



16 juli 2013 • Nummer 25

INHOUD

Editoriaal	1
Stresstest goudmijnen	2
Sovjetisering bankwereld	4
Ierland volgende Cyprus?	5
Zuid-Europa in de penarie	5
Tijdbom lokale overheden	5
IMF verliest glans	6
Euro verliest terrein	7
Brief van een Argentijn	7
Goud en zilver	9
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

Over volatiliteit en tegenpartijen

De volatiliteit van mijn vermogen was de voorbije twee jaar groot. Dat is de prijs die ik betaal voor een laag risico op de lange termijn. Ik had ook kunnen inzetten op de verwachte obligatiepaniek door het aankopen van gestructureerde financiële producten. Daar zou niets mis mee geweest zijn, en mijn volatiliteit was er wellicht lager door geweest.

Ex-Merril Lynch-veteraan Stewart Thompson merkte onlangs op dat dit de strategie van Kyle Bass is geweest: *“Kyle wedt al op de implosie van de Japanse obligatiemarkt sedert 2010. Het kost hem ook niet veel om die weddenschappen op actief te houden. Jij hebt gewed op dezelfde uitkomst als hij, maar jouw middel om dat te doen is fysiek goud.”*

Thompson stelt dat Bass geen vergissing heeft begaan door zo vroeg in te zetten op deze uitkomst, en citeert diens uitspraak dat *“het naïef zou zijn om te suggereren dat ik of wie dan ook met enige precisie het einde van een 70-jarige schuldencyclus zou kunnen voorspellen”*.



Er is echter een belangrijke nuance, een cruciaal onderscheid tussen de strategie van Kyle Bass en de onze. Thompson wijst erop dat Kyle Bass weet dat het mogelijk is dat hij zijn gewonnen weddenschappen nooit zal kunnen incasseren, omdat de banken die aan de andere kant van Bass' trade zitten hun kant van de weddenschap hebben doorverkocht aan entiteiten die de kost van een zwaar verlies niet kunnen dragen. Wij zitten in een andere situatie, omdat de waarde van ons fysiek goud (en onze bitcoins) niet van de solvabiliteit van een tegenpartij afhankelijk is.

Met andere woorden: wij worden gegarandeerd uitbetaald, terwijl Bass met zijn weddenschappen die garantie niet heeft. En daar is hij zich maar al te bewust van.

In een recent interview stelde Bass: *“op een bepaald punt zal ik liever goud bezitten dan papier. Ik weet alleen niet wanneer dat precies zal zijn.”*

Goud maakt momenteel 1% uit van de totale financiële vermogens op de wereld. In 1935 was dat 15%, in 1980 was het 29%. Gezien de zeer grote en toenemende onevenwichten in de economie is 1% veel te laag.

In een interview uit april stelde Bass dat hij er verstoeld van staat dat de goudprijs zo laag is, enerzijds omdat het overduidelijk is dat de grootste centrale banken ter wereld ondertussen allemaal een ideologie van ongelimiteerd geldprinten hebben aangenomen, en anderzijds omdat de risico's in het systeem huizenhoog zijn.

Net als hij sta ik ook verstoeld. Dit kan niet blijven duren.

Goudmijnen onder stress

In de afgelopen weken is de goud- en zilverprijs drastisch gedaald, en de vraag stelt zich hoe de goudmijnen uit onze selectie, en de goudmijnsector in 't geheel, hier mee om zullen gaan.

Auteur Hebba Investments op SeeingAlpha heeft een interessante methodologie ontwikkeld om all-in kosten van goud- en zilvermijnen te berekenen.¹ Daarbij wijst hij erop dat het zelfs voor de eigenaar van fysiek goud belangrijk is om te weten of de productie van goud de komende tijd op peil zal blijven of eerder zal gaan dalen. Hij verwerpt terecht het argument dat goudproductie er niet veel toe doet omdat er al zoveel bovengronds goud bestaat. **De reden waarom de goudproductie er wél toe doet, is dat de goudmijnen de 'zwakste handen' zijn in de sector. Als de goudmijnen minder goud gaan produceren, dan zal aan de dagelijkse vraag tegemoet gekomen moeten worden via andere bronnen die veel prijsgevoeliger zijn.** De kopers van goud die gewoonlijk gebruik maken van de 2700 ton per jaar die uit de goudmijnen komt, zullen het dan plots met veel minder moeten doen, en dus bij langetermijnhouders moeten gaan aankloppen, houders die voor hun goud wellicht hogere prijzen zullen willen.

Bij het evalueren van de goudmijnsector gaat het in essentie om 1) wat de mijnen uit de grond halen, 2) hoeveel ze daarvoor moeten betalen, 3) en wat ze ervoor kunnen krijgen op de markt.

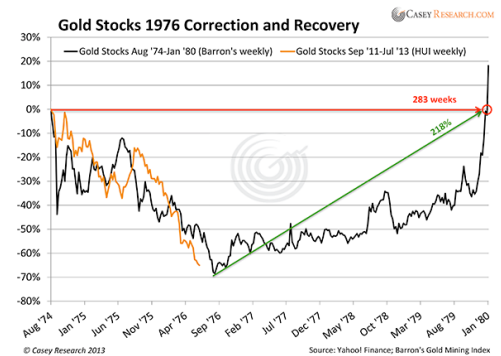
Twee cijfers zijn daarbij van belang. Het eerste, de *cash kost per ounce*, is de pure productiekost van een ounce goud of zilver: de brandstof, de arbeidskosten, enzovoort. De tweede, de *all-in cost per ounce*, bevat naast de productiekost ook onderhoudskosten, kosten om nieuwe goudertsen te ontdekken, kosten om de mijn door een nieuwe te vervangen, overhead en belastingen. Kortom, de all-in cost is de totale kost om een ounce goud te produceren en ook weer te vervangen door een nieuwe ounce-onder-de-grond. Mijnen die deze kost met hun inkomsten kunnen dekken, zijn veilig.

Hebba berekende bij benadering de huidige all-in cost voor een 'gold equivalent ounce' (goud+bijproducten herberekend op hun equivalent in goud), en kwam uit op \$1296 voor het jaar 2012. Voor zilver was het cijfer \$23,68 per silver equivalent ounce voor 2012.

Maar wat is de situatie voor de mijnen uit onze aandelenselectie?

Voor **Eldorado Gold** (EGO) was dat het voorbije jaar \$1122 per gold equivalent ounce, 14% lager dan het gemiddelde en daarmee een van de mijnen met de laagste kosten in de sector.² Eldorado voorziet voor 2013 wel een stijging van de kosten van tussen de 8-10%, maar tegen 2016 zouden de kosten dan weer lager dan 2012 moeten liggen. EGO kan dus nog een behoorlijke periode van lage goudprijzen verdragen. Een verdere sell off wegens financiële problemen zit er dus niet meteen aan te komen, politieke onrust in Griekenland lijkt voor zoiets een waarschijnlijker catalysator.

Voor **Gold Resource Corporation** (GORO) kwam de all in cash cost voor 2012 op \$20,17 per silver equivalent ounce.³ In het eerste kwartaal van 2013 zagen we een sterke stijging, naar \$28 per ounce, maar gezien GORO's profiel als lagekostenmijn zou dat de komende kwartalen moeten dalen. In ieder geval is het van belang om de cijfers van het volgende kwartaal in de gaten te houden. Recente daling is te wijten aan aandeelhouder Hochschild mining, die 3,4 miljoen van haar 14,8 miljoen GORO-aandelen verkocht om cash op te halen voor eigen projecten. Verdere verkoop door Hochschild is



Ook in 1976 daalden de goudmijnaandelen scherp.

“Dit is de eerste keer in de geschiedenis dat alle centrale banken in de wereld terzelfdertijd geld printen. Europa, Japan, de V.S. en Groot-Brittannië, ze proberen allemaal koortsachtig om hun valuta te ontwaarden. ... Ik ben bang dat we uiteindelijk allemaal, en misschien wel erger dan ooit, onder inflatie, valuta-oorlogen, en hogere rentevoeten zullen lijden. Zoals ik zei, dit is nog nooit eerder gebeurd, en het is op de lange termijn nooit een goed beleid geweest, dus ik ben bang dat gedurende de rest van dit decennium allen zullen moeten lijden onder de gekke, gekke realiteit van money printing.”

Jim Rogers, 26 juni 2013



Door de lage energiekosten en de hoge efficiëntie is Noord-Amerika nog steeds het goedkoopste continent om goud te produceren. (bron: <http://tinyurl.com/viscap>)

¹ Zie <http://tinyurl.com/costgoldpr> en <http://tinyurl.com/costsilverpr>.

² Zie <http://tinyurl.com/egocost>.

³ Zie <http://tinyurl.com/costgoro>.

niet uitgesloten maar verandert de fundamentals van GORO niet.

Kijken we naar **First Majestic** (AG), dan zien we voor 2012 een all in cash cost van \$20,45 —14% lager dan het gemiddelde in de sector.⁴ Vergelijk bijvoorbeeld met Pan-American Silver (net onder \$25) en Silver Standard Resources (bijna \$30). Met een oorlogskas van \$110 miljoen zit deze middelgrote zilverproducent er vrij goed bij om een koude winter in zilver te doorstaan.

Verder is er **Colossus Minerals** (CSI.TO), de junior mijn die we in de MT van maart 2013 hebben besproken. CSI liet net weten de productiestart uit te moeten stellen en extra geld te hebben wegens water op de site, wsch. \$25-50 miljoen. (Lees hier meer: <http://tinyurl.com/colsand>) CSI daalde daarop prompt met 50%, want het wordt aangenomen dat dit nieuwe geld de aandelenpoule zal aanlengen. Dit kan een meevaller worden voor Sandstorm Gold, die reeds \$60 mio investeerde, een kans om haar goudstream op Colossus uit te breiden. De langetermijnvooruitzichten van CSI blijven uiterst veelbelovend, dus ik heb een order geplaatst om bij te kopen.

Over naar het Gouden Kwartet dan, de goudroyalties.

Lage goud- en zilverprijzen deren de goudroyalties niet zo erg, aangezien hun operationele kosten zeer laag zijn (een goudroyalty bedrijf doet in feite enkel aan cash management). Het enige wat zou kunnen gebeuren, is dat op een gegeven moment de inkomsten onvoldoende blijken om de schuldenlast te dragen. Laten we daarom even kijken hoe robuust onze favoriete goudroyalties zijn.

Silver Wheaton (SLW) heeft veruit de grootste schuldpositie van ons 'gouden kwartet': \$1,1 miljard, tegenover een eigen vermogen van \$3,2 miljard. Daarmee is haar hefboom 0,34:1 (vergelijk dit met gemiddeld 20:1 in de banksector). De relatief grote schuld is het resultaat van de recente aankoop van goudstreams Sudbury en Salobo. Met een jaaromzet dat rond het miljard draait, is dit geen grote schuldpositie voor de zilverstreamer. Ook de banken denken er zo over, want zelfs na het afsluiten van de lening heeft SLW nog steeds toegang tot verder krediet ten belope van \$944 miljoen. Tegenover de klassieke zilvermijnen zit SLW op rozen, en het is dan ook geen toeval dat een onderzoek van Dundee Capital Markets onlangs uitwees dat Silver Wheaton samen met Tahoe Resources het best gepositioneerd zijn om winst te blijven maken in een omgeving met lage zilverprijzen.⁵ Conclusie: SLW is een solide speler die zelfs in een worst case scenario waarbij de zilverprijzen nog jarenlang op lage niveaus zitten, winstgevend en solvabel kan blijven.

Sandstorm Gold (SAND) is de goudroyalty met relatief de grootste schuldlast. Met een totale schuldenpositie van \$12,5 miljoen en een eigen vermogen van \$433 miljoen komt men uit op een hefboom van 0,03:1 – letterlijk tien keer lager dan Silver Wheaton.⁶ De meeste van Sandstorms' streams komen in de problemen als goud langdurig onder de \$1000 zou noteren, maar zelfs bij verminderde groei of krimpende goudstreams wegens sluitende mijnen zou de solvabiliteit van Sandstorm niet in het geding mogen komen. We mogen niet vergeten dat de streamer ook nog over \$60 miljoen cash kan beschikken en een open kredietlijn van \$100 miljoen heeft. Daarnaast zijn er voor \$42 miljoen aan warrants die in april 2014 worden uitgeoefend, en nog eens voor \$20 miljoen met uitoefendatum oktober 2015. Kortom, SAND is nog steeds een robuuste groeispiel voor de lange termijn.

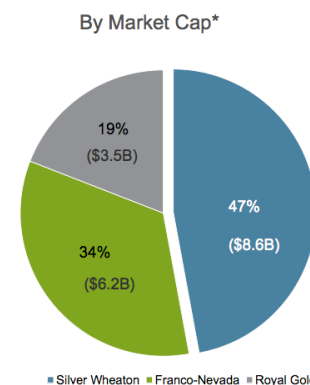
“Voor zij die goud- en zilverposities hebben, lijkt het erop dat het metaal en de mijnen een bodem hebbren bereikt. Dat gezegd zijnde, het zal een lange tocht zijn om de oude niveaus terug te bereiken, laat staan de reële waarde van deze bedrijven. Deze activa kunnen in windstille ronddobberen, maar men moet doorbijten en posities moeten worden aangehouden.”

Robert Fitzwilson, 14 juli 2013

“[De primaire zilvermijnen] kunnen werknemers ontslaan en hun productie terugschroeven, maar in veel gevallen zullen ze de mijn openhouden, zelfs als ze daarbij een verlies maken, want het is moeilijk te bepalen wanneer de prijzen zullen keren en alles weer winstgevend wordt”

David Morgan, 15 juli 2013

Meer hier: <http://tinyurl.com/silverm20>



Van de edelmetalroyalties heeft Silver Wheaton de grootste marktkapitalisatie. Ten opzichte van de operationele cash flow en de omzet is SLW ten opzichte van FNV en RGLD ondergewaardeerd.



De streams van Sandstorm zitten vooral in Noord- en Zuid-Amerika.

⁴ Zie <http://tinyurl.com/costfirstm>.

⁵ Zie <http://tinyurl.com/dundeeslw> en <http://tinyurl.com/slwwQ12013>.

⁶ Voor meer, zie <http://tinyurl.com/sanddebt>.

Royal Gold (RGLD) heeft passiva van \$516 miljoen (waarvan \$172 miljoen latente belastingsschuld) en een eigen vermogen van 2377 miljoen, wat een hefboom betekent van 0,21:1.⁷ Met een omzet van zo'n \$300 miljoen per jaar, een cashpositie van \$673 miljoen en een open kredietlijn van \$350 miljoen is de schuldenlast erg laag te noemen. Het is overigens goed mogelijk dat de omzet constant zal blijven zelfs bij lagere goudprijzen, want in het derde kwartaal begint de productie in Mt Milligan, het project dat op 2 jaar tijd het aantal gold equivalent ounces voor RGLD met 47% moet gaan verhogen. De risico's bij RGLD situeren zich niet zozeer in haar solvabiliteit, maar eerder bij het feit dat haar inkomengroei gestoeld is op een aantal grote projecten en dus minder gespreid zit als bijvoorbeeld Franco-Nevada. RGLD blijft een kwalitatieve en ondergewaardeerde aanwinst met flink groeipotentieel.

Bij **Franco-Nevada** (FNV) staan \$41,4 miljoen aan passiva op de balans, waarvan 39 miljoen bestaat uit latente belastingsschuld.⁸ Met een eigen vermogen van 3130 miljoen brengt dat de hefboom op een minuscule 0,013:1. Het is duidelijk dat zelfs de meest conservatieve belegger Franco-Nevada zijn thuis kan noemen: een breed gediversifieerde portefeuille van royaltycontracten en een extreem lage schuldpositie, in combinatie met nieuw opstartende streams en veel exploratiepotentieel—dat is wat Franco-Nevada een van de meest robuuste plays op de goudmarkt maakt, een bedrijf die zelfs een lange winter van lagere prijzen makkelijk zou kunnen doorstaan.

(De juniors bespreken we op een andere gelegenheid.)

Besluit: De goudmijnsector op haar geheel zal pas beginnen herstellen van zodra ook goud en zilver uitzicht geven op stabiliteit en hogere koersen. Maar mocht de winter langer duren dan we verwachten, dan nog behoren de mijnen en royaltybedrijven uit onze selectie tot de meest robuuste uit de sector. Ik ben het eens met Rob McEwen, die onlangs stelde: *“Dit is een tijd om te kijken naar de opportuniteiten. De senior goudmijnaandelen hebben een enorm pak slaag gekregen, dus is het geen slecht moment om in te stappen. ... Als je naar de middelgrote en junior producenten kijkt, dan zie je ze wat koersen betreft over de grond kruipen. ... Ik denk dat er nu meer geld verdiend kan worden aan de upside dan er kan verloren worden aan de downside. Ik heb het gevoel dat we ei zo na de tweede helft van de goudcyclus ingaan.”*

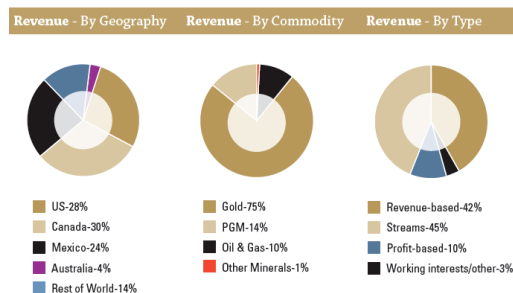
Het haperende financiële systeem

Aan de oppervlakte beweegt er niet zo veel, maar onderhuids bouwt de druk zich steeds verder op. 2008 Was de crisis van de bail-outs, de volgende crisis wordt er eentje van bail-ins, banktoelopen, bankvakanties, en crashende obligaties.

Sovjetisering van de bankwereld

Het grote nieuws van de voorbije maand was dat de EU een ruw **bail-in plan** heeft uitgedokterd waarin staat dat als je meer dan €100.000 op de bank hebt staan, je spaargeld kan worden gebruikt om de bank van het faillissement te redden.⁹ De ironie was niet van de lucht toen Nederlands minister van financiën Dijsselbloem stelde dat het ging om een “belangrijke bail-in om belastingbetalers te beschermen” — die belastingbetalers zullen wel groen lachen als het hun spaargeld is dat in rook op gaat bij de bank.

De regels zouden in werking treden in 2018 (reken maar dat dat vroeger



Franco-Nevada is gediversifieerd naar geografie, naar grondstoftype, en naar soort van royalty toe.

“Royalties zijn de veiligste manier om in de goudmijnsector te investeren. ... Ze hebben het meest gediversifieerde portefeuilles, en ze betalen dividenden uit, wat een mooie bonus is.”

John Doody, 10 juli 2013

“Er zijn veel mensen die nog nooit een ounce goud in hun leven hebben gekocht. Ze waren bearish over goud aan \$300, bearish over goud aan \$700, bearish over de aandelenmarkt in 2009 toen de S&P 666 noteerde. Nu zijn ze bullish over aandelen en ze zijn nog altijd bearish over goud. De commerciële hedgers—dit zijn de professionele mijnbouwers, mijnbedrijven, en de professionele goud-traders hebben nu de laagste hoeveelheid shortposities sinds 2001 toen goud aan \$300 noteerde. Ik wed liever op de commerciële mijnbouwers, de commerciële hedgers dan op een analist die net zo weinig weet over de toekomst van prijzen als ik.”

Marc Faber, 21 juni 2013



In deze landen wordt wetgeving voor bail-ins voorbereid. Ik maakte de kaart op basis van gegevens van de Financial Stability Board.

⁷ Zie <http://tinyurl.com/rgldQ12013> en <http://tinyurl.com/rgldmili>.

⁸ Zie <http://tinyurl.com/fnvQ12013>.

⁹ Zie Reuters over het Bail-in plan: <http://tinyurl.com/irebanks>.

komt), en zouden een eerste stap zijn richting een 'banken-unie'. Kortom, nog een stap verder in de sovjetisering van het financieel systeem. Hoe meer men centraliseert, hoe groter de ponzi wordt en hoe groter de uiteindelijke klap. Daarom dat ik er meer dan ooit van overtuigd ben dat ook wij een implosie van het systeem zullen meemaken dat trekken weg zal hebben van de hyperinflatoire roebelcrisis van eind jaren 1990.¹⁰

Ierland het volgende Cyprus?

Reggie Middleton, de recht-voor-de-raapse analist die in het verleden vaak verraste door zijn correcte voorspellingen van bankfaillissementen, heeft een nieuw rapport uit waarin hij vernietigend uithaalt naar de Ierse banken.¹¹ Middleton stelt dat **Ierland het volgende Cyprus** wordt. Waarom? Als voorbeeld plukt hij er Allied Irish uit, dat hij 'insolvabel' noemt, wegens het feit dat de bank op een berg leningen zit die niet langer worden afbetaald en met flinterdunne reserves kampt. Gebruik makende van Allied Irish' eigen cijfers, die waarschijnlijk te optimistisch zijn, schat Middleton dat er nood is aan een nieuwe bailout van \$20 miljard eer men Allied Irish opnieuw solvabel zou kunnen noemen. Dat is ongelukkig voor de Ierse bank, aangezien ze nog verwickeld zit in een schandaal rond haar eerst verkregen bailout, toen er opnames opdoken waarin het toenmalige hoofd van capital markets als antwoord op de vraag hoe hij op het cijfer van €7 miljard voor de bailout was uitgekomen, stelde dat hij het "uit zijn reet had geplukt". Middleton geeft aan dat er zelfs binnen Ierland nog andere banken zijn die evenzeer dringend bailouts nodig hebben, willen ze een faillissement vermijden. Wat betekent dit voor de big picture?

Wel, het **ESM-noodfonds**, dat nu €80 miljard bevat en een capaciteit van €500 miljard voorziet, is er in de eerste plaats om overheden van het faillissement te redden. Voor de banken is slechts €60 miljard voorzien. Om alleen al Allied Irish te bailen zou dus 33% van die middelen moeten worden aangewend. En dat gaat dan om een bankje in één van de allerkleinste van de EU-staten (Ierlands' economie is zo'n 2% van het EU-totaal). Daarmee wordt duidelijk hoe precair de situatie ondertussen is geworden.

Zuid-Europa: diep in de penarie

De banken zitten dus nog met dezelfde problemen als in 2008. Maar nu zitten ook de overheden met de handen in het haar. Zuid-Europa leidt het peleton. **Italië** bijvoorbeeld, heeft een staatsschuld van 2100 miljard (129% van het BBP) en een van Standard and Poor's net verworven bijna-junk status 'BBB'. Mediobanca waarschuwde onlangs dat de Italiaanse overheid wellicht binnen 6 maanden een nieuwe bailout zal moeten aanvragen.¹² In **Spanje** zit de regerende partij verwickeld in een groot fraudeschandaal—alsof de interne economische puinhoop nog niet genoeg was—en de 10-jarige obligaties noteren alweer aan interestvoeten van 4,8%. In **Portugal** is de staatsschuld gestegen van 93%/BBP in 2010 tot 123% van het BBP vandaag, de rentevoeten stijgen er nu sterk, en het boek "Waarom we de euro zouden moeten verlaten" is er al maandenlang een bestseller. Geen toeval dat het gerucht de ronde doet dat er voor het meest westelijke landje van Europa een tweede bailout in de maak is.

Wee je gemeente: lokale insolvabiliteit in Europa

Een belangrijke trend doorheen heel Europa is insolvabiliteit op gemeentelijk en regionaal niveau. Dit is er eentje om in de gaten te houden, want in het verleden is dit al vaker de katalysator van overheidsfaillissementen geweest—zoals in Argentinië, waar de bank run die

"Met lening/deposito ratio's die eind 2012 nog steeds op een hoog niveau van 130-230% stonden, zijn de Ierse banken nog steeds voor in belangrijke (hoewel dalende) mate afhankelijk van de groothandelsmarkt, de overheid en de ECB."

Ratingbureau Fitch, juni 2013



Fitzgerald: "And is that €7 billion a term?"

Bowe: "This is €7 billion bridging."

Fitzgerald: "Yeah."

Bowe: "So...so it is bridged until we can pay you back...which is never."
(Both laugh heartily)"

Independent.ie

Bekijk de volledige opnames van de betrapte bankiers hier: <http://tinyurl.com/irbayo>.

"De wereld bevindt zich in een extreem precarie situatie en ik ben geschokt over hoeveel berusting er overal is. Echt beangstigend. We zien een obligatiezeepbel die nu net is beginnen barsten, en de fundamentals onder de aandelenmarkten zijn erg zwak."

Keith Barron, 27 juni 2013

Figure 1: PDH Mortgage Accounts in Arrears Over 90 Days



Uit data van de Ierse centrale bank blijkt dat ondertussen meer dan 12% van de hypotheekafbetalingen een achterstand van 90 of meer dagen kent. De 770.000 nog lopende hypotheekleningen in het land vertegenwoordigen een gezamenlijke schuld van €110 miljard. Bron: <http://tinyurl.com/irarrear>.

¹⁰ Zie mijn rapport dat beide systemen vergelijkt: <http://www.scribd.com/doc/54659210/ReportEUvsUSSR>.

¹¹ Zie ZeroHedge: <http://tinyurl.com/reggieland>.

¹² Zie de Telegraph: <http://tinyurl.com/mediobail>.

aanleiding gaf tot de corralito veroorzaakt werd door een crash van gemeente-obligaties.

Frappant voorbeeld van uit de hand lopende schulden van lokale overheden is het geval van **Spanje**.¹³ Het land heeft nu gemeentelijke schulden van 35,3 miljard, oftewel zo'n €750 per inwoner. Maar wat alarmerender is dan de schuldgraad, is het tempo waartegen de schulden stijgen. Volgens het ministerie van financiën stegen de schulden van lokale autoriteiten tussen 2011 en 2012 met liefst 18,4%. De schuldenberg van de stad Madrid, met €7,4 miljard bij verre de grootste van alle Spaanse steden, steeg met 17% tegenover een jaar eerder.

Verrassend genoeg hebben ook meerdere van **Duitslands** lokale besturen een schuldprobleem. Het land ziet er eigenlijk uit als een mini-Europa, waarbij bepaalde regio's veel meer subsidies krijgen dan ze aan belastingen binnenbrengen, en vice versa. De staat Berlijn zit bijvoorbeeld voor \$60 miljard in de schulden, dat is liefst \$18200 per inwoner, oftewel precies 8 keer hoger dan de per kapita lokale schuld van Madrid. Om dat alles te blijven financieren ontvangt Berlijn ieder jaar €3 miljard aan transfers van andere staten. Ratingbureau Moody's gaf Berlijns' Aa1-rating daarom een negatieve outlook, en stelde in haar rapport dat de schulden "extreem hoog" zijn en dat de staat bovendien "beperkte financiële flexibiliteit" heeft.¹⁴

De problemen die de EU in het groot heeft, spelen zich dus af in Duitsland in het klein. En dat is maar één van de broedende conflicten waar de Duitse federale staat mee af te rekenen heeft. Beslissingen waar de bevolking het oneens mee kan zijn, worden dus wellicht uitgesteld tot na de verkiezingen van September.

Hoe het zit dichterbij huis?

Wel, in **België** was het onwaarschijnlijk genoeg tot in 2010 niet eens duidelijk hoe groot de gemeenteschuld precies was.¹⁵ Na een paar parlementaire vragen kwam er dan toch een cijfer uit de bus: de schulden van lokale besturen (gemeentes) bedragen €19,6 miljard, dat is zo'n €1780 per inwoner.¹⁶

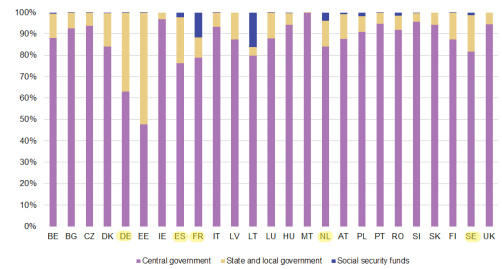
In **Nederland** zijn de schulden sinds 2008 opgelopen van €39 miljard tot €52,2 miljard begin 2013, oftewel €2480 per inwoner.¹⁷ De stijging van de schuld, gemiddeld 6,6% per jaar, is zorgwekkend, temeer omdat de rentevoeten voor leningen nu nog vrij laag liggen.

Supranationale clubs verliezen hun glans

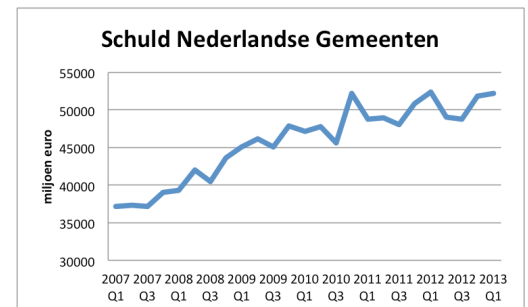
Er zijn dan wel veel problemen, maar we hebben toch nog steeds een aantal ridders op het witte paard? Het IMF bijvoorbeeld, heeft die instelling niet nog vuurkracht over om de crisis verder uit te stellen? Wel, momenteel liggen er al 41 verschillende landen aan het infuus bij deze monetaire politiemacht.¹⁸ Laatste aanwinst is Pakistan, met een bailout van minstens \$5 miljard.

Vraag is hoeveel bailouts het IMF nog aan kan, gezien het feit dat de landen die het instituut van het gros van haar centen voorzien, zelf in de financiële penarie zitten:

- Verenigde Staten – financiert 16,75% van het IMF-budget



Hier zie je bij welke landen de lokale overheden in verhouding tot de federale overheid de meeste schulden hebben: Duitsland, Spanje, Frankrijk, Nederland, en Zweden.



Nederlandse gemeenteschuld stijgt jaarlijks met gemiddeld 6,6%. (Cijfers: CBS.nl)

“De laatste maanden zien lokale besturen voor overheidsopdrachten met leningen op 15 jaar vaak maar één of twee inschrijvers, met dan bovendien nog fors hogere marges dan voor leningen op 10 jaar. ... lenen op lange termijn wordt onmogelijk of bijzonder duur. Budgettair betekent dat een belangrijke uitdaging, want bij een zelfde leningvolume worden de jaarlijkse aflossingen een pak groter.”

*Vereniging van Vlaamse Steden en Gemeenten
in een rapport, januari 2013*

¹³ Mish heeft er een prima stuk over: <http://tinyurl.com/mispain>.

¹⁴ Zie <http://tinyurl.com/laendermoody> en het uitstekende Economist artikel: <http://tinyurl.com/laenderecon>.

¹⁵ Zie <http://tinyurl.com/omvanggs>.

¹⁶ Cijfers van einde 2012: <http://tinyurl.com/vvsgem>.

¹⁷ Cijfers van 2010: <http://tinyurl.com/vngem>.

¹⁸ Zie <http://tinyurl.com/ZHimfb>.

- Japan – financiert 6,23%
- Duitsland – financiert 5,81%
- Frankrijk – financiert 4,29%
- Verenigd Koninkrijk – financiert 4,29%

Neem nu de V.S., hoeveel krediet kan deze overheid nog uitdelen, als het zelf aan snel tempo het vertrouwen van haar krediteuren verliest? Of Japan, waar de obligatiemarkt nu extreem zwak is, of Duitsland, die zelf met een hoop zombiebanken opgescheept zit, of Frankrijk, waar de werkloosheid welig tiert?

Vergeet niet dat de grote devaluaties en hyperinflaties van Zuid-Amerika er eind jaren 1990 zijn er gekomen nadat het IMF zich er zich uit had teruggetrokken. Dat zal ook nu gebeuren, vraag is enkel nog wanneer en of het vrijwillig zal zijn of gewoon omdat de kas van het Internationaal Monetair Fonds gewoon leeg is.

De euro verliest terrein

De centrale bankiers voelen aan hun kleine teen dat de bestaande noodfondsen lang niet zullen volstaan om voor voldoende uitstel van executie te zorgen. Het mag dan ook niet verwonderen dat Mario Draghi onlangs de rentevoet op 0,5% hield en vervolgens stelde dat de ECB de rentevoeten voor een “lange tijd” laag zal houden en dat “onze exit erg ver in de toekomst ligt”.¹⁹ Ook Bernanke gaf onlangs weer te kennen dat de Fed “accommoderend” zou blijven, wat een verderzetting van het beleid van gratis geld en méér stimulus impliceert.

Kortom, we mogen ons dus geen illusies maken dat de dollar of de euro nog lange tijd sterke munten zullen blijven. Geld is geld omdat het schaars is. En als het niet schaars meer is, houdt het op geld te zijn.

Waar gaat dit alles heen? Brief van een Argentijn

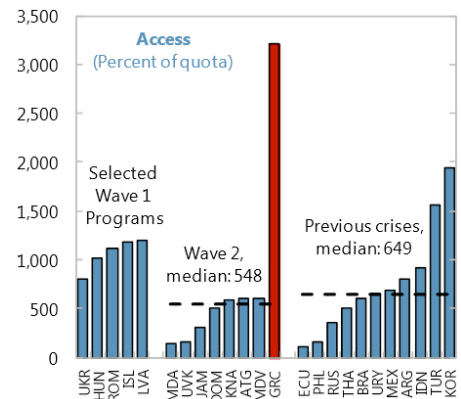
Soms is iemands’ persoonlijke verhaal de beste manier om weer te geven wat voor risico’s zich opstapelen in de mistige en moeilijk toegankelijke wereld van de overheden en de banken. Hieronder een brief van Marco, een Argentijn die het drama van de ‘Corralito’ van nabij meemaakte²⁰:

“Op 1 december 2001 zat de economie van Argentinië zwaar in de problemen. De werkloosheid en de schulden waren hoog en de recessie duurde maar voort. Maar het leven was wel nog enigszins ‘normaal’. Basisdiensten functioneerden nog, en iemand hoefde zich echt zorgen te maken over voedsel of water. Tot het plots allemaal veranderde in één dag.

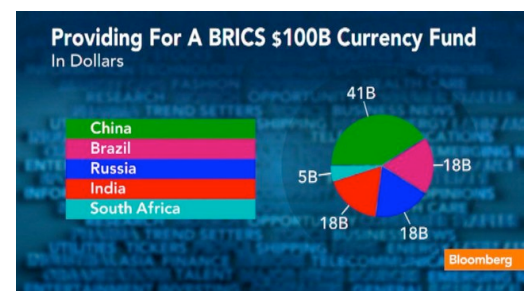
Op 2 december bevroor onze failliete overheid alle bankrekeningen. Je kunt je het niet voorstellen – de ene dag toegang hebben tot je geld, en de volgende dag volledig worden afgesneden. Binnen een paar dagen waren de mensen in de straten aan het vechten met de politie. De regering ging in default op de staatsschuld, en de munt ging in vrije val.

Ik deed wat postdoctoraal werk in de V.S. op dat moment. Als buitenlander was ik niet echt in staat om te werken dus leefde ik op een zuinige manier van mijn spaargeld. Ik ging slapen met de mogelijkheid om mijn huur en de kosten van levensonderhoud te betalen en werd wakker met niets. Maar toen ik mijn familie in Argentinië sprak, realiseerde ik me dat zij het nog slechter hadden.

Alles werd schaars. De elektriciteit viel de hele tijd uit. Zelfs voedsel in de



De Griekse bailouts zijn nu al relatief (en wellicht ook in absolute termen) de grootste uit de geschiedenis van het IMF.



De BRIC-landen zijn bezig met de oprichting van hun eigen monetair fonds.



In de periode voor de crisis was de Argentijnse peso gekoppeld aan de dollar, één op één. Ondertussen, 12 jaar later, moet men voor 1 dollar al 10 pesos betalen.



Een foto van tijdens de corralito: “Banken zijn dieven, ze devalueren onze dollars”.

¹⁹ Zie <http://tinyurl.com/draghberg>.

²⁰ Oorspronkelijke artikel van Sovereign Man: <http://tinyurl.com/argsovm>, vertaling door Red Pill van de Vrijspreker: <http://tinyurl.com/argvrijsp>.

supermarkt werd schaars. Je moest eten wat er in huis was. Voedsel werd een ruilmiddel. Binnen een paar dagen gingen de mensen van vertrouwen in hun munt naar volledig wantrouwen. Niemand wilde nog papiergeld accepteren, vooral niet voor iets zo waardevol als voedsel.

Mijn vader belde me en zei dat hij zijn spaargeld in cash Amerikaanse dollars in een bankkluis had gestopt en mijn hulp nodig had om het er uit te krijgen. Toen we bij de bank arriveerden waren er duizenden mensen op straat. De politie was er in paramilitaire uitrusting. De sfeer was zo gespannen dat we iemand moesten omkopen om de bank binnen te geraken.

Als bij wonder kregen we toegang tot het kluisje, waarna we wel nog drie of vier straten moesten doorlopen naar de auto. Half in paniek, half op adrenaline liepen we langs een boze menigte met het spaargeld van mijn vader in onze broek gepropt.

Achteraf bekeken was dat gekkenwerk. Maar toen was er eenvoudigweg geen andere manier. Het moeilijkste moest echter nog komen – de cash het land uit krijgen. We hadden vrienden die roeiboten vol geld naar het naburige Uruguay zouden varen. Maar dat was ongelooflijk riskant.

De enige legale manier om geld uit het land te krijgen, was toen door het kopen van ADR's (Argentijnse bedrijven genoteerd aan de New York Stock Exchange). En de enige reden waarom we daartoe in staat waren, was omdat we de juiste contacten hadden. Het kostte ons echter een arm en een been. De commissie alleen was 20% en de aandelen die we kochten gingen nog harder omlaag dan Worldonline. Mijn vader verloor uiteindelijk ongeveer de helft van zijn spaargeld in een poging het geld op het verkeerde moment buiten te krijgen.

Grappig is dat we uiteindelijk de overheid hebben aangeklaagd. Ze hadden ieders spaargeld vernietigd, en zelfs pensioenen in beslag genomen. De overheid vertraagde het juridische proces bijna een decennium. Zij hoopten dat alle gepensioneerden simpelweg zouden sterven en het probleem zou verdwijnen. Uiteindelijk wonnen we (samen met duizenden anderen) het pleit. Maar de rechter (een overheidsdienst) gaf de regering een 'voorwaardelijke straf'—oftewel geen straf.

De beste manier waarop ik de situatie kan beschrijven is wanhoop. En dat is echt de ergste emotie die je kan ervaren. Het is een vreselijke positie om in te vertoeven. Het leven wordt een hel omdat je niet weet of je de volgende dag eten op tafel zal hebben. En in een dergelijke staat van wanhoop, ben je niet in staat om goede beslissingen te nemen. Het draait allemaal om overleven.

Naderhand vroegen we ons voortdurend af waarom we dit niet hadden zien aankomen. Waarom handelden we niet eerder? Als we daarvoor ook wat geld uit het land hadden gesluisd, of stappen hadden ondernomen om ons pensioen veilig te stellen, zou ons leven er heel anders hebben uitgezien.

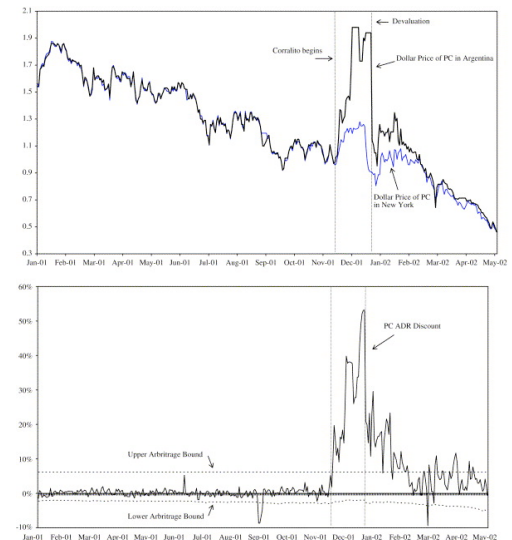
Het is net als dat oude gezegde – beter een jaar (of tien jaar) te vroeg dan één dag te laat. Omdat je nooit de snelheid moet onderschatten waarmee dingen mis kunnen gaan. Vraag maar aan de Cyprioten.”

Marco's verhaal is niet zo ver van ons bed. Na de bankvakantie van drie maanden geleden zitten de meeste Cyprioten—EU burgers—opgesloten in een economische gevangenis. Dit is wat Panos Kostopoulos van AMP Gold Bullion Merchants in Nicosia wist te vertellen:²¹

“Onmiddellijk na de presidentiële verkiezingen in Cyprus (24/2.) raadde ik mensen sterk aan om goud te kopen, om zo hun zuurverdiende centen te beschermen (gezien de geruchten rond de haircuts voor deposito's). Jammergenoeg kon ik geen enkele persoon overtuigen om het ook echt te



Obligaties werden waardeloos, waardoor veel gepensioneerden hun hele vermogen verloren.

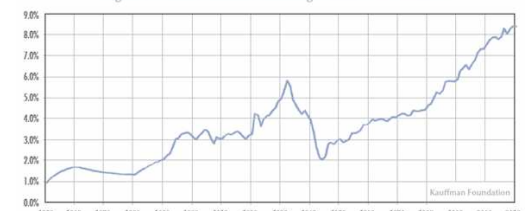


Bovenaan zie je de koers van een van de populaire ADR's. Hoewel de koers binnen in Argentinië sterk steeg, gebeurde er niet veel op de internationale markten. In het zwart zie je de commissie die moest betaald worden om de ADR aan te kopen. Onderaan zie je hoeveel slechter de deal na verloop van tijd voor de Argentijnen was versus de internationale markt.

“Als de economie zo fragiel is dat de overheid geen faillissementen kan toelaten, dan is de grote crash inderdaad nabij. Want als je alles moet redden, dan zal je uiteindelijk niet in staat zijn om ook maar iets te redden.”

Seth Klarman, 11 juli 2013

Figure 1: Financial Sector as Percentage of U.S. GDP: 1850–2009



Ondanks enorme technologische vooruitgang is de Amerikaanse financiële sector almaar vetter geworden. Een cold turkey in de vorm van een grote faillissementsgolf is nodig en onvermijdelijk.

²¹ Bron: <http://tinyurl.com/cyprusgold>.

doen. Het waren dan ook al vijgen na pasen toen ik de dag na de invoering van de haircuts opeens bestellingen ontving voor meer dan 15 kg goud.”

Goud en Zilver

Ik geloof geen moment dat de stierenmarkt in goud en zilver al voorbij is, om de eenvoudige reden dat de fundamentals voor de seculaire trend niet verdwenen zijn—integendeel, ze zijn meer dan ooit aanwezig.

Wat is dan de verklaring voor de sterke daling in goud en zilver van de voorbije weken en maanden?

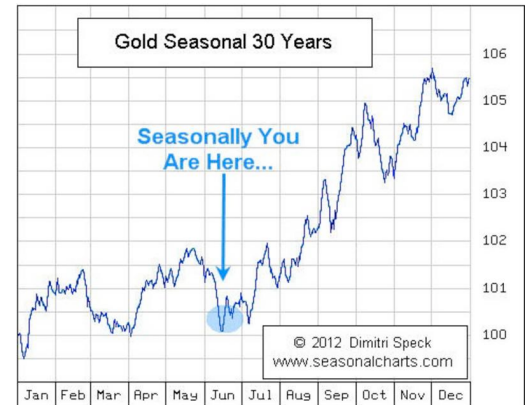
De daling in goud en zilver zou gewoon een grote correctie kunnen zijn zoals die altijd wel eens voorkomt in langetermijn seculiere stierenmarkten. Een tweede mogelijkheid is dat het een kanarie in de mijn is voor een nieuwe liquidatiegolf in de markten. Een derde verklaring is dat de prijsdaling het gevolg is van een politieke afspraak. We overlopen ze één voor één:

1. Een indicatie voor de eerste theorie, die van een **gewone correctie**, is de situatie in India. Daar liggen de officiële goudimportkanalen onder vuur wegens de belastingsverhoging van de overheid. De vraag van consumenten doet de premies op de lokale Indiase goudmarkt oplopen met 6-10% boven hun internationale spotprijzen.²² Dit zijn signalen voor smokkelondernemers om hun oude beroep terug op te nemen en om via de zee en de lucht goud het continent binnen te smokkelen. Eens de situatie in India zich normaliseert en de internationale vraag naar fysiek goud verder aantrekt, kan de correctie keren en kunnen prijzen terug omhoog.

2. De andere theorie is dat we aan het **begin staan van een nieuwe schokgolf in de markten**, doordat mensen met schulden in de penarie zitten en eender wat verkopen om aan dollars te komen. Daarom stijgt de dollar ten opzichte van goud. Daar zijn verschillende aanwijzingen voor: de sputterende kredietexpansie in China, de stijgende rentevoeten in verschillende obligatiemarkten, oplopende olieprijsen, de dreiging van bail-ins. De angst dat insolvable instituten wel eens werkelijk failliet zouden kunnen gaan, zorgt voor een vlucht uit financiële activa. En bewaarcertificaten van goud zijn ook financiële activa, wat mee de daling in prijs kan verklaren. Voor zoverre deze tweede factor doorweegt, kunnen we mogelijks nog wat lagere koersen zien in goud, zilver en de mijnen.

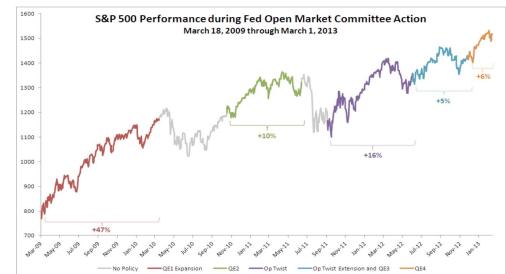
3. Ook mogelijk is dat de versnelde daling in de koersen het gevolg is van **politieke afspraken**. Jim Rickards, de ex-Wall Street investment banker die nauwe banden heeft in de hogere echelons van Washington (onder meer de NSA en het leger), stelt in zijn nieuwsbrief dat de huidige daling in prijs het gevolg is van een afpraak tussen de V.S. en China, waarbij China beloofd heeft om haar berg Amerikaanse staatsobligaties niet te dumpen als de V.S. van haar kant de goudprijs laag genoeg duwt zodat China gedurende een periode goedkoop goud kan inkopen tot het er genoeg heeft. Dit lijkt me geen onwaarschijnlijk scenario (bron: Willem Middelkoop).

Tot slot en meer in het algemeen kunnen we naar de goudprijs kijken als het resultaat van een epische strijd tussen een metaal dat al 5000 jaar als geld gebruikt wordt, en een op schuld en verbeelding gebaseerde 40-jarige papierstandaard. Het is slechts de autoriteit van de Amerikaanse regering en de Fed die de dollar waarde geven, en dat momentum zijn deze instituten snel aan het verliezen. De Financial Times meldde hoe buitenlandse instituten eind juni een recordhoeveelheid Amerikaanse staatsobligaties dumpen: \$32,4 miljard in één week, waarmee het record van augustus 2007 aan diggelen werd geslagen. Toch kan er nog steeds venijn in de dollarstaart zitten, indien de resterende kracht in de koord aan het eind maar gemikt



Het najaar is traditioneel een goede periode voor goud.

Effects of QE on the S&P 500



QE = Quantitative Easing program.
Source: Bloomberg, DoubleLine Capital

De klassieke aandelenmarkten werden kunstmatig opgepept, waardoor er veel kapitaal heen bleef vloeien.

“Een cruciaal kenmerk van een bodem in een berenmarkt is het verschijnen van fantastische waarderingen in blue chip aandelen. Tijdens de lows van 2009 zagen we dit nooit gebeuren. Tijdens de lows van de berenmarkten van 1932, 1942, 1949, 1974, en 1982, noteerde de Dow Jones aan minder dan 10 keer de earnings met dividendrendementen tussen de 5 en 7%. ... de afwezigheid van fantastische waarderingen in 2009 maakte me achterdochtig en deed me geloven dat die low geen echte berenmarkt-bodem was.”

Richard Russell, 25 juni 2013

“Tanaka Kikinzoku Kogyo K.K., de grootste aanbieder van fysiek goud in Japan, stelde dat verkopen aan lokale beleggers voor het eerst sedert 2004 groter zullen zijn als de haar eigen aankopen, nadat lagere prijzen en zwakte in de yen de interesse bij het publiek wekten.”

Bloomberg, 8 juli 2013

²² Zie <http://tinyurl.com/indiapremg>.

samenkomt. Dat is wat spaarders in goud en zilver momenteel voelen.

Goudschaarste indicatie voor toekomstige goudprijs

Gezien mijn onderschatting van de omvang van de correctie in goud en zilver, ben ik me gaan afvragen of de middelen waarmee ik naar de markt keek wel voldoende precies en juist zijn. Bij mijn zoektocht naar betere invalshoeken om de kortetermijnbewegingen te analyseren, stootte ik op de teksten van Keith Weiner, een analist die de bewegingen in goud en zilver gedurende de voorbije maanden wel correct voorspeld heeft.

Weiners' focus is het proberen inschatten van hoe schaars fysiek goud en zilver zijn op de korte termijn. Niet in de detailmarkt, waar tijdelijke flessenhals-effecten een foute schijn geven van fundamentele tekorten, maar in de groothandelsmarkt, waar goud en zilver verkocht wordt in baren van 12 kilogram. Dat doet hij door de prijs op de **futuresmarkten** (waar je contracten voor levering in de toekomst kan kopen) te vergelijken met de **spot-markten** van goud en zilver (waar je goud koopt voor onmiddellijke levering).

De normale situatie in de markten is dat de futures-prijs hoger is dan de spotprijs. Deze situatie noemt men **'contango'**. (De reden is dat de futuresmarkt veel meer liquide is als de fysieke—je kan je contract heel makkelijk terug verkopen—en dat er aan fysiek metaal ook bewaarkosten verbonden zijn.) In een situatie van contango ontstaat er een **'carry trade'**: spelers kopen fysiek goud, verkopen tegelijkertijd futurescontracten, en maken winst op de spread tussen de twee prijzen.²³

Het omgekeerde is ook mogelijk: dat de spotprijs van goud hoger komt te liggen dan de futures-prijs. Dit noemt men **'backwardation'**, en dat is een heel uitzonderlijk fenomeen in de edelmetaalmarkten. In een situatie van backwardation is het in principe winstgevend om fysiek goud te verkopen aan de spotprijs en om tegelijkertijd futurescontracten aan te kopen. Dit noemt men dan een **'decary trade'**.

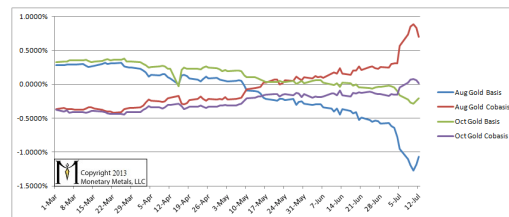
Sedert 2008 verschijnen er meer en meer futurescontracten waarbij we een tijdelijke situatie van backwardation opmerken, m.a.w. een situatie waarin eender wie winst zou kunnen maken door metaal te verkopen en tegelijkertijd een futurescontract te kopen. Weiner merkt daarbij op dat dit allesbehalve normaal is:

“Het is geen teken dat morgen het financiële Armageddon losbarst, maar wel een signaal dat onder de oppervlakte het systeem meer en meer aan het rotten is. Waarom?

Het korte antwoord is dat een situatie waarin men gratis geld kan verdienen normaalgezien niet langer dan een miliseconde zou mogen duren. Als men dag na dag een “risicovrije winst” op zijn computerscherm kan zien zitten, is dit een teken dat er iets fout zit, zelfs al weet men daarom niet precies wat er gaande is. (...)

De ‘normale’ backwardations van vandaag zijn voor de particulier te klein om winst op te maken, gezien de commissies die hij moet betalen. Voor vele institutionele spelers zijn ze echter groot genoeg. (...) Waarom maken deze organisaties dan geen gebruik van de risicovrije winst die hen in goud en zilver geboden wordt?”²⁴

Het is inderdaad niet waarschijnlijk, zoals Weiner ook stelt, dat de reden van deze gemiste kans ligt in het feit dat men het risico niet wil nemen. De contracten die in backwardation zitten, lopen immers na luttele weken af, en



De groene en blauwe lijnen die onder nul vallen, geven aan dat het augustus- en oktober contract voor goud in backwardation gegaan is: de spotprijs van goud is hoger dan de prijs van deze futurescontracten.

Bron: Monetary-Metals.com

“Het gebrek aan liquiditeit in de lease-markten heeft de gold forward rates, beter bekend als ‘gofo’, in negatieve wateren geduwd, wat betekent dat goud voor levering in de toekomst nu tegen een lagere prijs noteert als de [spot]prijzen vanop de fysieke markt — een zeldzame situatie die in de voorbije 20 jaar maar een paar keer is voorgekomen. De laatste keer dat de forwards negatief waren, was in november 2008, toen beleggers in paniek op zoek waren naar fysiek goud en er een scherpe rally in goud ontstond. Traders stelden dat beleggers alert waren voor de kans dat de huidige krapte een squeeze zou kunnen veroorzaken bij hedge funds die grote shortposities in houd aanhouden, wat prijzen hoger zou duwen.”

Financial Times, 9 juli 2013



Een andere manier om backwardation te meten, is te kijken naar de gold forward offered rate (GOFO). De laatste keren dat de GOFO negatief werd en er dus schaarste op de markten gecommuniceerd werd, was in 1999, in 2001, en in 2008.

²³ Dit is iets wat grote goudhandelaren bijvoorbeeld doen als ze hun voorraad aan fysiek metaal aanvullen: door onmiddellijk short te gaan op dezelfde hoeveelheid goud, dekken ze zich in tegen het risico van een daling in prijs.

²⁴ Bron is <http://tinyurl.com/weinback>.

het is weinig waarschijnlijk dat men werkelijk verwacht dat de grote crash in die tijd zal gebeuren.

De enige andere optie lijkt er dan ook op dat er een tekort aan metaal is om een decarry trade mee uit te voeren (dus om fysiek te verkopen en tegelijk futures op te kopen). Uit Weiner's laatste nieuwsbrief:

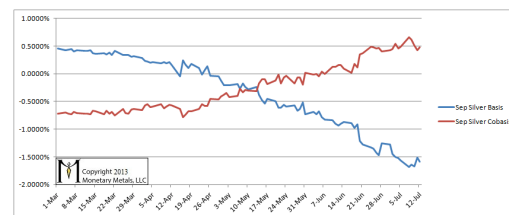
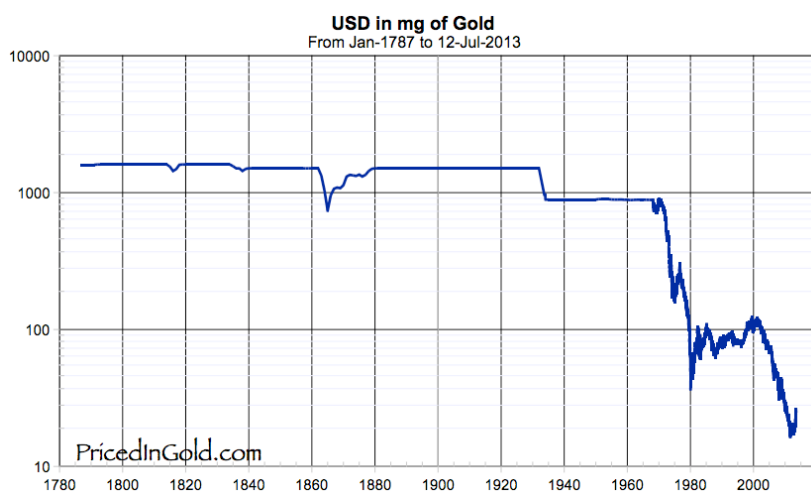
“Het werkt als een magnetisch veld dat scheeftrekking veroorzaakt telkens we de afloop van een futurescontract naderen, wordt dat contract in backwardation getrokken. Uit de prijsactie blijkt dat mensen er steeds minder voor willen bieden, waardoor het uiteindelijk onder de spotprijs valt. De reden hiervoor zou kunnen zijn dat er zwaar verkocht wordt, omdat de naked longs moeten verkopen voor de First Notice Day (aangezien ze geen cash hebben om het metaal te kopen). En hun verkoop-orders duwen de bid-koers dan uiteraard naar beneden.

Maar de mechanische details van hoe futures-contracten worden doorgerold verklaart het fenomeen niet volledig. **Zo is het ‘magnetische veld’ rond zilver bijvoorbeeld sterker dan dat rond goud. Sinds de crash van 15 april werd de carry trade op het september-contract steeds minder winstgevend. Dit toont dat de schaarste aan het toenemen is.**

Ik zie tijdelijke backwardation als rottende plekken in het hart van een boom. Ze kunnen zich jarenlang verspreiden, zonder dat je aan de buitenkant iets ziet. Als de boom dan uiteindelijk omvalt, ziet men dit als een ‘plotse’ gebeurtenis. Net zo gaan mensen, naarmate het financieel systeem verder rot, steeds meer fysiek metaal boven de futurescontracten verkiezen.”

Besluit: Ik ben het eens met Weiner dat de indicator van backwardation wel eens een belangrijker indicator zou kunnen zijn voor het herstel van de goudprijzen dan de cijfers die een idee moeten geven van hoeveel goud in de COMEX-warenhuizen beschikbaar is. De cijfers geven aan dat het lang geleden is dat goud en zilver nog zo schaars zijn geweest. Is zilver schaarser dan goud? Dat is wat de cijfers aangeven, maar hou er rekening mee dat bij een grote crash van de markten er heel wat industriële vraag zal wegvallen en we dus tijdelijk nog lagere prijzen kunnen zien. In ieder geval bewegen we van een situatie van contango, over tijdelijke backwardation, duidelijk richting permanente backwardation—een situatie waarin nauwelijks iemand de papieren futuresmarkten nog vertrouwt.

De dollar mag dan wel koning zijn in fiatland, uitgedrukt in goud is hij een éénoog die al 100 jaar lang bezig is aan een race naar de bodem. Die race zal zich verderzetten, en de koopkracht van goud zal navenant gaan stijgen.

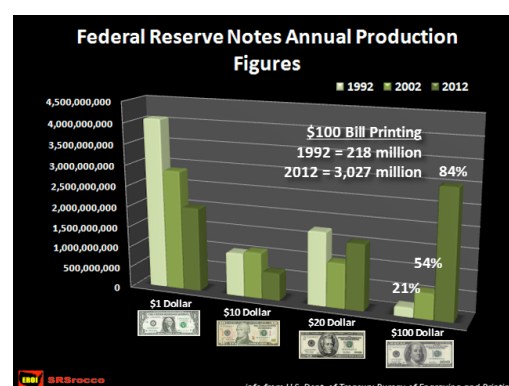


In het blauw zie je hoe het september-contract voor zilver nog dieper in backwardation zit als augustus-goud: arbitrageurs laten zomaar een winst van 1,5% op tafel liggen.

Bron: Monetary-Metals.com



Goud-zilverratio uitgezet op een 20-jarige grafiek. De grafiek suggereert dat zilver nu oververkocht is ten opzichte van goud.



Waar er in 1992, nota bene een tijd waar elektronisch bankieren veel minder wijdverbreid was, maar 218 miljoen bankbiljetten van \$100 werden geprint per jaar, is dat in 2012 opgelopen tot 3 miljard—het 13-voudige!



Uitgedrukt in grondstoffen (CRB-index) zit goud nog steeds in een duidelijke langetermijn-uptrend.

Beleggingsrooster

Valutamandje

85-90% van het beschikbare vermogen							
Instap	Naam	Symbool	Prijs bij instap	Risico	Koers op 16/07/'13	€ %Winst (verlies)	Advies
30/06/11	Fysiek goud	XAU**	1046,74	Laag	1045,51	-0,06%	Kopen
30/06/11	Fysiek zilver	XAG**	23,23	Laag	16,36	-35,47%	Kopen
07/11/11	Remnimbi/Yuan	CNY	0,1137	Middel	0,1224	+10,99%	Kopen
14/08/12	Singapore Dollar	SGD	0,6520	Middel	0,605	-6,28%	Kopen
19/08/11	Zwitserse Frank	CHF	0,8777	Middel	0,807	-8,05%	Kopen
19/08/11	Canadese Dollar	CAD	0,7056	Middel	0,7413	+5,11%	Verkopen
04/10/11	US Dollar	USD	0,7510	Middel	0,756	+3,86%	Kopen
07/01/12	Bitcoin	BTC	5,36	Middel	74,7	+1108%	Houden

Aandelenselectie

10-15% van het beschikbare vermogen, begin met risico 'laag'									
Instap	Naam	Beurs *	Symbool	Prijs bij instap	Low risk koers	Risico	Koers op 16/07/'13	€ %Winst (verlies)	Advies
30/06/11	Franco-Nevada	TSE	FNV.TO	37	30	Laag	39	+9,11%	Kopen
30/06/11	Royal Gold	NASDAQ	RGLD	58,57	40	Laag	42,35	-27,69%	Kopen
30/06/11	Sandstorm Gold	NYSE	SAND	6,09	5	Middel	6,28	+3,11%	Kopen
07/01/12	Eldorado Gold	TSE	ELD	14,80	10	Middel	6,77	-54,26%	Houden
30/08/11	Gold Res. Corp.	AMEX	GORO	23,40	15	Middel	7,27	-68,93%	Kopen
11/03/13	Colossus Minerals	TSE	CSI.TO	2,47	-	Hoog	0,80	-67,70%	Kopen
30/06/11	Silver Wheaton	TSE	SLW.TO	31,85	25	Middel	21,43	-32,72%	Kopen
30/06/11	First Majestic	TSE	FR.TO	17,84	10	Middel	12,48	-30,04%	Kopen
09/12/12	Hugoton Roy. T.	NYSE	HGT	7,37	7	Middel	8,95	+21,44%	Dips kopen
19/08/11	Allana Potash	TSE	AAA	1,34	-	Hoog	0,54	-59,70%	Dips kopen

Kleurlegende: goud, zilver, gas, olie, steenkool, landbouw, speculatief, 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 producten). Met 'fysiek' bedoel ik munten of baren.