de sneeuw eerst gedurende lange tijd stil op de berg ligt, maar dan steeds sneller begint te schuiven en meer sneeuw opraapt op de weg naar beneden.

Hebben ze het werkelijk zo bont gemaakt?

Wel, ja. De schulden van de Nederlandse staat bijvoorbeeld, zijn sedert 2007 met liefst 60% gestegen. De schulden in de PIIGS-landen swingen helemaal de pan uit, wat de vraag doet rijzen hoe lang de eurozone het nog kan trekken⁵:

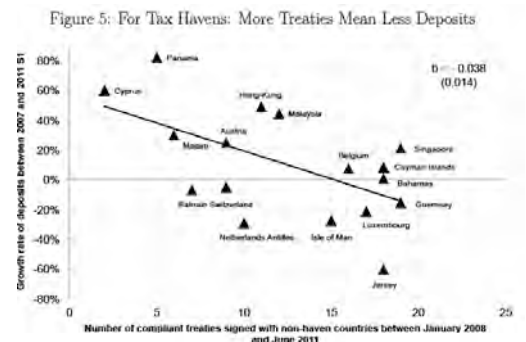


“...indien de bevolking gelooft dat de uitzonderlijke vermogenstaks zal herhaald worden, dan zal deze taks het sparen ontmoedigen. Overheden die gebruik maken van de vermogenstaks, lopen het risico een reputatie te ontwikkelen dat ze dat regelmatig zullen doen, waarbij kapitaalsvlucht wordt aangemoedigd, waarbij hun binnenlandse belastingsinkomsten in gevaar worden gebracht, en waarbij hun capaciteit om schulden af te betalen en sociaal beleid te financieren ondermijnd wordt.”

Barry Eichengreen, 1990

“Alleen onder uitzonderlijke omstandigheden ... zouden obligatiehouders een vermogenstaks als een geldig beleidsinstrument om de schulden te verlichten aanvaarden: enkel in zo’n geval zou de toegang van de overheid tot de [schuld]markt niet beschadigd worden.”

Mario Draghi & Rudiger Dornbusch, 1990



Het bankgeheim wordt steeds verder ondergraven. Hier zie je dat hoe meer verdragen voor de uitwisseling van informatie er worden afgesloten, hoe minder de deposito's in dat land aangroeien. Cyprus was een populaire bestemming voor offshore geld, nog een reden waarom de bail-in crisis precies daar mocht losbarsten.

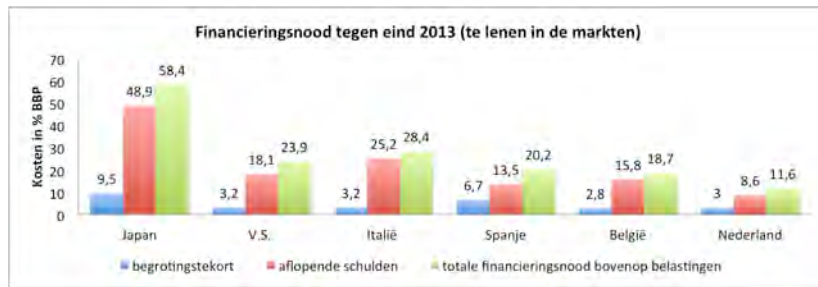
Voor meer, zie <http://tinyurl.com/havtre>.

³ Zie <http://www.knack.be/nieuws/belgie/fiscus-kan-op-1-mei-2014-al-uw-bankgegevens-centraal-opvragen/article-normal-101314.html>.

⁴ Zie <http://trends.knack.be/economie/nieuws/finance/10-antwoorden-over-het-nieuwe-register-van-bankrekeningen/article-4000413526886.htm>.

⁵ Bron eurostat & <http://www.acting-man.com/?p=26007>.

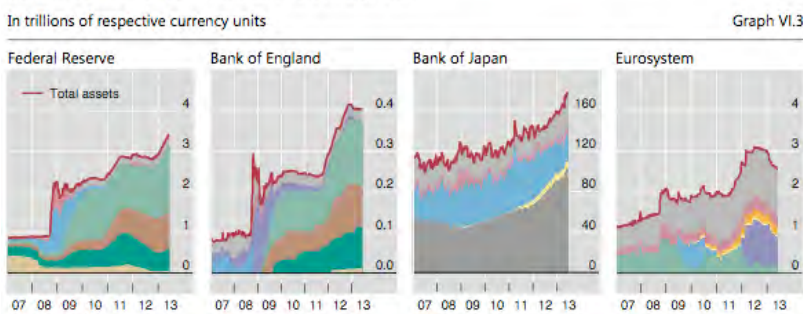
En laten we ook nog even grasduinen in het recente IMF-rapport. Hier zie je hoeveel geld overheden nog tegen het einde van dit jaar moeten zien bijeen te sprokkelen na inning van de belastinginkomsten:



Bovenstaande cijfers zijn uitgedrukt in BBP. Ondanks haar extreem lage rentevoeten moet Japan tegen het einde van het jaar dus zo maar even de helft van haar BBP zien te lenen op de markten—knettergek, en enkel mogelijk omdat haar centrale bank extreme hoeveelheden staatsobligaties rechstreeks van de overheid inkoopt. Ook België en Nederland zitten er niet comfortabel bij met een financieringsnood van respectievelijk 18%/BBP en 11%/BBP, zelfs een relatief kleine stijging in de rentevoeten kan ervoor zorgen dat ze hun schulden plots niet meer kunnen terugbetalen.

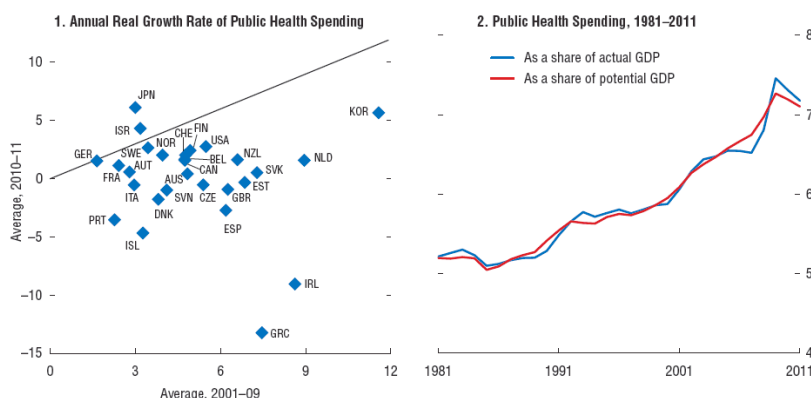
Centrale banken draaien overuren om al die schulden op te kopen, en met dit nieuwe geld worden meer zeepbellen, meer volatiliteit, en uiteindelijk meer inflatie in de markten gecreëerd:

Central bank balance sheet size and composition¹

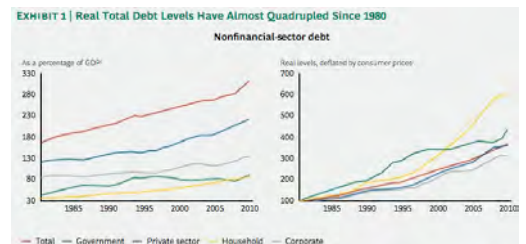


Op de langere termijn is de gezondheidszorg een belangrijk deel van het probleem. De vergrijzing stuwt de kosten ervoor de hoogte in en zet de overheidsfinanciën nog meer onder druk:

Figure A.1.1. Evolution of Public Health Spending in Advanced Economies (Percent)



Een vermindering in de uitgaven voor de publieke gezondheidszorg lijkt me de komende jaren onvermijdelijk, zoals links onder al te zien is bij Griekenland en Ierland. In antwoord zullen ondernemende dokters steeds vaker private kliniekjes gaan oprichten—de markt springt bij waar de overheid faalt.



Uit de studie van Boston Consulting Group: sinds 1980 zijn de schuld niveaus in de 18 OECD landen (zeg maar Westerse landen) verviervoudigd.



Het aantal aandelen in de S&P die boven hun 200-daags gemiddelde drijven, is aan het dalen—vaak een voorbode van een crash/grote correctie.

Figure 16: Performance of Dow Jones Industrial Average in Post-Election Years of Second Term Presidents (1901 – 2008) and 2013 Performance



Source: Michael Riesner and Marc Mueller, UBS
Nadat een president zijn tweede ambtstermijn binnen heeft, wordt het de markten vaak toegelaten om te corrigeren (zwarte lijn = historisch post-verkiezingen gemiddelde, rode lijn: huidige koersen).

Volstaat een confiscatie van 10% dan ook?

De door het IMF gesuggereerde 10% is lang niet voldoende om het probleem van extreme schulden op te lossen. Hoe zou dat ook kunnen, als zelfs topfunctionarissen van de Bank for International Settlements zelf zeggen dat *“in de geavanceerde economieën de totale niveaus van publieke en private schuld als procent van het BBP vandaag 30% hoger zijn [dan in 2007]”*, en dat dit eruit ziet als *“een herhaling van 2007, maar zelfs nog erger.”*⁶

Nee, een belasting van 10% zal het niet rekken. De Boston Consulting groep berekende eind 2011 dat om de schulden tot een aanvaardbaar niveau te herleiden, de gemiddelde Europese overheid 34% van de welvaart van haar burgers zou moeten confisqueren.⁷ Die vaststelling leunt dicht aan bij de waarheid, want als de overheid de woorden ‘eenmalig’ en ‘uitzonderlijk’ in de mond neemt, gaan je oren best flapperen en kan je die het best vervangen door ‘systematisch’ en ‘permanent’. Een ‘eenmalige’ vermogensbelasting van 10% zou in de praktijk wellicht een eerste klank zijn in een langdurige kakafonie van confiscatie-maatregelen. De huidige schuldenberg is al bijna een halve eeuw aan het groeien, die zal heus niet met een blitz-wetje zomaar verdwijnen. Wellicht krijgen we, zoals dat in de jaren 1920 en 1930 gebeurde, een cocktail van devaluaties, bankvakanties, verhoogde taksen, capital controls, en mogelijk ook rechtstreekse vermogenstaksen.

Wat te doen als bescherming?

De politieke cyclus duurt 4 jaar, en opbrengsten van vermogensbelastingen en dergelijke dienen doorgaans om de status quo voor zolang nog in stand te houden. De enige structurele oplossing voor het probleem is niet om méér inkomsten te vinden, maar wel om minder uit te geven. **Er is dan ook helemaal niets mis mee om het de overheid, binnen de grenzen van de wet, niet al te makkelijk maken om een hap uit je vermogen te graaien.**

Het is een illusie te denken dat we ons 100% kunnen inkapselen tegen draconische maatregelen om de overheidsschuld in te dijken. Maar een aantal voorzorgsmaatregelen kunnen er wel voor zorgen dat de klap heel wat minder hard aankomt.

1. Diversifieer je vermogen

Overheidsbeleid speelt sterk in op de actualiteit en kan bizarre wendingen nemen. Daarom is het best om niet al je eieren in eenzelfde mandje te leggen, en te diversifiëren in binnen- en buitenland, zo mogelijk in een mix van valuta, aandelen, en vastgoed.

2. Minimaliseer je blootstelling aan de banken

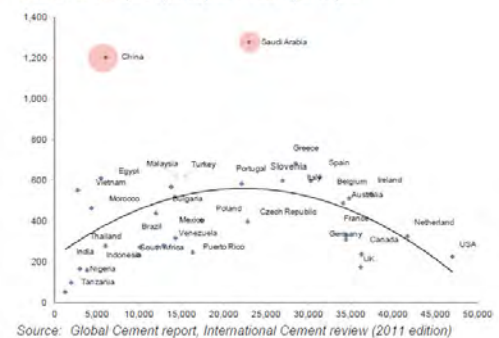
Deposito's en bankproducten in het algemeen, naast het feit dat ze zelf geen kleine risico's met zich meebrengen, zijn zowat het makkelijkst voor overheden om te blokkeren of te verschuiven. Zie je spaarfondsen als krediet voor de bank, en maak voor jezelf uit hoe groot de lening is die je haar durft te geven.

3. Beleg in fysieke edelmetalen

⁶ Zie <http://www.telegraph.co.uk/finance/10310598/BIS-veteran-says-global-credit-excess-worse-than-pre-Lehman.html>.

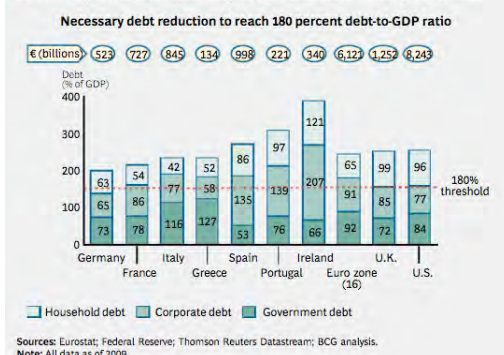
⁷ Zie <http://tinyurl.com/bconsmesa>.

The concrete scowl
Cement consumption per capita vs. GDP per capita



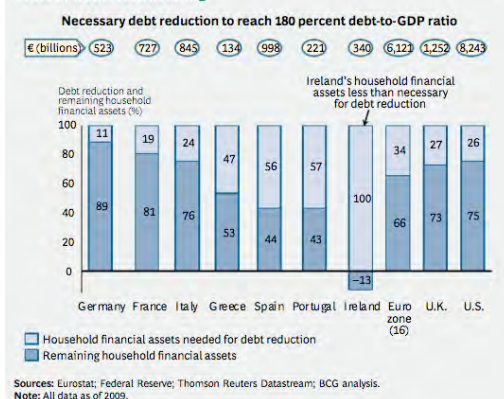
China is duidelijk een feestje aan het bouwen met vastgoedprojecten. Wanneer komt de kater?

EXHIBIT 2 | Write-offs Necessary to Achieve Sustainable Debt Levels



Uit de Studie van de Boston Consulting Group: om de schulden terug te brengen tot enigszins aanvaardbare niveaus (180%/BBP), zou de EU \$6000 miljard moeten afschrijven en de VS meer dan \$8000 miljard.

EXHIBIT 3 | One-Time Wealth Tax That Would Be Required to Cover the Costs of Debt Restructuring



Hier wordt dezelfde nodige schuldvermindering uitgedrukt in financieel vermogen van de huishoudens. Voor de EU zou m.a.w. een vermogenstaks van 34% nodig zijn. Ierland valt op omdat zelfs het volledige financiële vermogen van de bevolking onvoldoende is om de schulden tot aanvaardbare niveaus terug te brengen.

Je kan ze discreet aankopen en bewaren, en daarmee zijn ze een flexibele en liquide veilige haven voor koopkracht. Momenteel zijn goud en zilver aantrekkelijk geprijsd voor de lange termijn. Voor meer, zie dit dossier: <http://tinyurl.com/gouddossier>.

4. Schaf Bitcoins aan

Bitcoin is een uitstekende aanvulling voor een edelmetaal-portefeuille. In veel opzichten is het de ideale offshore bankrekening. Perfect legaal, en bijna onmogelijk te confisqueren. Voor meer, zie dit dossier: <http://tinyurl.com/btcdossier>.

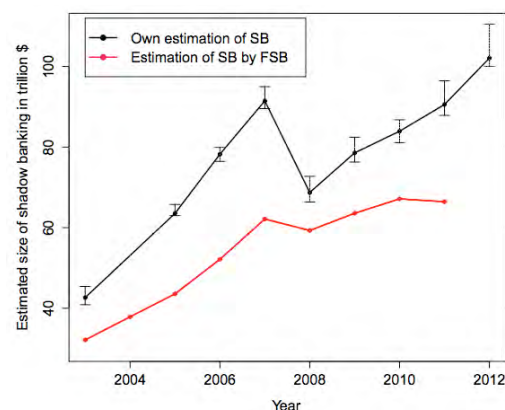
Goud en zilver

Het sentiment rond goud en zilver is momenteel extreem negatief, volgens sentimentrader is minder dan 40% van het beleggerspubliek nog enigszins positief gezind over goud. Ook grote banken stellen nu dat goud verder neerwaarts zal bewegen. Goldman Sachs noemde goud een “slamdunk sell”, en beweert dat het tot \$1000 zal dalen. (Commentaren van die laatste moeten we met een flinke korrel zout nemen, want de banken hebben ook de stierenmarkt in goud nooit geïdentificeerd, ze riepen bij iedere correctie “verkoop!” om pas in 2011 tot koopadviezen over te gaan.) Ondertussen zien we hoe in Polen en Rusland pensioenfondsen geconfisqueerd worden, stellen we vast dat Deutsche Bank (grootste bank van Europa) nog steeds een hefboom heeft hoger dan die van Lehman Brothers in 2007, zien we hoe de Federal Reserve de controle over de obligatiemarkten verliest (12 maanden geleden mikte de Fed op een rentedaling—waarop de rentevoeten op de 10-jarige obligaties maar liefst verdubbelden), en merken we dat van een vertraging van de kredietexpansie door centrale banken hoegenaamd geen sprake is. Inflatie en crisis recht vooruit, een scenario waar goud als uitstekende veilige haven zal dienen.

Op korte termijn communiceren de futuresmarkten een lichte schaarste in goud (backwardation), en een meer overvloedig aanwezig zilver. Zoals ik al eerder schreef is een hertest van \$1250 in goud goed mogelijk.

De markt werd vorige week opgeschrokken door een scherpe sell-off. Andrew Maguire, die goud aankoopt voor de grootste fondsen ter wereld, had daarover het volgende te zeggen⁸:

“Wanneer je in één enkele trade een aanbod van meer dan 80 ton aan papiergoud ziet binnenkomen, wie denk je dan dat er aan de buy side staat? Dit soort van chaotische omstandigheden geeft centrale banken een kans om te kopen en stiltejes bij te kopen. Hou er rekening mee dat er op dit papieraanbod ook nog eens een hefboom zit, het is *naked* en er wordt met geleend geld gespeculeerd... Koop-orders zonder hefboom via de spotmarkt worden door dit plotse grote aanbod niet opgemerkt, maar daar zal verandering in komen. Dus alleen al vandaag, toen we zagen dat er +80 ton binnenkwam, kan je er donder op zeggen dat er terzelfdertijd meer dan 80 ton fysiek goud van op de markt werd gekocht. Ik schat dat Shanghai nog eens 250 ton zal aankopen deze maand, waarbij de wereldproductie voor die periode helemaal zal worden opgegeten. **Centrale banken zijn zeker actief**



Het shadow banking systeem werd onlangs door twee Italiaanse onderzoekers op \$100 biljoen ingeschat, meer dan 50% groter dan de inschattingen van de financial stability board in Basel.



In 2013 werd in India tot dusver zo'n 690 ton goud geïmporteerd, 26% meer dan vorig jaar. Door de lagere prijs is het importcijfer in dollar weliswaar lager, maar de cijfers zijn niet rampzalig te noemen. De zilver-import voor India is tot nog toe zo'n 4000 ton, wat 138% hoger is dan vorig jaar. (bron grafiek: Koos Jansen)



Maguire op de GATA Gold Rush conferentie in London, 2011. Zijn laatste technische analyse van de goudprijs vind je hier: <http://coghlancapital.com/node/6924>.

⁸ Zie <http://tinyurl.com/maguildo>.

onder het niveau van \$1300. We kenden een paar erg grote kopers voor overheden die gedurende vele dagen op \$1270 zaten te wachten. Vandaag (vrijdag) werden die orders plots ingevuld. Het wordt allemaal toegedekt door het feit dat er zoveel ongedekt papiergoud in de markt zit dat niet wordt opgemerkt. De voorbije week zagen we een aanbod van honderden tonnen goud op de markt komen. En het woord ‘aanbod’ gebruik ik niet graag, want het gaat gewoon om papier.”

Ik blijf erbij dat de stierenmarkt voor goud en zilver intact is, en dat de rondklotsende liquiditeiten hun weg naar deze markten zullen terugvinden. We zitten in een ‘berenval’, een pijnlijke fase waarin de zwakke handen uit de markt worden geschud, tot een katalysator de waarde van de goederen in kwestie opnieuw de hoogte in katapulteert.

Bitcoin nieuws en tips

De mini-crash die ontstond nadat de eigenaar van de marktplaats **The Silk Road** gearresteerd werd (van \$125 naar \$85) is ondertussen weer volledig hersteld. Dat sterkt me in het idee dat er steeds meer langetermijnbeleggers aan de zijlijn staan, die van zwakte in de prijs gebruik maken om te kopen.

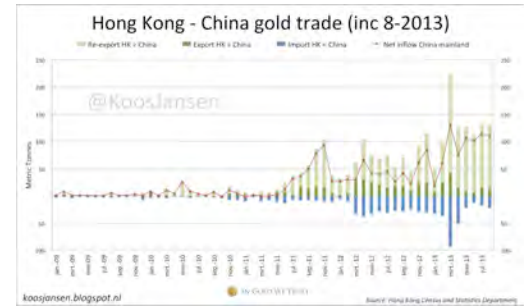
De **hardware wallet** is aangekomen! Dit apparaatje zal m.i. een grote impact hebben op de verspreiding van Bitcoin. Het werd ontwikkeld door Slush, die in de Bitcoin community een ijzersterke reputatie opbouwde door zijn miningpool-software (zie <https://www.facebook.com/MiningBitcoinCz>).

De softwarekant wordt verzorgd door MultiBit, een open source lightweight wallet ontwikkeld door mijn goede vriend Jim Burton. Het laat je toe om bitcoins veilig te bewaren met behoud van de flexibiliteit van een online wallet: bewaring is volledig offline, en transacties worden door jijzelf gevalideerd met een pincode die je rechtstreeks in het toestel ingeeft. Als je nu per ongeluk je hardware wallet in een Amsterdamse gracht laat vallen: geen probleem, bij het activeren van je wallet heb je de instructies gevolgd en de twaalf woorden neergepend die op het scherm verschenen. Door die terug in te geven in multibit wordt je volledige wallet in een flits opnieuw hersteld. Om er eentje aan te schaffen (een must voor iedere Bitcoin belegger vind ik), surf naar www.bitcointrezor.com.

Voor het aanmaken van een paper wallet raad ik het gebruik van armory aan, op <http://bitcoinarmory.com>. Dit lijkt me ondertussen een meer betrouwbaar alternatief dan www.bitaddress.org. Bij Bitcoin heb je immers geen derdepartijrisico, dat wil zeggen dat jijzelf helemaal verantwoordelijk bent voor de goede bewaring van je digitale vermogen.

Eerder deze maand kapte het populaire virtuele aandelenplatform **BTCT.CO** ermee. Reden was wellicht angst voor vervolging in de V.S. wegens onvoldoende vergunningen. De impact op Bitcoin en de markten was vrij beperkt, omdat gebruikers weten dat de uitgevers van de aandelen doorgaans vrij vlot een overgang organiseren naar een ander platform. Als je aandelen aanhield op BTCT, klik dan op volgende links:

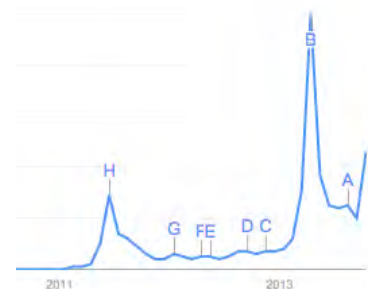
- overplaatsen naar BitFunder: <http://tinyurl.com/tobitf>
- aanmaken withdrawal adres: <http://tinyurl.com/withdra>
- plausibele verklaring stopzetting <http://tinyurl.com/btctscen>



Weer een uitstekende grafiek van Koos Jansen die laat zien hoeveel goud er het Chinese continent binnenvloeit.



Bitcoin Trezor is een hardware wallet die je in de USB-poort van je computer of tablet kan inpluggen.



Het lemma ‘bitcoin’ in google trends. Is het einde van The Silk Road een mijlpaal? De prijs is ondertussen weer bijna de weerstand van \$140 aan het testen.

“I would not see why we at SWIFT could not send transactions in Bitcoin as a currency.”

SWIFT CEO Gottfried Leibbrandt

De Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) is een internationale coöperatieve organisatie voor het verzenden van financieel berichtenverkeer. Meer dan 8.000 financiële instellingen uit circa 200 landen zijn bij SWIFT aangesloten. Middels het zogenaamde SWIFT-adres, tegenwoordig beter bekend als Bank Identifier Code (BIC), wordt onder andere grensoverschrijdend betalingsverkeer gefaciliteerd.

Wikipedia over SWIFT

Update Golden Minerals

Bij de update van de potentiële tenbaggers in zilver bespraken we in augustus ook Golden Minerals. Het belangrijkste nieuws toen was dat het bedrijf de beslissing had genomen om haar activiteiten in de Velardeña-mijn tijdelijk stop te zetten, tot de randvoorwaarden voor een rendabele productie terug de bovenhand zouden halen. De projecties die men daartoe gemaakt had waren 1600 dollar voor goud en 30 dollar voor zilver, twee schattingen waaraan ook vandaag nog steeds niet voldaan is: goud wordt voor minder dan 1300 dollar verhandeld, en zilver voor om en bij de 22 dollar.

De koers is ernaar: sinds 15 augustus ging er nog eens dertig procent af.

Waarom is dit het bedrijf, dat zoveel potentieel lijkt te hebben, het althans in de ogen van de investeerders niet realiseert? Heeft dit enkel te maken met de lage prijzen voor goud en zilver? Of is er meer aan de hand? We zetten daarom nog eens alle voor en tegens van AUMN op een rijtje, met toch een ietwat kritische blik naar sommige onderdelen:

Kostenstructuur

De origineel gerapporteerde cashpositie van 23 miljoen dollar heeft men kunnen optrekken naar 36.2 miljoen dollar per 1 maart, hetgeen voor een marktkapitalisatie van 45 miljoen dollar een extreem goeie dekking is. In feite koopt u met dit aandeel 75 % cash. Maar kijken we naar de manier waarop men die cashpositie heeft kunnen optrekken, dan zien we dat dit vooral komt door het verkopen van exploratie-eigendommen, wat eigenlijk neerkomt op kapitaalsconsumptie.

Bovendien meldt men dat van deze cashbuffer naar het einde van het jaar toe 18 miljard dollar zal opgebruikt worden, ongeveer de helft dus. En dat in amper negen maanden? Bovendien blijkt uit een bedrijfspresentatie van augustus dat ondertussen meestal spreekt van een cashbalans van 30 miljoen dollar. En dat enkele maanden later. Het lijkt er dus op dat dit bedrijf cash aan het verbranden is aan een tempo dat niet lang vol te houden is. Het sluiten van de Velardeña-mijn bracht kosten met zich mee, ok, maar er lijkt toch vrij weinig dynamiek in het probleembeheer te zitten.

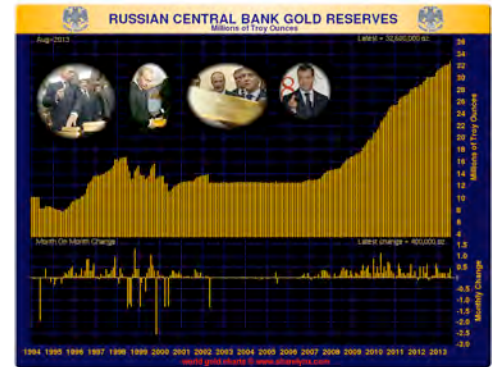
Vooruitzichten

In het kwartaalrapport van april nam het management 25 dollar per ounce zilver, en 1500 dollar per ounce goud als standaardprijs voor de rest van 2013. Maar dat bleek nogal welwillend gerekend: vandaag wordt goud aan 1279 dollar verhandeld, en zilver aan net geen 22. Onder de simulatie die men zelf koos, echter, projecteerde men toen al 5 miljoen te verliezen aan Velardeña alleen, en het rapport vermeldt ook dat een gemiddelde verandering van 5 dollar in de zilverbijprijs of 250 dollar in de goudprijs gedurende de rest van 2013 zou leiden tot respectievelijk een geschatte 3,0 miljoen en 750 000 dollar wijziging in verwachte kasstromen gedurende de periode.

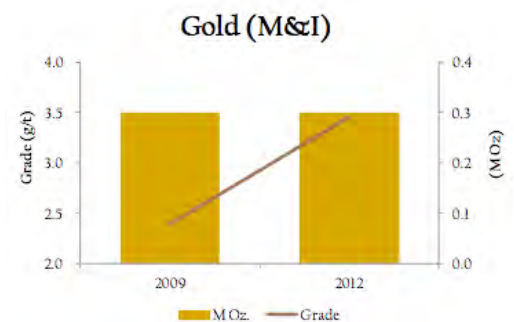
Als de verwachte productie niet optreedt, of metaalprijsen lager zakken dan de simulatie, dan zou het verbranden van cash dus nog wel eens groter kunnen zijn dan de voorziene 18 miljoen dollar. Golden Minerals mag dus wel 92,6 miljoen ounces zilver hebben (46,6 miljoen “measured and indicated” en 46 miljoen “inferred” en 0,6 miljoen ounces goud (0,3 “measured and indicated” en 0,3 “inferred”), zolang dit potentieel niet gerealiseerd wordt, hebben we er als investeerders niets aan. De grootste vraag is dus of dit bedrijf, met het kostenpatroon dat het vandaag heeft, de depressie van de prijzen zal kunnen blijven uitzitten.

Advies

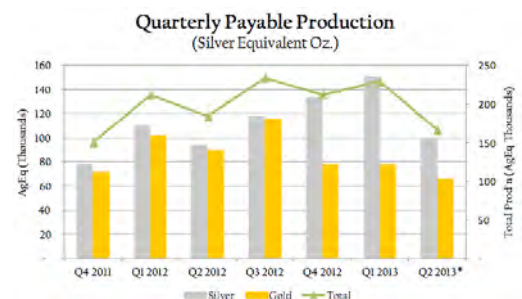
Golden Minerals blijft koopwaardig, maar het valt te bekijken hoe dit management deze moeilijke periode kan overbruggen. Eigendommen verkopen om de cashpositie te versterken is op zich niet mis (reculer pour



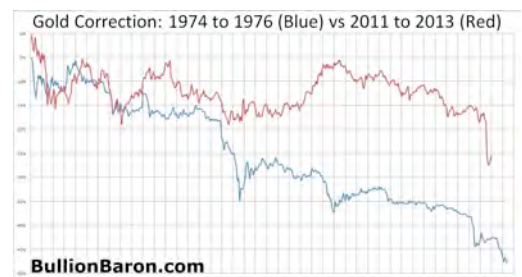
De Russische overheid blijft gestaag goud bijkopen. Ook dit maakt deel uit van de strategie om de dollar te onttrenen als wereldreservemunt.



Nieuwe schattingen in 2012 wezen op een hoger goudgehalte in het erts—van 2.5 tot 3.5 g/t.



De productiecijfers van Golden Minerals tot dusver.



De goudprijs vandaag (rood) vergeleken met de correctie in de periode 1974-76.

mieux sauter), maar als in één jaar de helft van de zo opgebouwde cashreserve al de deur uitgaat, en dit volgens simulaties die vrij rooskleurig ingeschat zijn, dan moet de zaak toch goed in de gaten gehouden worden. Voorlopig raden we dan ook aan om posities in dit aandeel niet verder uit te breiden. Verkopen doen we vooralsnog niet - houden.

Shale gas en de aardgasroyalties

In de MT-editie van augustus gaven we u een update van de drie aardgasroyalties die we in ons extra rapport van februari hadden getipt: Hugoton Royalty Trust, San Juan Basin Royalty Trust en Mesa Royalty Trust. We raadden u toen aan, om respectievelijk een eerste schijf aan te kopen onder de 8,30 dollar met een stoploss van 15 à 20 %, om aan 16,5 dollar de positie wat uit te breiden, en om hetzelfde te doen aan 22 dollar. Vandaag vinden we HGT, SJT, en MTR op 8, 16 en 22 dollar (afgerond naar boven).

Veel is er dus nog niet gebeurd. Het lijkt wel alsof investeerders deze royalty-bedrijven nu nog steeds niet ontdekt hebben. In feite is dat positief, want ondertussen zijn de winstcijfers van de bedrijven waar ze royalty-overeenkomsten mee gesloten hebben, alleen maar gestegen. Zo bekeken is het aankopen van aandelen HGT, SJT en MTR potentieel nog winstgevender geworden, zelfs bij gelijke prijzen. We vonden in februari al dat die historisch laag genoteerd stonden, we herhaalden dit in augustus, en nu zeggen we nog eens hetzelfde.

De man die we op de voet volgen wanneer het over deze aandelen gaat, is Kurt Wulff, van McDep Analysis. Wulff, die meer dan dertig jaar terug zijn sporen verdiende als adviseur bij grote olie-mergers en zich al zijn hele beroepsleven toelegt op het waarderen van energy stocks, zegt dat shale gas "the next big thing" is in de VS, nog groter dan de olievondsten in Alaska dat destijds waren. In een recent interview met Jim Puplava gaat hij dieper in op hoe je maximaal van deze evolutie kunt profiteren, en ja, ook hij ziet dat de royalty-companies nog steeds ondergewaardeerd zijn.

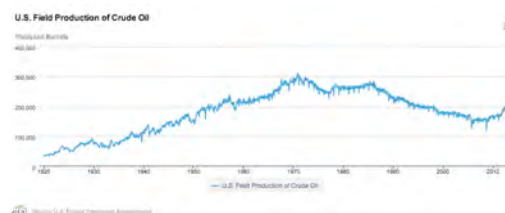
Kurt Wulff: "Wie zou gedacht hebben, vier of vijf jaar geleden, dat de VS terug de leiding zou nemen in energieproductie? De productie van shale gas is vorig jaar met meer dan een miljoen vaten per dag toegenomen, en dat is bijna ongelooflijk. Sinds 1971 ging de jaarlijkse olieproductie naar beneden, en dan kwam Alaska, maar dat was éénmalig. Nu doen we bijna een Alaska per jaar, als het over gas gaat. Er is een enorme shale play in California en in North-Dakota. We hebben al de Eagle Ford Trend en een aantal andere trends (gebieden nvdv). In California hebben we nog niets, maar als die staat, die failliet is, wanhopig genoeg is, dan zullen de exploratiebedrijven, tegen alle environmentalists in, wel degelijk toestemming krijgen."

Interessant aan dit interview is ook hoe Wulff strategische aankopen beschrijft in de "independents". Dat zijn de kleine ontginningsbedrijven zoals XTO Energy of Cimarex die de techniek van fracking en horizontaal drilling op tien jaar tijd geperfectioneerd hebben. Aandelen hebben in dit soort bedrijven kan, naast het feit dat ze winst maken, nog een extra voordeel hebben: de reuzen zoals Exxon en Chevron hebben nooit aandacht gehad voor shale gas, tot het al rendabel was, wat maakt dat ze heel wat expertise en ervaring misgelopen hebben. Die zit nu bij die kleintjes, en die achterstand nu nog bijbenen is vrijwel onmogelijk.

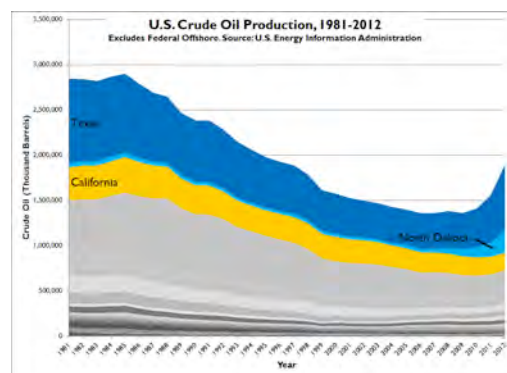
In Amerikaans business slang luidt het "If you can't beat them, join them", maar dat geldt voor kleintjes die geconfronteerd worden met de sterke concurrenten. De groten zeggen: "If you can't beat them, buy them" en dat is waar kansen zitten. Net zoals in de goud- en zilversector juniors vaak overgenomen worden door gevestigde waarden, zo is het onvermijdelijk dat ook in deze sector een aantal consolidatie-operaties zullen plaatsvinden.



Waar zit de zeepbel? In het roze de goudprijs, in het rood & paars de evolutie van aandelenmarkten in de voorbije 130 jaar.



De totale olieproductie in de V.S. is alweer op het peil van de jaren 1990.



De staten die het meest bijdragen tot de groei zijn North-Dakota en Texas. (Ik merkte het toen ik ter plaatse was: benzineprijzen zijn bijzonder goedkoop.)



Exxon, XTO, en Exxon's CEO Rex Tillerson. De overname geschiedde einde 2009, en daarmee is Exxon nu de major die tot nog toe het meest heeft ingezet op onconventionele aardgasproductie.

Echter, hier zullen de juniors, vanwege hun exclusief opgebouwde expertise, hun huid veel duurder verkopen. Lees: de overnamepremie per aandeel zou wel eens serieus meer kunnen zijn.

Dat is trouwens al gebeurd: in december 2009 nam Exxon XTO Energy over voor 31 miljard dollar en 10 miljard dollar cash, en dat op een marktkapitalisatie, toentertijd, van nog geen 25 miljard. Leuke dingen, niet? Hetzelfde kan vandaag gebeuren, aldus Wulff, met een ander koppel. Chevron bijvoorbeeld, werkt vandaag al samen met één van die andere "independents", Cimarex (NYSE:XEC), en meer bepaald in de Coberson county in West-Texas. De samenwerking is vrij eenvoudig: Cimarex heeft de know-how, Chevron heeft de gronden en exploitatielicenties.

Onafhankelijken doen wat de majors niet willen doen - tien jaar geleden werd er mee gelachen, maar nu hebben zij wel de expertise, en zitten ze aan tafel als serieuze gesprekspartners. Innovatie komt van de kleinere bedrijven. Cimarex bijvoorbeeld, heeft een goeie staf, opgebouwd in de laatste tien jaar, en een goeie spirit in het bedrijf. Dit heeft een serieuze marktwaarde, en volgens Wulff zal dat in de komende jaren gaan blijken.

Wat betekent dit nu voor de royalty-bedrijven? Goed nieuws natuurlijk. Vroeger sproten hun inkomsten vooral voort uit de winsten van vooral die "independents", en helemaal niet uit reuzen zoals Exxon of Chevron. Als die nu ook nog eens hun schouders gaan zetten onder de sector, dan komt het helemaal goed. Wulff bespreekt een aantal royalty-companies die wij niet besproken hebben, maar volgens hem staat de hele sector voor een opswing. De royalty-companies moeten wel nog opgemerkt worden, maar eens dat gebeurt, staan er mooie tijden te wachten.

De visie van Wulff is: beleg in vijf groepen: global integrated companies (zoals Conoco Philips), independents (zoals Cimarex), natural gas plays in Canada (volgens hem zijn die daar ondergewaardeerd in vergelijking met hun collega's in de VS), en twee small cap groepen, kleine independents (beetje speculatief wel), en royalty trusts (waar wij dus in zitten). Voor onze doelstellingen - een diversificatie uit edelmetalen en mijnaandelen in die sector, is die strategie veel te wijdgaand, maar we onthouden dat één van de grootste experts in de sector toch ook serieus in de royalties zit.

Conclusie

De aardgas royalty-plays blijven een goeie investering, waarvan de fundamentals met de dag beter worden. Per dag één miljoen vaten meer dan vorig jaar, is werkelijk een serieuze vooruitgang, en zoals we in vorige nummers al zagen ligt er door de lagere Amerikaanse prijs in vergelijking met de wereldmarkten, best nog wel wat in het verschiet. In de komende jaren zal deze productie ook enkel maar stijgen, hetgeen meer omzet betekent voor onze aardgasplays. Dat kan zich vertalen in een hogere koerswaarde, maar zelfs al is dat niet zo, dan sluiten we ons aan bij Wulff, die vermeldt: "Zes à acht procent dividenden per jaar, in een markt waar intrestvoeten bijna nul zijn, dat is niet te versmaden". Wij gaan akkoord.

Lezersbrief

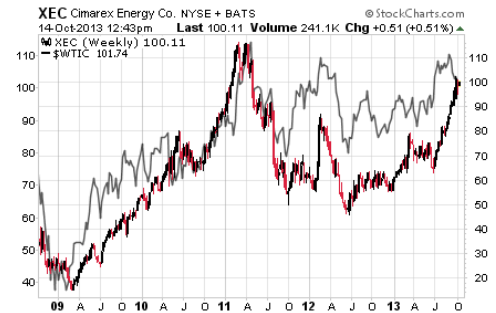
Beste Tuur,

Vroeger was u zeer positief over goud, maar nu hoor ik u niet meer positief schrijven, enkel op langere termijn.

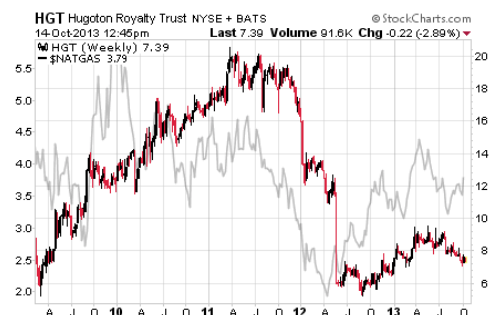
Wat bedoelt u nu precies met langere termijn, en op welke termijn komt goud weer terug op een niveau van €44.000/kg?

Let op dit is niet negatief bedoeld, maar het is verwarrend als u enerzijds positief bent, terwijl alle koersen naar beneden duikelen. Ik heb hier een deel van mijn pensioen in steken!

Groetjes, René



Het aandeel Cimarex afgezet tegenover de olieprijs.



Het aandeel Hugoton (HGT) afgezet tegenover de aardgasprijs. De onderwaardering is duidelijk af te lezen.

"Met het schaliegas van Mancos staat San Juan op het punt om een 20-jarige renaissance mee te maken."

Steven Natali van WPX Energy, augustus 2012



Een Royalty Trust als SJT werkte de voorbije jaren als een hefboom op de aardgasprijs (blauw), veel beter dan een ETF als UNG (rood, onderaan).

Dag René,

Ik begrijp je reactie. Het is beangstigend als iets waar je op rekt voor je pensioen daalt in waarde.

Ik weet niet veel, maar ik weet wel dat:

- de schulden, de hefboom, en de insolventie bij overheden & banken zo hoog zijn dat als de interestvoeten stijgen, we een domino-achtige faillissementsgolf zullen zien waarbij banken & overheden en vele bedrijven over de kop gaan.
- men blijft geld printen om die faillissementsgolf te proberen afwenden
- in tijden van overheidsfaillissementen aandelen doorgaans dalen (tijd om extreme koopjes te doen is vlak daarna)

Daarom ben ik zeer positief over goud, zilver, Bitcoin (en ook een deel gewone cash): liquiditeit is koning in tijden van crisis, en ik verwacht dat wie daarin zit zijn koopkracht op z'n minst moet kunnen behouden.

In India is de taks op de import van gouden juwelen ondertussen tot 15% gestegen, maar tegelijk daalt ook de Roepi sterk, waardoor de bevolking toch goud en zilver blijft kopen. Met Yellen aan het stuur in de V.S. weet iedereen dat er nog veel meer geld printen komt. In Frankrijk behaalde het Front National net een klinkende overwinning, en ze willen weg uit euro. Deze evoluties zullen voor een vloer zorgen onder de goudprijs (ik vermoed tussen \$1200-1250, kan ook iets lager worden), waarna goud terug kan gaan stijgen tot haar niveaus van 2011 en ver daarboven. Het stagneren van de obligatiemarkten en het leeglopen van de aandelenmarkten zal voor een heractivering van de gouden stier zorgen, die nu een bodem aan het zoeken is.

mvg, Tuur

Opgemerkt in het nieuws

- Standaard: Duitse Professoren: "België heeft economische data mogelijk vervalst om in de eurozone te geraken" <http://tinyurl.com/belfoe> — niets nieuws: we weten al dat de welvaartsstaat zelf op leugens is gebaseerd.
- Financial Times: "Buyers beware of Britain's absurd property trap" <http://tinyurl.com/ukhou> — G.B. subsidieert een nieuwe huizenbel.
- Bloomberg: "How Brazil's Richest Man Lost \$34.5 Billion" <http://tinyurl.com/eikebaf> — herinnert ons eraan om ons huiswerk te doen en toch ook op te letten met opkomende economieën.
- Nieuwsblad: "Betalingsachterstand van Belgen bereikt nieuw record" <http://tinyurl.com/belbeta> — en toch gaan de huizenprijzen niet dalen...
- Knack: "Geld lenen wordt duurder" <http://tinyurl.com/lenendu> — 30-jarige lening: in 2011 kon 40% er eentje krijgen, vandaag nog maar 16%. En toch is er geen vuiltje aan de lucht in de vastgoedmarkt.
- "Canadese miljardair voorspelt einde dollar als wereldreservemunt": <http://tinyurl.com/canbido> — Uitstekende, gebalde speech met enkele opmerkelijke 'inside' nieuwtjes.

Not so glittery		
Company	—Cost per ounce— \$	Working capital (year-end 1975) \$ millions
Agnico Eagle...	88 00 (1975 average)	d0 67
Camilo Mines...	64 00 (May/June, 1976)	2 84
Campbell Red Lake	44 78 (1st Q, 1976)	27 55
Dickenson Mines*	96 67 (1975 average)	2 69
Dome (mine)...	118 15 (1975 average)	53 33
East Malartic...	139 15 (1975 average)	5 42
Giant Yellowknife	129 01 (4 mos. 1976)	7 80
Pamour Porcupine	170 00 (1975 average)***	0 853
Sigma Mines.....	101 45 (1975 average)	6 77
* Consolidates Robin Red Lake Mines Ltd.		
** Consolidates subsidiaries Campbell Red Lake Mines Ltd. and Sigma Mines (Quebec) Ltd.		
*** Assumes that value of copper and silver produced (mainly McIntyre mine) is subtracted from total costs.		
d deficit		
Source: Richardson Securities of Canada.		

Ook midden jaren 1970 maakten beleggers zich erge zorgen over het feit dat de goudprijs onder de kost-per-ounce van de goudmijnen zakte. De grootste winsten ooit in deze sector werden uiteindelijk begin jaren 1980 gemaakt. Geduld loonde, met andere woorden.

"In de jaren '50 en '70 waren er relatief minder schulden en een financiële crash van de markten bracht toen niet zo'n schade aan in de markten. De schuldgraad is vandaag aanzienlijk hoger, en dus kan een crash in de markten wél ernstige schade aanbrengen in de economie. We zijn door een periode van enorme effecten-inflatie gegaan, in aandelen, obligaties, grondstoffen, en vastgoed, en vandaag in de wereld bevinden we ons dan ook in één enorme effecten-zeepbel..."

Misschien zien we de volgende zeepbel niet komen omdat we zelf de zeepbel zijn...

Op een goede dag zal deze hele kredietzeepbel vreselijk beginnen leeglopen — we zullen een complete implosie meemaken van alle activaprijzen en het kredietstelsel — ik weet alleen niet wanneer...

Vandaag de dag heeft een extra dollar krediet in het systeem bijna geen impact meer [op economische groei]. Dat is een teken dat we het einde van het monetaire beleid bereikt hebben. Een andere indicatie is dat de Amerikaanse overheid nu obligaties moet uitgeven om de rente op haar aflopende schulden te betalen."

Marc Faber, oktober 2013

Beleggingsrooster

Valutamandje

85-90% van het beschikbare vermogen

Instap	Naam	Symbool	Prijs bij instap	Risico	Koers op 14/10/'13	€ %Winst (verlies)	Advies
30/06/11	Fysiek goud	XAU**	1046,74	Laag	938,25	-8,96%	Houden
30/06/11	Fysiek zilver	XAG**	23,23	Laag	15,73	-32,28%	Houden
07/11/11	Remnimbi/Yuan	CNY	0,1137	Middel	0,12	+5,92%	Houden
14/08/12	Singapore Dollar	SGD	0,6520	Middel	0,592	-9,20%	Houden
19/08/11	Zwitserse Frank	CHF	0,8777	Middel	0,8094	-7,78%	Houden
19/08/11	Canadese Dollar	CAD	0,7056	Middel	0,7124	-0,09%	Verkopen
04/10/11	US Dollar	USD	0,7510	Middel	0,738	-1,17%	Kopen
07/01/12	Bitcoin	BTC	5,36	Middel	98,08	+1729%	Kopen

Aandelenselectie

10-15% van het beschikbare vermogen, begin met risico 'laag'

Instap	Naam	Beurs *	Symbool	Prijs bij instap	Low risk koers	Risico	Koers op 14/10/'13	€ %Winst (verlies)	Advies
30/06/11	Franco-Nevada	TSE	FNV.TO	37	30	Laag	42,41	+17,81%	Kopen
30/06/11	Royal Gold	NASDAQ	RGLD	58,57	40	Laag	45,91	-21,62%	Kopen
30/06/11	Sandstorm Gold	NYSE	SAND	6,09	5	Middel	4,80	-21,18%	Kopen
07/01/12	Eldorado Gold	TSE	ELD	14,80	10	Middel	6,00	-59,46%	Houden
11/03/13	Colossus Minerals	TSE	CSL.TO	2,47	-	Hoog	0,69	-72,06%	Kopen
30/06/11	Silver Wheaton	TSE	SLW.TO	31,85	25	Middel	24,96	-21,63%	Kopen
30/06/11	First Majestic	TSE	FR.TO	17,84	10	Middel	11,08	-37,89%	Kopen
09/12/12	Hugoton Roy. T.	NYSE	HGT	7,37	7	Middel	7,29	-1,09%	Dips kopen
19/08/11	Allana Potash	TSE	AAA	1,34	-	Hoog	0,47	-64,93%	Dips kopen

Kleurlegende: goud, zilver, gas, olie, steenkool, landbouw, cashpositie

* De gesuggereerde beurs is maar een startpunt. De meeste aandelen noteren op meerdere beurzen.

** XAU, XAG zijn de valutasymbolen van goud en zilver (geen financiële produkten). Met 'fysiek' bedoel ik munten of baren.