

In Gold we Trust 2016

Gold ist zurück! Mit der stärksten Quartals-Performance seit 30 Jahren stieg das Edelmetall aus dem Bärenmarkt empor. Ausschlaggebend für das Comeback ist die steigende Unsicherheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Genesung der Post-Lehman-Ökonomie. Gelingt nach jahrelanger Verabreichung hoher Dosen monetärer Schmerzmittel die Absetzung dieser Präparate? Oder stehen wir vor einer grundsätzlichen Infragestellung der gesamten Therapie?

Autoren:

Ronald-Peter Stoeferle, CMT
rps@incrementum.li
Twitter @RonStoeferle

Mark J. Valek, CAIA
mjbv@incrementum.li
Twitter @MarkValek



Wir freuen uns über Ihr Feedback:

ingoldwetrust@incrementum.li

Wachstum bzw. Teuerung zu schaffen bleibt der geldpolitische Imperativ. Die dazu systemisch benötigte Kreditausweitung will jedoch nicht in die Gänge kommen. Selbst die nach der Finanzkrise recht zurückhaltend agierende EZB befindet sich nun in einem Zustand der dauerhaften geldpolitischen Improvisation und Stimulation. **Die generelle Unsicherheit nimmt im Zusammenhang mit den jüngsten Entwicklungen rund um den „Brexit“ nochmals zu!**

Jahrelange Niedrigzinspolitik hat die Notenbanken in eine Lose-Lose-Situation manövriert: Sowohl ein Fortsetzen als auch ein Beenden der Niedrigzinspolitik birgt erhebliche Risiken. Um die gewünschten Wachstumsimpulse zu entfachen, wurde mancherorts bereits der monetäre Rubikon überschritten und Negativzinsen eingeführt. **Gold wird in diesem Umfeld zunehmend attraktiver. Früher hieß es, Gold zahlt keine Zinsen, nun heißt es, Gold kostet keine Zinsen.**

Als Ultima Ratio wird nun bereits die Brachial-Maßnahme des Helikoptergeldes in Betracht gezogen. Nachdem die Flutwelle an Liquidität bisher in erster Linie zu Vermögenspreisteuerung geführt hat, soll nun neu geschöpft Geld am Bankensektor vorbei geschleust werden und für mehr Nachfrage sorgen. Dass ein solcher Geldregen die heißersehnte Teuerung anfachen kann, scheint realistisch. Ob die Geister die man damit beschwören will wieder in die Flasche zurückkehren werden, ist eine andere Frage.

In den USA wird seit Jahren der Ausstieg aus den monetären Notfallprogrammen angekündigt. Dies hat - zusammen mit der Perzeption einer gesunden Wirtschaft - in den letzten Jahren zu einem starken Dollar geführt. Rohstoffe und Gold schwächelten im Zuge dessen. Bislang beschränkt sich die Normalisierung der Geldpolitik jedoch auf das Einstellen des dritten QE Programmes und einer Zinserhöhung von 25 Basispunkten.

Der amerikanische Aufschwung ist nun bereits ausgemergelt. Sollte der eingeleitete Zinserhöhungszyklus scheitern, so wäre ein signifikanter Vertrauensverlust in die Notenbankpolitik und somit auch in den USD wahrscheinlich. **Dies ginge mit steigenden Rohstoffpreisen sowie der Rückkehr der Inflation einher und wäre der „perfect storm“ für Gold.**

Die Stunde für inflationssensitive Anlagen hat unserer Meinung nach geschlagen. Neben Gold scheinen auf aktuellem Niveau auch Silber und Minenaktien höchstinteressant. Nach einer mehrjährigen Rosskur ist es wahrscheinlich, dass Minentitel nun einen deutlich höheren Hebel auf steigende Goldpreise aufweisen.

Wir fühlen uns von den Ereignissen des letzten Jahres bestätigt und halten an unserem Kursziel von USD 2.300 bis Juni 2018 fest.

Inhaltsverzeichnis

1. EINLEITUNG.....	4
2. STANDORTBESTIMMUNG.....	11
a. Rückblick und Status Quo.....	11
b. Dreht die Inflationsdynamik?	15
c. The Bull is Back?!	17
d. Anekdotische Evidenz dreier Weltbilder.....	20
3. EIN ÖKONOMISCHES WELTBILD GERÄT INS WANKEN	25
a. Das vorherrschende Narrativ	25
b. Die Rezession, die nicht eintreten darf	27
c. Einbahnstraße Vermögenspreisinflation	28
d. Exkurs Trumpmania: It's the economy, stupid!	30
e. Wenn der Wind im Kreditzyklus dreht	33
f. Der Auslöser der nächsten Rezession.....	35
g. Exkurs: BIP vs. Gross Output	39
h. Von der Reflation zur Stagflation	40
4. INFLATION UND DIE VERANLAGUNG	42
a. Die missverstandene Inflation.....	43
b. Der Heilige Gral der Geldpolitik.....	45
c. „The dollar is our currency, but it's your problem”	48
d. Globale Inflationstendenzen in einer dollarzentrischen Welt	51
e. Zyklen von Verbraucherpreisinflation vs. Vermögenspreisinflation.....	54
i. Kritik an der Inflationsberechnung	56
j. Gold und die Aufdeckung der Nominalwertillusion	57
k. Helikoptergeld: Das Ass im Ärmel bei der Reflationierung?	62
5. VOM RISIKOLOSEN ZINS ZUM ZINSLOSEN RISIKO	71
a. Der montäre Marshmallow-Test	71
b. Negativzinsen im Namen der Geldwertstabilität	73
c. Zins-Limbo: Wie tief können die Renditen noch sinken?	75
d. Negativzinsen und Gold.....	77
e. Die verhängnisvollen Langfrist-Folgen der Nullzinspolitik	79
6. FINANZIELLE REPRESSION	86
a. Finanzielle Repression – die vermeintliche Lösung der Schuldenkrise?.....	86
b. Der Feldzug gegen das Bargeld	88
c. Ein Schuldenschnitt als Lösung?	91
d. Historische Goldverbote	93
e. Wird der Goldpreis systematisch manipuliert?	95
7. VERGANGENHEIT, GEGENWART UND ZUKUNFT DER WÄHRUNGSARCHITEKTUR	98
a. Der monetäre Aspekt beim Untergang Roms.....	98
b. Der Petrodollar und seine Thronfolger	103
c. Von West nach Ost - Die Shanghai Gold Exchange.....	106
d. Goldgedeckte Digitalwährungen – Bitcoin, das neue Gold?	109
e. Fazit des Kapitels Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft der Währungsarchitektur:	111
8. GOLD ALS PORTFOLIOVERSICHERUNG	113
a. Die Lösung des Anlegerdilemmas: Das Permanente Portfolio	113
b. Antifragil investieren mit Gold?	117
c. Die Opportunitätskosten von Gold	125
9. BEWERTUNGEN, SZENARIEN UND PREISZIELE	131
a. Gold: Absolute Preisvergleiche	131
b. Gold: Relative Preisvergleiche	132
c. Kapitalisierungen im Vergleich	135
d. Bei Teuerung: Silber!	136
e. Der Goldpreis als Reflexion subjektiver Einschätzungen ökonomischer Weltbilder	137
f. Zusammenfassende Bewertung.....	137
10. GOLDMINENAKTIEN	138
a. Standortbestimmung und relative Bewertung der Minenaktien.....	139
b. Die Spezifika von Mineninvestments	141
c. M&A: Developer auf der Speisekarte der Majors?	143
d. Schöpferische Zerstörung im Minensektor: Steht der Sektor vor einer Kehrtwende?	144
11. TECHNISCHE ANALYSE	147
Exkurs: Das Midas-Touch-Gold-Modell.....	150
12. KONKLUSION	153
13. APPENDIX – Über uns	159

Disclaimer:

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, eine Anlageanalyse noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden. Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Incrementum AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen). Copyright: 2016 Incrementum AG. All rights reserved.

**Wir bedanken uns herzlich bei unseren “Premium Partnern” für die
Unterstützung des “In Gold we Trust” Reports 2016**



1. EINLEITUNG

Jedes Jahr schürfen wir aus der Mine der Erkenntnis und setzen anschließend alles daran, für unsere Leser analytische Juwelen mit hohem Feingehalt zu schmieden. Den diesjährigen Goldreport zu erstellen, war aus zweierlei Gründen *noch* aufregender als sonst:

Zum einen ist dies ein Jubiläumsreport: Der „In Gold we Trust“-Report erscheint heuer das zehnte Jahr in Folge.¹

Happy Birthday, „In Gold we Trust“

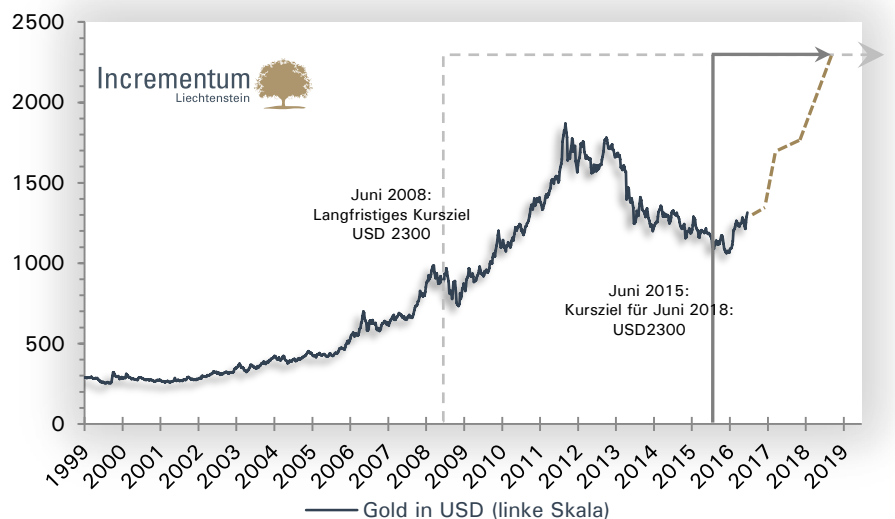
Alljährlich schotten wir uns für einige Wochen weitgehend von der Außenwelt ab, um diese Publikation zu erstellen. Dies dient einerseits dazu, die Flut an Informationen zu sortieren und unsere eigenen Erkenntnisse festzuhalten, andererseits wollen wir unseren Lesern durch die Darlegung unserer holistischen Analyse einen informativen und intellektuellen Mehrwert bieten. Neben den aktuellen Geschehnissen, wollen wir auch historische und philosophische Aspekte rund um das Thema Gold beleuchten. **Wir bedanken uns bei Ihnen, unseren Lesern, die uns von Jahr zu Jahr auf ein Neues dazu anspornen, Ihnen die Faszination Gold auf informative, kurzweilige und verständliche Weise näherzubringen.**

Zum anderen fühlen wir uns durch die aktuellen Geschehnisse an den Kapitalmärkten in unseren Prognosen bestätigt.

“It would be nice to know when the rest of the world will come around to the gold-friendly view that central bankers have lost their marbles.”
Jim Grant

Zum Jubiläum erlauben wir uns, einen kleinen, durchaus auch selbstkritischen Rückblick auf die wichtigsten unserer Aussagen hinsichtlich des Goldpreises zu machen. Als der Goldpreis im Juni 2008 noch weit unter 1.000 US-Dollar notierte, haben wir das für viele Marktteilnehmer utopisch anmutende, inflationsbereinigte Allzeithoch von 2.300 US-Dollar als langfristiges Kursziel ausgerufen.²

Gold in US-Dollar seit 1999



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Nachdem der Goldpreis im September 2011 ein (nominelles) Allzeithoch bei 1.920 US-Dollar erreichte, setzte eine Korrektur ein, welche sich – wider unser Erwarten – im Jahr 2013 zu einem veritablen Bärenmarkt entwickelte. Während der Großteil der Analysten in weiterer Folge von einem jahrelangen Dahinsiechen der Preise ausging,

¹ Dieses Jahr erscheint der Report erstmals nicht mehr in Kooperation mit der Erste Group. Wir möchten uns für die langjährige Zusammenarbeit herzlich bedanken!

² Vgl. „In Gold we Trust 2007“-Report, Erste Group Research

"The Fed front-loaded an enormous market rally in order to create a wealth effect.... We injected cocaine and heroin into the system and now we are maintaining it with Ritalin. The Fed is a giant weapon that has no ammunition left."
Richard Fisher, ehem. Präsident der Federal Reserve Dallas

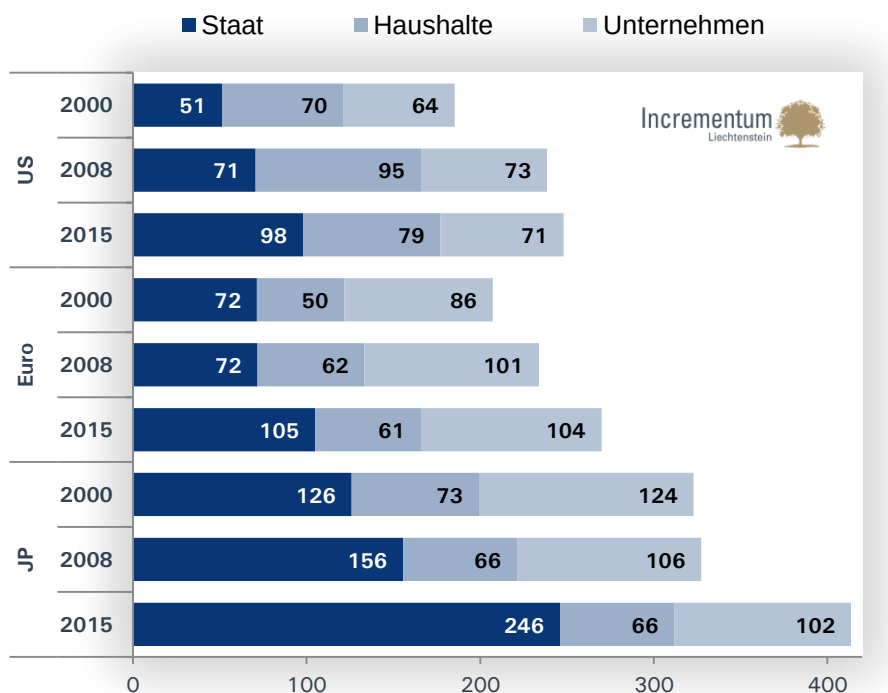
*"Turn and face the strange
Ch-ch-changes
Don't want to be a richer man
Ch-ch-ch-ch-changes."*
David Bowie

hielten wir an der These fest, Gold sei nach wie vor in einem säkularen Bullenmarkt.

Wir argumentierten in erster Linie damit, dass es eine Unmöglichkeit ist, einen „selbsttragenden Aufschwung“ herbeizudrücken. Was den Notenbanken gelungen ist, war lediglich eine Symptombekämpfung, die dafür gesorgt hat, dass Vertrauen in das dollarzentrische Geldsystem zurückgekehrt ist und Gold im Gegenzug vermeintlich verzichtbarer erschien. Die zugrundeliegenden strukturellen Probleme haben sich seit der Finanzkrise jedoch eher verschärft. Insbesondere die Inflationssucht dieses Geldsystems machte uns zuversichtlich, dass wir nach dem Abebben der Teuerungsraten mittelfristig vor einer Umkehr der Inflationstendenz stehen würden. Um unsere Zuversicht zu bekräftigen, haben wir vergangenes Jahr das **ambitionierte Kursziel von 2.300 US-Dollar für Juni 2018 ausgerufen**. Wieso wir uns ein Jahr später von den Geschehnissen bestätigt fühlen und daran festhalten, wollen wir im Folgenden erläutern.

Die strukturelle Überschuldung in weiten Teilen der Welt ist evident. **Nachdem nachhaltige Reformen sowie Ausgabenkürzungen illusorisch erscheinen und massive Steuererhöhungen kontraproduktiv sind, muss – um die Schuldenlast mittelfristig bedienen zu können – um jeden Preis mehr Wachstum her.** Und so geht das monetäre Vabanquespiel weltweiter Notenbankexperimente unverblümt weiter. In der Hoffnung, damit den versprochenen selbsttragenden, nachhaltigen Aufschwung zu erreichen.

Private und öffentliche Verschuldung im Verhältnis zum BIP (2000/2008/2015)



Quelle: BIZ, Incrementum AG

Negativzinsen sind nun einer der letzten Strohhalme, an die sich die Politik klammert.³ In mittlerweile fünf Währungsräumen⁴ wurde die

³ Vgl. „Geldpolitisches Extremdoping“, Gastkommentar Prof. Ferry Stocker, *Die Presse*, 30. Dezember 2015

⁴ Japan, Eurozone, Schweiz, Schweden und Dänemark

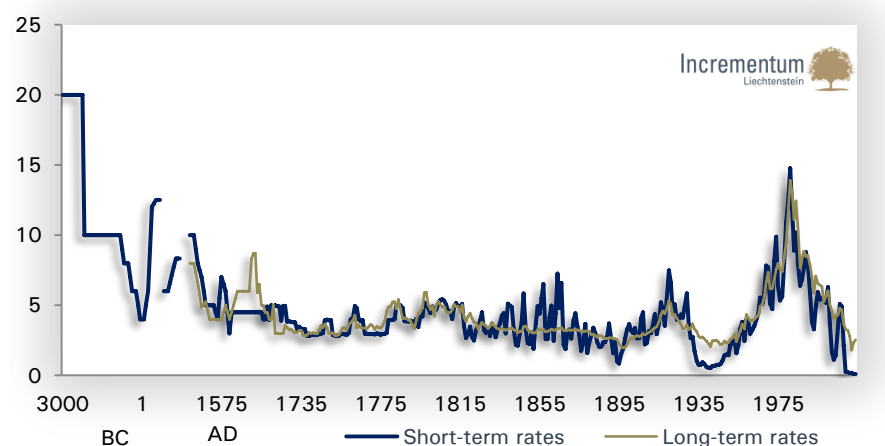
„Das letzte Bollwerk der Wert-Illusion sind jetzt noch die Staatsanleihen.“
Christoph Pfluger

„Markets say the ECB is done, their box is empty... But we are magic people. Each time we take something and give to the markets - a rabbit out of the hat.“
Vitas Vasiliusukas, Mitglied des EZB-Rates

monetäre Büchse der Pandora geöffnet: Galt die Einführung negativer Zinsen vor wenigen Jahren noch als Gedankenexperiment gelangweilter Geldtheoretiker, so wird heutzutage lediglich über die maximale (oder minimale?) Höhe des Negativzinses diskutiert. Die fatalen „unintended consequences“ der monetären Verlotterung werden hingegen kaum thematisiert. **Immer stärker werden Notenbanken zu Handlangern einer Entwicklung, die sie selbst mit losgetreten haben.**⁵

Bemerkenswert: Seit mindestens 5.000 Jahren gab es nicht so tiefe Zinsen wie heute. Mittlerweile rentieren Staatsanleihen im Wert von mehr als acht Billionen⁶ US-Dollar im negativen Terrain. Fix verzinste Wertpapiere sind als Anlageklasse so teuer wie noch nie zuvor, wobei die Preisbildung an den Anleihemärkten mittlerweile praktisch bis auf die Nachkommastelle von den Interventionen der Notenbanken bestimmt wird. Die Aufblähung der Anleihepreise führt zur „*schleichenden Euthanasierung des Rentiers*“, wie es Keynes – allerdings in anderem Zusammenhang - bezeichnete.⁷ **Wenn diese Blase eines Tages platzt, so empfiehlt es sich, eine monetäre Versicherung in Form von Gold abgeschlossen zu haben, nachdem keine andere Währung einen 5.000-jährigen track-record aufweisen kann.**

Zinsen auf dem niedrigsten Stand seit 5.000 Jahren



Quelle: Bank of England, „Growing, Fast and Slow“, Andrew G. Haldane, 2015

Von „Gold zahlt keine Zinsen“ zu „Gold kostet keine Zinsen“

Für die Veranlagung hat dieses Zinsumfeld gravierende Konsequenzen, auf die wir im vorliegenden Report detailliert eingehen werden. Einen Vorgeschmack darauf meldete die Münchner Rück: Der mit einer Bilanzsumme von 280 Mrd. Euro zweitgrößte Rückversicherungskonzern der Welt gab bekannt, Bargeld und physisches Gold eingelagert zu haben.⁸

Was aber, wenn sich Negativzinsen nicht als probates Mittel zur Erreichung des benötigten Wachstums herausstellen sollten? Als Ultima Ratio wird bereits über Helikoptergeld diskutiert. Diese Maßnahme kombiniert letzten Endes die beiden an sich problematischen Zutaten: expansive Geldpolitik und expansive Fiskalpolitik. Durch dieses Instrument könnte in der Tat die Preisinflation angefacht und somit das Ziel der Zentralbanken erreicht werden. **Es wäre jedoch sehr gut möglich, dass über das Ziel hinausgeschossen würde. Ein ausgiebiger Gebrauch von Helikoptergeld veränderte das Vertrauen in das Geldsystem fundamental.**

⁵ Vgl. „Data dependent“, Marktausblick Herbst 2015, DALE Investment Advisors

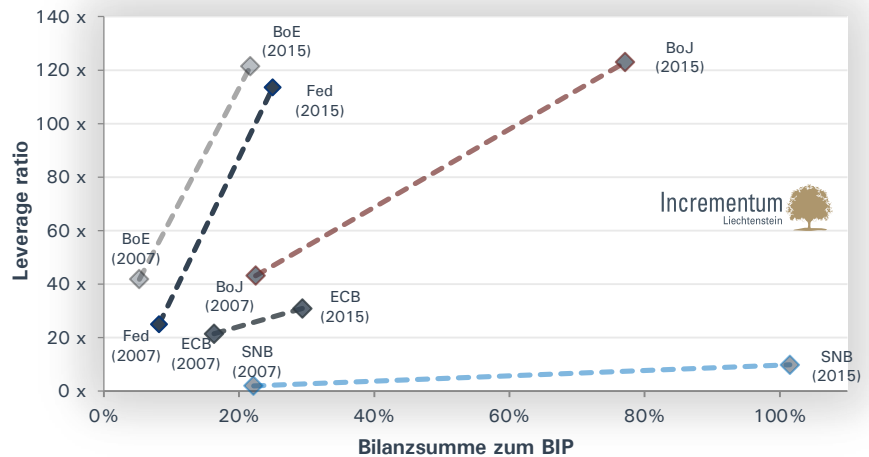
⁶ Tendenz insb. nach dem Brexit stark steigend!

⁷ Vgl. „Die Euthanasie der Rentiers. Vom Ende des Sparens“, Andreas Tögel, eigentümlich frei

⁸ Vgl. „Versicherer hortet Geld statt es der EZB zu geben“, Die Welt

Ein solcher Notenbank-Aktionismus würde sich nahtlos in den Zeitgeist der vergangenen zehn Jahre einreihen. Die Bilanzen der Notenbanken gleichen zunehmend denen hochspekulativer Hedgefonds. Klar ersichtlich ist, dass die japanische Notenbank auf beiden Ebenen – also beim Leverage-Ratio⁹ und bei der Bilanzsumme in Relation zum BIP – bereits extrem weit voraus gesprochen ist, während die EZB noch in vergleichsweise gemächlichem Tempo folgt.

Expansion der Zentralbankbilanzen: 2007 vs. 2015



Quelle: FRED, ECB, BoJ, BoE, SNB, Guggenheim Investments, Incrementum AG

Peak Monetary Policy?

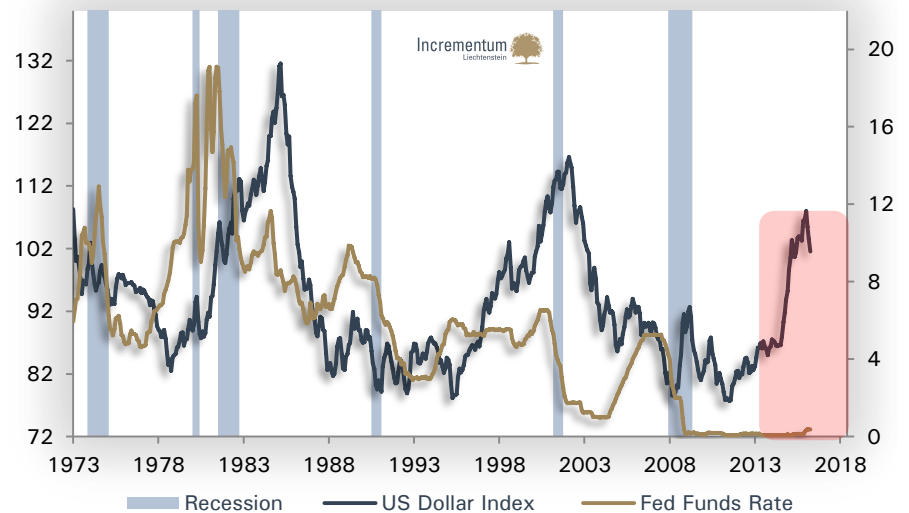
Die ganze Welt ist von immer expansiver agierenden Geldpolitikern besetzt. Die ganze Welt? Nein! Ein von unbeugsamen Notenbankern verwalteter Währungsraum hat bereits vor 36 Monaten die Normalisierung der Geldpolitik eingeleitet. Nachdem die US-Zentralbank ihre schrittweise Reduktion des QE-III-Programmes angekündigt hatte, reduzierte sie über den gesamten Jahresablauf 2014 behutsam ihre Anleihekäufe. Ein weiteres Jahr benötigte sie, um die Zinswende mit einer Leitzinserhöhung von 0,25% im Dezember 2015 anzustoßen. Die Ankündigung vier weiterer Erhöhungen im Jahr 2016 ist heute bereits Makulatur und es ist fraglich, ob heuer überhaupt noch eine einzige Erhöhung folgen kann. Die Rechnung für die minimale Zinserhöhung wurde Mrs. Yellen von den Aktienmärkten rasch präsentiert, als diese im Jänner und Februar einbrachen. **Die medial aufgebauschte Zinswende in den USA ist unserer Meinung nach kläglich gescheitert.**

“Study predicts gold could plunge to \$350 an ounce!”
Market Watch, 30. Juli 2015

Auf dem Rücken dieses relativen Optimismus bezüglich der Normalisierung der Geldpolitik und der US-Konjunktur haben wir im Vorjahr „Peak bearishness“ hinsichtlich Gold und Commodities und „Peak bullishness“ hinsichtlich des US-Dollar erlebt. Diese steht und fällt jedoch mit der tatsächlichen Rückkehr zur geldpolitischen Normalität.

⁹ Das Leverage-Ratio bezeichnet die Summe aus Eigenkapital und Rücklagen geteilt durch die Bilanzsumme der Notenbanken.

US-Dollar Index (linke Skala) vs. Fed Funds Rate (rechte Skala)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Warum fühlen wir uns nun von den aktuellen Geschehnissen hinsichtlich unseres Gold-Kursziels bestätigt? In unserem [Weihnachts-Investorenbrief](#) hatten wir folgendes formuliert:

“Poor Janet does not know what she is doing. She thinks she is driving a car, but the car’s steering wheel is not connected to any steering mechanism.”
Prof. Antal Fekete

“The time is coming (when) global financial markets stop focusing on how much more medicine they will get (QEs) and instead focus on the fact that it does not work.”
Russell Napier

“The only difference between John Law and the trifecta of Draghi, Kuroda and Yellen is really the modern-day level of obfuscation and the fact that there is far more wealth that can be destroyed.”
Acting-man.com

„Unübersehbar steht nun zur Jahreswende die Zinspolitik der globalen Reservewährung des US-Dollar im Fokus der Investoren. Inmitten eines Währungskrieges mit deflationärem Überbau ist nach acht Jahren und etlichem Hinauszögern der Zinswende die Erwartungshaltung an eine Normalisierung der US-Zinspolitik enorm. Das Enttäuschungspotenzial, welches sich in den kommenden Monaten aus einer Verzögerung des Normalisierungsprozesses oder gar aus einer Umkehr zu weiteren reflationären Maßnahmen ergeben könnte, ist unserer Meinung nach exorbitant.“

Was wir heuer an den Märkten bisher gesehen haben, ist ein Vorgeschmack darauf, was passiert, wenn die erwartete geldpolitische Normalisierung nicht durchgeführt werden kann. Das erste Quartal 2016 war für Gold das stärkste Quartal in 30 Jahren und trug aus unserer Sicht dazu bei, dass die Bodenbildung nun abgeschlossen ist. Wenn die Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen einmal grundsätzlich hinterfragt wird, wird dies signifikante Konsequenzen für die Veranlagung haben. **Die Volatilität der Märkte, also der sich in den Preisen niederschlagende Zweifel hinsichtlich der Zukunft, wird signifikant ansteigen, sobald die Marktteilnehmer realisieren, dass wir uns in den letzten Jahren sukzessive in eine monetäre und fiskalische cul-de-sac manövriert haben.**

Ein Großteil der Finanzmarktakteure scheint jedoch nach wie vor davon auszugehen, dass die Normalisierung der US-Geldpolitik langsam aber doch durchgeführt wird. Sie sehen aber auch, dass sich die Krisenherde auf dieser Welt mehren und die Politik sich generell zu einer Disziplin der permanenten Improvisation wandelt, die mit Maßnahmen, die als „alternativlos“ gebrandmarkt werden, Probleme lediglich aufschiebt und dadurch verschlimmert. **Der unerwartete Brexit könnte für die US-Notenbank nun die willkommene Ausrede bieten, um das „temporäre“ Pausieren der Zinserhöhungen zu kommunizieren und den angekündigten Normalisierungsprozess bis auf weiteres zu stoppen.**

The fatal conceit of central banking

“If command economies worked we would all be speaking Russian.”
Kyle Bass

Es ist für uns offenkundig, dass sich die Notenbanken in einer Interventionsspirale verheddert haben. Die monetären Nahtoderlebnisse von 2008 haben die meisten Marktteilnehmer weitestgehend verdrängt. **Getrieben von den niedrigen Zinsen verdrängen sie die Tatsache, dass sie immer höhere Risiken eingehen müssen, um die erwarteten Renditevorstellungen zu erreichen.**

Es ist allgemein bekannt, dass Planwirtschaft nicht funktioniert. Wieso sollte dies dann ausgerechnet bei planwirtschaftlicher Geldpolitik anders sein?¹⁰ Das Dilemma der Zentralbanken, die mittels der Niedrigzinsen die Märkte künstlich beflügelt haben und nun eine Normalisierung der Politik anstreben, zeigt sich in folgender Abbildung: Mit den Niedrigzinsen hat man lediglich die Illusion einer gesunden Ökonomie geschaffen, die sich jedoch im Falle einer Normalisierung des Zinsniveaus in Schall und Rauch auflösen würde. Die Märkte haben sich auf die Niedrigzinsen eingeschossen, ein Entzug dieser führt zu einem Einbruch bei den Vermögenspreisen – und Einbrüche bei den Vermögenspreisen haben bereits die letzten beiden Rezessionen ausgelöst.



Quelle: BofA Merrill Lynch Global Research, Incrementum AG

Die nächste Lehman Brothers wird vermutlich ein Staat sein

„Gold is the anticomplex asset, and therefore one asset that an investor should own in a complex world“.
Jim Rickards

Die richtigen Lehren aus einer Krise zu ziehen sollte stets heißen, ein System stabiler (bzw. sogar antifragiler) zu machen. Stattdessen fand seit 2008 exakt das Gegenteil statt: Das System wurde zunehmend fragilisiert und hängt am seidenen Faden. Der globale Schuldenstand ist seit 2007 um mehr als 40% angestiegen und hat nun auch die Schwellenländer erreicht. Die Bilanzsumme der größten fünf US-Banken ist größer als 2008 und auch die Derivatebücher sind deutlich gewachsen. **Laut Financial Stability Board sind aktuell 29 Banken „too big to fail“ – und zudem auch noch „too big to bail“.**

Gold hingegen ist die Gegenseite ungedeckter Kreditpyramiden: Gold ist antikomplex. Damit ist nicht nur gemeint, dass Gold physisch geschürft und in seiner weltweit verfügbaren Menge sehr stabil ist. Wie u.a. Alan Greenspan regelmäßig attestiert, ist Gold das ultimative Tauschmedium.¹¹ Es wird damit wertvoller im Zuge der zunehmenden weltweiten Produktivität, die auf komplexen Tauschbeziehungen und komplexen Technologien beruht. Zudem ist Gold aber auch Spekulationsobjekt in einer komplexen Finanzwelt und darüber hinaus der Kehrwert des komplexen Geldsystems. Das Edelmetall zu halten, ist eine Versicherung gegen die aktuellen monetären Interventionen sowie gegen ein endogen

¹⁰ Anmerkung: Es ist verwunderlich, wie Ökonomen mehrheitlich Preiskontrollen ablehnen, beim Zinssatz jedoch eine Ausnahme machen.

¹¹ Zuletzt 2014 bei dieser Diskussion https://www.youtube.com/watch?v=_mml8X_2Ces

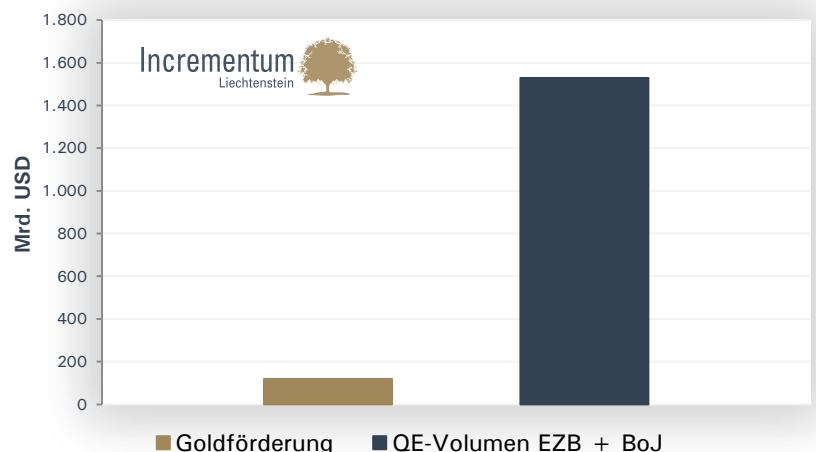
instabiles Währungssystem. Es zeigt sein wahres Ausmaß an Robustheit erst im Rahmen einer internationalen Abwertung von Fiat-Währungen bzw. einer Neuordnung der Währungsarchitektur.¹²

Um die horrenden Dimensionen der QE-Programme zu veranschaulichen, vergleichen wir sie mit dem Gegenwert der Goldförderung. Bei einem Preis von 1.200 USD je Unze, könnte die EZB mit dem derzeitigen Volumen der QE-Programme alleine im ersten Quartal 2016 4.698 Tonnen Gold kaufen, was den Wert der globalen Goldförderung für das erste Quartal 2016 um das **6,49-fache übersteigt**.

EZB und Bank of Japan drucken innerhalb eines Monats den Gegenwert der Weltjahresproduktion an Gold

Wird das europäische QE-Programm wie geplant in derzeitiger Höhe von 80 Mrd. Euro pro Monat fortgesetzt, so entspricht das (bei gleichbleibenden Preisen) dem Gegenwert von 21.609 Tonnen Gold – also ca. 11,81% des in den letzten tausenden von Jahren geförderten Goldbestandes in Höhe von 183.000 Tonnen. **Addiert man das QE der japanischen Notenbank, so wäre der Gegenwert für das Gesamtjahr 2016 gar 39.625 Tonnen. Innerhalb von nur 30 Tagen drucken BoJ und EZB zusammen den unglaublichen Gegenwert einer Jahresproduktion Gold.**

Goldförderung vs. QE-Volumen der EZB und der BoJ in 2016



Quelle: FRED, EZB, World Gold Council, Incrementum AG

**„Geduld ist bitter, ihre Früchte sind süß.“
Aristoteles**

In unserem zehnten „In Gold we Trust“-Report werden wir nun erneut einen sachlichen Blick auf das große Bild werfen und uns die Frage stellen, ob sich Gold nun wieder in einem Bullenmarkt befindet. Wir dürfen das Fazit bereits vorwegnehmen: **Ja! Gold befindet sich in einem Bullenmarkt, der neue Allzeithochs erklimmen wird. Der fulminante Auftakt des Jahres 2016 könnte hierfür ein Vorgeschmack gewesen sein.**

„Fast alle Bücher über Gold sind langweilig“, so beginnt Roland Baader das Vorwort zu seinem Buch *Gold: Letzte Rettung oder Katastrophe*.¹³ Mit unserem Goldreport versuchen wir auf informative Art und Weise das Gegenteil zu beweisen: **Gold ist immer interessant, denn im Gold spiegelt sich der Zustand der globalen Ökonomie und der Währungsarchitektur wider. Wir danken Ihnen für die Treue und wünschen Ihnen nun eine kurzweilige und anregende Lektüre unseres zehnten „In Gold we Trust“-Reports.**

¹² Vgl. Rickards, Jim: The New Case For Gold, Penguin Random House, New York, 2016, S. 57

¹³ Vgl. Baader, Roland: Das Ende des Papiergeld-Zeitalters. Ein Brevier der Freiheit, Hrsg. Rahim Taghizadegan, Verlag Johannes Müller, Bern, 2016

Q1 2016: Gold markiert beste Quartalsperformance seit 30 Jahren

2. STANDORTBESTIMMUNG

Jeder Bärenmarkt ist das Fundament eines neuen Bullenmarktes. *Chrysophile*, also Freunde des Goldes, hatten in den letzten Jahren wenig Grund zur Freude. Die ersten Monate des Jahres 2016 konnten jedoch wieder ein Lächeln auf die Lippen der gescholtenen Goldhalter zaubern: **Das erste Quartal 2016 markierte die beste Performance seit 30 Jahren.**

Zu Beginn unseres Reports wollen wir eine Standortbestimmung vornehmen, und uns kritisch damit auseinandersetzen, ob die aktuelle Rally lediglich eine Bärenmarktrally darstellt oder ob sie eine neue Phase des Bullenmarktes eingeläutet hat. **Zahlreiche Entwicklungen stimmen uns zuversichtlich, dass das Tal der goldenen Tränen verlassen wurde und nun ein fulminanter Aufwärtstrend vor uns liegt.**

a. Rückblick und Status Quo

In unserer Analyse und im Rahmen unserer verwalteten Fonds konzentrieren wir uns in erster Linie auf inflationssensitive Assets. Für diese Anlageklasse war nach 2014 auch 2015 ein Jahr für die Geschichtsbücher. Der Gold Bugs Index (HUI) fiel zwischenzeitlich um weitere 50% und handelte auf dem tiefsten Niveau seit 2003. Der GDXJ, der die Junior-Miner abbildet, lag zwischenzeitlich 90% unter seinem Allzeithoch aus 2011. Der Ölpreis halbierte sich innerhalb weniger Wochen und notierte auf dem niedrigsten Niveau seit 2002. **Was den Aktienmärkten ihr 2008 war, war dem Goldminen- und Rohstoffsektor sein 2015.**

“Gold always does what it should do... it just never does it when we think it should.”
Richard Russell

Im Gegensatz zur Mehrzahl der Gold-Analys(t)en erachten wir die Analyse von den aktuellen Angebots-/Nachfrage-Statistiken für die Goldpreisentwicklung als wenig hilfreich. Gold ist ein Bestandsgut und ein monetäres Metall.¹⁴ Als solches stehen die entscheidenden Faktoren, welche sich letzten Endes auf die Preisentwicklung auswirken, im Zusammenhang mit der aktuellen Situation des Geldsystems. **Unserer Meinung nach sollte man in der Analyse den Fokus auf folgende Einflussfaktoren richten:**¹⁵

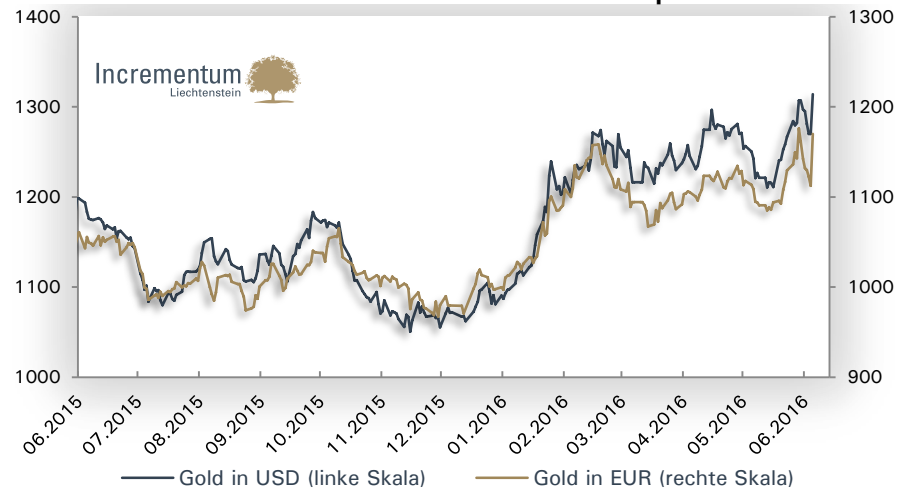
- ▶ Die Inflationstendenz und Inflationserwartungen
- ▶ Niveau und die Tendenz der Realzinsen
- ▶ Trend des Dollar und anderer Fiat-Währungen
- ▶ Trend der Rohstoffpreise
- ▶ Credit Spreads (als Indikator für die wirtschaftliche Zuversicht und Kreditmengenwachstum)
- ▶ Tendenz und Momentum des Geldmengenwachstums
- ▶ Opportunitätskosten (Aktien, Anleihen,...)
- ▶ Vertrauen in die Notenbankpolitik und die Stabilität des Finanzsystems sowie die konjunkturelle Entwicklung
- ▶ Vertrauen in Politik und fiskalische Stabilität
- ▶ Nachfrage nach Geld (*Velocity*) und Sparneigung

Sehen wir uns die Entwicklung seit **Veröffentlichung unseres letzten Reports am 25. Juni 2015 an, so war die Goldpreisentwicklung sowohl auf Euro- als auch auf Dollar-Basis klar positiv.** Minenaktien konnten seitdem fulminante 60% zulegen, während Silber um „lediglich“ 12% stieg.

¹⁴ Siehe dazu unsere Kapitel bez. des „stock-to-flow“ Ratios in den Goldreports aus 2013, 2014 und 2015

¹⁵ Vgl. „Gold: Still Misunderstood“, Acting-man.com

Gold in US-Dollar und Euro seit dem letzten Goldreport



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Weltgoldpreis bereits seit 2014 im Aufwärtstrend

Die nachfolgende Grafik zeigt den sogenannten „Weltgoldpreis“, der gegenüber seinem Hoch im Jahre 2011 gar nicht so viel eingebüßt hat. Im Weltgoldpreis wird Gold nicht in USD oder EUR, sondern anhand des handelsgewichteten Außenwertes des Dollars dargestellt. **Vergleicht man nun den Weltgoldpreis mit dem Dollar-Preis, so erkennt man dass sich die Divergenz seit 2014 signifikant erhöhte.** Dies lag in erster Linie am starken Vertrauen in die wirtschaftliche Gesundung der US-Ökonomie und damit verbundenen Zinserhöhungsphantasien, die den Dollar beflügelten.

Weltgoldpreis v. Dollar-Goldpreis seit 2011



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Ausschlaggebend für die positive Entwicklung der letzten Monate waren unserer Meinung nach in erster Linie folgende Faktoren:

- ▶ **Schwächerer US-Dollar**
- ▶ **Steigende Rohstoffpreise**
- ▶ **Das Drehen der Inflationstendenz**
- ▶ **Fallende Realzinsen**
- ▶ **Zunehmende politische Verwerfungen (Brexit etc.)**

Das Gesamtjahr 2015 war für Gold in einigen Währungen, u.a. im US-Dollar, Schweizer Franken, Britischen Pfund und Yen, von Verlusten

geprägt. Diese wurden allerdings seit Jahresbeginn 2016 überkompensiert. **Nach wie vor bleibt die durchschnittliche Performance in diesem säkularen Bullenmarkt beeindruckend.** So liegt der Mittelwert der jährlichen Performance zwischen 2001 und 2016 bei 10,71%. **Gold konnte in dieser Zeit somit – trotz der massiven Korrektur – praktisch jede andere Anlageklasse deutlich outperformen.**

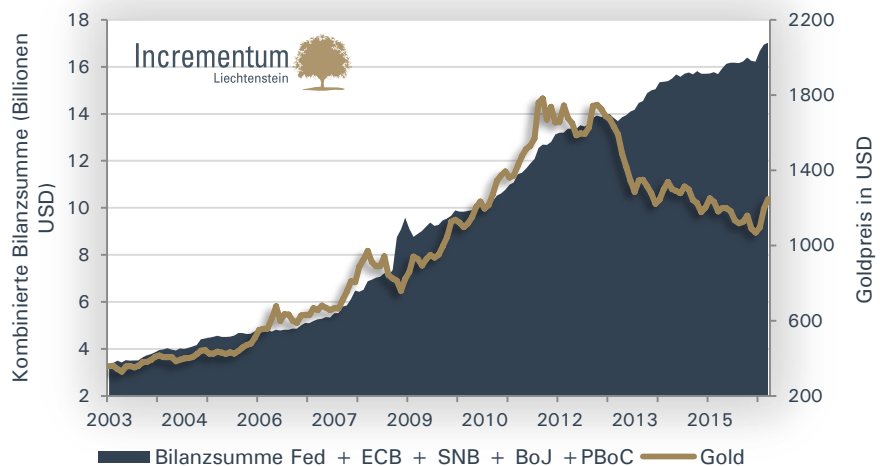
Gold Performance seit 2001 in div. Währungen (%)

	EUR	USD	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Ø
2001	8,10%	2,50%	5,40%	11,30%	8,80%	2,50%	17,40%	5,00%	5,80%	7,42%
2002	5,90%	24,70%	12,70%	13,50%	23,70%	24,80%	13,00%	3,90%	24,00%	16,24%
2003	-0,50%	19,60%	7,90%	-10,50%	-2,20%	19,50%	7,90%	7,00%	13,50%	6,91%
2004	-2,10%	5,20%	-2,00%	1,40%	-2,00%	5,20%	0,90%	-3,00%	0,90%	0,50%
2005	35,10%	18,20%	31,80%	25,60%	14,50%	15,20%	35,70%	36,20%	22,80%	26,12%
2006	10,20%	22,80%	7,80%	14,40%	22,80%	18,80%	24,00%	13,90%	20,58%	17,24%
2007	18,80%	31,40%	29,70%	18,10%	11,50%	22,90%	23,40%	22,10%	17,40%	21,70%
2008	11,00%	5,80%	43,70%	33,00%	31,10%	-1,00%	-14,00%	-0,30%	30,50%	15,53%
2009	20,50%	23,90%	12,10%	-3,60%	5,90%	24,00%	27,10%	20,30%	18,40%	16,51%
2010	39,20%	29,80%	36,30%	15,10%	24,30%	25,30%	13,90%	17,40%	25,30%	25,18%
2011	12,70%	10,20%	9,20%	8,80%	11,90%	3,30%	3,90%	10,20%	30,40%	11,18%
2012	6,80%	7,00%	2,20%	5,40%	4,30%	6,20%	20,70%	4,20%	10,30%	7,46%
2013	-31,20%	-23,20%	-28,80%	-18,50%	-23,30%	-30,30%	-12,80%	-30,20%	-19,00%	-24,14%
2014	12,10%	-1,50%	5,00%	7,70%	7,90%	1,20%	12,30%	9,90%	0,80%	6,16%
2015	-0,30%	-10,40%	-5,20%	0,40%	7,50%	-6,20%	-10,1%	-9,90%	-5,90%	-3,75%
2016ytd	20,70%	24,50%	32,90%	21,10%	16,10%	26,50%	5,40%	20,10%	27,10%	21,60%
Mittelwert	10,50%	11,56%	12,50%	9,36%	10,37%	9,67%	10,21%	8,36%	13,87%	10,71%

Quelle: Incrementum AG, Goldprice.org

Eine seit 2011 stattfindende Divergenz zwischen Geldmengenwachstum und Goldpreisentwicklung erkennt man anhand der nachfolgenden Grafik. Sie zeigt die kombinierte Bilanzsumme von Federal Reserve, EZB, SNB, Peoples Bank of China und der Bank of Japan. Wenn die Geldmengen schneller wachsen als der physische Goldbestand, so sollte der Goldpreis steigen und umgekehrt. Die Grafik zeigt uns, dass entweder der Goldpreis zu stark korrigiert hat oder die Zentralbankbilanzen in Zukunft stagnieren bzw. fallen werden. Wer sich mit Wirtschaftsgeschichte befasst weiß, wie wenige Präzedenzfälle es für nachhaltige Verkürzungen von Zentralbankbilanzen bislang gab. Dies ist also ein starkes Indiz dafür, dass der Goldpreis einiges aufzuholen hat.

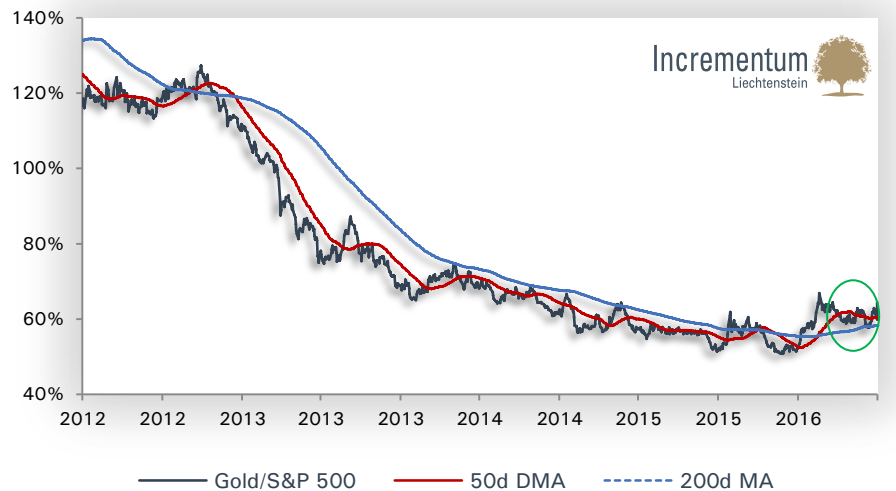
Kombinierte Bilanzsummen Fed+EZB+SNB+PBoC+BoJ in Billionen US-Dollar (2002-2015)



Quelle: FRED, PBoC, SNB, Incrementum AG

Vergleichen wir nun die Goldpreisentwicklung mit der Aktienpreisentwicklung, so erkennen wir, dass die relative Schwäche von Gold zu Ende zu gehen scheint. Im Vorjahr hatten wir bereits festgestellt, dass sich die Intensität des Abwärtstrends merklich verringert hat. Nach der knapp vierjährigen Underperformance von Gold gegenüber dem breiten Aktienmarkt könnte sich das Blatt auf Sicht der nächsten Jahre nun zugunsten von Gold gewendet haben.

Gold/S&P500-Ratio und 50-Tage-Linie und 200-Tage-Linie

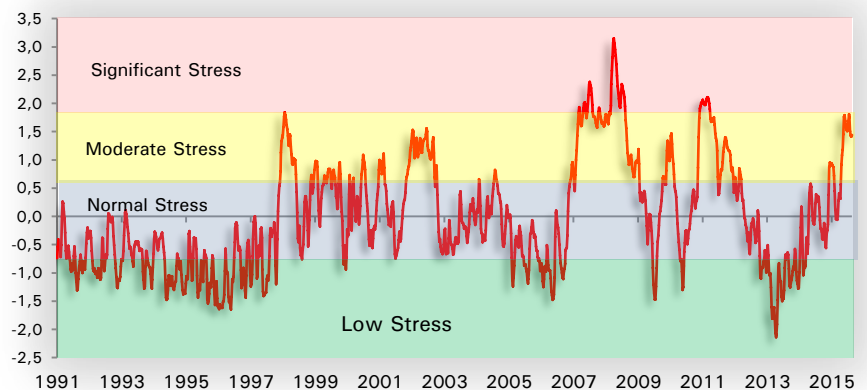


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

“Es sind nicht die Dinge, die Du für gefährlich hältst, die Dich umbringen, sondern es sind jene Dinge, die Du zu lange für sicher hieltest.”
Mark Twain

Auch die Verunsicherung der Finanzmarktteilnehmer stellt einen wichtigen Einflussfaktor für den Goldpreis dar. Der Cleveland Financial Stress Index (CFSI)¹⁶ deutet derzeit steigende Finanzmarktrisiken an. Der von der Federal Reserve in Cleveland errechnete Risikoindex misst den „Gesundheitszustand“ des US-Finanzsystems und soll systemische Risiken voraussehen. Insgesamt elf Subindikatoren aus den Bereichen Credit, Aktien, Währungen und Interbankenhandel werden zu einem Gesamtindikator kombiniert, der wiederum in 4 Stufen unterteilt ist. Die Stufen zeigen tiefe, normale, moderate und signifikante Stressperioden an. **Seit Anfang 2014 befindet sich der Index wieder in einem Aufwärtstrend und notiert aktuell auf dem höchsten Stand seit 2011.**

Cleveland Financial Stress Index zeigt steigenden Stress im Finanzsystem an



Quelle: Bawerk.net, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

¹⁶ Vgl. <https://www.clevelandfed.org/en/our-research/indicators-and-data/cleveland-financial-stress-index.aspx>

b. Dreht die Inflationsdynamik?

„We may well at present be seeing the first stirrings of an increase in the inflation rate — something that we would like to happen.“

Stanley Fischer, Fed Vice-Chair

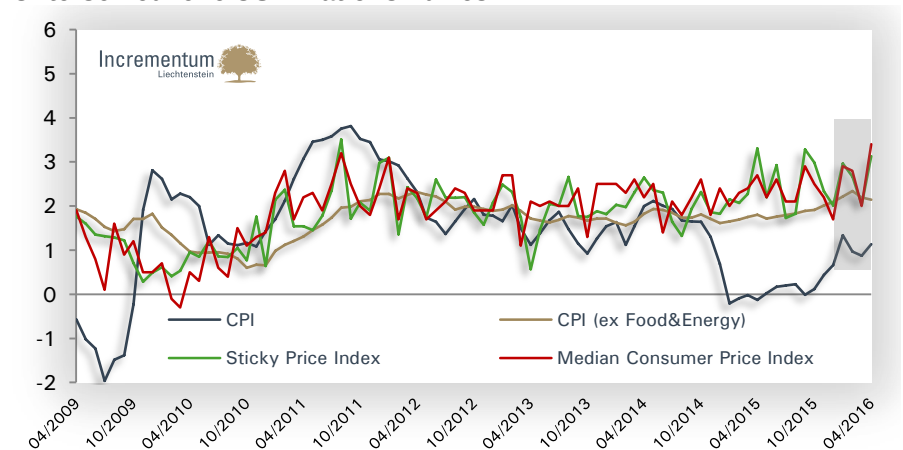
Die Inflationsdynamik ist unserer Meinung nach das Zünglein an der Waage für eine nachhaltige Wende der Goldpreisentwicklung. Insbesondere die Tendenz der US-Teuerung ist für die globale Ordnung von hoher Bedeutung. **Im letztjährigen Report stand auf der Titelseite geschrieben:**

„Wir sind der Überzeugung, dass wir nun nahe einer entscheidenden Weggabelung stehen: Der disinflationäre Trend wird gebrochen werden (müssen). Steigende Inflationsraten werden entweder im Umfeld einer anspringenden wirtschaftlichen Aktivität oder im Rahmen einer stagflationären Entwicklung auftreten. In beiden Fällen profitieren inflationssensitive Anlagen wie Gold und Minenaktien.“

Hat die Inflationsdynamik, welche sich seit 2011 in einem ausgeprägten disinflationären Trend befunden hat, nun gedreht? Auch wenn wir den gängigen Inflationsindizes aufgrund ihrer methodologischen Beschränktheit kritisch gegenüberstehen, wollen wir trotzdem einen Blick auf die US-Teuerung werfen.

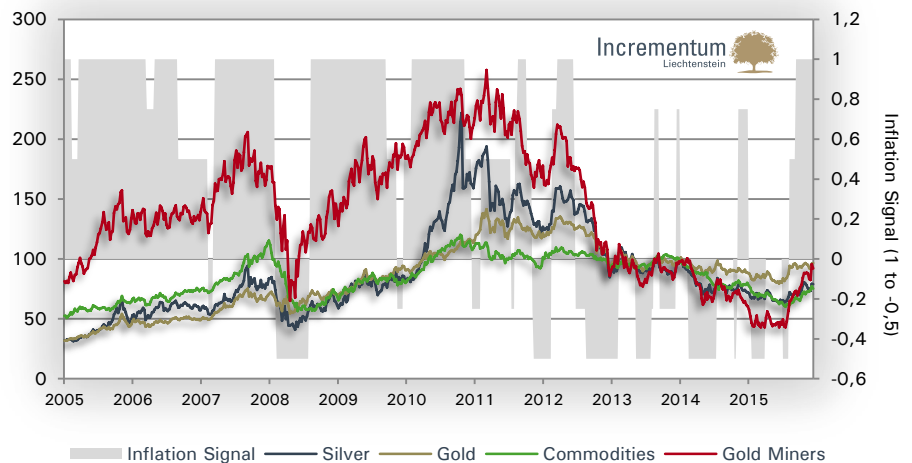
Bereits Anfang des Jahres 2016 war bei den rollierenden Veränderungsraten der Konsumentenpreise eine Veränderung festzustellen. Es scheint, als hätte sich ein Boden ausgebildet und als würden die Inflationsindizes auf breiter Front nun wieder nach oben tendieren.

Unterschiedliche US-Inflationsindizes



Für die Veranlagung unserer Fonds haben wir aufgrund der Relevanz der Inflationsdynamik ein proprietäres Inflationssignal entwickelt. Dieses besteht ausschließlich aus marktbasierten Daten und reagiert schneller als herkömmliche Inflationsstatistiken. Je nach Signal allokieren wir in inflationssensitive Anlageklassen – in erster Linie in Minenaktien, Rohstoffe und Energietitel. **Zum ersten Mal seit Anfang 2013 zeigt das Incrementum Inflationssignal wieder die volle Ausprägung.**

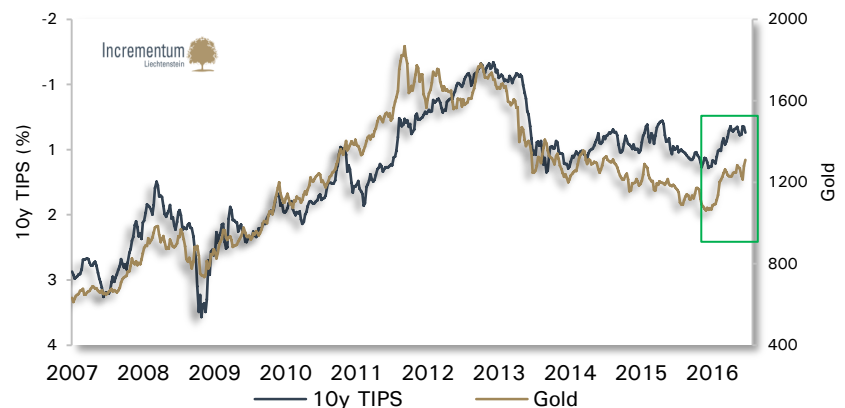
Incrementum Inflationssignal und inflationssensitive Anlageklassen



Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

Auch die Renditen der inflationsgeschützten Anleihen zeigen eine hohe negative Korrelation zum Goldpreis. **Vergleicht man den Goldpreis mit den realen Renditen der 10-jährigen inflationsgeschützten US-Staatsanleihen (TIPS), so erkennt man, dass der Ausbruch des Goldpreises von einem Einpreisen steigender Inflationserwartungen begleitet war.**

Goldpreis vs. Rendite der 10y TIPS (invertierte Achse)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Gemäß unserer statistischen Auswertungen ist ein nachhaltiger Goldpreisanstieg bei einem gleichzeitig steigenden Gold/Silber-Ratio unwahrscheinlich.¹⁷ Ein fallendes G/S-Ratio erhöht die Wahrscheinlichkeit für einen Bullenmarkt in Gold deutlich. Die aktuelle Situation des Ratios beobachten wir gerade deshalb besonders aufmerksam, da der Kurs in den letzten Wochen an einer möglichen Trendwende angelangt ist. Ein neuer Abwärtstrend des Ratios würde einerseits positive Aussichten für Gold, andererseits auch eine steigende Inflationsdynamik signalisieren.

¹⁷ Dieser Thematik widmeten wir im Vorjahr ein eigenes Kapitel, siehe „Das Gold/Silber-Ratio als Indikator zur Messung der Inflationsdynamik“, In Gold we Trust 2015

Gold/Silver-Ratio seit 2000



Quelle: Incrementum AG

Alles in allem sehen wir eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Wende der Inflationstendenz nun vollzogen wurde. In den Finanzmedien und an den Finanzmärkten werden die Themen steigende Inflation und Stagflation in den kommenden Monaten vermehrt thematisiert werden.

c. The Bull is Back?!

„There is no training, classroom or otherwise, that can prepare for trading the last third of a move, whether it's the end of a bull market or the end of a bear market.“

Paul Tudor Jones

“Immer wenn man die Meinung der Mehrheit teilt, ist es Zeit, innezuhalten und sich zu besinnen.”
Mark Twain

Die Beurteilung ob sich eine Aktie, eine Währung oder ein Rohstoff in einem Bullenmarkt befindet oder nicht, ist für den Erfolg eines Investments von entscheidender Bedeutung. Insofern wollen wir uns nachfolgend kurz der Frage widmen, ob sich Gold nun in einem Bullenmarkt oder in einer Korrektur innerhalb eines Bärenmarktes befindet.

Auf Wikipedia ist zu lesen: „Der Begriff „Bullenmarkt“ oder „Hausse“ steht an der „Börse“ für anhaltend steigende Kurse“. Etwas technischer definiert, bedeutet Bullenmarkt einen **übergeordneten Aufwärtstrend**. Dieser charakterisiert sich durch *höhere Tiefststände* und *höhere Höchststände*.

“Selbst wenn alle Fachleute einer Meinung sind, können sie sehr wohl im Irrtum sein.”
Bertrand Russell

In der Dow-Theorie wird stets von drei Trends gesprochen. Charles Dow, der Begründer der modernen technischen Analyse, vergleicht die drei Trends mit dem Verhalten des Wassers in den Ozeanen. Der primäre Trend steht für Ebbe und Flut und zeigt an, in welche Richtung es gerade grundsätzlich läuft. Der sekundäre Trend steht für die Wellen und der tertiäre Trend, der nicht sonderlich bedeutsam ist, entspricht kleinsten Veränderungen auf den Wellen. Der Primärtrend lässt sich in folgende Phasen unterteilen:

- ▶ **Akkumulationsphase:** Der Markt hat gerade nach oben gedreht, jetzt kaufen die gut informierten Investoren.
- ▶ **Phase der öffentlichen Beteiligung:** Nun, da die Medien über die steigenden Kurse berichten, steigen viele Leute ein.

- **Distributionsphase:** Jetzt wächst das Interesse der breiten Öffentlichkeit, der Markt befindet sich auf einem Hoch, die cleveren Investoren steigen bereits aus.¹⁸

“We’re very bullish on gold, which is the anti-paper money, of course, and is underowned by investors around the world.”
Paul Singer

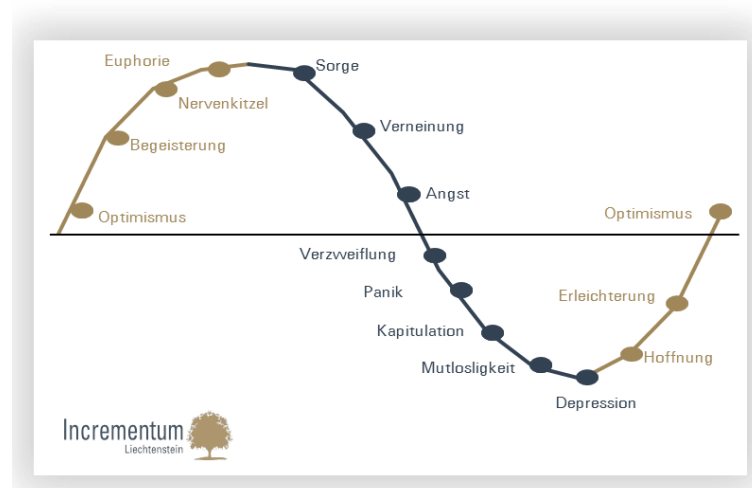
Die Tatsache, dass überaus erfolgreiche Makro-Investoren wie beispielsweise Stanley Druckenmiller, Carl Icahn, Paul Singer oder George Soros zuletzt massive Goldpositionen aufgebaut haben, werten wir als gutes Indiz dafür, dass sich Gold in den letzten Monaten in der Akkumulationsphase befand und nun am Übergang zur 2. Phase (öffentliche Beteiligung) steht.

Weiters sind folgende technische Faktoren für die Identifikation eines Bullenmarktrends relevant:

- **Anstieg um 20% von den Tiefstständen**
- **Aufsteigende Trendlinien** (50/100/200-Tage-Linie). Dabei sollten die kürzeren *Moving Averages* idealerweise über den langfristigen liegen. Je größer die Differenz, desto stärker das Momentum des Aufwärtstrends.
- Die **Marktbreite** stellt ebenfalls einen wichtigen Faktor dar. Im Vergleich zu Aktien, wo sich die Marktbreite über Sub-Sektoren definieren lässt, ist dies bei Gold diffiziler. Als Proxy könnte man jedoch Währungen heranziehen. Nachdem Gold seine Tiefststände in vielen Währungen bereits 2013 markiert hatte und nun in praktisch jeder Währung steigt, dürfte dieser Indikator ebenfalls auf einen neuen Bullenmarkt hinweisen. Zudem kann man die Bestätigung seitens der Minenaktien als „Marktbreite“ definieren.

Auch die Marktpsychologie ist ein wesentlicher Aspekt bei der Beurteilung von Bullen- und Bärenmärkten. Am Beginn eines Bullenmarktes ist das Interesse meist äußerst gering, es überwiegen überbordende Skepsis und Desinteresse. Dies ändert sich im Zuge des Zyklus‘ sukzessive, bis am Ende Euphorie und Kaufpanik vorherrschen. **Die nachfolgende Grafik spiegelt dieses Wechselbad der Gefühle wider.**

Zyklus der Marktemotionen



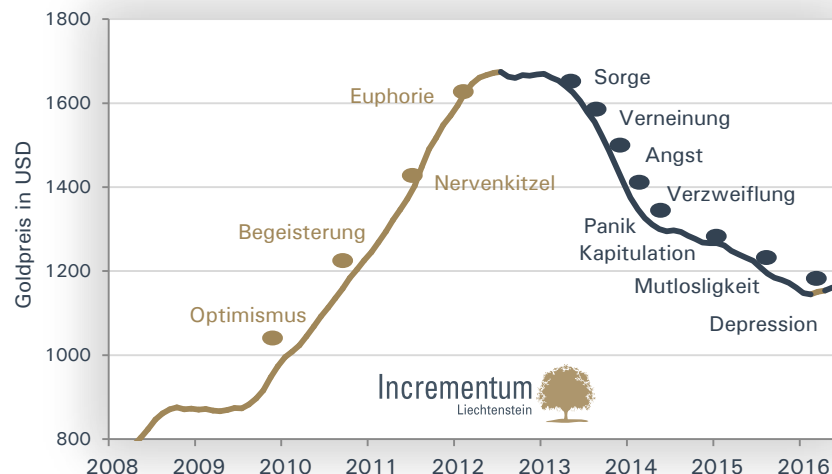
Quelle: Goldcore, Incrementum AG

Vergleichen wir diesen Sentiment-Zyklus nun mit dem Goldpreis (360-Tage-Schnitt), so erkennen wir, dass im Vorjahr vermutlich die maximale

¹⁸ Vgl. „Technische Analyse der Finanzmärkte“, John Murphy

Frustration – wir sprachen im letzten Goldreport vom „Markt als Schmerzmaximierer“ – erreicht wurde.

Zyklus der Marktemotionen und der Goldpreis



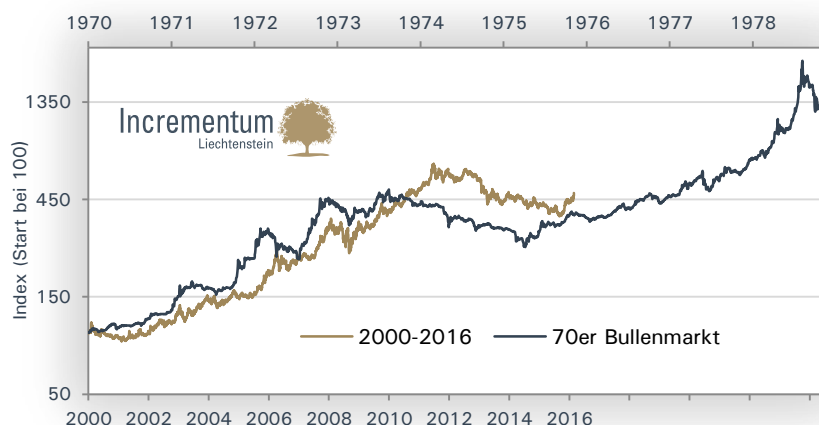
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

“The two most powerful warriors are patience and time.”

Leo Tolstoy

Auch ein Vergleich mit vergangenen Bullenmärkten scheint interessant. In unserer vergangenen Studie hatten wir die aktuelle Korrektur mit der *mid-cycle correction* von 1974 bis 1976 verglichen. Diese Phase ähnelte der aktuellen Phase besonders aufgrund der ausgeprägten Disinflation, steigender Realzinsen und eines extrem hohen Pessimismus hinsichtlich der weiteren Goldpreisentwicklung. Vergleicht man die beiden Kursverläufe, so lässt sich erkennen, dass der Bärenmarkt seit 2011 annähernd die gleiche Struktur und Tiefe wie die Mid-Cycle-Korrektur von 1974-1976 hatte. Man erkennt jedoch auch, dass die Dauer der beiden Korrekturen deutlich divergiert.

Goldbullenmärkte 1970 vs. 2000er im Vergleich (logarithmische Skalierung)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Sharelynx.com, Incrementum AG

Fazit:

Zahlreiche technische Indikatoren und Stimmungsbarometer deuten darauf hin, dass der Goldpreis einen klassischen Zyklus durchlebt hat, der im Vorjahr in maximalem Pessimismus und einer Verkaufspanik kulminierte. **Es scheint, als stünden wir nun am Beginn eines neuen Bullenmarktzyklus. Auf die fundamentalen Ursachen, die diese These bestätigen, wollen wir auf den nachfolgenden Seiten eingehen.**

d. Anekdotische Evidenz dreier Weltbilder

Im Rahmen dutzender Veranstaltungen und hunderter Kundenbesuche interagieren wir mit professionellen Marktteilnehmern wie z.B. Vermögensverwaltern, Fondsmanagern, Private Bankern etc. Im Laufe vieler Diskussionen konnten wir grob gesprochen drei unterschiedliche Weltbilder hinsichtlich der Einschätzung der wirtschaftlichen Gesamtsituation diagnostizieren. **Diese wollen wir im Folgenden charakterisieren:**

1. Die Systemgläubigen

Unter ihnen sind beispielsweise Finanzanalysten und Marktkommentatoren, welche meist die keynesianische Wirtschaftspolitik, die in Folge der globalen Finanzmarktkrise betrieben wurde, grundsätzlich für richtig und notwendig befinden. Dieser Sichtweise folgend befindet sich die Wirtschaft in einem Heilungsprozess, der sich aufgrund von nicht vorhersehbaren regionalen wirtschaftlichen Problemen (Eurokrise, chinesischer Wachstumsrückgang etc.) langsamer als erwartet gestaltet. Alles in allem ist „der Patient“ namens Weltwirtschaft jedoch auf dem Weg der Genesung und die Finanzmärkte geben langsam Entwarnung. Zudem haben die Aufsichtsbehörden die notwendigen Lehren aus der Krise gezogen und durch bessere Regulierungen systemische Risiken verringert. **Diese Sichtweise entspricht dem derzeit gängigen ökonomischen Weltbild**, welchem wir uns im 3. Kapitel ausführlicher widmen werden.

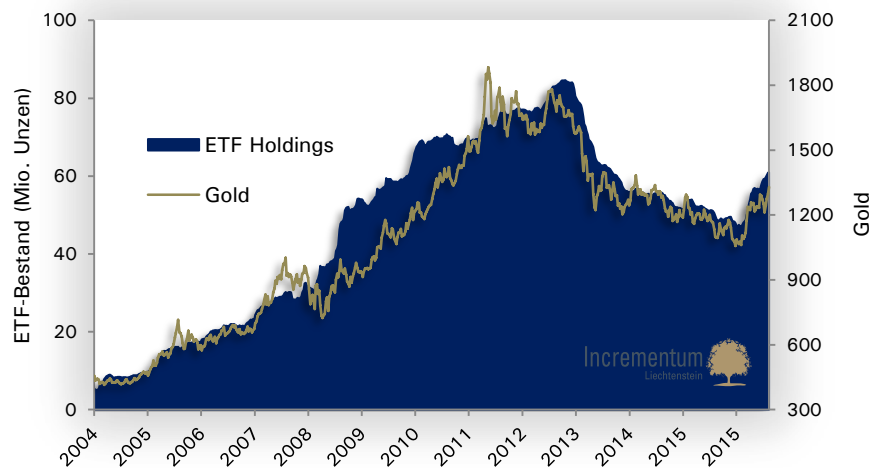
Zunehmend kritisch gesehen wird von einigen Vertretern dieses Camps, dass die expansive Geldpolitik zuletzt „*the only game in town*“ war. „Säkulare Stagnation“ oder „New Normal“ sind gemäß der Systemgläubigen Paradigmen, welche den aktuellen Zustand des schwächeren Wachstums beschreiben. Dieser Zustand sollte durch mehr Stimuli wie zum Beispiel fiskalische Konjunkturmaßnahmen bzw. Helikoptergeld (gegebenenfalls gepaart mit Strukturreformen) durchbrochen werden. **Die Goldquote in den Portfolios, welche von diesen Personen strukturiert werden, war in den vergangenen Jahren niedrig bzw. null.**

2. Die Skeptiker

In diesem Camp befinden sich Personen, welche **Misstrauen gegenüber der Nachhaltigkeit der extremen wirtschaftspolitischen Maßnahmen hegen**. Viele von ihnen hat ihr Instinkt bereits nach der Krise gesagt, dass eine Schuldenkrise mit noch mehr Schulden und radikalen geldpolitischen Maßnahmen zu bekämpfen, wohl keine probate Therapie sein könne. Zu dieser Gruppe zählen mitunter Fondsmanager und Vermögensverwalter, welche oftmals das Ausmaß ihrer kritischen Einschätzung nicht völlig frei kommunizieren können, wollen oder dürfen.

Was die Goldallokationen innerhalb der von ihnen verwalteten Portfolios angeht, so haben viele von ihnen pragmatisch agiert: **In den Jahren nach der Krise wurde viel Gold akkumuliert, jedoch wurden diese Positionen in den vergangenen Jahren (oftmals aufgrund von Performancedruck) wieder reduziert und oftmals gänzlich abgebaut.** Das ausständige Volumen von Gold-ETFs spiegelt diese Entwicklung wider. Anhand der zuletzt wieder deutlich gestiegenen ETF-Zuflüsse erkennt man, dass Finanzinvestoren – vermutlich überwiegend aus dem Camp der Skeptiker – wieder in den Markt zurückgekehrt sind. ETFs erwarben im ersten Quartal 2016 367 Tonnen Gold, was der mit Abstand größte Zufluss seit dem ersten Quartal 2009 war.

Gesamtes ETF-Volumen (Mio. Unzen) vs. Goldpreis



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Aufgrund des Anlagenotstands und des Drucks durch Reporting-Strukturen und Benchmarks sind viele Skeptiker in den letzten Jahren wieder verstärkt auf die klassischen „risk on“-Anlageklassen wie Aktien, Hochzinsanleihen etc. aufgesprungen. Oftmals geschah dies jedoch nur halbherzig, um „die Welle zu reiten“.

Es ist bemerkenswert, wie viele Marktteilnehmer hinter vorgehaltener Hand die Sinnhaftigkeit bzw. die Nachhaltigkeit der wirtschaftspolitischen und geldpolitischen Maßnahmen in Frage stellen. Spannend ist auch, dass unserer Einschätzung nach die Gruppe der Skeptiker in den vergangenen Jahren sukzessive angewachsen ist und mittlerweile womöglich zur zahlenmäßig größten Gruppe avanciert ist.

Die Skeptiker könnten daher für die künftige Goldpreisentwicklung als marginale Käufer eine besonders wichtige Rolle spielen: Viele von ihnen sind noch nicht in Gold investiert und beobachten das Spiel von der Seitenlinie. Sobald das Narrativ der langsamen Genesung der Volkswirtschaften nicht mehr haltbar sein sollte, werden sie die Ersten sein, welche Portfolioumschichtungen zugunsten von Gold durchführen werden.

3. Die Systemkritiker

“Once you become an Austrian, you remain an Austrian.”
Mark Valek

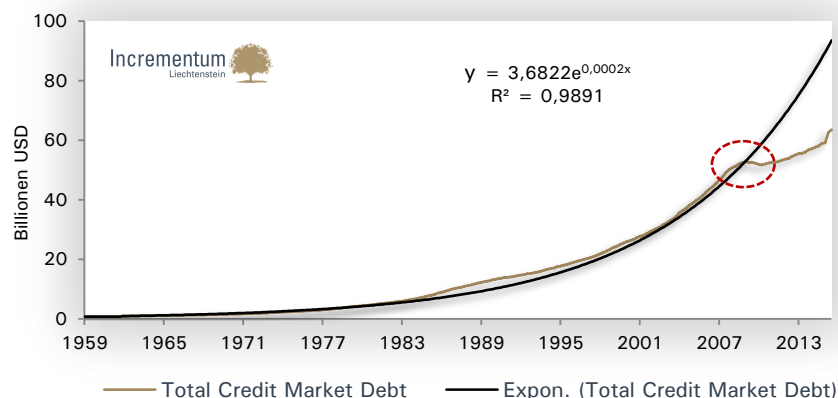
Diese Fraktion ist von einem systemischen Fehler im Aufbau des Geldsystems überzeugt. Systemische Kritik kann mittels unterschiedlicher Denkschulen – manchmal einfach durch Zuhilfenahme des eigenen Hausverständes – argumentativ erörtert werden. Unserer Meinung nach ist die konsistenteste Diagnose des Status Quo mithilfe der analytischen Methoden der Österreichischen Schule der Nationalökonomie durchführbar. Mithilfe dieses Ansatzes kann systematisch gefolgert werden, dass der aktuelle Aufschwung weder nachhaltig noch selbsttragend ist.

Eines haben die Personen, welche nach längerer Auseinandersetzung mit der Materie zu einer systemkritischen Schlussfolgerung gelangen, gemeinsam: Es ist praktisch unmöglich, dass diese wieder zu Systemgläubigen werden. Es herrscht also eine Einbahnstraße in dieses Camp vor, das Wachstum dieser Gruppe ist determiniert.

“Der grösste Fehler des Menschen ist seine Unfähigkeit, die Exponentialfunktion zu verstehen.”
Albert Bartlett

Wir machen keinen Hehl daraus, dass wir durchwegs in die dritte Gruppe fallen.¹⁹ Über die von uns stets kritisierte Unbeständigkeit des schuldeninduzierten Wachstums gibt nachfolgende Grafik eindrucksvoll Auskunft. So stieg die „total credit market debt“ – das am weitesten gefasste Verschuldungsaggregat in den USA – seit 1959 um 9.100%, die annualisierte Wachstumsrate beläuft sich auf 8,26%. In jeder Dekade fand mindestens eine Verdopplung des Kreditvolumens statt. Um das schuldeninduzierte BIP-Wachstum nach dem erstmaligen Rückgang der Gesamtverschuldung im Jahr 2009 wieder in Gang zu setzen, reagierte die Fed mit einer Serie noch nie dagewesener geldpolitischer Maßnahmen.

Kreditmengenwachstum verlässt den Exponentialpfad



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

In diesem Geldsystem gibt es keinen Retougang – es muss permanent die Menge an Geld, die in Umlauf gelangt, gesteigert werden, was wiederum gleichbedeutend mit einem Anstieg der Kredit- bzw. Schuldenmenge ist. Dass sich die Schulden- und Kreditmengen seit einigen Jahren nicht mehr stetig ausweiten lassen, kennzeichnet die derzeitige, kritische Phase des Geldsystems. Der Rekordverschuldung wird mittelfristig entweder mit einem Schuldenschnitt, einer brachialen Reflation oder mit Helikoptergeld begegnet werden.

Diese systemkritische Sichtweise der Situation bewegt uns dazu, weiterhin eine Lanze für physisches Gold als strategische Allokation eines langfristig orientierten Anlageportfolios zu brechen.

Zusammenfassung „Standortbestimmung“:

“The Fed has borrowed more from future consumption than ever before.”
Stanley Druckenmiller

Wir haben uns im Vorjahr weit aus dem Fenster gelehnt und inmitten eines ausgeprägten Bärenmarktes ein ambitioniertes Kursziel von 2.300 US-Dollar für Juni 2018 verkündet. **Der erste Schritt in die Richtung dürfte getan sein.** Die Bodenbildung des Rohstoffsektors sowie des Goldpreises scheint abgeschlossen. Anfang dieses Jahres meldete sich Gold mit einem kräftigen Lebenszeichen zurück.

Nichtsdestotrotz sind wir noch weit von dem geäußerten Kursziel von 2.300 US-Dollar entfernt. Um dieses zu erreichen, müsste die derzeit vorherrschende Perzeption hinsichtlich der globalen wirtschaftlichen Lage kippen. **Darüber hinaus müsste die grundsätzliche Sinnhaftigkeit der interventionistischen Geld- und Fiskalpolitik infrage gestellt werden.**

¹⁹ Wir stehen für seriöse Systemkritik auf der Basis einer weitestgehend werturteilsfreien Erkenntnisuche (wobei wir uns methodologisch auf die Österreichische Schule stützen), wollen aber unterstreichen, dass wir Systemablehnung als weltanschauliche Grundhaltung kritisch gegenüberstehen.

Es mehren sich jedoch die Anzeichen eines zunehmenden Skeptizismus. Etwas durchwegs Bezeichnendes geschah beispielsweise auf der Pressekonferenz im Anschluss an die FOMC-Sitzung im März. Die erste Frage, welche vom CNBC-Journalisten Steve Liesman an Janet Yellen gestellt wurde, lautete:

„Does the Fed have a credibility problem [...]?“²⁰

Der verbale Eiertanz der Fed hinsichtlich weiterer Zinserhöhungen trägt nicht gerade zu einer Vertrauensförderung bei, da eine eindeutig nachvollziehbare geldpolitische Strategie nicht zu erkennen ist. **Eine deutliche Wirtschaftsschwäche bzw. ein erneutes Stimulationsprogramm mit noch extremeren Maßnahmen würde die Verunsicherung weiter befeuern. Von Goldpreis- und Rohstoffanstiegen sowie von Preisinflation wäre in diesem Falle auszugehen.**

Wir sind der Meinung, dass innerhalb der nächsten 24 Monate solche oder ähnliche Szenarien mit hoher Wahrscheinlichkeit eintreten werden und halten daher an unserem Kursziel von 2.300 US-Dollar bis Juni 2018 fest. **Die bestehende Kombination aus offensichtlicher Überschuldung, expansiver Fiskal- und Geldpolitik sowie dem eisernen Willen, Preisinflation zu erzeugen, bleibt für Gold das stabile Fundament weiterer Kursavancen.**

²⁰ https://youtu.be/aodavML_cB8?t=15m

„WIENER PHILHARMONIKER“

SO KLINGT EINE SCHÖNE ZUKUNFT



MÜNZE
ÖSTERREICH

Gold, Silber oder Platin. Einerlei, für welches Edelmetall Sie sich entscheiden: Alle drei „Wiener Philharmoniker“ sind verlässliche und wertbeständige Vorsorgeprodukte. Mit ihnen nimmt die Zukunft, und sei sie auch noch so fern, Gestalt an. Der weltberühmte „Wiener Philharmoniker“ schafft Werte, die bleiben. Komme, was mag.
MÜNZE ÖSTERREICH – ANLEGEN. SAMMELN. SCHENKEN.

3. EIN ÖKONOMISCHES WELTBILD GERÄT INS WANKEN

„Winter is coming.“

Ned Stark of Winterfell

Die globale Finanzmarktkrise 2008 war zweifellos die bedeutendste Zäsur der jüngeren Wirtschaftsgeschichte. Als sich der Staub nach den chaotischen Monaten um die Jahreswende 2008/2009 etwas gelegt hatte, wurde eine umfangreiche Ursachenforschung betrieben. Wer oder was nun Schuld an der größten Krise seit 1929 hatte, darüber scheiden sich die Geister nach wie vor. **Eines ist aber eindeutig festzustellen: Die Maßnahmen, welche im Anschluss daran getätigt wurden, um die Krise einzudämmen bzw. einen neuen Aufschwung herbeizuführen, trafen innerhalb der Finanzwelt auf breite Zustimmung.**



Quelle: The Atlantic, Time Magazine

a. Das vorherrschende Narrativ

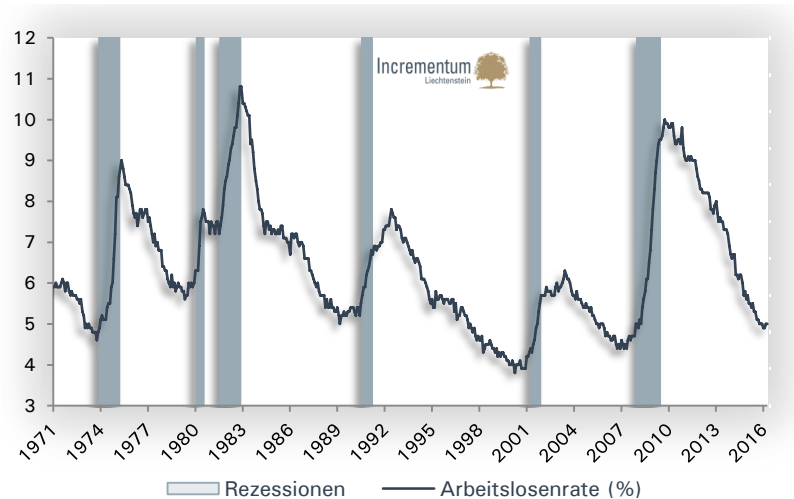
Medial wird nach wie vor überwiegend folgendes ökonomisches Weltbild dargestellt, welches sich aus den Äußerungen von Notenbankvertretern, Politikern, Vertretern supranationaler Organisationen (IWF, G7, Weltbank, OECD, etc.) und auch einem Großteil der Finanzmarktkommentatoren ableitet:

- ▶ Die (neo)keynesianische Wirtschaftspolitik, welche in Folge der „globalen Finanzmarktkrise“ betrieben wurde, war grundsätzlich richtig und notwendig.
- ▶ Die USA haben wirtschaftspolitisch am entschlossensten der Krise entgegengewirkt und sind daher von allen Industriestaaten als schnellstes wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt.
- ▶ Die US-Wirtschaft befindet sich seit der Krise in einem Heilungsprozess, „der Patient“ befindet sich am Weg der Besserung.
- ▶ Aufgrund der voranschreitenden Genesung kann nun wieder behutsam zu einer Normalisierung der Geldpolitik zurückgekehrt werden.

Nicht zuletzt weil die Vereinigten Staaten als Musterland und Zugpferd der Erholung gelten, steht die US-Konjunktur genauestens unter Beobachtung. **Sollte die bereits mehrfach hinausgezögerte Normalisierung der Geldpolitik misslingen, würde dies das ökonomische Narrativ in seinen Grundfesten erschüttern.**

Die sinkende US-Arbeitslosigkeit der vergangenen Jahre wird von den Vertretern dieses volkswirtschaftlichen Weltbildes als Hauptargument für die erfolgreiche Wirtschaftspolitik angeführt.²¹ Im Prinzip sind die Arbeitsmarktdaten jedoch lediglich ein Spätindikator für die Konjunkturentwicklung und wären als solcher in einem freien Markt nicht unbedingt von großer Relevanz. Da die Fed aber im Zuge ihres dualen Mandats auch dafür verantwortlich ist, die Arbeitslosenquote auf einem geringen Niveau zu halten, können die Marktteilnehmer aus den Arbeitsmarktdaten die Reaktionen der Fed antizipieren. **Durch die zunehmende Abhängigkeit vom billigen Geld hat das Interesse an den Arbeitsmarktdaten in den letzten Jahren deshalb enorm an Bedeutung gewonnen.**

US-Arbeitslosenrate und Rezessionen



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Ob die Fed den eingeschlagenen Zinserhöhungszyklus nun weiterverfolgen und wie angekündigt die „temporäre Geldmengenausweitung“ wieder rückführen kann, ist wohl der Lackmustest dafür, ob die USA wirtschaftlich tatsächlich über den Berg sind. Sollten die geldpolitischen Maßnahmen jedoch aufgrund wirtschaftlicher Schwäche noch expansiver werden, so werden die Auswirkungen auf die Finanzmärkte gravierend sein. **Die Gretchenfrage lautet daher: Wann kommt die nächste Rezession und wie wird die Fed darauf reagieren?**

²¹ Es ist anzumerken, dass der Rückgang der konventionellen Arbeitslosenrate (U3) nur bedingt Aufschluss über die tatsächlichen Bedingungen am Arbeitsmarkt gibt. Denn einerseits haben Teilzeitjobs im Zuge eines Mangels an Vollzeitpositionen enorm zugenommen, andererseits ist die Partizipationsrate seit 2008 um mehr als 3% gefallen, was bedeutet, dass derzeit etwa 2,5 Millionen Amerikaner zwar nicht aktiv nach einer Stelle suchen, im Umfeld einer besseren ökonomischen Gesamtsituation aber aller Wahrscheinlichkeit nach am Arbeitsleben teilnehmen würden. Jene sind in den offiziellen Arbeitsmarktdaten jedoch nicht erfasst. **Die „wahre“ US-Arbeitslosenquote dürfte daher eher im Bereich von 7% oder darüber liegen.** Vgl. dazu „Conceptual Pitfalls and Monetary Policy Errors“, Andrew Lewin

b. Die Rezession, die nicht eintreten darf

"I find myself in an unpleasant situation. I had preached for forty years that the time to prevent the coming of a depression is the boom. During the boom nobody listened to me. Now people again turn to me and ask how the consequences of a policy of which I had constantly warned can be avoided."

Friedrich August von Hayek

"We are approaching the longest expansion in history and it is fake."
Dave Collum

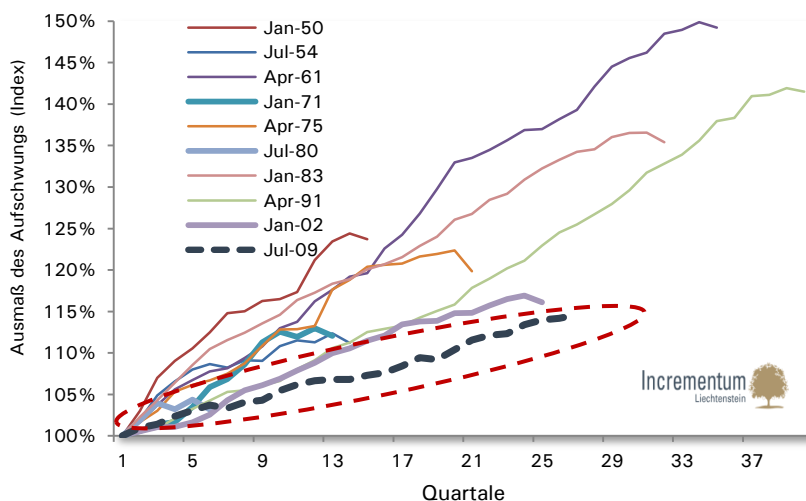
"Only informed optimists reject that market is forever doomed to rich valuations and dismal future returns. Rain is good."
John P. Hussman

In unserem Chartbook „Who's afraid of Recession?“²² sind wir ausführlich auf die zunehmende Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession eingegangen. Die Hinweise darauf wollen wir im Folgenden nochmals erörtern, da ein baldiges Eintreten einer Rezession die Geldpolitik zur Umkehr zwingen und dies einem veritablen Gesichtsverlust der Notenbanken gleichkommen würde.

Vor gut neun Jahren platzte die Blase am US-Immobilienmarkt, woraufhin die Weltwirtschaft in eine schwere Krise geriet. Erst Ende 2009 beruhigte sich die Lage wieder, zumindest oberflächlich. Obwohl die Finanzkrise auf vielen Ebenen nachhallt, gab es bislang in den USA, was die Wachstumszahlen angeht, keine herben Rückschläge. Wir befinden uns inmitten einer der längsten Aufschwungsphasen seit dem Zweiten Weltkrieg. Aus der folgenden Grafik geht hervor, dass von den letzten elf Aufschwüngen in den USA nur drei Aufschwungsphasen länger andauerten. **Der derzeitige Aufschwung könnte folglich als besonders erfolgreich erachtet werden. An dieser Sichtweise gibt es jedoch einige Facetten, die das Bild erheblich trüben:**

Erstens verdient der derzeitige Aufschwung kaum seinen Namen, da er, verglichen mit den anderen, zwar der drittlängste, aber auch mit Abstand der schwächste ist.

Aufschwungsphasen in den USA nach dem Zweiten Weltkrieg (Länge und Ausmaß)



Quelle: Bawerk.net, Incrementum AG

Zweitens vollzieht sich der derzeitige Aufschwung auf der Grundlage eines enormen Luftkissens, das die Fed in Form von Nullzinsen und unkonventionellen Maßnahmen wie Quantitative Easing und Operation Twist bereitgestellt hat. Die Maßnahmen haben insbesondere die Assetpreise aufgebläht, was in erster Linie der Finanzwirtschaft und den

²² <http://www.incrementum.li/wp-content/uploads/2016/02/Whos-Afraid-of-Recession-Incrementum-Chartbook-4.pdf>, veröffentlicht am 19. Februar 2016

Vermögenden zu Gute kommt und Indiz für erneute Fehlallokationen von Kapital ist.

Drittens scheint die breite Bevölkerung, die nur sehr begrenzt von der erneuten Hausse an den Aktienmärkten profitierte, mit der wirtschaftlichen Lage unzufrieden zu sein. Handfestes Indiz dafür ist die massive Unterstützung von rechts- und linkspopulistischen Parteien in Europa und im US-Präsidentschaftswahlkampf.

Vor diesem Hintergrund erscheint die konjunkturelle Lage alles andere als rosig: Der gegenwärtige Aufschwung ist alt, schwach, künstlich und nicht zufriedenstellend für die Bevölkerung. Zwar sind wir im Sinne der „österreichischen“ Tradition damit vorsichtig, Muster der Vergangenheit zu extrapolieren; dennoch denken wir nicht, dass der derzeitige Expansionszyklus mit dem Rezessionstakt der letzten Jahrzehnte bricht.

c. Einbahnstraße Vermögenspreisinflation

„We entertained the fantasy that high asset prices made for prosperity, rather than the other way around.“

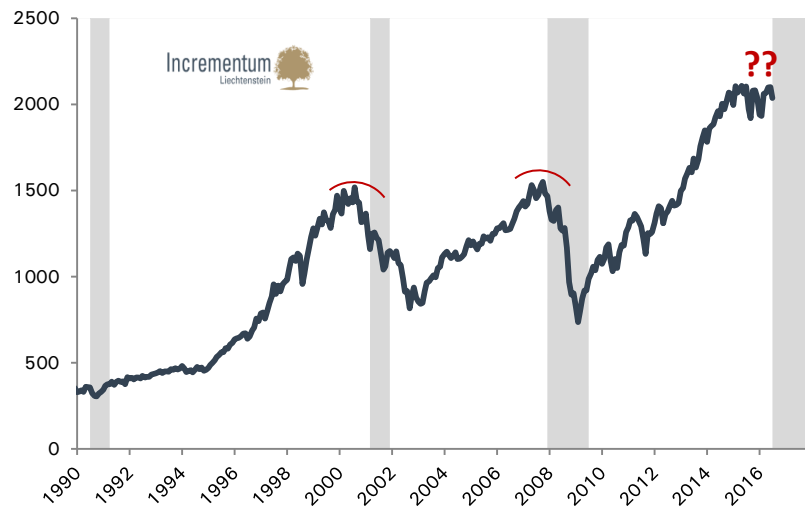
Jim Grant

In den letzten Jahrzehnten war der Inflationsdruck durch die Globalisierung, insbesondere durch die Integration Chinas in die Weltwirtschaft, sowie durch den rasanten technischen Fortschritt strukturell niedrig. Um die Inflationsziele zu erreichen, wurde die Geldpolitik expansiver, d.h. die Kreditausweitung der Geschäftsbanken wurde angekurbelt. Der billige Kredit kam jedoch oftmals nicht produktiven Zwecken zugute, sondern bahnte sich seinen Weg in den Finanz- und Immobiliensektor, wo es in der Folge zu Überhitzungen kam. **Das Platzen der New-Economy-Blase und die Subprime-Krise sind unserer Meinung nach als direkte Konsequenz der Zentralbankpolitik zu werten.**

Kreditexpansion fühlt sich wie ein Traum an, der jedoch früher oder später zum Albtraum wird...

Während der Aufblähung der Wirtschaft, welche mit übermäßiger Geldschöpfung einhergeht, sind die Nebeneffekte meist durchwegs angenehm. Eine Inflationierung des Geldsystems birgt aber die systemische Gefahr einer anschließenden Geldmengenkontraktion. Eine solche Kontraktion wird oftmals durch Dominoeffekte ausgelöst: Downgrades, damit einhergehend steigende Kapitalkosten und schließlich Kreditausfälle und fallende Assetpreise offenbaren dann die Kehrseite des künstlichen Booms. **Bereits die letzten beiden Rezessionen sind über das Einfallstor sinkender Vermögenspreise gekommen, wovon auch die nachfolgende Grafik zeugt.**

S&P 500 und US-Rezessionen



Quelle: Yahoo Finance, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Um den für das Geldsystem fatalen Kreditkollaps zu verhindern, haben die internationalen Notenbanken versucht, die globale Finanzkrise durch eine noch expansivere Geldpolitik abzufedern. Die Fed senkte den Leitzins Ende 2008 auf null und läutete das erste QE-Programm in ihrer Geschichte ein. Der „Vermögenseffekt“ nahm eine zentrale Rolle ein: Konsumenten sollten sich in Folge steigender Aktienkurse besser fühlen und zum Konsum verleitet werden. Bereits Schumpeter beschrieb, wie sich eine Hausse im Zuge von Feedback-Mechanismen selbst verstärkt:

„In dieser sekundären Welle [...] gewinnt die spekulative Antizipation schließlich Eigenbedeutung, wird das Prosperitätssymptom schließlich in der bekannten Weise selbst wieder Prosperitätsfaktor.“²³

“Die Steuerung der Geldschöpfung durch die Zentralbanken ist weitgehend illusionär. Sie ist etwa so wirksam wie die Senkung des Alkoholpegels am Oktoberfest durch Verkleinerung der Masskrüge um einen Fingerhut.“
Christoph Pfluger

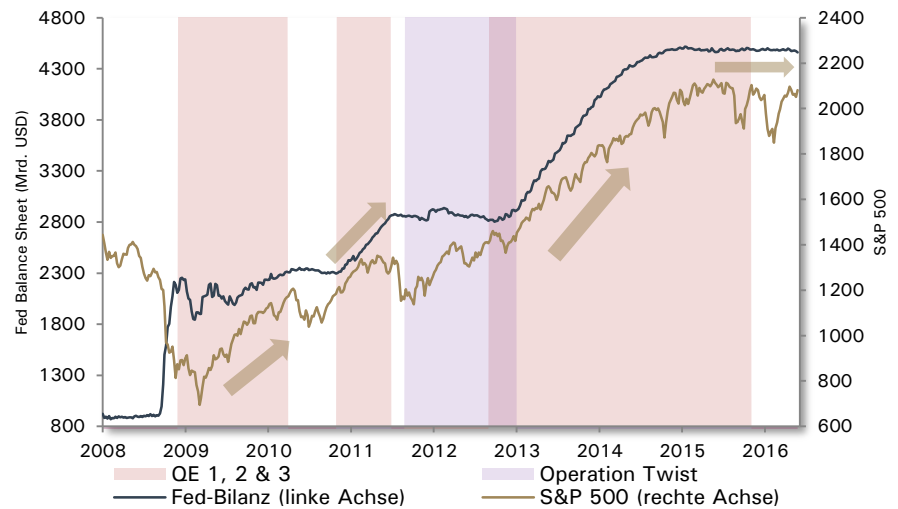
Da dies aber im Prinzip nur die Fortsetzung genau jener Politik ist, die erst in die Krise geführt hat, sind die dauerhaften Erfolgsaussichten gering. Einem Alkoholiker kann man langfristig auch nicht helfen, indem man ihm immer weiter Alkohol verabreicht. Die ökonomischen Probleme wurden hierdurch lediglich aufgeschoben: Was sich als unrentabel herausgestellt hatte, wurde nicht liquidiert, sondern durch billigen Kredit über Wasser gehalten und ausgedehnt. Die unkonventionelle Geldpolitik hat somit lediglich zu einer weiteren Aufblähung der Vermögenspreise geführt und die Fallhöhe erhöht.

Die nachfolgende Grafik veranschaulicht, dass die Aktienpreise des S&P 500 stark abhängig von der permanenten Zufuhr billigen Geldes sind: Nach den Ausstiegen aus QE1 und QE2 knickte der S&P 500 jeweils ein und nahm erst wieder Fahrt auf, als von der Fed die nächste QE-Runde ins Spiel gebracht wurde. Den Ausstieg aus QE3 probierte man über das sogenannte *Tapering*²⁴ dann in etwas abgemilderter Form.

²³ „Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung“, Joseph Schumpeter

²⁴ Der Begriff stammt übrigens aus der Sportwissenschaft und beschreibt die Reduktion des Trainingsumfanges vor einer großen Ausdauerbelastung (z.B. bei einem Wettkampf).

Die Fed-Bilanz treibt die Vermögenspreise in die Höhe



Quelle: Realinvestmentadvice.com, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Doch wird der Fed die Rückkehr zur monetären Normalität gelingen, ohne dass die Vermögenspreise hiervon tangiert werden? Ist der konjunkturelle Aufschwung selbsttragend und kann er die geldpolitische Straffung vertragen?

Das Tapering zum Ende von QE3 war de facto bereits der erste Schritt eines *Tightenings*, die minimale Zinsanhebung im Dezember der zweite. Folglich wackeln die Aktienmärkte: Seit der Veröffentlichung unseres letztjährigen Reports kam es bereits zu zwei signifikanten Korrekturen an den Aktienmärkten.

Wir befinden uns nun in folgender Situation:

- ▶ Die Vermögenswerte erleben einen künstlichen Boom, der jedoch nur zu einer geringen Ausdehnung produktiver Aktivitäten führt, dafür aber obsolekte Kapazitäten und Strukturen konserviert;
- ▶ Starke Einbrüche der Vermögenspreise schwappen auf die Realwirtschaft über und führen zu Rezessionen wie in 2000 und 2008;
- ▶ Die Vermögenspreise werden zunehmend fragilisiert und sind auf eine immer expansivere Geldpolitik angewiesen.

Fazit:

So wie der legendäre Damokles sich durch das lediglich von einem Rosshaar gehaltenem Schwert bedroht fühlte, so stellt heute ein Rückgang der Vermögenspreise eine latente Gefahr für den fragilen Aufschwung dar.

d. Exkurs Trumpmania: It's the economy, stupid!

„Reduce our \$18 trillion in debt, because, believe me, we're in a bubble. We have artificially low interest rates. We have a stock market that, frankly, has been good to me, but I still hate to see what's happening. We have a stock market that is so bloated.“

Donald Trump

Im Jahr 2016 läuft der US-Wahlkampf auf allen Kanälen und erreicht selbst den zurückgezogensten Eremiten. Der Verlauf des Vorwahlkampfes hat wohl fast alle politischen Kommentatoren überrascht. **Eingangs war für die meisten Beobachter klar: Die beiden befreundeten Polit-Familien Bush und Clinton würden die Präsidentschaft untereinander ausmachen.** Jeb Bush und Hillary Clinton hatten alles, was es braucht, um die US-Präsidentschaft an sich zu reißen: reichlich Erfahrung in der Politik, beste Kontakte zu potenten Geldgebern, welche für die Finanzierung des teuren Wahlkampfes nötig sind, und einen hervorragenden Draht zu den jeweiligen parteinahen Medien. Allgemein wurde mit einem „Durchmarsch“ beider Kandidaten gerechnet, wobei Hillary Clinton als Favoritin für die Präsidentschaft ins Rennen ging.



Quelle: Wikicommons.org

Bush musste sich auf republikanischer Seite einer beachtlichen Anzahl von Mitbewerbern stellen, galt aber als parteiinterner Frontrunner. Doch es kam anders: Der immer wieder als chancenlos eingestufte Donald Trump überraschte so gut wie jeden. Während des Vorwahlkampfes gab es einen medialen Dauersturm der Entrüstung über seine politisch inkorrekten Aussagen und Ansichten und trotzdem – oder gerade deshalb?²⁵ – gelang es ihm, die Nominierung der Republikanischen Partei zu ergattern. Das geschah, obwohl sämtliche

Granden innerhalb der Partei ihn mit allen Mitteln bekämpften.

Auf demokratischer Seite wurde mit einem Durchmarsch Hillary Clintons innerhalb des Vorwahlkampfes gerechnet. Auch hier lagen die Einschätzungen der Kommentatoren falsch: Der sozialistische Bernie Sanders setzte Clinton arg zu und lieferte ihr streckenweise ein Kopf-an-Kopf-Rennen.

Es ist also festzuhalten, dass jene Kandidaten, welche „dem Establishment“ nahestehen, es in diesem US-Wahlkampf außerordentlich schwer haben. Auf republikanischer Seite waren diese Kandidaten letztlich chancenlos und auch auf demokratischer Seite gibt es massiven Widerstand.

Wofür stehen nun die aufbegehrenden Präsidentschaftskandidaten? Sowohl Trump als auch Sanders bieten jenen Wählern ein Forum, die mit den wirtschaftlichen Entwicklungen im Land unzufrieden sind. Hinsichtlich der Wurzel der Probleme sind sich die beiden Lager uneins: Zuwanderer, Banker, die Gier, die Globalisierung, Politiker etc. werden als mitverantwortlich für die Misere identifiziert. **Dieser Vorwahlkampf ist in Summe vor allem eines: ein Votum gegen die Politik der vergangenen Jahre, wenn nicht Jahrzehnte.**

Konträr dazu wird von den derzeit verantwortlichen Politikern das an den Finanzmärkten herrschende Narrativ unterstrichen: Wir haben die Krise gemeistert, die Arbeitslosigkeit ist deutlich gesunken, die Wirtschaft ist auf dem Weg der Genesung. So wird Präsident Obama in seiner letzten Rede zur Lage der Nation nicht müde, auf die ausgezeichnete Konstitution der US-Konjunktur hinzuweisen:

²⁵ Siehe diesbezüglich auch unsere Ausführungen im Kapitel zum Thema Antifragilität.

*"Let me start with the economy, and a basic fact: The United States of America, right now, has the strongest, most durable economy in the world. (Applause.) We're in the middle of the longest streak of private sector job creation in history. (Applause.)"*²⁶

Aber wie lässt sich das so oft postulierte ökonomische Weltbild von Wirtschaftsaufschwung und geringer Arbeitslosigkeit mit der offensichtlichen Unzufriedenheit der Bevölkerung vereinbaren? Wie angemerkt, ist die offizielle Arbeitslosenstatistik beschönigend. Es gibt in der Tat mehr Jobs, allerdings hat die Qualität der Arbeitsplätze deutlich abgenommen. Gut bezahlte Arbeitsplätze – insbesondere im Industriebereich – gehen seit Jahren verloren, während in erster Linie im unterdurchschnittlich bezahlten Dienstleistungs-Sektor Jobs geschaffen werden.

Sollte tatsächlich der vom Establishment verabscheute und wohl auch unberechenbare Trump an die Macht kommen, lautet die Frage: **Welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen hat Trump in petto?**

Trump über Schuldenschnitt und Inflation

Trump: "I am the king of debt. I do love debt. I love debt. I love playing with it,"

Andrew Ross Sorkin (CNBC): "Do you believe that we, in terms of the United States, need to pay a hundred cents on the dollar, or do you think that there's actually ways that we can renegotiate that debt?"

Trump: "Yeah, I think — look, I have borrowed, knowing that you can pay back with discounts. And I have done very well," Trump said. "I would borrow, knowing that if the economy crashed, you could make a deal, and if the economy was good, it was good, so, therefore, you can't lose."

...
"People said I want to go and buy debt and default on debt. I mean, these people are crazy. This is the United States government. **First of all, you never have to default because you print the money.** I hate to tell you, OK? So there's never a default."

Donald Trump

"When her time is up, I would most likely replace her because of the fact that I think it would be appropriate. She is a low-interest-rate person. She has always been a low interest rate person. And I must be honest. I am a low interest rate person. **If we raise interest rates and if the dollar starts getting too strong, we're going to have some very major problems.**"

Donald Trump

„Politicians are all talk, no action. My fellow Republicans want me to support them. And they don't talk jobs and they don't talk China. **China is killing us; they're devaluing their currency** to a level that makes it impossible for our companies to compete."

Donald Trump

Geradlinig hat er sich diesbezüglich noch nicht geäußert. Er sorgte jedoch für Aufregung, als er von sich gab, dass er als Präsident die Schulden des Staates mit den Gläubigern neu verhandeln wolle. Viele Kommentatoren verstanden dies als „Umstrukturierung“ der US-Staatsanleihen, was dementsprechend viel Aufmerksamkeit erregte. In Folge wurde die Aussage entsprechend schnell wieder relativiert, da das Vertrauen des Schuldgeldsystems mit dem Vertrauen in die Bonität des Schuldners (also der Regierung) verschmolzen ist. Eine Infragestellung der „Riskless Assets“ würde einem Bankrott des gesamten Systems gleichkommen. Seiner letzten Aussage zufolge, entschied sich Trump dann im Zweifel doch lieber für die bewährte Inflationsmethode.

Fazit:

Wenn das Narrativ der wirtschaftlichen Heilung eine akkurate Tatsachenbeschreibung wäre, müsste die Mehrheit der US-Bevölkerung die Vertreter dieser Politik wiederwählen. Diese Vorwahl

und besonders das „Phänomen Trump“ ist aus unserer Sicht die Antwort der Mainstreet auf die Mär von der wirtschaftlichen Heilung. Auch 24 Jahre nachdem Bill Clinton aufgrund der damaligen wirtschaftlichen Situation den Amtsführer George H.W. Bush abgelöst hat, ist wohl folgender Slogan weiterhin zutreffend: **„It's the economy, stupid!“**.

²⁶ „State of the Union“, Barack Obama, 13. Jänner 2016

e. Wenn der Wind im Kreditzyklus dreht

“The cycle of manias and panics results from procyclical changes in the supply of credit... Money always seems free in manias.”

Charles Kindleberger

Die Politik des billigen Geldes hat dem Kreditzyklus jahrelang Rückenwind verliehen. Doch statt der Wirtschaft einen Impuls zu geben, hat diese an inhärenter Dynamik verloren und sich auf einen permanenten äußeren Antrieb eingestellt. QE ist, wie einen Fahrradprofi vom Begleitfahrzeug aus anzuschieben: Es mag ihn (abgesehen davon, dass es regelwidrig ist) im besten Fall über eine Schwächephase hinweghelfen – als Dauereinrichtung würde es jedoch lediglich seine Fitness schwächen und ihn abhängig von der künstlichen Unterstützung machen.

“If anyone still wonders why policymakers keep acting as indecisive adolescents, the answer lies in the basic financial math - when rates go up, asset prices go down and debt service costs rise. It is as simple as that.”

Simon Mikhailovich

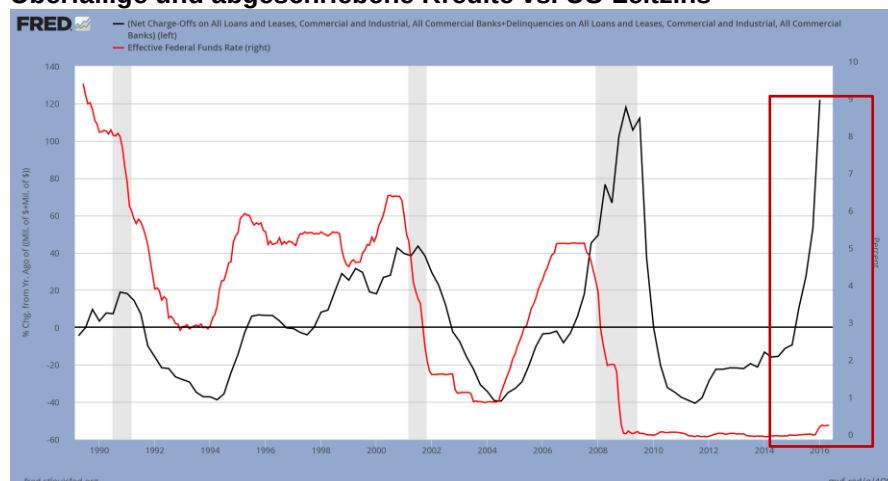
Zurück zur Wirtschaft: **Das Risikobewusstsein vieler Investoren ist im Zuge stetig steigender Vermögenspreise und niedriger Zinsen abgestumpft.** Die großen Unternehmen haben ihre Eigenkapitalrentabilität deutlich gesteigert, nicht zuletzt weil sie mittels Aktienrückkäufen die Eigenkapitalquoten verringert haben. Es besteht durchweg die Gefahr, dass eine mögliche Aktienbaisse eine Kettenreaktion auslöst, welche über einen *inversen Wealth-Effect* in einer tiefgreifenden Rezession mündet.

“Every great crisis reveals the excessive speculations of many (banking) houses which no one before suspected.”

Walter Bagehot

Das Stagnieren der Aktienrally seit letztem Sommer hat bereits etliche Anleger auf dem falschen Fuß erwischt. Zudem scheint es, als würden die US-Finanzinstitute bereits aufziehende konjunkturelle Gewitterwolken sehen. Dies erkennt man anhand der rapide gestiegenen Anzahl an überfälligen und abgeschriebenen Krediten. Dieses Muster war auch im Vorfeld der vergangenen Rezessionen zu beobachten. Doch wohingegen damals Zinserhöhungen einen signifikanten Einfluss auf die Zahlungsunfähigkeit der Schuldner hatten, kann der Zinsschritt der Fed vom letzten Dezember in diesem Fall wohl nicht als maßgeblich gewertet werden. **Fakt ist: Der Bankensektor mit all seinen systemrelevanten Akteuren reagiert äußerst sensibel auf Probleme, die im Kreditmarkt entstehen.**

Überfällige und abgeschriebene Kredite vs. US-Leitzins

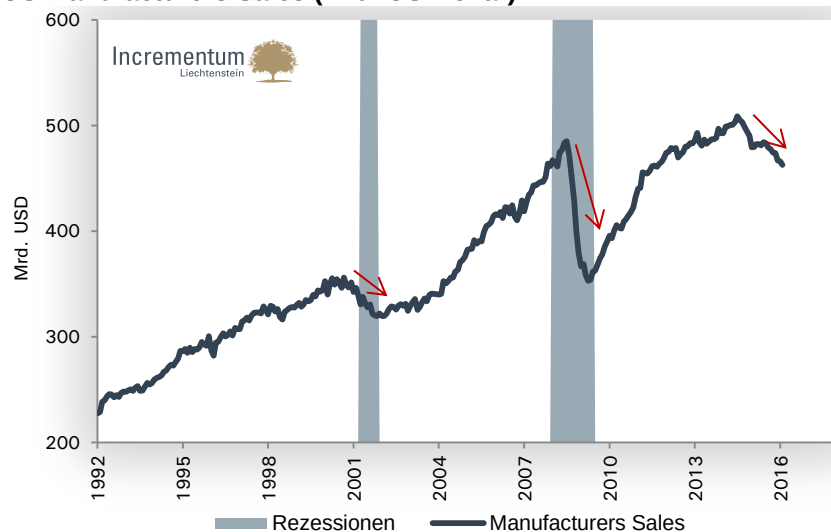


Quelle: acting-man.com, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Während Wertpapieranleger, welche in den vergangenen Jahren investiert waren, angesichts steigender Vermögenspreise zufrieden sein dürften, graben sich bei den Akteuren aus der Realwirtschaft die Sorgenfalten tief ins Gesicht. Der internationale Handel ist rückläufig, die Investitionsnachfrage gering. Die Verkaufszahlen des produzierenden

Gewerbes²⁷ sind seit mehr als einem Jahr stark rückläufig, wie aus folgendem Chart abzulesen ist:

US Manufacturers Sales (Mrd. US-Dollar)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

“The last time the yield curve flattened this much – in early 2008 – gold was in the early phases of a major bull rally.”
James Steel

Nicht zuletzt ist auch das derzeitige Abflachen der Zinskurve kein gutes Omen. Die Zinsdifferenz zwischen den 10-jährigen und 2-jährigen US-Staatsanleihen nimmt seit Jahren ab und befindet sich mittlerweile auf dem niedrigsten Niveau seit Anfang 2008. In der „guten alten Zeit“ galt eine inverse Zinsstrukturkurve – also eine Zinsdifferenz von unter null – als extrem zuverlässiger Rezessionsindikator.²⁸ Interessantes Detail am Rande: **Das letzte Mal, als die Zinskurve ähnlich flach war, befand sich der Goldpreis in der Frühphase einer fulminanten Rally.**

Yield-Curve (Renditedifferenz 10j Treasuries und 2j)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Obwohl eine vermeintliche Normalisierung der Geldpolitik und ein damit einhergehender Zinserhöhungszyklus in den USA gestartet wurden, glaubt der Anleihenmarkt nicht an die Zinswende. Das Abflachen der Zinskurve stellt auch ein veritables Problem für die Banken dar, weil zunehmend

²⁷ Häufig heißt es, die US-Ökonomie hänge in erster Linie vom Dienstleistungssektor ab. Wirft man jedoch einen Blick auf den Anteil der Gewinne im S&P 500, so zeichnet sich ein anderes Bild ab: 68% der Gewinne werden im produzierende Gewerbe erwirtschaftet.

²⁸ In Folge der Nullzinspolitik dürfte die kritische Schwelle heute höher zu verorten sein.

weniger Ertrag aus der Fristentransformation generiert werden kann. **Zudem ist eine abflachende Zinskurve ein Anzeichen einer abnehmenden Kreditexpansion. Dabei ist es genau das Gegenteil, was das kreditsüchtige Geldsystem benötigt: Nämlich mehr, statt weniger Kredit!**

f. Der Auslöser der nächsten Rezession

„Daß jede Hausse einmal ihr Ende finden muß, ist allbekannt. Für den Kaufmann aber kommt es darauf an, genau zu wissen, wann der Umschlag eintreten wird und wo zuerst. Diese Fragen kann kein Wirtschaftsbarometer beantworten. Es gibt nur Daten, aus denen man Schlüsse ziehen kann. Und da es den Zentralnotenbanken durch die Diskontpolitik immerhin möglich ist, den Eintritt der Katastrophe hinauszuschieben, so kommt es besonders darauf an, sich ein Urteil zu bilden über das Verhalten dieser Stellen. Da versagen begreiflicherweise alle verfügbaren Daten. Wenn aber einmal die öffentliche Meinung vollkommen von der Auffassung beherrscht ist, daß die Krise unmittelbar bevorsteht, und wenn die Kaufleute darnach ihr Verhalten einrichten, dann ist es schon zu spät, aus diesem Wissen geschäftlichen Gewinn zu ziehen oder auch nur Verluste zu vermeiden. Denn dann bricht die Panik aus, dann ist die Krise schon da.“

Ludwig von Mises²⁹

Werden wir nun eine baldige Rezession in den USA sehen? Der „track record“ von Ökonomen hinsichtlich der korrekten zeitlichen Prognose von Rezessionen ist alles andere als berauschend. Zum einen hat dies darin

seine Begründung, dass das Gros der Ökonomen in den von ihnen angewandten stochastischen Gleichgewichtsmodellen die Wahrscheinlichkeit einer Rezession nicht in angemessener Form auf dem Schirm hat und generell einem „optimism bias“ erliegt.

Selbst wenn man als Volkswirt eine Rezession erwartet, so ist eine zeitliche Prognose aufgrund der Komplexität der Wirkungszusammenhänge faktisch unmöglich. Aufgrund von nichtlinearen Interdependenzen können in einem dynamischen System kleine Ursachen große Wirkungen entfalten. „Kann der Flügelschlag eines Schmetterlings in Brasilien einen Tornado in Texas auslösen?“ fragte der Meteorologe Edward N. Lorenz im Rahmen eines Vortrages zur Vorhersagbarkeit des Wetters.³⁰ **Wir fragen: Können eine platzende Blase in China, ein Euro-Austritt Griechenlands oder einfach nur**

ein Lapsus Linguae von Janet Yellen eine Weltwirtschaftskrise auslösen?

Aufgrund ihrer noch nie dagewesenen Vernetzungsdichte gelten derartige Wirkungszusammenhänge für die heutige Weltwirtschaft

Wie verhält sich der Goldpreis in Rezessionen?

Kurze Antwort: positiv!

Einerseits suchen Anleger in Krisenzeiten nach sicheren Häfen und hierfür ist Gold der Klassiker schlechthin. Andererseits antizipieren viele Anleger auch monetäre und fiskalische Stimuli und suchen in Gold einen Inflationsschutz.

Entwicklung von Gold in US-Rezessionen

Dekade	Gold Start (USD/oz)	Gold End (USD/oz)	Veränderung (%)
11/1973 - 03/1975	100	178	78,0
01/1980 - 07/1980	512	614	20,0
07/1981 - 11/1982	422	436	3,3
07/1990 - 03/1991	352	356	1,0
03/2001 - 11/2001	266	275	3,5
12/2007 - 06/2009	783	930	18,8
Durchschnitt			20,8

Quelle: Deutsche Bank, Incrementum AG

²⁹ Vgl. „Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik“, Ludwig von Mises, 1928

³⁰ „Predictability; Does the Flap of a Butterfly's wings in Brazil Set Off a Tornado in Texas?“, American Association for the Advancement of Science, Edward N. Lorenz

„Unsere westlichen Gesellschaften sind genau das Gegenteil von Dagobert Duck. Dieser ist sparsam und geizig, er lagert ein riesiges Vermögen in einem Geldspeicher. Wir dagegen glauben reich zu sein, sind es aber nicht. Wir sind alle überschuldet.“
Tomáš Sedláček

Brexit als Auslöser einer globalen Rezession?

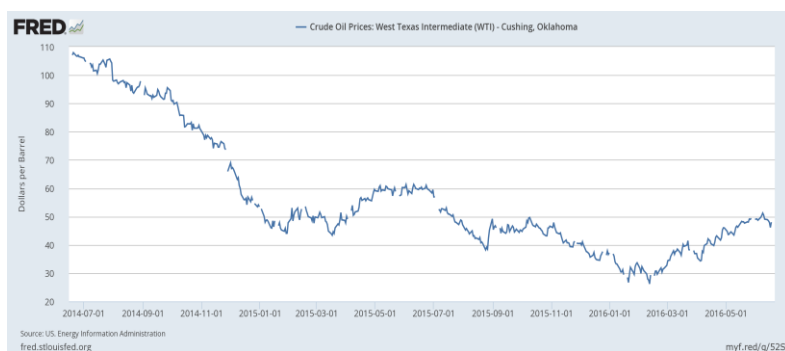
“We keep thinking that lower energy prices are somehow good for the economy. That can’t be, because energy prices or commodity prices in general don’t drive economic growth. Economic growth drives commodity prices.”
Stephen Schork

“I think there is more of a risk of a depression than a recession.”
Ray Dalio

mehr denn je zuvor. Eine genaue Vorhersage von Rezessionen, insbesondere wann sie eintreten und wie lange sie dauern, halten wir daher für Hokuspokus. Stattdessen haben wir auf den vorangegangenen Seiten Entwicklungen aufgezeigt, die auf die Fragilität des Systems hinweisen und die eine Rezession in naher Zukunft wahrscheinlich erscheinen lassen. Wir haben dabei den Fokus auf die US-Ökonomie gelegt, da sie nach wie vor die größte Volkswirtschaft der Welt darstellt, der US-Dollar als weltweite Reservewährung fungiert und die Fed mit ihren Entscheidungen wichtige Impulse für die Weltwirtschaft und die globale Geldpolitik setzt. Vor allem aber wird die US-Wirtschaft – wie bereits erwähnt – als Vorzeigeland für den wirtschaftspolitischen Aktionismus gesehen und ist daher für die **Aufrechterhaltung des aktuellen ökonomischen Weltbildes sehr wichtig.**

Wechselwirkungen verlaufen naturgemäß in zwei Richtungen: Wie bereits erwähnt, könnten zahlreiche Ereignisse eine US-Rezession auslösen – so auch Rezessionen in anderen Teilen der Welt. Da wäre Japan als ewiger Wackelkandidat; da wären Italien, Kanada und Taiwan, die schwächeln; da wären große Volkswirtschaften wie Brasilien oder Russland, die tief in der Rezession bzw. bereits in einer Stagflation stecken. Und da wäre China, das sich mit aller Macht gegen eine platzende Immobilien- und Aktienblase stemmt und wo nicht auszuschließen ist, dass die offiziellen Zahlen beschönigend sind und in Wahrheit gar eine Rezession obwaltet. Allen voran scheint jedoch der Brexit der wahrscheinlichste Kandidat, der die Weltwirtschaft in eine globale Rezession stürzen könnte. **Wir sehen also genügend Krisenherde ringsherum, von denen der Funke auf die US-Wirtschaft überspringen könnte.**

Ein anderer Faktor könnte die **Teuerung sein, welche die Notenbanken lange Zeit vergeblich zu beleben versucht hatten.** Nach jahrelangem Preisverfall bei den Rohstoffpreisen sind diese zuletzt im Aufwind, was sich auch in den jüngsten Inflationsraten widerspiegelt. Doch dem nicht genug: Während von April bis Juni letzten Jahres der Ölpreis im Bereich von 60 US-Dollar handelte, war er heuer zu besagter Zeit niedriger. Im Juli vergangenen Jahres begann der Ölpreis jedoch zu fallen, sank im August sogar unter 40 US-Dollar und bewegte sich im weiteren Verlauf des Jahres auf die 30 US-Dollar zu.



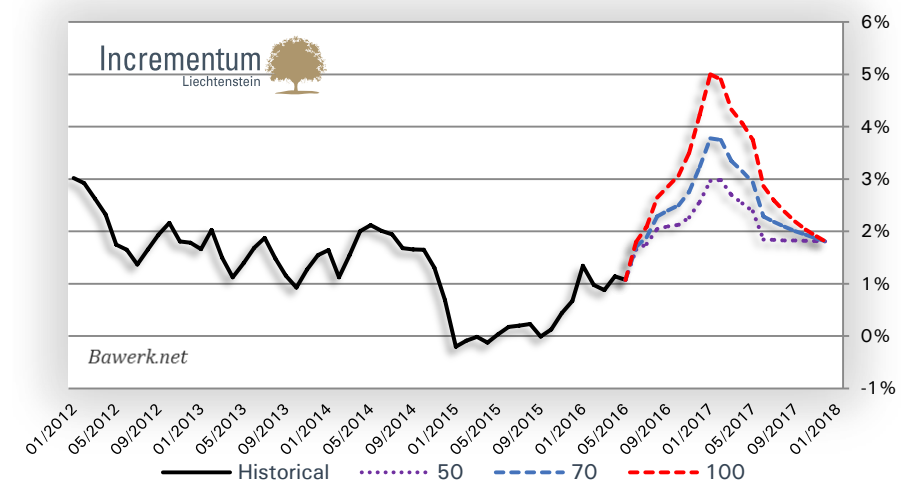
Quelle: Federal Reserve St. Louis

Ceteris paribus wird sich der Ölpreis in Folge des Basiseffekts ab Juli bei den Inflationsraten bemerkbar machen.³¹ Würde der Ölpreis bei 45 US-Dollar verharren, lägen am Jahresende die Ölpreise um 17% über dem Vorjahresniveau, was den Inflationsraten gehörig Auftrieb geben würde. Dies erkennt man auch anhand der nachfolgenden Grafik, welche den Basiseffekt der Teuerungsraten unter unterschiedlichen Prämissen

³¹ Der Basiseffekt bezeichnet „den Einfluss ungewöhnlicher oder extremer Veränderungen des Preisindex oder eines Teilindex während der Basisperiode auf die Veränderungen der jährlichen Inflationsrate. Eine Basisperiode stellt dabei den der Berechnung der Jahresraten zugrunde liegenden Zeitraum dar.“ (finanz-lexikon.de)

hinsichtlich des Ölpreises darstellt. Obwohl die Renditen derzeit noch munter sinken, könnte es ab Juli deutliche Inflationsüberraschungen geben. **Steigende Inflationsraten und fallende Realzinsen stellen das unserer Meinung nach wichtigste Argument für steigende Goldpreise dar.**

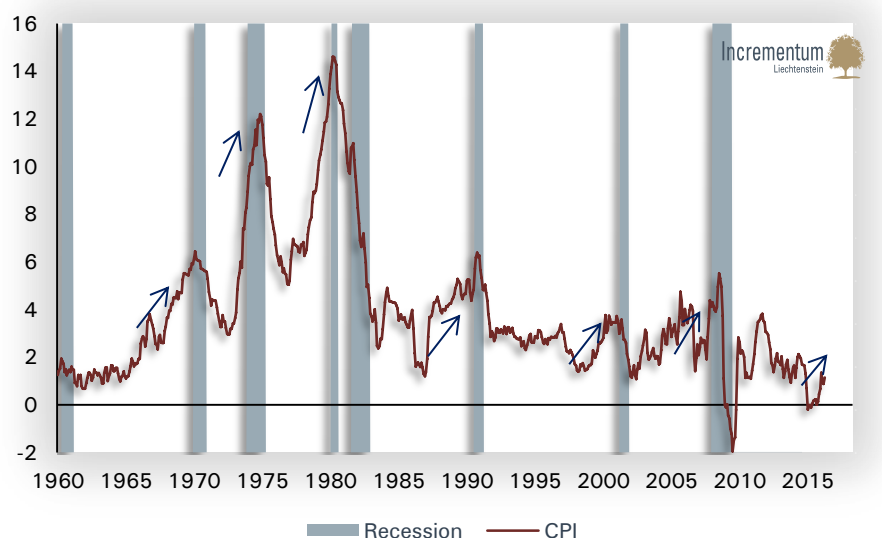
US CPI: Veränderungsrate bei Ölpreis von 50/70 oder 100 US-Dollar je Barrel³²



Quelle: Bureau of Labor Statistics (BLS), Federal Reserve St. Louis, Bawerk.net, Incrementum AG

Die Konsumentenpreise haben direkte Auswirkungen auf die Wahrscheinlichkeit einer Rezession, wie man auch anhand der nachfolgenden Grafik erkennen kann. Steigende Konsumentenpreise ändern das Konsumverhalten und können eine Umstrukturierung der Kapitalstruktur einer Volkswirtschaft auslösen. Man sieht, dass bislang jeder Rezession ein Anstieg der Teuerungsrate voranging – eine Beobachtung, welche im Einklang mit der Österreichischen Konjunkturtheorie steht.

US-CPI und Rezessionen



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Bawerk.net, Incrementum AG

³² Unser Dank gilt Bawerk.net für die Erstellung der Grafik

Schließlich spielt auch die Politik der Fed dafür eine entscheidende Rolle, wann die letztlich unvermeidbare Rezession eintritt. Aufgrund des ausgemergelten US-Konjunkturaufschwungs halten wir das Szenario eines nachhaltigen Zinserhöhungspfades für höchst unwahrscheinlich. Dessen Umsetzung würde einem Lauf ins offene Messer gleichkommen. **Stattdessen erwarten wir – sobald Rezessionsgefahren thematisiert werden – eine nächste Welle der geldpolitischen Lockerung.**

Hierfür stünden der Fed folgende fünf Instrumente zur Verfügung:

- ▶ „Forward Guidance“: also die Kommunikation, dass der Zinserhöhungsweg bis auf weiteres angehalten ist.
- ▶ Zinssenkungen, ev. auch die Einführung von Negativzinsen
- ▶ Ein neuerliches Quantitative Easing Programm (ev. ausgeweitet auf den Ankauf von Unternehmensanleihen und/oder Aktien)
- ▶ Helikoptergeld („QE for the People“)³³
- ▶ Und theoretisch: Offenmarktgeschäfte mit Gold (die bewusste Abwertung des US-Dollar vis-à-vis Gold)

Die am einfachsten durchführbare Maßnahme wäre, wenn die Fed die Ausrichtung ihre Kommunikationspolitik ändern würde. Sie könnte beispielsweise von weiteren Zinserhöhungen bis auf Weiteres Abstand nehmen und dies auch so kommunizieren. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Federal Reserve eine geldpolitische Kurswende im Rahmen des derzeit tobenden Wahlkampfes um jeden Preis vermeiden will. Außerdem hatte sich der aktuelle Diskurs über weitere Stimulationsmaßnahmen zuletzt verstärkt auf den Bereich Fiskalpolitik verlagert. Solange das aktuelle Bild eines vermeintlichen Zinserhöhungspfades noch aufrechterhalten werden kann, wird man dies tun. Fest steht: **Bei Einbruch der gefürchteten Rezession sind jedenfalls weitere geldpolitische und fiskalpolitische Interventionen so sicher wie das Amen im Gebet.**



Quelle: Hedgeye

³³ Vgl. http://www.qe4people.eu/open_letter_to_the_ecb

g. Exkurs: BIP vs. Gross Output

"Higher consumption is the effect, not the cause, of prosperity."
Mark Skousen

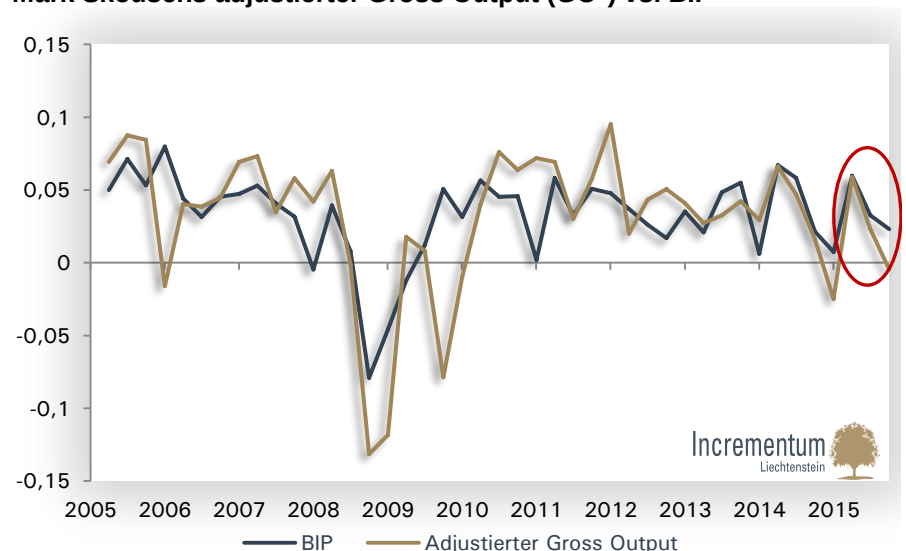
Die konventionelle Berechnung des BIPs hat unserer Meinung nach ein großes methodisches Defizit: Bei der Erfassung der Investitionsausgaben werden sämtliche Produktionsstufen der Wertschöpfungskette - wie sie das Hayek'sche Dreieck beschreibt - außen vor gelassen und nur Endprodukte im BIP berücksichtigt.

Im April 2014 gab das *Bureau of Economic Analysis (BEA)* bekannt, nun auch eine *Gross Output-Statistik (GO)* zu veröffentlichen, die den Business-Sektor miteinbezieht – dieser machte in Q4 2015 satte 20,3 Billionen US-Dollar aus. Diese Statistik kommt der Auffassung österreichischer Ökonomen erheblich näher, da jene die Angebotsseite als das Herzstück der Ökonomie begreifen. Der Ökonom und Investmentanalyst Mark Skousen hat die GO-Statistik des BEA noch weiterentwickelt, indem er zusätzlich die Transaktionen innerhalb des Groß- und Einzelhandels erfasst.

"It is the aim of good government to stimulate production, of bad government to encourage consumption."
Jean-Baptiste Say

Obwohl für die offizielle Feststellung von Rezessionen nach wie vor das Bruttoinlandsprodukt ausschlaggebend ist, lohnt ein Blick auf die Wachstumsrate des Gross Outputs, die unserer Meinung nach ein realistischeres Bild vom Zustand der Volkswirtschaft offenbart. Aus dem folgenden Chart geht hervor, dass der adjustierte GO bereits einen schwächeren Zustand der aktuellen wirtschaftlichen Lage diagnostiziert, als das BIP. Zuletzt verzeichnete der Indikator sogar einen Rückgang, was ein weiteres Indiz für eine naheliegende Rezession ist.

Mark Skousens adjustierter Gross Output (GO*) vs. BIP³⁴



Quelle: Mark Skousen, Incrementum AG

³⁴ Vierteljährliche Änderung der aufs Jahr hochgerechneten nominalen Raten

h. Von der Reflation zur Stagflation

“One may say that, apart from wars and revolutions, there is nothing in our modern civilizations which compares in importance to inflation.”

Elias Canetti

Die nächste Rezession kommt bestimmt. Wie oben bereits ausgeführt, sind genaue Prognosen über das Wann, aber auch über das Wie nicht möglich. Nichts desto trotz wollen wir an dieser Stelle vor einem Wirtschaftsszenario warnen, das wir für durchaus realistisch halten, nämlich der **Stagflation**.

Der Begriff „Stagflation“ leitet sich aus *Stagnation* und *Inflation* ab. Damit ist im Allgemeinen der Zustand einer Ökonomie gemeint, in dem wirtschaftliche Stagnation (also ein stagnierendes oder rückläufiges Wirtschaftswachstum)

in Kombination mit Preisinflation auftritt. Gemäß der gängigen – (neo)keynesianischen – Lehrmeinung ist das Auftreten von Stagflation quasi ein Ding der Unmöglichkeit, u.a. da dieses Phänomen mit der Phillips-Kurve im Widerspruch steht. Doch das ist für uns natürlich kein Grund, dieses Szenario zu verwerfen. Ganz im Gegenteil.

Selbstverständlich sind die Rahmenbedingungen heute nicht exakt dieselben wie in den 1970er Jahren, als sich die westliche Welt mit einer ausgeprägten Stagflation konfrontiert sah.³⁵ Dennoch ist aus unserer Sicht aktuell wieder vor einer beträchtlichen Währungsabwertung und in Folge stagflationären Tendenzen zu warnen. Im Vorjahr skizzierten wir unseren Ausblick folgendermaßen:

Die Stagflation der 1970er Jahre

Die große Stagflation der 70er Jahre kann uns für die heutige Situation durchaus als Lehrstück dienen. Die westlichen Industriestaaten, allen voran die USA, litten damals unter chronisch hohen Inflationsraten bei gleichzeitiger Verdopplung der Arbeitslosigkeit. Auslöser hierfür waren nach Ansicht der Mainstream-Ökonomen die zwei Ölpreisschocks 1973/74 und 1979/80 und somit ausschließlich exogene Faktoren.

Dabei wird jedoch übersehen, dass die globale Teuerungswelle durch die Abwertung des US-Dollar als globaler Leitwährung gegenüber Gold bzw. Rohstoffen ausgelöst wurde. Die OPEC verkündete im September 1971 im Anschluss an die Aufkündigung des Bretton-Woods-Abkommens per Kommuniké eine neue Preisfindung für den Ölpreis:

„Unsere Mitgliedsländer werden alle notwendigen Schritte unternehmen, und/oder Verhandlungen mit den Ölfirmen führen, um Mittel und Wege zu finden um nachteiligen Auswirkungen auf das Realeinkommen der Mitgliedsländer, die sich aus den internationalen monetären Entwicklungen per 15. August 1971 ergeben, entgegenzuwirken.“

In den Jahren davor hatten österreichische Ökonomen vor der kommenden Abwertung des US-Dollar und den damit einhergehenden inflationären Tendenzen gewarnt. Darunter war beispielsweise der damals junge Harry Browne, der bei diversen Medienauftritten und in seinen Büchern sehr eindrucksvoll die Entwicklungen der 1970er Jahre im Voraus beschrieben hatte.

„Wir sind der festen Überzeugung, dass wir uns nun nahe einer Weggabelung befinden. In den kommenden drei Jahren wird sich unserer Meinung nach ein Paradigmenwechsel an den Märkten – hin zu steigenden Inflationstendenzen – vollziehen. Folgende Szenarien halten wir für am wahrscheinlichsten:

Szenario I: Der aktuelle Konjunkturzyklus geht dem Ende zu und die Mär vom nachhaltigen, selbsttragenden Aufschwung wird nach und nach von den Marktteilnehmern hinterfragt. Dies führt zu einer deutlichen Abwertung des US-Dollar gegenüber Rohstoffen, da die Fed – wie sie stets betont hat – gegebenenfalls erneut auf ein Quantitative Easing oder ähnliche Kunstgriffe zurückgreifen wird. In diesem Falle wird Gold signifikant von einem generellen Repricing der Kapitalmärkte profitieren. Ein stagflationäres Umfeld wäre in diesem Falle realistisch. Ein solches Szenario hat derzeit so gut wie niemand auf dem Radar.³⁶

³⁵ Vgl. Harry Browne – The coming Devaluation
<https://www.youtube.com/watch?v=iK01aLsKw7w>

³⁶ In Gold we Trust Report 2015, Seite 123

Für uns sieht es ein Jahr später so aus, als wären wir diesem Szenario einen deutlichen Schritt näher gekommen. Die Wachstumszahlen schwächen tendenziell ab³⁷ und die Inflationstendenz hat gedreht. Wir halten es für gut möglich, dass wir am Beginn einer ausgeprägten Stagflationsphase stehen. Nach einer jahrelangen Kreditausweitung, angefacht von immer niedrigeren Zinsen und zuletzt durch die Einführung von QE-Programmen, gelangen wir nun ans Ende der monetären Fahnenstange.

Wenn eine Ausweitung der Wirtschaftsaktivität über eine höhere Kreditvergabe nur mehr schwer möglich ist, können Notenbanken allenfalls noch improvisieren (etwa indem sie das „akademische Gedankenspiel“ des Helikoptergeldes einem Praxistest unterziehen), wobei jedoch ein Vertrauensverlust gegenüber den Papiergeldwährungen einsetzen könnte. Dies kann sich – ähnlich wie in den 1970er Jahren – als Abwertung der Papiergeldwährungen gegenüber Rohstoffen manifestieren.

Wie sich Investoren davor schützen können, besprechen wir im nachfolgenden Kapitel.

³⁷ So senkte die Weltbank ihre Prognose für die Weltwirtschaft von 2,9% auf 2,4%. Auch der IWF hat seine Wachstumsprognosen zuletzt nach unten revidiert. In Folge des Brexit ist in den kommenden Wochen mit zahlreichen weiteren Abwärts-Revisionen zu rechnen.

4. INFLATION UND DIE VERANLAGUNG

„No subject is so much discussed today - or so little understood - as inflation.“

Henry Hazlitt

„There are two main drivers of asset class returns – inflation and growth.“
Ray Dalio

Die Inflationstendenz hat entscheidende Auswirkungen auf die Wertentwicklung der Anlageklassen und ist (neben dem Wachstum) eine der wichtigsten Variablen für den Erfolg oder Misserfolg einer Veranlagungsstrategie. Dennoch scheint es, als wäre dieser Einflussfaktor in den vergangenen Jahren vernachlässigt worden. Ausschlaggebend dafür ist vermutlich, dass der säkulare, disinflationäre Trend – „the Great Moderation“ - der seit Anfang der 1980er Jahren vorherrschend war, als Normalzustand wahrgenommen wird.

Die davor in den Industriestaaten durchlebte, verheerende Inflation bzw. Stagflation der 70er Jahre ist nur noch wenigen aktiven Anlegern in Erinnerung. Für Marktstrategen scheint die Inflationstendenz weiterhin eine untergeordnete Rolle zu spielen. Dies obwohl die Inflation für die schlechtesten Aktien- und Rentenmarktpformance in den USA seit 80 Jahren (1966-1982) mitverantwortlich war. Die darauffolgende Disinflation war wiederum Wegbereiter für Dekaden hervorragender Performance für diese Anlageklassen.³⁸

Bereits 2014 haben wir auf die Inflationssensitivität unterschiedlicher Anlageklassen hingewiesen. Damals hatten wir auf das Verhalten aus Sicht des US-Investors beleuchtet.³⁹ Auch diesseits des Atlantiks kann man den Einfluss der Inflationstendenz auf die Anlageklassen deutlich nachweisen. Eine interessante Darstellung lieferte der schweizerische Investment Consultant PPC Metrics in einem Research Paper.⁴⁰ Die Studienautoren analysierten die Konsequenzen steigender und fallender Inflationsraten auf die jährlichen Renditen unterschiedlicher Anlageklassen. Das Ergebnis: Auch in der Schweiz haben die meisten Anlageklassen bei fallenden Teuerungsraten (Disinflation) Rückenwind. Bei steigenden Teuerungsraten zeigen hingegen in erster Linie Gold und Rohstoffe eine positive Performance.

Ø Jahresrendite wenn Inflation...	...steigt	...sinkt	Gesamt	Beobachtungen (Jahre)
Liquidität	3,72%	3,05%	3,32%	51
Obligationen CHF	3,00%	5,57%	4,51%	51
Obligationen FW	2,66%	6,59%	4,97%	51
Obligationen FW hedged	4,09%	4,95%	4,60%	51
Aktien CH	5,62%	12,22%	9,50%	51
Aktien Global	5,71%	10,57%	8,57%	51
Immobilien CH	5,69%	7,77%	6,92%	51
Commodities	17,30%	3,92%	8,94%	40
Gold	11,88%	7,13%	8,00%	40
Hedge Funds	2,95%	7,35%	5,95%	22

Quelle: PPC Metrics

³⁸ Vgl. „Inflation and Deflation“, Strategic Economic Decisions

³⁹ Vgl. „In Gold we Trust Report 2014“, S. 28

⁴⁰ Vgl. „PPC Metrics Research Paper Nr. 1/2013: Anlagen in einem inflationären und deflationären Umfeld

Aufgrund der signifikanten Bedeutung des Parameters Inflation für die Veranlagung wollen wir im nachfolgenden Kapitel unterschiedliche Aspekte im Zusammenhang mit Inflation und Veranlagung analysieren.

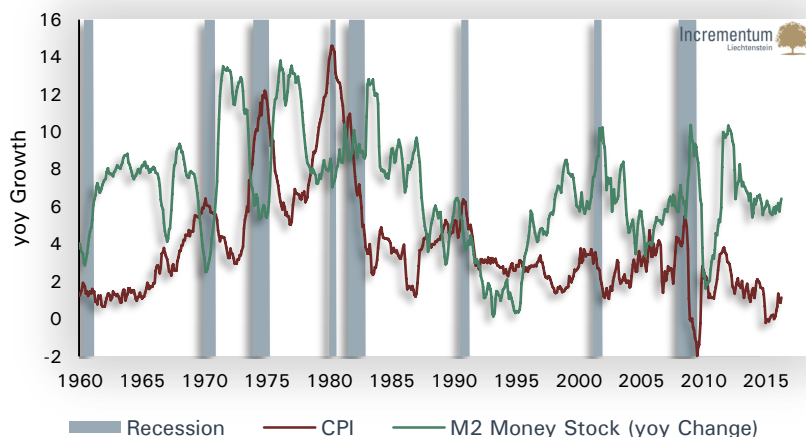
a. Die missverstandene Inflation

Bei der Behandlung des Themas Inflation werden wir im Rahmen unserer Publikationen nicht müde, auf die Unterscheidung zwischen monetärer Inflation und Preisinflation hinzuweisen. Für manche Leser mag dies wie pedantische Haarspalterei klingen, aus unserer Sicht ist diese Betrachtung jedoch für ein umfassendes Verständnis der Umstände essentiell. **Monetäre Inflation ist die Ursache, Preisinflation deren Konsequenz.**

“Inflation is a twisted magnifying lens through which everything is confused, distorted, and out of focus, so that few men are any longer able to see realities in their true proportions.”
Henry Hazlitt

Es ist einfach nachvollziehbar, dass im Rahmen eines Geldsystems mit konstanter Geldmenge das „allgemeine Preisniveau“ nicht permanent steigen kann. Der Preis eines knapper werdenden Gutes wird in einem solchem Geldsystem zwar steigen, dafür wird der Preis eines verhältnismäßig reichlich verfügbaren Gutes fallen. Preisänderungen spielen sich also nur auf relativer Ebene ab. Ein Anstieg aller Preise ist erst möglich, wenn die Geldmenge nicht konstant ist, sondern steigt – und zwar stärker steigt als das Angebot der verfügbaren Güter. Generell steigt daher die Geldmenge prozentual stärker als das Preisniveau.

CPI und M2 seit 1960



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Allerdings ist die Situation bei weitem nicht so trivial, dass man aus der Inflationsrate der Geldmenge und unter Berücksichtigung des Wachstums des Güterangebots, direkt die Inflationsrate der Verbraucherpreise ableiten könnte. Hierbei ergeben sich mehrere Schwierigkeiten.

“Men of business in England do not like the currency question. They are perplexed to define accurately what money is: how to count they know, but what to count they do not know.”
Walter Bagehot

Ein praktisches Problem bildet bereits die Definition der ersten Variablen, der Geldmenge. Im heutigen Geldsystem wird der Großteil der Geldmenge von Banken geschaffen. Die Geldschöpfung ist also teils in öffentlicher und teils in privater Hand.⁴¹ Um nun die gesamte Geldmenge zu eruieren, gibt es unterschiedlichste Berechnungsmethoden.⁴² Daraus

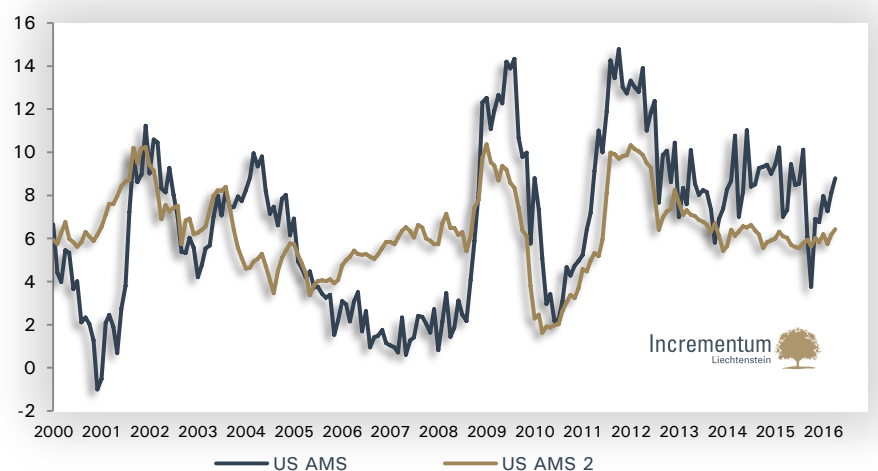
⁴¹ In seiner Studie “Can banks individually create money out of nothing? – The theories and the empirical evidence” hat Prof. Richard Werner erstmals auch den empirischen Beweis für die sog. Kreditschöpfungstheorie erbracht. Es zeigte sich, dass die besagte Bank eben keine bereits vorhandenen Ersparnisse für die Kreditvergabe verwandte, sondern, dass sie stattdessen eine imaginäre Einlage auf dem Konto des Kreditnehmers schuf. Der so vergebene Kredit war also tatsächlich ohne vorherige Ersparnis ex nihilo geschaffen worden.

⁴² Vgl. „Lost in a Maze of Monetary Aggregates?“, Robert P. Murphy, Mises.org

resultieren zum Beispiel die von den Zentralbanken berechneten Geldmengenaggregate (M1, M2, etc.).

Interessanterweise sind sich auch die Zentralbanken untereinander nicht einig, wie man diese Geldmengen korrekt definieren soll. Die Konventionen hinsichtlich der Kalkulation unterscheiden sich zum Teil erheblich. Neben den von offizieller Seite berechneten Geldmengenaggregaten gibt es auch im privatwirtschaftlichen Bereich Analysten, die sich intensiv mit der Berechnung des Geldmengenwachstums beschäftigen. **Führend unter diesen Analysten ist unser Advisory Board Mitglied Dr. Frank Shostak, der sich im Rahmen seines Finanzanalyseunternehmens „Applied Austrian School Economics“ überwiegend mit der Berechnung, dem Vergleich und den Konsequenzen der Geldmengeninflation auseinandersetzt.**⁴³

Austrian Money Supply für die USA



Quelle: Applied Austrian School Economics, Dr. Frank Shostak

Abgesehen von der Problematik, dass die Geldmenge im heutigen Teilreserve-Bankensystem nicht eindeutig zu quantifizieren ist, gibt es auch eine Reihe weiterer Gründe, warum sich die Geldmengeninflation nicht exakt proportional zur Preisinflation entwickelt. Allen voran wollen wir die folgenden Umstände anführen:

1. Methodologische Probleme bei **der Messung der Verbraucherpreisinflation** (Zusammensetzung des Warenkorbes, Qualitätsverschlechterung, „Shrinkflation“⁴⁴)
2. Eine Änderung der Präferenzen von der **Geldhortung** („demand to hold money“) hin zu einer nachfragewirksamen Ausgabe des Geldes wirkt sich ebenfalls auf das Preisniveau aus.⁴⁵
3. Die offizielle Inflationsrate berücksichtigt nur die Änderung der Konsumgüterpreise (Verbraucherpreise). Preisänderungen im Bereich der **Vermögenswerte (in erster Linie Anlage bzw. Kapitalgüter aber auch Kunstpreise etc.) werden jedoch nicht erfasst.**

⁴³ <http://aaseconomics.com/>

⁴⁴ Vgl. <https://en.wikipedia.org/wiki/Shrinkflation>

⁴⁵ Monetaristen sprechen in dem Zusammenhang von der Umlaufgeschwindigkeit. Dieses Konzept ist aber u.a. aufgrund der angeführten problematischen Umstände kritisch zu sehen.

b. Der Heilige Gral der Geldpolitik

„Der ausschließliche Fokus der Zentralbanken auf die Verbraucherpreise könnte sogar kontraproduktiv sein. Eine solche Geldpolitik kann die effiziente Kapitalallokation unterminieren, Fehlinvestitionen fördern und damit die wirtschaftlichen Strukturen verzerren, wachstumsfördernde kreative Umwälzung blockieren, die Risikobereitschaft steigern und den Boden für zukünftige Instabilitäten des Geldwerts bereiten.“

Axel Weber

Seit den 1990er Jahren ist das *Inflation Targeting*, also das Verfolgen von Inflationszielen, zur elementaren geldpolitischen Strategie der Zentralbanken avanciert. Da die Teuerungsraten sich nur auf eine kleine und recht willkürlich festgelegte Teilmenge aller Preise beziehen und diese – wenn überhaupt – nur sehr ungenau und mit großer Verzögerung über die Geldpolitik gesteuert werden können, erscheint diese Strategie nicht als sonderlich zielführend.⁴⁶

Die Europäische Zentralbank ist die wichtigste Notenbank, welche ihre Geldpolitik in erster Linie auf die Erreichung eines Teuerungsziels ausgerichtet hat.⁴⁷ Es ist bekannt, dass das primäre Ziel der EZB darin besteht, eine Verbraucherpreisinflation von *knapp unter 2%* pro Jahr zu generieren. Um „das Preisniveau“ etwa mit dieser Rate ansteigen zu lassen, muss gemäß dem zuvor durchexerzierten Gedankenexperiment auch die Geldmenge entsprechend steigen.

Weitaus weniger bekannt als das primäre Ziel ist, dass die EZB neben dem Inflationsziel auch ein Geldmengenwachstumsziel hat. So wurde bei der Gründung der EZB (auf Betreiben der Deutschen Bundesbank hin) ein Referenzwert von 4,5% jährlichen Wachstums der Geldmenge M3 festgelegt.⁴⁸

Die Überlegung hierbei war:

$$\begin{aligned} 4,5\% \text{ Geldmengenwachstum} - 2,5\% \text{ Potenzialwachstum} &= 2\% \\ \text{Preisinflation} &= \text{Preisstabilität gem. EZB} \end{aligned}$$

Während die EZB in den ersten Jahren ihres Bestehens die angestrebte Verbraucherpreisinflation relativ genau erreichte, ist die Volatilität der Teuerung seit dem Jahre 2008 deutlich gestiegen. Die Geldmengeninflation für M3 lag insbesondere vor 2008 deutlich über dem Referenzwert von 4,5% p.a.

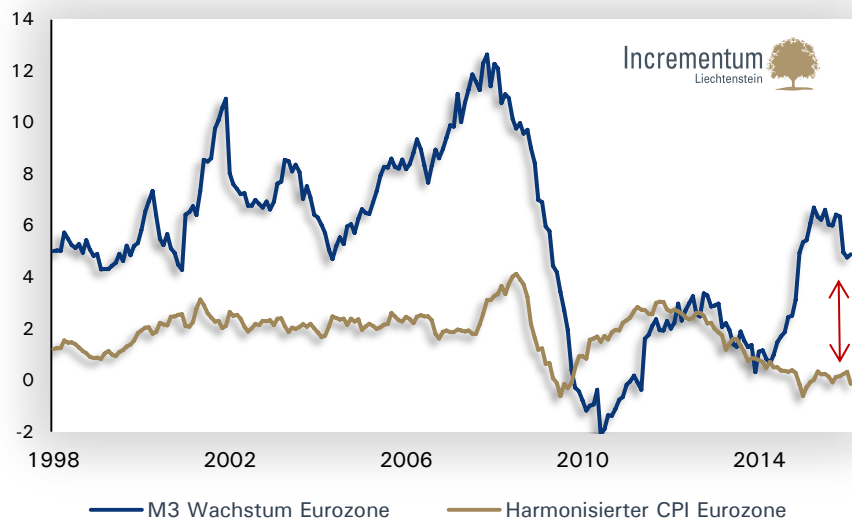
⁴⁶ Hayek wies immer wieder darauf hin, dass das *Targeting* einer makroökonomischen Variable kein geeignetes Mittel zum Erreichen einer höheren makroökonomischen Stabilität sei, sondern sogar den gegenteiligen Effekt haben könne.

⁴⁷ Ihr US-Pendant hat das duale Ziel, neben stetiger Preisinflation auch zur Vollbeschäftigung beizutragen.

⁴⁸ Der genaue Wortlaut findet sich unter:

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/act4r.en.html#263>

M3 Eurozone und Harmonisierter Verbraucherpreisindex Eurozone



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Dass die überproportionale M3-Geldmengenerweiterung in der Phase vor 2008 die Wurzel von Blasen und Fehlallokationen war, liegt aus unserer Sicht auf der Hand. Dies scheint uns ein idealtypisches Beispiel für die Österreichische Konjunkturtheorie (ABCT) zu sein. Die Vermögenspreisinflation bis zum Jahre 2008 ist gut dokumentiert, man erinnere sich beispielsweise an den sagenhaften Boom bei Immobilien in Spanien oder Portugal.

“Wird genug Geld gedruckt, gibt es immer Inflation. Immer.”
Peter Praet, EZB Chefökonom

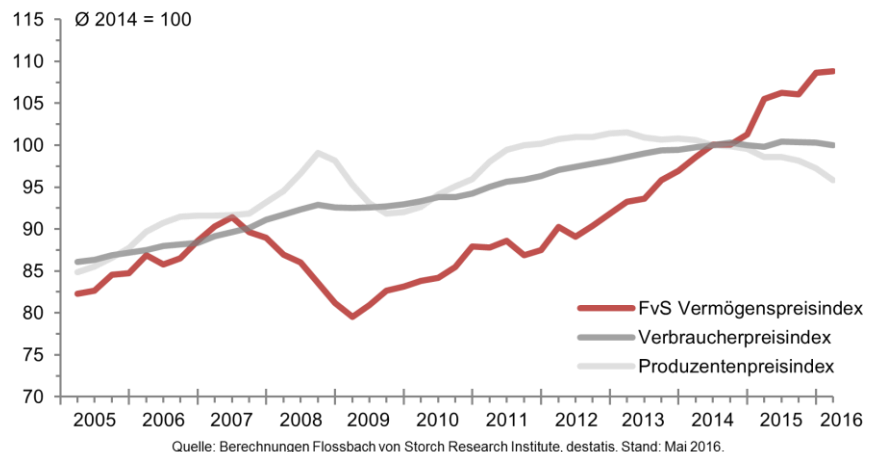
Derzeit wird der Referenzwert von 4,5% wieder deutlich überschritten, und das obwohl die Verbraucherpreisinflation schon seit Jahren ihr Ziel von 2% verfehlt – sie verharrte in den vergangenen Jahren in einer Bandbreite zwischen 0% und 1%. Es liegt die Annahme nahe, wonach sich die Differenz zwischen starkem Geldmengenwachstum und verhältnismäßig geringer Verbraucherpreisinflation in erster Linie in der Vermögenspreisinflation manifestierte. **Diesmal stehen wohl eher Immobilien der nördlichen Eurozonenhälfte sowie Rententitel im Fokus. Mietrenditen folgen konsequent dem generellen Zinsniveau, welche mittlerweile teilweise absurde Niveaus erreicht haben.**

Dies bestätigen auch zahlreiche Indizes. Laut Berechnungen des Vermögensverwalters Flossbach von Storch⁴⁹ betrug die Vermögenspreisinflation im letzten Jahr 7,8% und fiel damit so hoch aus wie noch nie zuvor seit Beginn der Erhebungen. Während die Preise von Finanzvermögen de facto stagnierten (+0,7%), trieb der Preisanstieg bei Sachwerten (+9,5%) die Vermögenspreisinflation auf ein Rekordhoch. Ausschlaggebend dafür waren in erster Linie Immobilien, welche die größte Vermögensposition deutscher Haushalte darstellen und so stark wie nie zuvor anstiegen. Auch Betriebsvermögen (+24,5%) sowie Sammel- und Spekulationsgüter (+15,4%) haussierten. Aktienkurse kletterten im Schnitt um 5,8%, während Rentenwerte im Vergleich zum Vorjahr 2,2% verloren.

⁴⁹ Der FvS Vermögenspreisindex erfasst die Preisentwicklung des Vermögens deutscher Haushalte. Der Index entspricht der gewichteten Preisentwicklung des Sach- und Finanzvermögens, welches sich im Besitz deutscher Haushalte befindet. Zum Sachvermögen zählen neben Immobilien- und Betriebsvermögen auch langfristige Verbrauchsgüter sowie Sammel- und Spekulationsvermögens.

Der Cantillon-Effekt⁵⁰ wird auch vom FvS-Indikator eindrucksvoll bestätigt. So profitierten wohlhabende Haushalte, deren Vermögenswerte im Schnitt um 10,4% anstiegen, deutlich überproportional von der Preisentwicklung. Zudem scheint interessant, dass junge Haushalte deutlich weniger von Vermögenspreisinflation profitieren als ältere. Die Gründe dafür sind der geringe Immobilienanteil an deren Gesamtvermögen und der verhältnismäßig große Anteil an Sparguthaben.

FvS Vermögenspreisindex vs Verbraucherpreisindex und Produzentenpreisindex



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute

Woran liegt es nun, dass die Zentralbanken, statt die Verbraucherpreise zu beflügeln, eine Lawine bei den Vermögenspreisen losgetreten haben? Eine Erklärungsmöglichkeit für dieses Phänomen ist, dass bei den vorangegangenen Wirtschaftszyklen die Reflationierung über konventionelle Geldpolitik und somit Kreditausweitung stattfand. Diese wirkt sich schneller auf die Realwirtschaft aus und erhöhte bald die Verbraucherpreise. Diesmal wurde die Reflation direkt über Wertpapierankäufe versucht, was insbesondere den Wert der Anlagegüter verteuerte, nicht jedoch die Verbraucherpreisinflation nachhaltig befeuern konnte.

Nun scheint es jedoch, als hätte sich das Blatt gewendet. Dies könnte bedeuten, dass der Effekt gerade von den Vermögenspreisen auf die Verbraucherpreise übergeht. Mit den damit verbundenen Konsequenzen wollen wir uns in den kommenden Kapiteln beschäftigen.

⁵⁰ Thorsten Polleit vergleicht den Cantillon-Effekt mit einem Wasserrohrbruch: „Sparer und Investoren sollten sich die Wirkung einer Geldmengenausweitung wie die eines Wasserrohrbruchs im Haus vorstellen. Erst tröpfelt es in der einen Ecke, dann in der anderen, und nach und nach sind alle Wände und Decken durchnässt. Bei einer großangelegten Geldmengenausweitung steigen die Preise nach und nach, erst die einen, dann die anderen. Es kommt aber nicht nur zu einer Geldwertverschlechterung. Es kommt auch zu einer weitreichenden, kaum übersehbaren Zwangsumverteilung von Einkommen und Vermögen. Einige Personen und Nationen werden auf Kosten anderer bessergestellt. Diejenigen, die das neu geschaffene Geld als erste bekommen, werden reicher. Sie können Güter zu noch unveränderten Preisen kaufen. Diejenigen, die das neue Geld erst zu einem späteren Zeitpunkt erhalten, oder die gar nichts davon abbekommen, werden ärmer: Sie können Güter nur noch zu bereits erhöhten Preisen kaufen.“

c. „The dollar is our currency, but it's your problem”

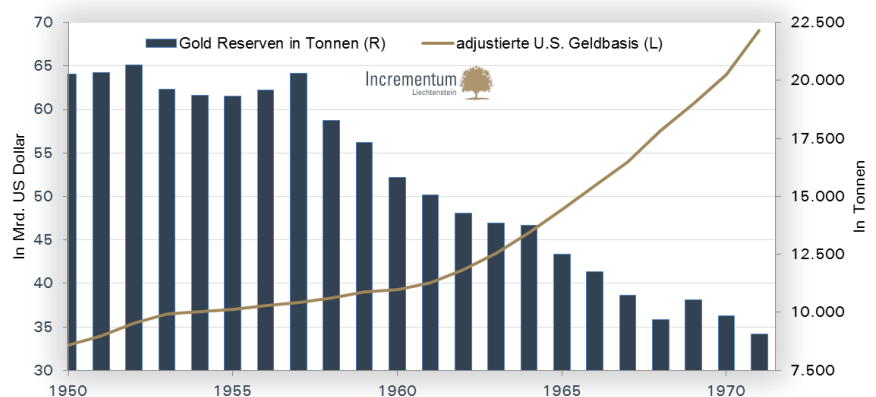
„The problem we see (as do a growing amount of others) is failure in real terms. The mechanical solution above is currency dilution, which is another way of saying ‚devaluation‘, which in turn is another way of saying ‚inflation‘. We expect the post-Bretton Woods monetary regime to fail eventually in real terms, much as the Bretton Woods regime failed in 1971. Given the scale, breadth and depth of household, government and corporate leverage around the world, the necessary magnitude of central bank administered inflation would be significant.”⁵¹

Paul Brodsky

Die derzeitige Währungsarchitektur ist eine Anomalie. Um die aktuelle globale Geldordnung und letzten Endes die heutige Situation hinsichtlich des US-Dollar, der Rohstoffe sowie der Inflation zu verstehen, lohnt ein Blick in die Geschichtsbücher. Durch eine partielle Golddeckung war das Edelmetall in der Nachkriegsordnung unter dem Bretton-Woods-System bis zum Jahr 1971 Anker des globalen Währungssystems und limitierte die Zentralbanken in ihrem Handlungsspielraum, die Geldmengen beliebig auszuweiten.

Jedoch benötigt auch ein partielles Schuldgeldsystem, wie es das Bretton-Woods-System war, systemisch eine stete Ausweitung der Geldmenge. Zudem tendieren Staaten naturgemäß zu einer Ausweitung ihrer Ausgaben. Beides stand im Konflikt mit der Golddeckung. Konkret ließ damals die militärische Aufrüstung in Folge des Kalten Krieges, sowie der Anstieg der Sozialausgaben das US-Defizit anwachsen.⁵² So überschritten die Auslandsverbindlichkeiten die hinterlegten Goldbestände der Fed bereits in den 60er Jahren. Die USA konnten die Verpflichtung der Fed, Gold zu 35 US-Dollar pro Feinunze einzutauschen, langfristig nicht erfüllen. Die *de jure*-Deckung des US-Dollar wurde also unterlaufen, *de facto* war der Dollar ausschließlich vom Vertrauen anderer Regierungen abhängig. Und dieses Vertrauen ließ nach: In den 60er Jahren begannen ausländische Zentralbanken vermehrt, Dollarreserven in Gold umzutauschen und das Bretton-Woods-System geriet immer mehr unter Druck. **So kam es wie es kommen musste und die USA gaben am 15. August 1971 – mit fadenscheinigen Argumenten – die Golddeckung auf.**

Goldreserven und Geldmengenbasis der USA zwischen 1950 bis 1970



Quelle: World Gold Council, FRED, Incrementum AG

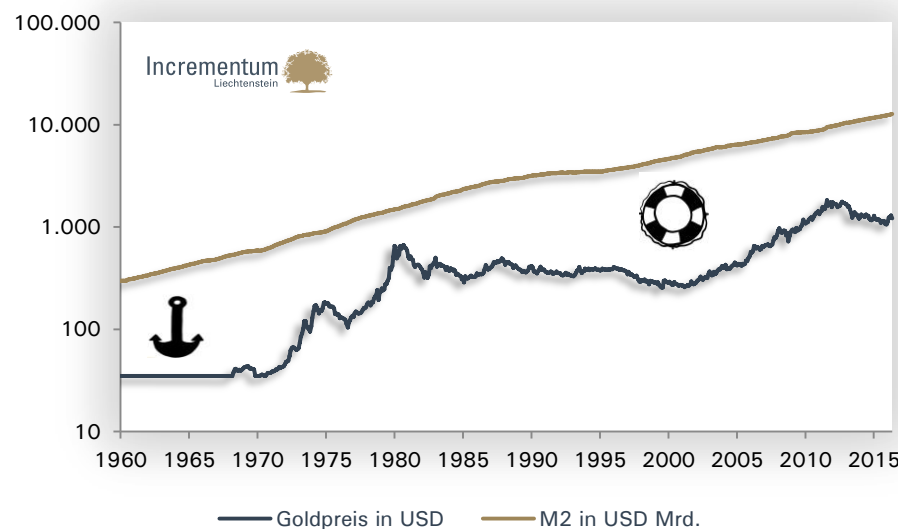
⁵¹ Vgl. „The Fall of All we Know“, Paul Brodsky, Macro-allocation.com

<https://www.linkedin.com/pulse/fall-all-we-know-paul-brodsky>

⁵² Vgl. „Gold and the Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow“, Robert Triffin, S. 524.

Die Trennung des US-Dollar von Gold hatte weitreichende Konsequenzen. Die Charaktereigenschaften von Gold als Anlagegut haben sich mit dieser Trennung fundamental umgekehrt. Nachdem der Preis von Gold nicht mehr an die Recheneinheit US-Dollar gebunden war, wurde es mit einem Schlag vom risikolosen zu einem in US-Dollar ausgedrückten, schwankenden – und daher vermeintlich risikoreichen – Gut. **Gold hat somit eine Metamorphose vom Anker zu einem volatilen Rettungsring durchgemacht.**

Vom Währungsanker zum monetären Rettungsring: Goldpreis in USD und Geldmenge M2 (log. Skalierung)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Der Preis von Gold treibt seither langfristig auf der permanent anschwellenden Geldmengenflut nach oben. Dies geschieht jedoch im lauten Getöse der volatilen Brandung der Inflationsgezeiten, welche für Goldhalter kurz- und mittelfristige Preisrisiken bedeuten.⁵³ **Neben der Funktion als monetärer Anker bot Gold zu Zeiten des Goldstandards aufgrund der konstant verfügbaren Goldmenge auch einen stabilen Referenzkurs für alle Transaktionen.** Gold war im Rahmen des Bretton-Woods-Systems indirekt der Nenner und die Recheneinheit für internationale Transaktionen.

Infolge der Aufhebung der Goldanbindung herrschte in den 1970er Jahren eine globale geldpolitische Unordnung vor. Für die Glättung der Wogen war das Abkommen zwischen den USA und Saudi-Arabien hinsichtlich der Abwicklung des Öl-Handels entscheidend. Insbesondere ermöglichte dieses den Fortbestand des US-Dollar als globaler Leitwährung über das Ende des Bretton-Woods-Systems hinaus. Die vorher geltende, partielle Golddeckung wurde durch eine implizite Öldeckung ersetzt. Diese Ordnung wird seither oft als „Petrodollar“ bezeichnet. Dieser Schritt, gefolgt von den restriktiven geldpolitischen Maßnahmen der US-Notenbank unter Paul Volcker, legte die Basis für das heute noch bestehende,



⁵³ Diesbezüglich empfehlen wir auch die Lektüre des Kapitels des letztjährigen „In Gold we Trust Report“ „Warum steigt Gold überhaupt“.

wenn auch ins Wanken geratene, dollarzentrische Geldsystem.

Die Stellung des US-Dollar als globale Leitwährung ist dabei für die USA äußerst vorteilhaft, da eine globale Seigniorage⁵⁴ durch Währungsschöpfung lukriert werden kann. Solange große Teile der Welt bereit sind, für aus dem Nichts geschaffene US-Dollar zu arbeiten, können die USA durch das Drucken von Geld reale Waren und Dienstleistungen beziehen.

Das Triffin-Dilemma und seine Konsequenzen

„A fundamental reform of the international monetary system has long been overdue. Its necessity and urgency are further highlighted today by the imminent threat to the once mighty U.S. dollar.“

Robert Triffin, 1960

Der Ökonom Robert Triffin, der u.a. bei der Fed und dem IWF arbeitete, zeigte bereits in den 60er Jahren auf, dass eine Nation, die eine globale Reservewährung emittiert, in einem **Zielkonflikt zwischen kurzfristigen nationalen und langfristigen internationalen Zielen steckt** – dem Triffin-Dilemma. Die folgenden zwei Eigenschaften einer idealen Reservewährung seien demnach unvereinbar:

- ▶ **Stabilität:** Eine Währung ist nur dann stabil, wenn der Emittent eine ausgeglichene Leistungsbilanz aufweist.
- ▶ **Ausreichende internationale Bereitstellung der Reservewährung:** Um die internationale Nachfrage nach der Reservewährung zu bedienen, muss die emittierende Nation ein Leistungsbilanzdefizit ausweisen.

Konkret bedeutet dies, dass die USA ihr Zahlungsbilanzdefizit (von aktuell ca. 40 Mrd. US-Dollar pro Monat) nicht nachhaltig reduzieren können, nachdem die **Liquiditätsverknappung eine kontraktive Abwärtsspirale auslösen würde**. Beispiele dafür haben wir in den vergangenen Jahrzehnten en masse beobachten können. Zuletzt wieder, als das Leistungsbilanzdefizit in Folge des amerikanischen Fracking-Booms schrumpfte, der Dollar fester tendierte und es rasch zu Verwerfungen in den Emerging Markets kam.

Aber auch eine permanente Ausweitung des US-Defizits ist keine nachhaltige Lösung, nachdem die Dollarschwemme für ein sinkendes Vertrauen in den Greenback sorgt und zudem Boom-Zyklen in die weite Welt – insb. die Schwellenländer - exportiert werden.

Triffin benannte die Probleme des vorherrschenden Geldsystems und wies selbige auch am Vorgängersystem, wo das Britische Pfund die Rolle der Reservewährung einnahm, empirisch nach. **Er schlug deshalb vor, dass eine neue Weltleitwährung kreiert werden müsste.**

Vgl. dazu: „Geldsystem: Der Versuch einer Erklärung, warum die Special Drawing Rights zur neuen Weltleitwährung aufsteigen werden“

Der Reservewährungsstatus des US-Dollar hat zur größten makroökonomischen Schieflage in der globalen Wirtschaftsgeschichte maßgeblich beigetragen. Das Privileg, eine internationale Reservewährung emittieren zu können, wurde bereits in den 60er Jahren kritisiert.⁵⁵ Nichtsdestotrotz wird der durch den Reservewährungsstatus bedingte Vorteil heute in der Regel von internationaler Seite weitgehend als gegeben hingenommen und die damit verbundenen systemischen Probleme werden ignoriert. Auch offizielle Vertreter der USA weichen diesem Thema gerne aus. Im Jahr 2015 war einer der seltenen Momente, als von höchster Ebene seitens des US-Außenministers John Kerry⁵⁶ bzw. auch in einer Rede des US-Präsidenten Barack Obama⁵⁷ die Bedeutung des Reservewährungsstatus des US-Dollar für die USA eingestanden wurde. **Es ist davon auszugehen, dass die Erhaltung des währungspolitischen Status Quo in den geopolitischen Strategien der USA einen entsprechend hohen Stellenwert einnimmt.**

⁵⁴ Anmerkung: Als Seigniorage (historisch auch „Münzgewinn“ oder „Schlagschatz“) bezeichnet man den von der Zentralbank erzielten Gewinn, der durch die Emission von Zentralbankgeld entsteht. Im weiteren Sinne gehören auch jene Gewinne der Geschäftsbanken dazu, die durch die Schaffung von Buchgeld entstehen.

⁵⁵ Es wurde von Valéry Giscard d'Estaing durch den Begriff des „exorbitant privilege“, also des außergewöhnlichen Vorteils beschrieben.

⁵⁶ Vgl. „Dollar could suffer if U.S. walks away from Iran deal: John Kerry“, Reuters

⁵⁷ <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2015/08/05/remarks-president-iran-nuclear-deal>

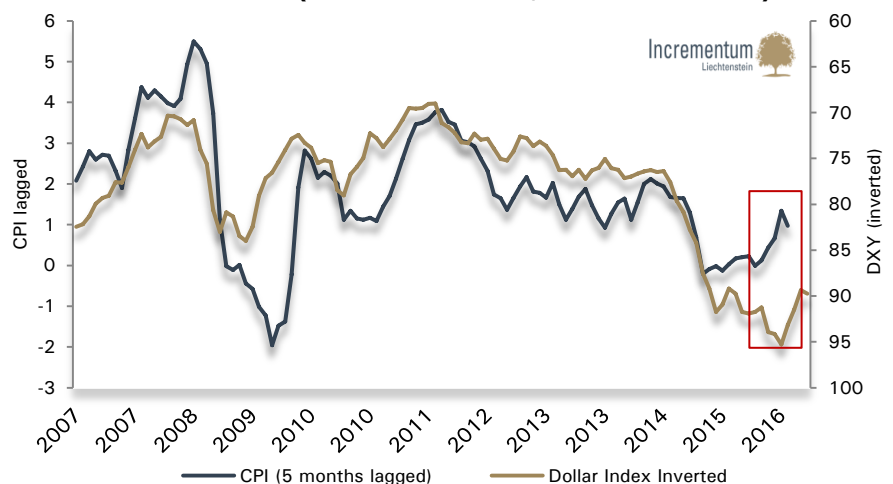
d. Globale Inflationstendenzen in einer dollarzentrischen Welt

"I found myself doing extraordinary things that aren't in the textbooks. Then the IMF asked the U.S. to please print money. The whole world is now practicing what they have been saying I should not. I decided that God had been on my side and had come to vindicate me."

Gideon Gono, ehem. Gouverneur der Notenbank von Simbabwe⁵⁸

Inwiefern ist die heutige Währungsarchitektur für den Anleger relevant? Naturgemäß ist der Außenwert des US-Dollar entscheidend für die Inflationsentwicklung innerhalb der USA. Anhand der nachfolgenden Grafik ist ersichtlich, dass es eine etwa fünfmonatige Zeitverzögerung zwischen einer Auf- bzw. Abwertung des US-Dollar und der Entwicklung der US-Preisinflationsrate gibt. **Sollte die jüngste Dollarschwäche anhalten, ist also tendenziell mit einer steigenden Preisinflation in den USA zu rechnen.**

US CPI vs. Dollarindex (5 Monate versetzt; invertierte Achse)

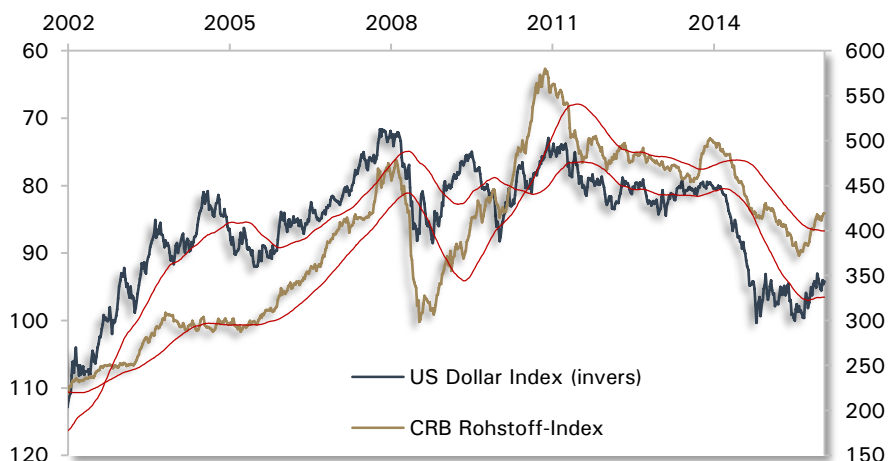


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Wieso ist die Entwicklung des US-Dollar auch von entscheidender Bedeutung für die internationalen Inflationstendenzen? In den vergangenen Jahren konnten wir ein Paradebeispiel der systemischen Instabilität beobachten. So hat sich der Preis für Rohöl innerhalb von nur sieben Monaten mehr als halbiert. Viele Analysten haben dies ausschließlich auf Angebots- und Nachfragefaktoren zurückgeführt, was aus unserer Sicht jedoch nicht ausreichend ist. Alle Verbrauchsrohstoffe sowie praktisch jede Papiergeldwährung haben im selben Zeitraum gegenüber dem US-Dollar massiv an Wert verloren. **Diese zeitgleiche Abwertung aller Rohstoffe bedeutet in unserem dollarzentrierten Geldsystem ein disinflationäres Erdbeben.**

⁵⁸ Simbabwe durchlebte von 2007 bis 2008 eine der extremsten Hyperinflationen der Währungsgeschichte

US-Dollar Index (linke Skala, invertiert) vs. CRB Index (rechte Skala)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Wir vertreten die Meinung, dass Rohstoffe die Antidote zum US-Dollar sind. Zwischen Bewegungen in den Rohstoffpreisen und im US-Dollar bestehen Wechselwirkungen, wobei die Kausalität stärker als allgemein angenommen vom US-Dollar ausgeht.

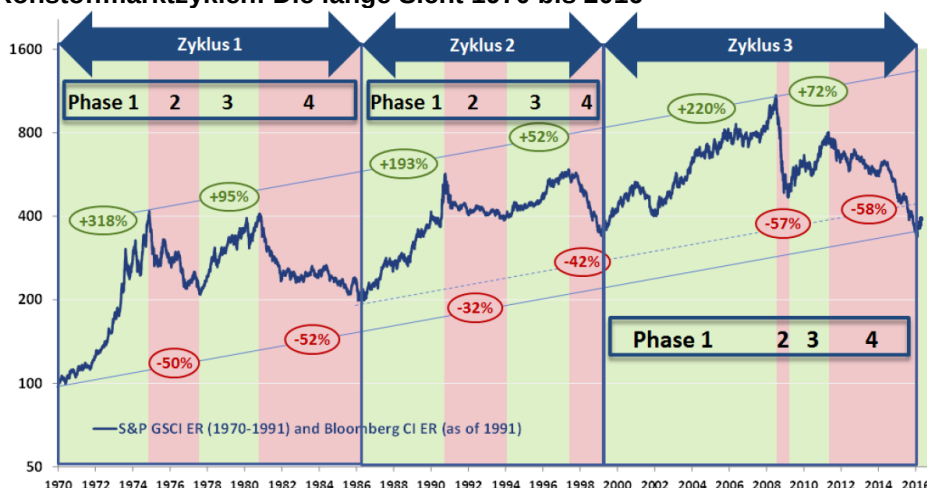
Der US-Dollar ist aber auch ein zentraler Referenzkurs für alle anderen Währungen. Waren jene im goldzentrischen Geldsystem fest im Goldfundament verankert, hängen sie nun am US-Dollar, der wie eine Boje auf unterschiedlich starkem Wellengang treibt. In dieser Rolle hat der relative Wert des US-Dollar zu Gold bzw. zu einem breiten Korb aus Rohstoffen eine entscheidende Rolle für die globale Inflationstendenz.

“Of course, the “dollar price” of a gold ounce may have changed radically in the years. That’s not a gold problem; it’s a dollar problem.”

Jim Rickards

Wertet der US-Dollar gegenüber Gold bzw. Rohstoffen ab, so werten implizit alle anderen Währungen ab und es gibt global inflationäre Tendenzen. Gemäß Tiberius Research ließen sich seit 1971 drei große Rohstoffzyklen beobachten. Spannend dabei ist, dass das Ende dieser Zyklen in etwa mit den temporären Dollar-Höchstständen korrespondierte.

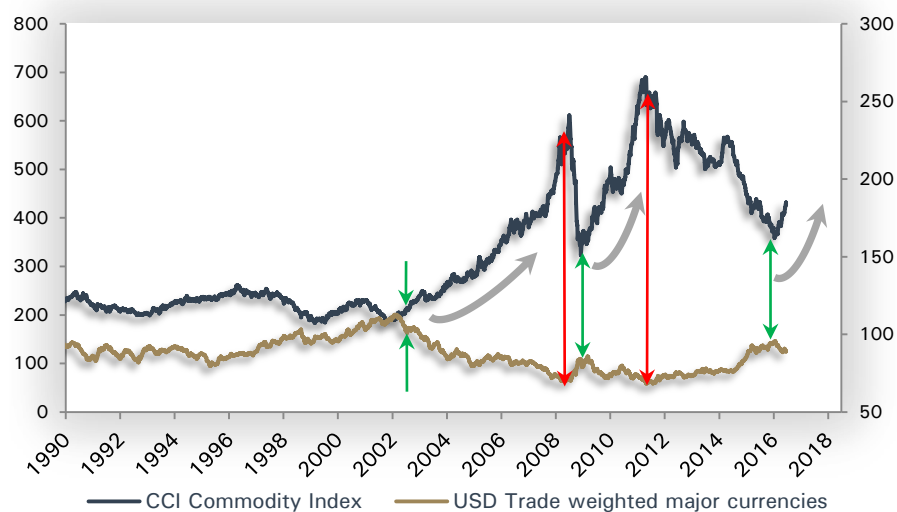
Rohstoffmarktzyklen: Die lange Sicht 1970 bis 2016



Quelle: Tiberius Research, Dr. Torsten Dennin, Bloomberg

Die Wendepunkte im handelsgewichteten USD scheinen insbesondere seit den 90er Jahren hervorragend mit den Wendepunkten im Rohstoffbereich zu korrespondieren. Es sieht so aus, als wäre Anfang des Jahres 2016 erneut eine Trendumkehr eingeleitet worden.

US-Dollar-Index handelsgewichtet vs. CCI Commodity Index

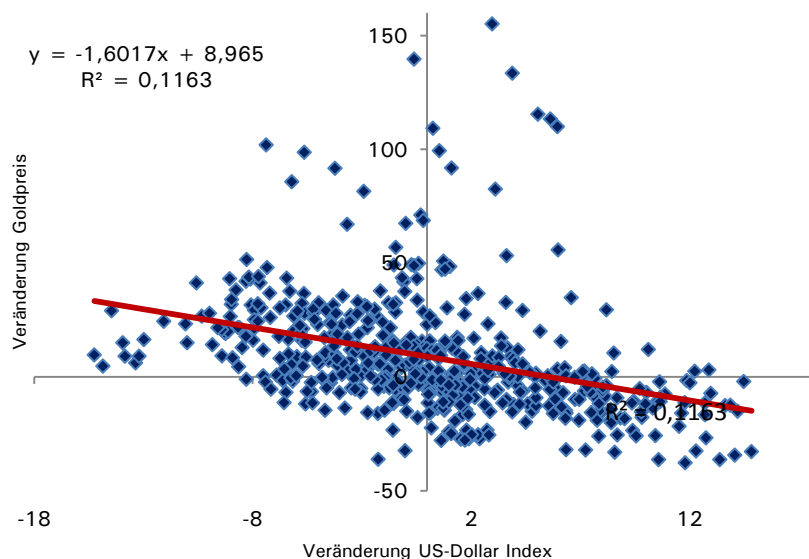


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

“Gold’s benchmark is the inverse of the perceived purchasing power value of the US dollar. The lower the Dollar’s perceived purchasing power over time, the greater the perceived value of gold over time, and vice versa.”
Paul Brodsky

Auch die Verbindung zu Gold scheint höchst relevant. Die nachfolgende Grafik zeigt die monatliche Veränderung des Goldpreises (vertikale Achse) sowie des handelsgewichteten US-Dollar (horizontale Achse) seit 1973. Es zeigt sich ein negativer Zusammenhang, sprich, Gold entwickelte sich tendenziell besser, wenn der Dollar schwächelte. Der Schnittpunkt der Regressionsgeraden mit der Ordinatenachse gibt an, dass der Goldpreis in einem dollarneutralen Umfeld im Schnitt um etwa 9% zulegte. Anhand des rechten unteren Quadranten erkennt man jedoch auch, dass Phasen eines starken Dollarkurses meist eine gedämpfte Entwicklung bei Gold bedeuteten.⁵⁹

Das „Alpha“⁶⁰ des Goldpreises



Quelle: Incrementum AG, Fed. St. Louis

In der nachfolgenden Tabelle lässt sich die inverse Beziehung zwischen dem Dollarindex (USDIX) und Gold sehr gut erkennen. Darüber hinaus zeigt sich, dass der USDIX und Gold nicht nur insgesamt

⁵⁹ Vgl. Degussa Marktreport, 5. Juni 2015, Prof. Dr. Thorsten Polleit

⁶⁰ Alpha bezeichnet in der Finanzmarkttheorie das Maß für eine Über-Rendite (positives Alpha) oder eine Minderrendite (negatives Alpha), gemessen an einer Benchmark.

negativ korreliert sind (Korrelationskoeffizient: minus 0,63⁶¹), sondern auch, dass diese inverse Beziehung in den jeweiligen Bullen- und Bärenmärkten des USDX besonders stark ausgeprägt ist.

Jährliche Goldpreisentwicklung, Volatilität sowie Korrelationen in unterschiedlichen Dollar-Regimen

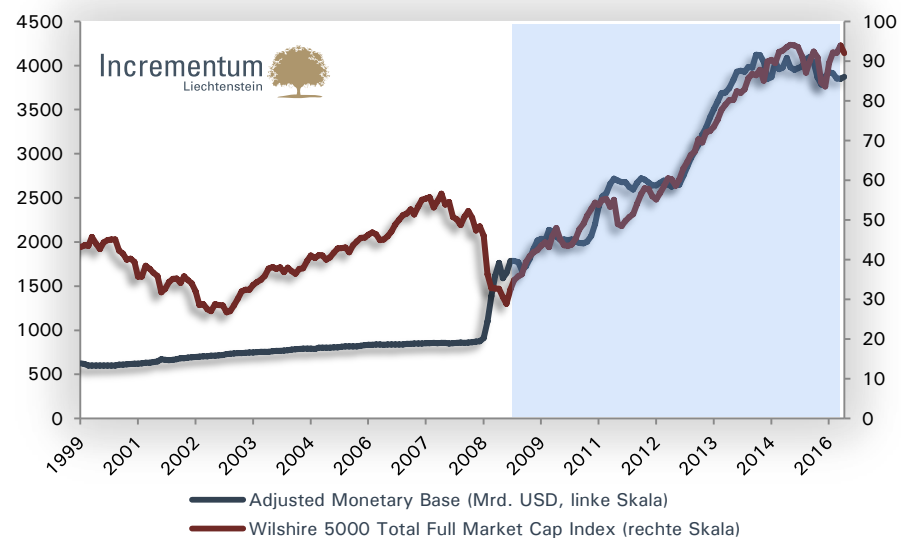
Kennzahl	Performance (Gesamtperiode)	Abwertender Dollar	Stabiler Dollar (Seitwärtstrend)	Aufwertender Dollar
Rendite	6,2%	14,9%	7,8%	-6,5%
Volatilität	19,5%	18,4%	20,2%	19,7%
Korr. mit Aktien	-0,06	0,07	-0,16	-0,11
Korr. mit Rohstoffen	0,15	0,16	0,14	0,07

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

e. Zyklen von Verbraucherpreisinflation vs. Vermögenspreisinflation

Wie bereits erläutert, gibt es Phasen, in denen sich monetäre Inflation stärker auf die Verbraucherpreise auswirkt und Phasen, in denen sich monetäre Inflation überwiegend in einer Vermögenspreisinflation manifestiert. Beispielsweise haben die QE-Programme seitens der Fed in erster Linie die Vermögenspreise inflationiert. Besonders evident ist in diesem Zusammenhang die Auswirkung der monetären Inflationierung auf die Preisentwicklung des US-Aktienmarktes. Der Gleichlauf zwischen der Bilanzsumme der Fed und der Gesamtbewertung des US-Aktienmarktes hält nun schon seit acht Jahren an.

Geldmengenbasis vs. Wilshire 5000 Index



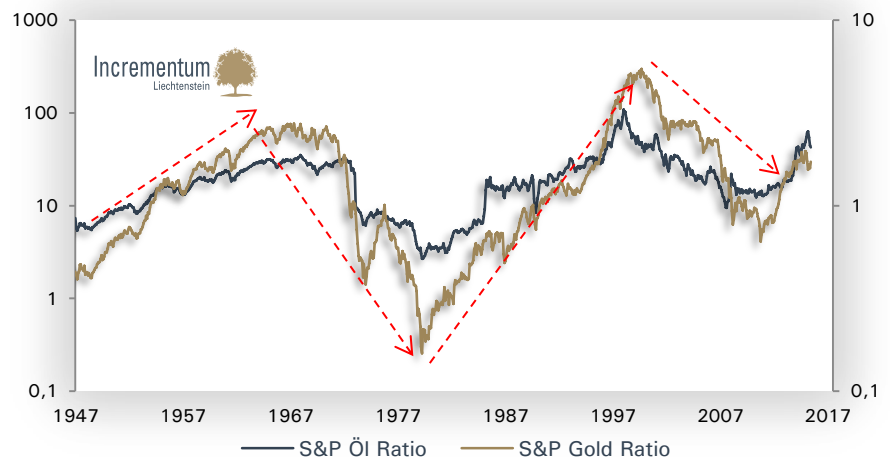
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Um die These, es gäbe längerfristige Zyklen, in denen abwechselnd Verbraucherpreise und Vermögenspreise stärker von dem Inflationierungsprozess betroffen seien, zu überprüfen, wollen wir die beiden Preisniveaus relativ zueinander darstellen. Da wir der zugrundeliegenden Methodologie bei der Berechnung der Verbraucherpreisinflation kritisch gegenüberstehen, verwenden wir

⁶¹ Ein Wert von -1 steht für eine perfekte negative Korrelation, während ein Wert von +1 eine perfekte positive Korrelation signalisiert.

stellvertretend Rohstoffpreise.⁶² Als Messlatte für die Vermögenspreise verwenden wir einen breiten Aktienindex.

S&P vs. Gold und S&P vs. Öl



Quelle: Incrementum AG, Yahoo Finance

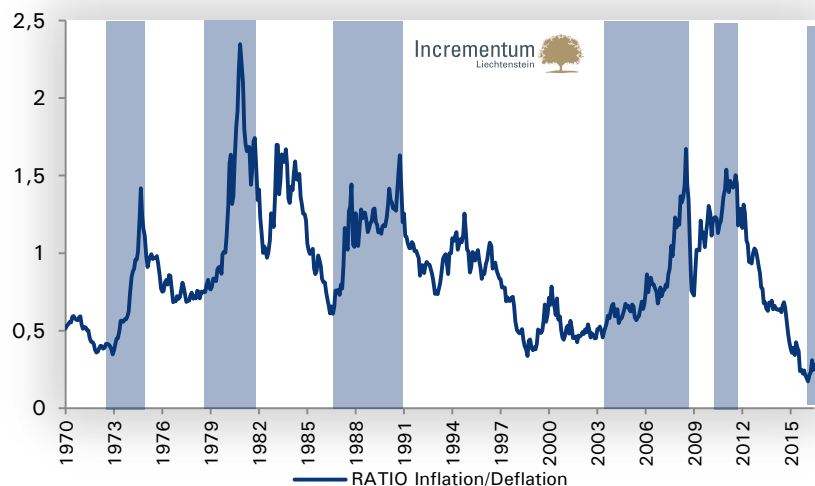
Die Erkenntnis aus dieser relativen Betrachtung ist, dass es in den vergangenen Jahren mehrere Zyklen der Teuerung gab, welche sich abwechselnd stärker im Bereich der Anlagegüter und dann wieder im Bereich der Verbrauchsgüter manifestierten. Wie nach den Höchstständen in den Jahren 1966 und 2000, scheint sich mit Ende 2015 eine weitere Trendwende anzubahnen. **Das spräche dafür, dass inflationssensitive Anlageklassen in den kommenden Jahren klassische Anlagegüter wie Aktien deutlich abhängen würden.**

Dies bestätigen derzeit zahlreiche Indikatoren. Eine höchstinteressante Methode, um die unterschiedlichen Inflationsphasen gegenüberzustellen, stammt von Martin Pring, einer Ikone der technischen Analyse. Seine *Pring Inflations- und Deflations-Indizes* replizieren Aktiensegmente, die sensitiv auf Veränderungen der Inflation reagieren.⁶³ Nachfolgend haben wir ein Verhältnis zwischen dem Inflations- und dem Deflationsindex abgebildet. Die markierten Phasen zeigen ein steigendes Ratio und damit eine Outperformance seitens der Inflationsaktien an.

⁶² Anmerkung: Börsengehandelte Rohstoffe sind qualitativ und quantitativ exakt normiert und können daher die oben angeführten Problematiken hinsichtlich der Messung der Verbraucherpreis-inflation deutlich mitigeren. Letzten Endes bilden Rohstoffe die Grundlage für alle Waren des Endverbrauchs. Die Ausklammerung des Dienstleistungssektors ist ebenfalls für die Betrachtung nicht nachteilhaft, da die Kosten im Dienstleistungsbereich oftmals von Regulierungen und Steuern überproportional beeinflusst werden und nicht so sehr von monetären Effekten.

⁶³ Deflationssensitive Aktien inkludieren beispielsweise Banken, Versorger und Versicherer, während Minentitel und Energieaktien klassische inflationssensitive Sektoren darstellen.

Inflations/Deflationsaktien-Ratio



Quelle: Martin Pring, Incrementum AG

“Inflation makes it possible for some people to get rich by speculation and windfall instead of by hard work. It rewards gambling and penalizes thrift... It finally tends to demoralize the whole community. It promotes speculation, gambling, squandering, luxury, envy, resentment, discontent, corruption, crime, and increasing drift toward more intervention which may end in dictatorship.”
Henry Hazlitt

Wir gehen davon aus, dass die brachialen Reflationierungsbemühungen der Notenbanken nun langsam Erfolg zeigen. Wie wir in den letzten Reports bereits aufgezeigt haben, ist dies jedoch ein gefährliches Spiel, denn es ist kaum möglich, die Inflationsdynamik zu regulieren. Der weitverbreitete Glaube, wonach die Notenbanken den „Inflationsgeist“ jederzeit problemlos zurück in die Flasche drängen könnten, basiert auf zahlreichen falschen Annahmen. So werden die zeitlichen Verzögerungen im Laufe eines Inflationierungsprozesses unterschätzt. Wie bereits ausführlich erläutert, hat bereits eine signifikante **monetäre Inflation stattgefunden, die sich bislang jedoch „nur“ in den Vermögenspreisen manifestiert hat.** Es mutet merkwürdig an, dass gestiegene Preise für Lebensmittel in der Regel als verhängnisvoll angesehen werden, wohingegen steigende Häuserpreise als Segen gelten. **In beiden Fällen bedeutet dies schlichtweg eine Reduktion der Kaufkraft, egal ob in Form von Häusern oder Lebensmitteln ausgedrückt.**

i. Kritik an der Inflationsberechnung

„The cardinal maxim is, that any aid to a present bad Bank is the surest mode of preventing the establishment of a future good Bank.“
Walter Bagehot (1873)

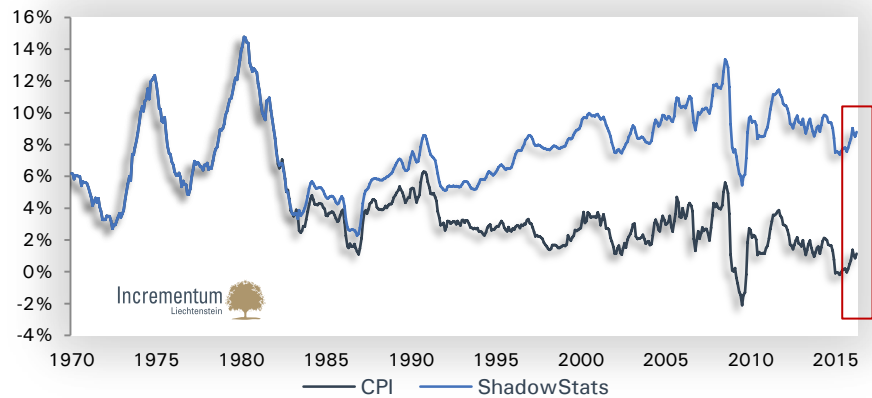
Wir haben bereits mehrmals Kritik an den offiziell ausgewiesenen Teuerungsdaten geäußert. Der Anreiz für die Politik, niedrigere Inflationsdaten auszuweisen, liegt auf der Hand: Zahlreiche sozialversicherungsabhängige Ausgaben, staatliche Transferleistungen, Beamtengehälter, Pensionszahlungen etc. sind von der Valorisierung abhängig. Ferner wird so das reale BIP-Wachstum nach oben revidiert, nachdem das nominale Wirtschaftswachstum durch den Preisindex dividiert wird. Auch die Bewertung bzw. der Absatz von (Staats-)Anleihen ist stark von der aktuellen und insb. der erwarteten Inflation abhängig.

Zudem verzerrt die zu niedrige Preisinflation die Reaktionsfunktion der Geldpolitik: **Es wird suggeriert, dass wir uns nahe an der vermeintlich katastrophalen Deflationsgrenze befänden und infolgedessen tollkühne Maßnahmen ergriffen werden müssten. Es gibt also nachvollziehbare Interessen, die offiziellen Inflationsraten möglichst tief auszuweisen.**

Um die Preisinflation zu messen, gibt es zahlreiche alternative Methoden. Shadow Stats berechnet beispielsweise die Zahlen gemäß der Methode der 1980er Jahre, also bevor das Bureau of Labor Statistics die Inflationsberechnung 24-mal „angepasst“ hatte. Die Divergenz zwischen

ausgewiesener Inflationsrate und der alten Berechnungsmethode, die noch in den 80er Jahren verwendet wurde, erkennt man am nachfolgenden Chart. **Lag die offizielle Teuerung gemäß CPI seit 1982 im Schnitt bei 2,7% pro Jahr, so geht Shadow Stats von einer tatsächlichen durchschnittlichen Preissteigerung von 7,6% p.a. aus.**

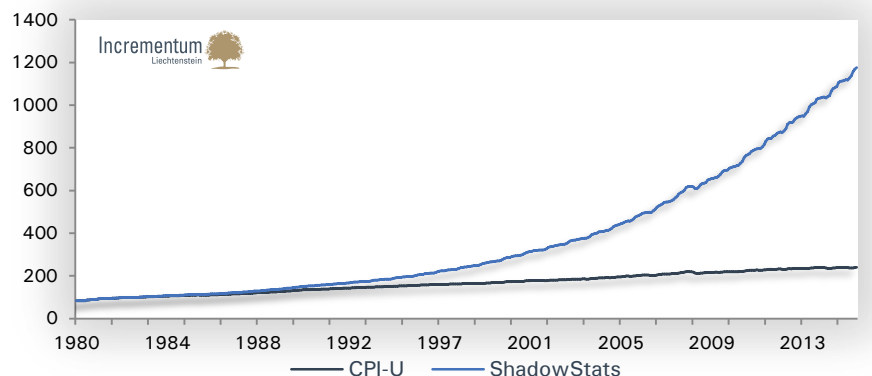
Offizielle CPI-Inflation vs. Shadow Stats-Inflation (yoy Change)



Quelle: Shadow Stats, BMG Bullion, Incrementum AG

Zeigt man die beiden Zeitreihen als Index auf, so erkennt man, dass sich die Verbraucherpreise gemäß Shadow Stats seit 1980 mehr als verzehnfacht haben, die offiziellen CPI-Zahlen zeigen jedoch lediglich einen Anstieg um 138% an.

CPI Index und Shadowstats Index seit 1980



Quelle: Shadow Stats, BMG Bullion, Incrementum AG

Eine weitere Möglichkeit, wie man die tatsächliche Teuerung aufdecken kann, ist ein langfristiger Kaufkraft-Vergleich, ausgedrückt in staatlichem Fiat-Money oder Gold. Dieser interessanten Thematik wollen wir uns im nachfolgenden Kapitel widmen.

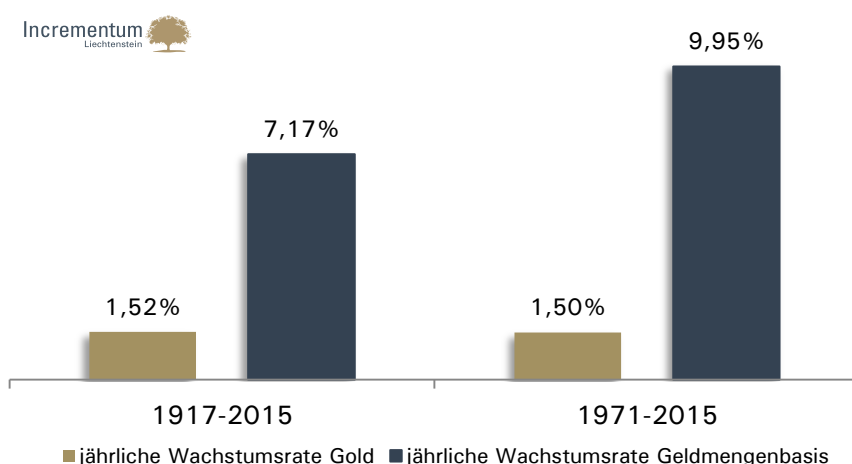
j. Gold und die Aufdeckung der Nominalwertillusion

In seinen stets lesenswerten Scholien schreibt Rahim Taghizadegan: „In einer arbeitsteiligen Gesellschaft werden die meisten katallaktischen Tauschhandlungen über die Vermittlung eines allgemein akzeptierten Vermögens- und Tauschmittels abgewickelt: Geld. Dieses dient auch als Vergleichsmaßstab, um die Opportunitätskosten von Tauschhandlungen abzuschätzen. Geld ist nicht nur ein Mittel für Wertversprechen, sondern selbst ein Wertversprechen. Die Kaufkraft des Geldes hängt von der Einschätzung dessen Qualität ab. **Qualität bedeutet bei Geld in erster**

Linie Liquidität also die Möglichkeit es zu beliebigen Zeitpunkten in beliebiger Höhe gegen andere Güter und Handlungen einzutauschen.⁶⁴

Die jährliche Erhöhung der insgesamt verfügbaren Goldmenge liegt historisch konstant unter jener der Ausweitung der Geldmenge. Gold schützt Investoren also langfristig vor dem Kaufkraftverlust der ständigen Geldmengeninflationierung im Fiat-Geldsystem. Die höheren Goldpreise sind daher weniger als Wertsteigerung des Edelmetalls selbst zu verstehen, sondern vielmehr als Konsequenz der Geldmengeninflation.

Annualisierte Veränderungsrate: Gold vs. Basisgeldmenge 1917-2015 und 1971-2015



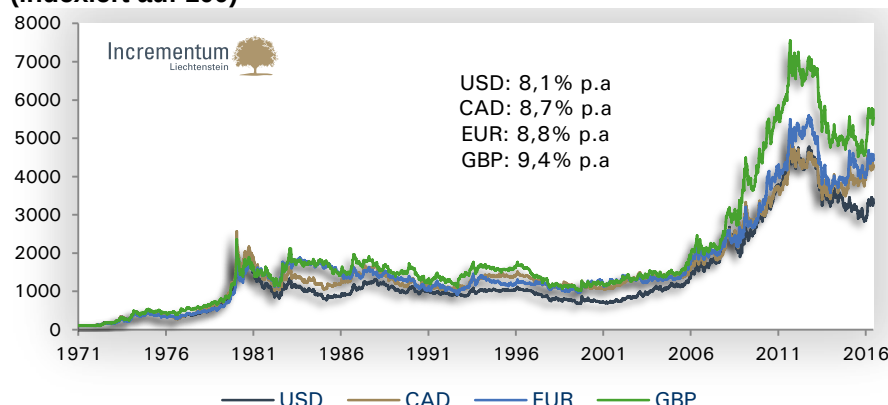
Quelle: Incrementum AG, James Turk, World Gold Council

“Nicht die einheitliche Währung ist das Vordringlichste, die Stabilität unserer Währungen ist es.”

Helmut Schlesinger

Auch wenn sich der Goldpreis gemessen in US-Dollar aktuell (noch) nicht im Bereich seines Allzeithochs befindet, so ist die Datenlage klar: Der Dollarpreis für Gold hat sich seit 1971 vervierunddreißigfach. **Ausgedrückt in jeder Papiergeldwährung ist der Goldpreis langfristig im Steigen begriffen.**

Langfristige Goldpreisentwicklung in unterschiedlichen Währungen (indexiert auf 100)



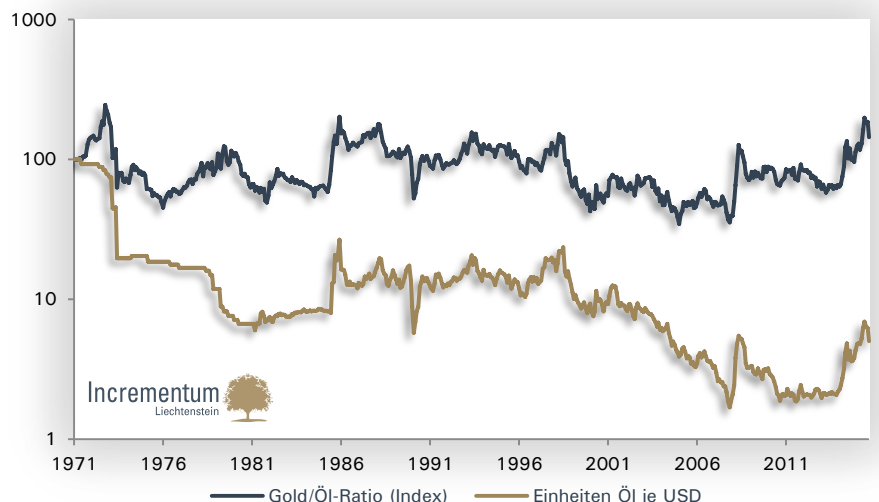
Quelle: Fedearl Reserve St. Louis, Incrementum AG

Die seit 1971 sukzessive erodierende Kaufkraft lässt sich auch an der nachfolgenden Grafik ablesen. Sie beschreibt einerseits das Gold/Öl-Ratio (dh.: Wie viele Barrel Öl können mit einer Unze Gold erworben werden?) sowie andererseits den inversen Ölpreis (dh.: Wie viele Einheiten

⁶⁴ Vgl. “Gewalt“, Scholien 01/16, Rahim Taghizadegan, Scholarium.at

Öl können mit einem US-Dollar gekauft werden).⁶⁵ Man erkennt: Während die Kaufkraft von Gold gemessen in Öl *relativ* stabil tendiert und aktuell sogar 40% über dem Stand von 1971 liegt, so verlor der Dollar gegenüber dem Öl mehr als 95% an Kaufkraft.

Gold/Öl-Ratio und Einheiten Öl je US-Dollar (beide indiziert, logarithmische Skalierung)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

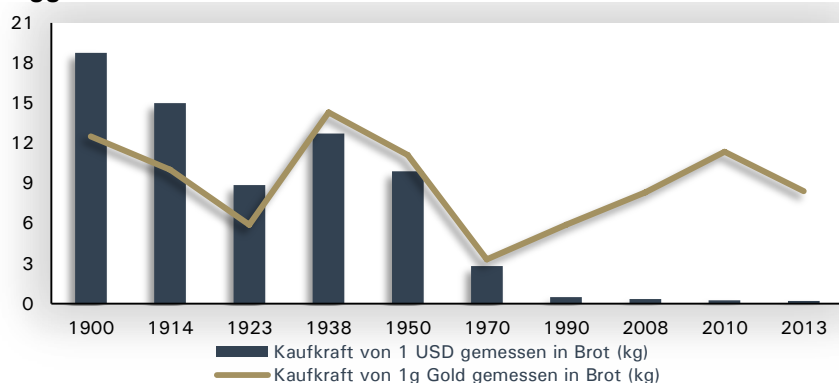
“For the naive mind there is something miraculous in the issuance of fiat money. A magic word spoken by the government creates out of nothing a thing which can be exchanged against any merchandise a man would like to get. How pale is the art of sorcerers, witches, and conjurors when compared with that of the government’s Treasury Department!”

Ludwig von Mises

An stetig steigende Preise haben wir uns aber scheinbar gewöhnt. Ein einfaches Beispiel aus dem Alltag: Der Sommer 2016 gehört, zumindest in Europa, wieder voll und ganz „König Fußball“. Die Europameisterschaft startet und mit ihr die Hauptsaison für den italienischen Sticker-Hersteller Panini. Zur EM 1992 kostete das Päckchen mit fünf Aufklebern noch 50 Pfennige (oder 3,50 Österreichische Schillinge), zur EM 2000 waren es 60 Pfennige und heute sind es 60 Eurocent. Das ist eine Preissteigerung um 140% innerhalb von 24 Jahren.

Aber die begehrten Pickerl von Panini sind beileibe nicht das einzige Produkt, das, gemessen an der realen Kaufkraft der Konsumenten, immer teurer wird. Wirklich brisant werden solcherlei historische Betrachtungen, misst man die Preisentwicklung in Gold. **Deshalb wollen wir nachfolgend wieder historische Vergleiche ziehen, um den langfristigen Kaufkrafterhalt von Gold zu illustrieren.**

Kaufkraft von Gold und Kaufkraft des US-Dollar gemessen in Roggenbrot



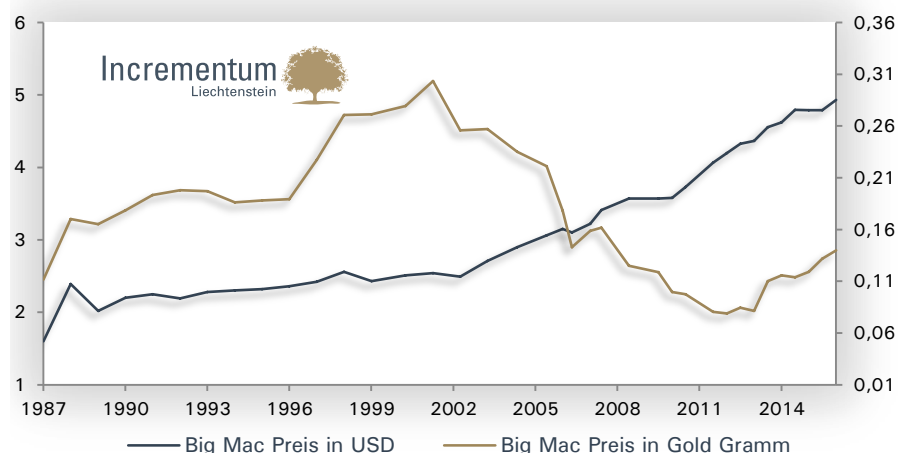
Quelle: Wirtschaftswoche, Investor Verlag, Incrementum AG

⁶⁵ Der Übersichtlichkeit halber haben wir beide Werte auf 100 indiziert und die Achse logarithmisch skaliert.

Ist Brot repräsentativ für Grundnahrungsmittel, so ist der Big Mac repräsentativ für Fast Food. Der Big Mac Index wurde 1986 von *The Economist* als Indikator für die Kaufkraftunterschiede von Währungen entwickelt. **Wohingegen er ursprünglich bloß als plakatives Beispiel angedacht war, um Kaufkraftunterschiede zu illustrieren, ist der Index mittlerweile der bekannteste Kaufkraft-Indikator.**⁶⁶ Die Motivation dafür war, der Theorie der Kaufkraftparität auf den Zahn zu fühlen. Laut dieser entwickeln sich Wechselkurse langfristig so, dass sie Kaufkraftunterschiede ausgleichen. Konkret wäre daher der Preis eines Big Macs von US-Dollar 4,93 in den USA im Vergleich zu US-Dollar 2,68 in China ein Indiz für eine Unterbewertung des Yuan relativ zum US-Dollar. Langfristig müsste der Yuan gegenüber dem US-Dollar aufwerten, bis ein Big Mac in beiden Ländern gleich viel kostet.

Der folgende Chart zeigt den historischen Preis von einem Big Mac, gemessen in US-Dollar und in Gramm Gold. Gold scheint in der Kaufkraft zwar kurzfristig stärker zu schwanken als der Dollar, aber langfristig eindeutig wertstabiler zu sein. Zwischen Jänner 1987⁶⁷ und Jänner 2016 hat sich der Preis von einem Big Mac in Dollar von 1,60 auf 4,93 mehr als verdreifacht, während er in Gramm Gold gemessen lediglich von ca. 0,11 auf ca. 0,14 Gramm zugelegt hat.

Big Mac Preis in US-Dollar (linke Skala) und in Gold-Gramm gemessen (rechte Skala)



Quelle: *The Economist*, Incrementum AG

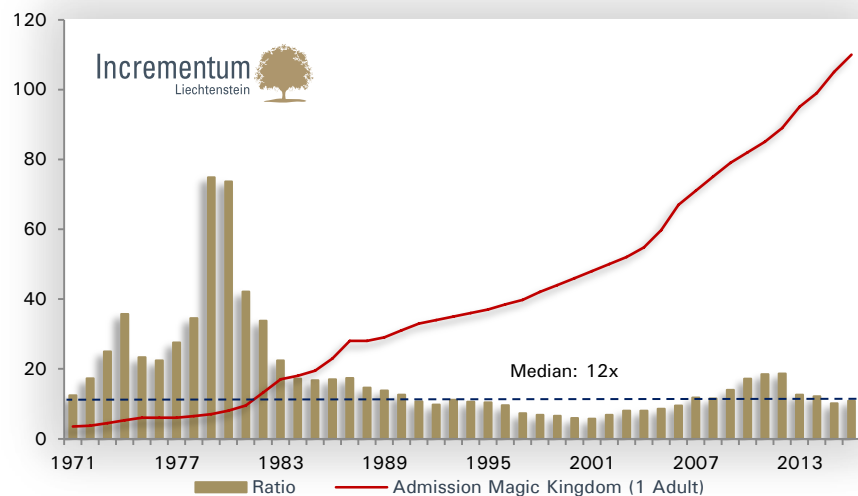
Besonders deutlich wird der Kontrast zwischen der Kaufkraft von Gold und Papiergeld, wenn man sich die Preisentwicklung von Freizeitattraktionen ansieht. Die Eintrittspreise für Disneyworld Magic Kingdom in Florida scheinen für die USA repräsentativ. Lag der Preis 1971 bei Eröffnung noch bei US-Dollar 3,50, so kostet der Eintritt heute US-Dollar 110 pro Tag. Die durchschnittliche annualisierte Teuerung lag bei 7,96% und damit dem Doppelten der ausgewiesenen Inflationsrate.⁶⁸ Sieht man sich die Eintrittspreise in Gold gemessen an, so wird ersichtlich, dass im Median 12 Billets pro Unze Gold gekauft werden konnten. Derzeit liegt der Wert bei 10,9 und somit in etwa im langfristigen Schnitt.

⁶⁶ Die Überlegung die dem Indikator zugrunde liegt lautet folgendermaßen: Ein Big Mac besteht aus einer Reihe einfacher Zutaten und wird auf der gesamten Welt auf die gleiche Art und Weise hergestellt. Indirekt fließen in den Preis auch Lohnkosten und andere Standortfaktoren wie Immobilienpreise und Steuern mit ein. Ein Nachteil des Big Macs als Kaufkraftindikator liegt in der unterschiedlichen Rolle, die der Big Mac international spielt. Er ist zwar fast weltweit erhältlich, gilt aber in manchen Entwicklungsländern als Luxusgut und wird dort nur von einem kleinen Teil der Bevölkerung konsumiert, während er beispielsweise in den USA als Grundnahrungsmittel gesehen werden kann.

⁶⁷ Längere Preiszeitreihen waren leider nicht verfügbar.

⁶⁸ Vgl. „Shocking Disney World Price Inflation“, National Inflation Association

Eintrittskarte Disney World vs. Gold/Disney World-Ratio

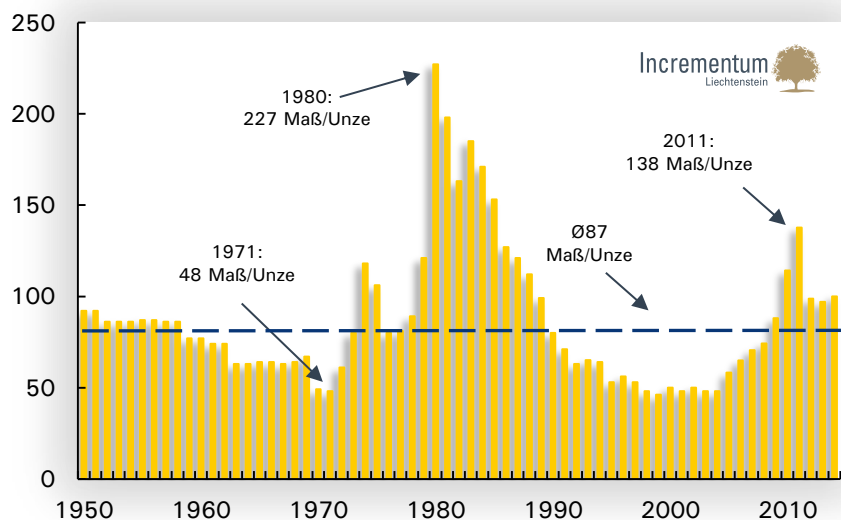


Quelle: Incrementum AG, WDW Ticket Increase Guide

“The mouth of a perfectly happy man is filled with beer.”
Ägyptisches Sprichwort

Was für den Amerikaner Disneyland, ist für den Bayern die Wiesn. Ein Fixpunkt unserer Charts gilt stets der „Bierkaufkraft“ von Gold. Kostete eine Maß Bier auf dem Münchner Oktoberfest im Jahre 1950 noch umgerechnet 0,82 Euro, so lag der Preis 2015 im Schnitt bereits bei 10,25 Euro.⁶⁹ Die jährliche Bierpreis-Teuerung beläuft sich seit 1950 somit auf 4,2%. Setzt man den Bierpreis in Relation zum Goldpreis, so erhielt man 2015 100 Maß Bier je Unze Gold. Historisch gesehen liegt der Mittelwert bei 87 Maß – die „Bierkaufkraft“ des Goldes ist derzeit somit leicht über dem langfristigen Mittel. Der Höchststand lag jedoch im Jahre 1980 bei 227 Maß je Unze Gold. Wir halten es für gut möglich, dass diese Werte wieder erreicht werden. **Biertrinkende Freunde des Goldes sollten somit von einer steigenden Bier-Kaufkraft ausgehen.**

Gold/Wiesnbier-Ratio



Quelle: www.HaaseEwert.de, Historisches Archiv Spaten-Löwenbräu, Incrementum AG

Interessant erscheint auch das Aufdecken der erheblichen Kaufkraftherosion des Papiergeldes in Relation zu Gold und Produktivgütern wie z.B. Aktien. Der durchschnittliche US-Angestellte muss aktuell 55 Arbeitsstunden roboten, um eine Unze Feingold erstehen

⁶⁹ Abhängig vom Festzelt, kostete eine Maß zwischen 10,10 Euro und 10,40 Euro

zu können. 1969 waren es noch 15 Stunden gewesen. Um eine Einheit des S&P 500 zu kaufen, müssen derzeit 96 Stunden gearbeitet werden – zu Beginn unserer Vergleichsperiode waren es lediglich 35 Stunden. **Beide Anlagegüter zeigen, dass real eine Verarmung der Erwerbstätigen stattgefunden hat, nachdem nun durchschnittlich deutlich länger für den Erwerb von Anlagegütern gearbeitet werden muss.**

Wie viele Arbeitsstunden benötigt werden um eine Unze Gold oder den S&P500 Index zu kaufen



Quelle: Federal Reserve St. Louis, IMF, BLS, Incrementum AG

Fazit:

“Gold was not selected arbitrarily by governments to be the monetary standard. Gold had developed for many centuries on the free market as the best money; as the commodity providing the most stable and desirable monetary medium.”
Murray Rothbard

Mensch und Maschine werden produktiver und arbeiten effizienter. Die Preise würden somit in einem gesunden, weil wertgedeckten, Geldsystem stetig fallen. Doch das genaue Gegenteil ist der Fall. Was sich stets ändert, ist der Wert des Papiergeldes. Er sinkt von Jahr zu Jahr, während die arbeitende Bevölkerung mit stagnierenden oder gar fallenden Reallöhnen zu kämpfen hat. **Gold hat hingegen eine jahrtausendelange Erfolgsgeschichte als Mittel zum Wert- und Kaufkraftherhalt.** Der Markt hat es innerhalb der letzten Jahrtausende aus logischen und rationalen Gründen – z.B. hohe Liquidität, Unzerstörbarkeit, hohe Wertdichte, Fungibilität, leichte Teilbarkeit, weltweite Akzeptanz – als das optimale Geld auserkoren. **Diese einzigartigen Eigenschaften machen Gold zu einem der besten Hedges gegen die exzessive Geldmengenausweitung und Black-Swan-Events.**

k. Helikoptergeld: Das Ass im Ärmel bei der Reflationierung?

„...ein sehr interessantes Konzept...“
Mario Draghi

Das Erzeugen steigender Preise gemäß ihrer Ziel-Inflationsrate gelingt den Zentralbanken in etwa so gut wie dem Ministerrat der DDR die kontinuierliche Versorgung der Bevölkerung mit Bananen. Seit etlichen Jahren liegen die Preissteigerungen weit hinter dem Plan zurück, weshalb die Liste diskutierter Maßnahmen, die die Zentralbanken nun unternehmen könnten, um die Inflation auf Trab zu bringen, länger und länger wird. Ein derzeit auf allen Kanälen durchgekauft Konzept, das man zwar im EZB-Rat noch nicht besprochen habe, aber in den Augen Mario Draghis „sehr interessant“ sei, ist das sogenannte Helikoptergeld. Peter Praet, seines Zeichens Chefvolkswirt der EZB, bekundete gegenüber der italienischen Zeitung *La Repubblica*, dass dieses „extreme Instrument“

prinzipiell als eine Art Ultima Ratio anwendbar sei.⁷⁰ **Eine Gruppe von 18 Mitgliedern des Europaparlaments hat jüngst in einem Brief an Mario Draghi appelliert, die EZB möge die Durchführbarkeit alternativer Maßnahmen – und explizit auch von Helikoptergeld – prüfen:**

*„We understand that in the past you have described the concept as “very interesting”, but that it is not something that the ECB is currently investigating.
As members of the European Parliament, we call on you to investigate these different and alternative policies.”⁷¹*

Als Ben Bernanke, ehemaliger Chairman der FED, die Idee des Helikoptergeldes zu Beginn des Jahrtausends in einer Rede erwähnte, in der er Möglichkeiten aufzeigte, wie Japan seine jahrelange Deflation überwinden könnte, brachte ihm das damals lediglich Spott und den Spitznamen „Helicopter-Ben“ ein. Mittlerweile hat das Helikoptergeld sein verruchtes Image verloren. Grund genug, für eine genaue Analyse.

Worum handelt es sich bei Helikoptergeld?

Die Metapher „Helikoptergeld“ geht auf Milton Friedman zurück, der zur Veranschaulichung seiner monetären Theorie des Geldes meinte, man müsse sich eine Geldmengenerhöhung so vorstellen, als flöge ein Helikopter über eine Modell-Gemeinde und würde Geld abwerfen, welches die Leute dann aufsammelten.⁷² Heute wird darunter die gezielte zins- und kreditlose Ausweitung der Geldmenge durch direkte Transferzahlungen an den Staat oder die Bürger verstanden. **Ziel dabei ist es, dass so Nachfrageimpulse gesetzt werden und die Inflation in Gang kommt.** Das neu geschaffene Zentralbankgeld wird also nicht wie bisher erst über die Banken, denen man Anleihen abkauft oder einen Kredit gewährt, in den Wirtschaftskreislauf gebracht, sondern möglicherweise in einer oder mehreren der folgenden vier Spielarten:

- 1. QE verbunden mit fiskalpolitischer Expansion:** Zentralbanken kaufen Staatsanleihen und erhöhen damit die Geldbasis temporär. Dies senkt die Kosten der Finanzierung für die Staaten und eröffnet Spielraum für fiskalpolitische Stimuli oder Steuersenkungen.
- 2. Cash-Transferzahlungen an die Regierungen:** Ähnlich wie Punkt 1, jedoch ohne dass die Regierungen Schulden zu tilgen hätten – die Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge ist permanent.
- 3. Schuldenschnitte für ausstehende Schulden, die die Zentralbank als Forderungen in ihrer Bilanz hält:** Dies kann eine einmalige Maßnahme sein, aber auch regelmäßige *Haircuts* zu einem bestimmten Prozentsatz wären denkbar. Das Aufkaufen von negativ rentierenden Anleihen stellt de facto bereits eine solche Maßnahme dar.
- 4. Cash-Transferzahlungen an private Haushalte:** Zentralbanken stellen Individuen Schecks aus oder überweisen ihnen einen bestimmten Betrag auf ihr Girokonto.⁷³

Hans-Werner Sinn wies darauf hin, dass die QE-Programme der letzten Jahre – auch wenn Staatsanleihen nur am Sekundärmarkt gekauft wurden – im Prinzip bereits Helikoptergeld in Form von Punkt (1) waren. Frisch gedrucktes Zentralbankgeld sei über den Kanal der

Die bloße Fortsetzung der Geldpolitik mit anderen Mitteln?

⁷⁰ Vgl. „Peter Praet, capo economista all'Eurotower: La Bce potrà abbassare ancora i tassi“, Repubblica.it

⁷¹ Vgl. „MEPS Want the ECB to look at Helicopter Money“, www.qe4people.eu

⁷² Vgl. „The Optimum Quantity of Money“, Milton Friedman

⁷³ Vgl. „Helicopter 101: your guide to monetary financing“, Deutsche Bank Research

Verschuldung in den Staatshaushalt gelangt und habe Ausgaben gedient, für die andernfalls höhere Steuern vonnöten gewesen wären. Da die zu entrichtenden Zinsen über die Gewinnausschüttungen der Notenbank wieder an den Staat zurückfließen, sei diese Art der Finanzierung auch netto zinsfrei.

„Während heute der demokratische Staat das Ausmaß der Verschuldung und die Empfänger der Transfers oder Nutznießer von Steuersenkungen bestimmt, ist es beim Helikoptergeld die EZB selbst, die die Entscheidungen trifft.“⁷⁴

Helikoptergeld ist rechtlich möglich

Entsprechend kursiert die Vermutung, mit der Emission von Helikoptergeld überschritten die Zentralbanken ihre Mandate. So meint etwa Bundesbank-Chef Jens Weidmann: „Die Notenbanken haben dazu kein Mandat, auch weil damit eine massive Umverteilung verbunden wäre.“ Der gesetzliche Auftrag, die Geldwertstabilität zu sichern, könne bei einer Staatsfinanzierung über die Notenpresse längerfristig nicht gewährleistet werden, da die Inflationsdynamik leicht außer Kontrolle geraten könne. Doch bei näherer Betrachtung kommen viele Ökonomen zu dem Schluss, dass die rechtlichen Hürden niedriger seien als allgemein angenommen.⁷⁵

Eine Studie der Deutschen Bank zeigt auf, dass Helikoptergeld – verstanden als monetäre Staatsfinanzierung – ein gar nicht so neuartiges Konzept ist, sondern in der Vergangenheit schon mehrmals praktiziert wurde. Die institutionellen Rahmenbedingungen der Notenbanken seien sehr vage und ließen großen Interpretationsspielraum zu; insbesondere die sehr unkonventionelle Variante direkter Transferzahlungen an die Bürger sei rechtlich unproblematisch.⁷⁶ Ausschlaggebender als die technischen und rechtlichen Rahmenbedingungen sei letztlich der politische Wille. **Spätestens während der nächsten Rezession könnte die Emission von Helikoptergeld dann auf die Tagesordnung kommen.**

Die Grenzen des Schuldgeldsystems

Wie eingangs erwähnt, blieben die bisherigen Maßnahmen in Form von Null- bzw. Negativzinsen und QE recht erfolglos. Das lag u.a. auch daran, dass die Bemühungen der Notenbanken, die Geschäftsbanken zu einer erhöhten Kreditausweitung zu bewegen, von der Politik konterkariert wurden, die die Banken mit Richtlinien wie Basel III sicherer machen wollten. Zudem wirken sich Negativzinsen eher kontraproduktiv auf die Kreditvergabe aus: Die Banken scheuen sich, diese an ihre Einlagenkunden weiterzugeben, da diese mitunter ins Bargeld flüchten würden. Folglich sinkt die Zinsmarge, was die Kreditvergabe drosselt statt beflügelt. Helikoptergeld wäre daher ein taugliches Mittel, um den Bankensektor bei der Geldmengenausweitung zu umgehen und wird daher auch hin und wieder als „**Quantitative Easing für die Menschen**“ („QE for the People“) bezeichnet.

Ein prominenter und vor allem einflussreicher Befürworter von Helikoptergeld ist der ehemalige Vorsitzende der britischen Finanzmarktaufsicht Adair Turner, der im vergangenen Oktober das Buch „Between Debt and Devil“ vorgelegt hat.⁷⁷

„Dies wäre zwar monetäre Staatsfinanzierung in Reinkultur und vielerorts illegal. Wer die Idee deswegen aber als Hirngespinnst abtut, unterschätzt die Biegsamkeit von Gesetzen und vergisst, dass vor zehn Jahren auch die Vorstellung negativer Zinsen bestenfalls als Scherz am Rand eines kalten Buffets taugte. Helikoptergeld [...] dürfte manchem Geldpolitiker nicht mehr nur als surreales Gedankenexperiment erscheinen.“
NZZ

“In theory at least, helicopter money could prove a valuable tool. In particular, it has the attractive feature that it should work even when more conventional monetary policies are ineffective and the initial level of government debt is high.”
Ben Bernanke

“Viele Marktteilnehmer und auch die Medien mahnen an, den Zentralbanken sei inzwischen die Munition ausgegangen. Ich bin immer noch anderer Ansicht.”
Adair Turner

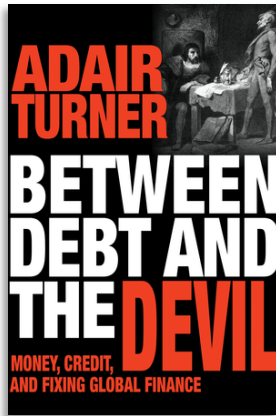
⁷⁴ Vgl. „Gefährliches Helikopter-Geld“, Hans-Werner Sinn, FAZ

⁷⁵ So meint etwa Klaus Adam, der früher in der Forschungsabteilung der EZB arbeitete und nun einen Lehrstuhl an der Universität Mannheim hat, es läge keine Mandatsüberschreitung vor, handelten die Notenbanken aus eigenem Antrieb und mit Hinblick auf ihre Inflationsziele.

⁷⁶ Vgl. „Helicopter 101: your guide to monetary financing“, Deutsche Bank Research

⁷⁷ Turner ist auch Vorsitzender des Governing Boards des *Institute for New Economic Thinking (INET)*, dem von George Soros finanzierten und hochkarätig besetzten Think Tank, mit welchem neue Paradigmen in den Wirtschaftswissenschaften Einzug halten sollen.

In seinem Buch empfiehlt Turner zur Ankurbelung der Nachfrage sogenannte „**Overt Money Finance**“-Maßnahmen – ein Begriff, für den sich jedoch der unglücklich gewählte Ausdruck „Helikoptergeld“ eingebürgert hätte, so Turner. „Zugegeben, es bestünde dann die Gefahr, dass es zu einem **sprunghaften Anstieg der Inflation, wenn nicht gar zu einer Hyperinflation kommen könnte**. Deshalb müsste man bei einer solchen Maßnahme extrem vorsichtig agieren und dürfte es auf keinen Fall übertreiben. Das größte Risiko bei einer solchen monetären Staatsfinanzierung bestünde auf Seiten der Politik, die ein solches Vorgehen unter Umständen sehr schnell als sehr verlockend wahrnehmen würde, um diesen Schritt dann immer und immer wieder zu gehen“, so Turner in



einem Interview.⁷⁸

„Bei der Ausgabe von Helikopter-Geld ist der politischen Willkür Tür und Tor geöffnet.“
Thorsten Polleit

„Eine Notenbank, die Geld verschenkt, wird kaum mehr die Kontrolle über die Notenpresse wiedererlangen können.“
Otmar Issing

Auch die Vertreter der *Modern Monetary Theory*⁷⁹ sehen eine Schwäche in der Konsumnachfrage als ursächlich an und plädieren für eine fiskalpolitische Expansion. Als Emittenten von Fiat-Geld, welches das rechtliche Zahlungsmittel ist, seien Staaten ihrer Meinung nach unbegrenzt zahlungsfähig. Solange reale Ressourcen wie Arbeit nicht in den wirtschaftlichen Prozess eingebunden seien, könnten diese aktiviert werden, indem der Staat Geld in die Hand nimmt und zusätzliche Nachfrage schafft.

Wie würde sich Helikoptergeld auswirken?

Im idealen Fall würde Helikoptergeld sowohl das Wachstum als auch die Inflationserwartungen anheizen. Neben dem unmittelbaren Wohlstandsgewinn durch das Wachstum gäbe es noch folgende positive Effekte:

- ▶ **Entschuldung:** Eine erhöhte Steuerbasis würde die Staatshaushalte füllen und man könnte damit beginnen, Schulden, die durch die Inflation auch real entwertet würden, zurückzuzahlen. Gleiches gilt für den Fall, sollten private Haushalte die Empfänger von Helikoptergeld sein. Wenn also stets ein Teil der Helikopterladung für die Begleichung von Schulden verausgabt würde, könnten somit theoretisch sämtliche Schulden von Nicht-Banken eliminiert und durch Zentralbankgeld ersetzt werden (Vg. Irvings „100% Money“-Regime).⁸⁰
- ▶ **Rückkehr zur geldpolitischen Normalität:** Die Zinsen könnten im Falle von Aufschwung und Inflation wieder nach und nach angehoben werden. Das würde den Notenbanken wieder Spielraum für konventionelle Maßnahmen geben und Sparer und Rentenversicherungen aufatmen lassen.
- ▶ **Vermeidung von politischem Chaos:** Die ablehnende Haltung vieler Menschen gegenüber der Politik, die sich vielerorts in nationalistischen und Anti-Establishment-Bewegungen ausdrückt, könnte eingedämmt werden (insbesondere in den EU-

⁷⁸ Vgl. „Theorie & Praxis: Interview mit Adair Turner“, Institutional Money Magazin, S. 42, 2/2016

⁷⁹ Die *Modern Monetary Theory* beschäftigt sich mit den Implikationen daraus, dass das Währungsmonopol beim Staat liegt und dieser Fiat-Geld emittiert. Sie hält eine durch herkömmliche Vermögenswerte auf der Aktivseite ausgeglichene Zentralbankbilanz für unnötig: Fiat-Geld müsse nicht gegen eine Forderung produziert werden und könne unlimitiert ausgegeben werden.

⁸⁰ „From Zirr, Nirp, QE, and helicopter money to a better monetary system“, Thomas Mayer, Flossbach von Storch Research Institute

Krisenländern, die von den EU-Institutionen eine Austeritätspolitik verordnet bekommen haben).

***“The more the plans fail,
the more the planners
plan.”***

Ronald Reagan

Dabei müsste verhindert werden, dass die Inflation aus dem Ruder läuft. Das wiederum dürfte schwer zu kontrollieren sein, da eine Feindosierung der Inflation ein Wissen voraussetzt, das die Planer nicht haben können (z.B. Wie viel Geld wird gehortet? Wie viel für Vermögenswerte verausgabt? Wie reagieren die Preise, falls die gesamtwirtschaftliche Nachfrage tatsächlich ansteigt?). Die Notenbanken können bei der Festlegung der Höhe der Helikopter-Ladung also lediglich nach dem Versuch-und-Irrtum-Prinzip vorgehen – und dies gleicht aufgrund von Nichtlinearitäten einem Blinde-Kuh-Spiel im Minenfeld:

„[I]t needs to be big enough for nominal growth expectations to shift higher and small enough to prevent an irreversible dis-anchoring of inflation expectations above the central bank’s target.“⁸¹

***„Geldpolitik ist kein Allheilmittel,
ersetzt nicht notwendige
Reformen in einzelnen Ländern
und löst auch nicht die
Wachstumsprobleme Europas.“***
Jens Weidmann

Und was den vom Helikoptergeld ausgelösten Wachstumsimpetus angeht, so könnte dieser hinter den Erwartungen vieler zurückbleiben. Wie wir dargelegt haben, wird die Bedeutung der Konsumnachfrage für die wirtschaftliche Aktivität deutlich überschätzt. **Sollte Helikoptergeld zur Staatsfinanzierung genutzt werden, so könnte es zudem Strukturreformen eher behindern als fördern, indem die Politik marode und nicht zukunftsfähige beschäftigungsintensive Industrien mit Geldspritzen vor dem Zusammenbruch bewahrt und dadurch den Prozess der schöpferischen Zerstörung untergräbt.** Das muss natürlich nicht unbedingt so sein: Die Politik könnte wohl auch Infrastrukturinvestitionen tätigen und schmerzhaft Einschnitte zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit zulassen. Wir sehen mittelfristig jedoch eher das Szenario einer verhängnisvollen Subventions- und Fütterungsspirale und das Helikoptergeld in der Funktion, die nötigen Strukturreformen so lange wie möglich hinauszuschieben.

Wenn Geld direkt an die Bürger gezahlt wird

Im angloamerikanischen Raum ist Helikoptergeld vorrangig mit Hinblick auf den Staatshaushalt im Gespräch. In der Eurozone wäre diese Variante mit größeren Problemen verbunden, da es keine koordinierte Fiskalpolitik gibt. Direkte Transferzahlungen an die Bürger sind hier daher wahrscheinlicher. **Doch was würden die Menschen tun, wenn Geld wirklich wie Manna vom Himmel fällt?**

Der Oxford-Ökonom John Muellbauer zieht für seine Analyse Steuernachlässe in den USA aus den Jahren 2001 und 2008 heran. Jeweils wurde ein signifikanter Anteil der zusätzlichen Kaufkraft konsumiert.⁸² Agnieszka Gehringer und Tobias Schafföner untersuchten in ihrer Studie „Wenn Negativzinsen und Helikoptergeld deutsche Sparer erreichen“ die potenziellen Effekte von Negativzinsen und Helikoptergeld.⁸³ Sie kamen zu dem Ergebnis, dass Negativzinsen sehr ineffektiv hinsichtlich der Erzeugung von Konsumentenpreis-inflation wären. Helikoptergeld würde hingegen eine potenziell starke inflationäre Wirkung entfachen: Durchschnittlich 46,5% einer Einmalzahlung von 2.000 Euro pro Haushalt würden verausgabt werden. Bei einer regelmäßigen Auszahlung meinten 30,5% der Befragten, sie würden ihre Konsumausgaben erhöhen und 20,3% gaben an, sie würden mehr sparen. Es kann daher gemutmaßt werden, dass sich der inflationäre Effekt tendenziell verstärkt, sollte der Helikopter seine Runde regelmäßig drehen. Zwar seien die

***„We’re going through a very
strange period where all
economic theories are being
tested.“***
Bill Hoagland

⁸¹ Vgl. „Helicopter 101: your guide to monetary financing“, Deutsche Bank Research, S. 17

⁸² Vgl. „Combating Eurozone deflation: QE for the people“, John Muellbauer, VOXEU.org

⁸³ Vgl. „Wenn Negativzinsen und Helikoptergeld deutsche Sparer erreichen“, Agnieszka Gehringer und Tobias Schafföner, http://www.fvs-ri.com/files/16.05.09_negativzinsen_und_helikoptergeld_1.pdf

Umfrageergebnisse Absichtserklärungen und damit vorsichtig zu bewerten, dennoch ließen sie den eindeutigen Schluss zu, dass vom Helikoptergeld ein klarer Inflationsimpetus ausginge. **Zudem sehen wir auch verhaltensökonomische Aspekte: Ein unverhofftes Geldgeschenk verschleudert man leichter als einen Teil des regulären Einkommens.**

Vom Schuldgeld zum Reputationsgeld

Mit Helikoptergeld wird Kaufkraft geschaffen, ohne dass die Kreditmenge ausgeweitet wird oder der Staat sich verschulden muss. Ganz im Gegenteil: Wie zuvor gezeigt, könnte neu geschaffenes Zentralbankgeld nach und nach sogar Schulden ersetzen. Ist Helikoptergeld daher so eine Art Perpetuum Mobile der Geldpolitik?

“The process by which banks create money is so simple that the mind is repelled.”
John Kenneth Galbraith

Wie zu vermuten war, hat das Ganze einen Haken. Das in den Wirtschaftskreislauf eingespeiste Zentralbankgeld erscheint in der Bilanz der Zentralbank wie das Eigenkapital auf der rechten Seite, während die linke Seite die Vermögenswerte wie Gold und Staatsanleihen ausmachen. Da bei der Ausgabe von Helikoptergeld keine Schuldtitel im Gegenzug gekauft werden, vollzieht sich der Geldschöpfungsprozess zu Lasten des Eigenkapitals. Dieses könnte schließlich negativ werden und auf die Aktivseite der Bilanz hinüberspringen. Was für jede andere Organisation den Bankrott bedeuten würde, wäre für die Zentralbank problemlos möglich, da diese ihre Verbindlichkeiten nicht zurückzahlen braucht. Einzig die Bürger könnten ihr Vertrauen in das Geld verlieren, welches nicht mehr durch Aktivpositionen gedeckt wäre.⁸⁴

Thomas Mayer, ehemaliger Chef-Volkswirt der Deutschen Bank und Leiter des *Flossbach von Storch Research Institute*, hält es für unwahrscheinlich, dass damit die Inflation außer Rand und Band geriete. In der Studie „From Zirp, Nirp, QE, and helicopter money to a better monetary system“ weist er darauf hin, dass sich der Charakter des Geldes bei dieser Eigenkapitalrochade wandle: Das Geld sei nicht mehr Schuldgeld, sondern durch den „guten Willen“ der Bürger gedecktes „Reputationsgeld“.⁸⁵

Pures Reputationsgeld sind aber auch die Kryptowährungen, welche seit der Finanzkrise im Kommen sind. Und auch für die offizielle vom Staat emittierte Währung wäre die Kryptotechnologie interessant, da die Geldpolitik dann ganz auf den Bankensektor verzichten könnte: Die Zentralbank würde Helikoptergeld dann direkt an die Bürger verteilen und damit das verfahrenere und ineffiziente System der öffentlich-privaten Partnerschaft bei der Gelderzeugung aufgeben.

Darüber hinaus könnte dies den Weg zu einem Geldsystem ebnen, in welchem die staatlich emittierte Währung mit anderen Kryptowährungen – wie u.a. auch goldgedeckten Kryptowährungen – im Wettbewerb steht. Mayer sieht die Kryptotechnologie als eine entscheidende Errungenschaft dafür an, dass Hayeks Vorschlag eines Geldsystems, in dem Währungswettbewerb vorherrscht, Wirklichkeit werden könnte. **Helikoptergeld könnte diesen Systemwechsel vereinfachen. Allerdings sei davon auszugehen, dass – ehe es dazu kommt – das Geldsystem wohl noch eine einschneidende Krise durchlaufen wird.**

⁸⁴ Man beachte, dass John Muellbauer das Vertrauensproblem und die Kausalität umdreht: Nicht expansive Geld- oder Fiskalpolitik löse ein Vertrauensproblem aus, sondern Deflation bzw. das Nicht-Erreichen des Inflationsziels. Nach dieser Logik würde das Vertrauen in die Notenbanker zunehmen, wenn sie ihr Inflationsziel erreichten, auch wenn dies mit einem Kaufkraftverlust des Geldes und einer ungedeckten Herausgabe von Zentralbankgeld einherginge. Ebenfalls müsste nach dieser Logik das Vertrauen in die Notenbanker derzeit relativ schwach sein, da ihnen die Kontrolle der Inflation augenscheinlich nicht gelingt – dies ist aber nicht der Fall.

⁸⁵ Mayer, Thomas (2016): „From Zirp, Nirp, QE, and helicopter money to a better monetary system“, http://www.fvs-ri.com/files/better_monetary_system.pdf

„... I cannot close my eyes to the fact that any hope for a voluntary abdication by governments of their present monopolies of the issues of circulating money is utopian.“

Friedrich August von Hayek, The Denationalization of Money

Fazit:

“Consider for example a tax cut for households and businesses that is explicitly coupled with incremental Bank of Japan purchases of government debt – so that the tax cut is in effect financed by money creation”, Ben Bernanke (Some Thoughts on Monetary Policy in Japan, 2003)

Die Geldpolitik ist mit ihrem Latein am Ende – nichts aus dem bisherigen konventionellen und unkonventionellen Maßnahmenkatalog scheint mehr zu wirken: Die Zinsen sind im Keller und können nur noch schwer weiter gesenkt werden, wenn nicht zuvor das Bargeld abgeschafft wird; das Aufblähen der Zentralbankbilanzen geht ebenfalls nicht mehr lange gut – ganz abgesehen davon, dass sich nie die beabsichtigte Wirkung entfaltet hat. Die fiskalpolitischen Spritzen zur Bekämpfung der letzten Rezession haben zudem die Verschuldung der Staaten auf ein so bedrohliches Niveau gehievt, dass auch von dort kaum noch konjunkturbelebende Impulse gesetzt werden können. Zugleich macht die Schuldenlast eine Rückkehr zur geldpolitischen Normalität sehr unwahrscheinlich, da in der Folge Staaten wohl reihenweise wie Primeln eingehen würden. Würde jetzt eine Rezession hereinbrechen, würde diese mit voller Wucht einschlagen, denn weder geldpolitisch noch fiskalpolitisch wäre dem etwas entgegenzusetzen. Allein Inflation und Wirtschaftswachstum könnten dieses Dilemma mit der Zeit beheben, doch diese wollen sich nicht übers Schrittempo hinaus longieren lassen. Es braucht den großen Befreiungsschlag – doch woher soll der kommen?

„Helicopter money could prove a valuable tool... it should work even when more conventional monetary policies are ineffective and the initial level of government debt is high“
Ben Bernanke

Helikoptergeld könnte hier das Ass im Ärmel der Notenbanker sein, da es wohl tatsächlich Inflationsimpulse setzen würde. Ob eine Inflation dann in geordneten Bahnen vonstattengeht oder ungehemmt durch die Decke schösse, kann schwer vorherbestimmt werden. So oder so könnte Helikoptergeld – ob nun gewollt oder ungewollt – die Ära eines neuen Geldsystems einläuten, in welchem verschiedene mit Vertrauen gedeckte Kryptowährungen miteinander im Wettbewerb stünden.

Für Gold hätte dann die Stunde geschlagen. Sollte es tatsächlich Geld vom Himmel regnen, würden die Reflationierungsbemühungen der Zentralbanken mit ziemlicher Gewissheit aufgehen und mitunter sogar über das Ziel hinausschießen – das klassische Umfeld, in welchem Gold reüssiert. **Zudem könnte Gold, dem seit Jahrtausenden ein enorm hohes Vertrauenskapital anhaftet, in einer möglichen Reputationsgeldordnung eine gewichtige Rolle spielen.**

Zusammenfassung „Inflation und die Veranlagung“

In unserem Buch schreiben wir: „Es ist verblüffend, wie sehr die Menschen die Entwertungsspirale namens Inflation unterschätzen. Es handelt sich vermutlich um das größte offene Geheimnis der Wirtschaftsgeschichte. Offen, weil es allen Geschichtsschreibern bekannt, hinreichend dokumentiert und erstaunlich universell ist. In fast jeder Kultur und zu fast jeder Zeit haben sich die Hüter des Geldes an diesem vergriffen. Seit der monetären Revolution der Moderne ist dieser Zugriff jedoch noch weniger offensichtlich, da den Währungen die materielle Grundlage entzogen ist und sie beliebig dehnbar wurden. Daher bleibt die Aufblähung und damit Entwertung der Schuldwährungen, die man in der Ökonomik „Inflation“ nennt, ein Geheimnis für die meisten Menschen: Sie spüren die Entwertung als laufenden Druck, kennen aber die Ursache nicht und blicken in die falsche Richtung.“⁸⁶

⁸⁶ Vgl. „Österreichische Schule für Anleger – Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation“, S. 30, Taghizadegan, Stöferle, Valek

Die bewusste Inflationierung der Währung ist, wie wir auch im nachfolgenden Kapitel aufzeigen werden, ein alter Trick. **Durch die Schöpfung neuen Geldes wird der Wert des bestehenden Geldes verwässert und es wird ein permanenter Vermögenstransfer ausgelöst.** Dass die Expansion der Geldmenge Vermögenspreise und Verbraucherpreise beeinflusst, ist evident. Die letzten Dekaden waren geprägt davon, dass Vermögenspreise monetären Aufwind hatten. Der entschlossene Kampf der Inflationierungsbehörden gegen fallende Verbraucherpreise hingegen legt derzeit den Grundstein dafür, dass die Inflationstendenz drehen wird.

Unseren Beobachtungen zufolge wird die globale Inflationstendenz durch den Basiseffekt im Ölpreis ab Juli einen Schub bekommen. Dies könnte ein kritischer Wendepunkt sein. Wenn wir mit dieser Annahme Recht behalten, werden **inflationssensitive Anlageklassen wie Gold, Rohstoffe und insb. Minenaktien zu den profitabelsten Anlageklassen der nächsten Jahre zählen.**

WE DO TRUST
IN GOLD!
AND YOU?

philoro
EDELMETALLE



FOCUS **MONEY**

BESTER
Goldbarrenhändler

unter den Goldhändlern
4 weitere Unternehmen
erhielten die Note sehr gut
Ausgabe 2/2016

DFS DEUTSCHES FINANZ-
SERVICE INSTITUT GmbH

FOCUS **MONEY**

BESTER
Goldmünzenhändler

unter den Goldhändlern
4 weitere Unternehmen
erhielten die Note sehr gut
Ausgabe 2/2016

DFS DEUTSCHES FINANZ-
SERVICE INSTITUT GmbH

www.philoro.at • www.philoro.de • www.philoro.li • www.philoro.com

5. VOM RISIKOLOSEN ZINS ZUM ZINSLOSEN RISIKO

“If you have the power to print money, you’ll do it. Regardless of any ideologies or statements, that you should limit your counterfeit operations to three percent a year as the Friedmanites want to do. Basically you print it. You find reasons for it, you save banks, you save people, whatever, there are lot of reasons to print.”⁸⁷

Murray Rothbard

No fun, just risk

Es sind wahrlich verrückte Zeiten, in denen wir leben. Die schwelenden Wirtschaftsflauten machen das zuvor Undenkbare möglich. Während Ökonomen lange Zeit darüber rätselten, wie hoch die (positive) untere Grenze des Zinssatzes wohl sein würde,⁸⁸ die John Maynard Keynes bei ungefähr 2% - 2,5% vermutet hatte,⁸⁹ ist diese Diskussion heute wohl obsolet geworden: **Die Realität zeigt, dass negative Zinsen von den Zentralbanken beschlossen und durchgesetzt werden können, ohne großen Aufruhr in der Bevölkerung auszulösen. Wir zeigen uns hinsichtlich der grassierenden Negativzinspolitik jedoch kritisch und besorgt: Der monetäre Rubikon wurde überschritten, wir wandern auf terra incognita.**

Im folgenden Kapitel wollen wir deshalb detailliert auf die verheerenden Konsequenzen der Nullzinspolitik eingehen.

a. Der montäre Marshmallow-Test



Quelle: Nesta.org.uk

„Die erste Lektion der Ökonomie ist die Knappheit: Es gibt niemals genug von irgendetwas, um alle befriedigen zu können, die es haben wollen. Die erste Lektion der Politik ist die Nichtbeachtung der ersten Lektion der Ökonomie.“
Thomas Sowell

Der Marshmallow-Test ist das vermutlich berühmteste Experiment hinsichtlich der Geduld von Menschen, die sich in der Ökonomie im Konzept der „Zeitpräferenz“ widerspiegelt. Der Psychologe Walter Mischel testete den „Belohnungsaufschub“, indem er Kindern ein begehrtes Objekt – beispielsweise ein Marshmallow – vorsetzte.⁹⁰ Der Versuchsleiter teilte dem Kind mit, dass es ein zweites Marshmallow bekommen würde, wenn es mit dem Verzehr bis zur Rückkehr des Versuchsleiters wartete. Nach 15 Minuten kehrte der Versuchsleiter zurück – die süße Versuchung war jedoch meist zu groß gewesen. Die Wartezeit der Kinder betrug in verschiedenen Abwandlungen des Experiments ca. sechs bis zehn Minuten (wobei die Wartezeiten sehr stark streuten).⁹¹

⁸⁷ <https://www.youtube.com/watch?v=Ta7q1amDAN4>

⁸⁸ Vgl. „The IS-LM Model and the Liquidity Trap Concept: From Hicks to Krugman.“ Mauro Boianovsky, History of Political Economy

⁸⁹ Vgl. „Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes“, J. M. Keynes,, 1936, S. 184.

⁹⁰ Vgl. „Delay of gratification in children“, W. Mischel, Y. Shoda, M. L. Rodriguez, science 244, 1989, S. 933–938.

⁹¹ Mischel fand in Nachbeobachtungsstudien in den Jahren 1980–1981 heraus: Je länger die Kinder im ursprünglichen Experiment gewartet hatten, desto kompetenter wurden sie als Heranwachsende in schulischen und sozialen Bereichen beschrieben und desto besser konnten sie mit Frustration und Stress umgehen sowie Versuchungen widerstehen; darüber hinaus zeigten sie auch eine tendenziell höhere schulische Leistungsfähigkeit. Vgl: Y. Shoda, W. Mischel, P.K. Peake: Predicting Adolescent Cognitive and Self-Regulatory Competencies from Preschool Delay of Gratification: Identifying Diagnostic Conditions. In: Developmental Psychology 26, 1990

Wieso ist dieses Experiment relevant für uns? Ökonomisch werden wir belohnt, wenn wir unsere Ungeduld hinsichtlich des Konsums zügeln. Der bedeutendste Gradmesser dafür ist der Zins – dieser entspricht quasi dem zweiten Marshmallow im Experiment. Der Zins ist der Ertrag für den Zeitaufschub, der Ertrag für das Warten der Menschen, die eigentlich am liebsten alles sofort hätten. **Eugen Böhm-Bawerk erkannte, dass der Zins kein zweiter Preis für Geld ist. Vielmehr entspreche der Zins dem Ertrag für den Tausch „Geld morgen gegen Geld heute“. Man könnte ihn also auch als den „Preis der Ungeduld“ bezeichnen.**⁹²

„Der Urzins ist eine elementare Werterscheinung, die man aus dem menschlichen Wirtschaften nicht fortdenken kann.“

Ludwig von Mises

Wenn jemand heute auf etwas verzichtet und es zur Verfügung stellt, dann in erster Line, um in Zukunft mehr dafür zu bekommen. **Würde man sich nicht um die Zukunft sorgen, die mitunter sogar einen zweiten Marshmallow bereithält, wäre es sinnlos, den ersten nicht sofort zu essen. Niemand wäre bereit zu warten. Folglich muss es einen Urzins⁹³ geben, der auf die Ungeduld der Menschen zurückzuführen ist. Ein unbeeinflusster Marktzinssatz entspricht dem Urzins (Zeitpräferenz) zuzüglich (1) eines Aufschlags für Teuerung, (2) eines Aufschlags für das Risiko sowie (3) eines Aufschlags für den Unternehmergewinn des Verleihers.** Gibt es ein hohes Risiko, wird ein höherer Zins verlangt werden. Wird Teuerung erwartet, so wird der verlangte Zinssatz ebenfalls steigen.

Ludwig von Mises brachte dies auf den Punkt, als er in seinem Monumentalwerk Nationalökonomie schrieb:

„Wer den Urzins beseitigen wollte, müsste die Menschen dazu bringen, einen Apfel, der in hundert Jahren verfügbar sein wird, nicht niedriger zu schätzen als einen genussreifen Apfel.“

Ludwig von Mises⁹⁴

“We have become seasoned. Things which once made us say ‘oh my God’ don’t seem that dramatic anymore.”

Per Jansson, Schwedische Reichsbank

Fazit:

Vor einigen Jahren waren negative Zinsen noch undenkbar. Heute geht es im öffentlichen Diskurs nur noch um die Höhe des negativen Zinssatzes. Die Sinnhaftigkeit bzw. die langfristigen Konsequenzen dieser sogenannten „negative interest rate policy“ (NIRP) werden kaum diskutiert. Wir halten es für bedenklich, dass diese Maßnahmen ohne jedweden tragfähigen empirischen oder theoretischen Beweis dafür, dass sie funktionieren würden, implementiert werden.

Die Einführung von Null- bzw. Negativzinsen durch die Notenbanken stellt unserer Meinung nach einen verheerenden planwirtschaftlichen Eingriff dar. Der Negativzins widerspricht der Logik menschlichen Handelns und führt zu zahlreichen Verwerfungen und einer steten Zombifizierung unserer Ökonomie. **Zudem fördert eine Welt, in der man entweder heute einen oder morgen keinen Marshmallow verzehren kann, eine „Kultur der unverzüglichen Gratifikation“ und konterkariert die Tugenden Sparsamkeit und Zurückhaltung.**

⁹² Vgl. „Eine Welt ohne Zinsen“, Frankfurter Allgemeine Zeitung

⁹³ Nicht zu verwechseln mit dem Urzins-Konzept von Silvio Gesell

⁹⁴ Vgl. „Nationalökonomie. Theorie des Handelns und Wirtschaftens, Ludwig von Mises

b. Negativzinsen im Namen der Geldwertstabilität

Seit vielen Jahren werden die Zinssätze in Krisenzeiten deutlich stärker gesenkt, als sie im Aufschwung nach der Krise wieder angehoben werden. Prof. Schnabl bezeichnet dies treffenderweise als „**geldpolitische Asymmetrie**“.⁹⁵ Auf diese Weise landet man früher oder später zwangsläufig bei einem Zinssatz von null.

Fed Funds Rate und die darauffolgenden Krisen



Quelle: RealForecasts.com, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„Wir wissen, dass Preiskontrollen nicht funktionieren, und dennoch erlauben wir Zentralbanken, den allerwichtigsten Preis in der Wirtschaft zu manipulieren: den Preis des Geldes.“
Bill Bonner

Nachdem einige der Notenbanken geldpolitisch mit dem Rücken zur Wand stehen, versucht man nun als nächstes der Wirtschaft mittels negativer Zinsen Leben einzuhauchen. Als erste Zentralbank führte die Dänische Nationalbank im Juli 2012 einen negativen Depositenzinssatz von -0,2% ein, woraufhin die Schwedische Reichsbank am 9. Juli 2014 mit einem Zinssatz von -0,5% konterte.

Am 11. Juni 2014 legte die EZB den Zinssatz der Einlagefazilität auf -0,4% fest. Auch in der Schweiz gehören Negativzinsen mittlerweile zum Alltag. Um den Kapitalzufluss in die Schweiz zu drosseln und den Franken nicht zu stark werden zu lassen, beschloss die SNB am 18. Dezember 2014 einen Negativzins von -0,25% einzuführen, den sie am 15. Januar 2015 auf -0,75% absenkte. **Auch Japan kurvt mittlerweile im U-Boot durch die Zinsgewässer.** Dieser Schritt war besonders umstritten, nachdem Gouverneur Kuroda die Einführung von Negativzinsen noch wenige Wochen zuvor heftig dementierte.

An dieser Stelle scheint es angebracht, die bisherigen Erfolge bzw. die bisherigen Konsequenzen der Negativzinspolitik zu analysieren.

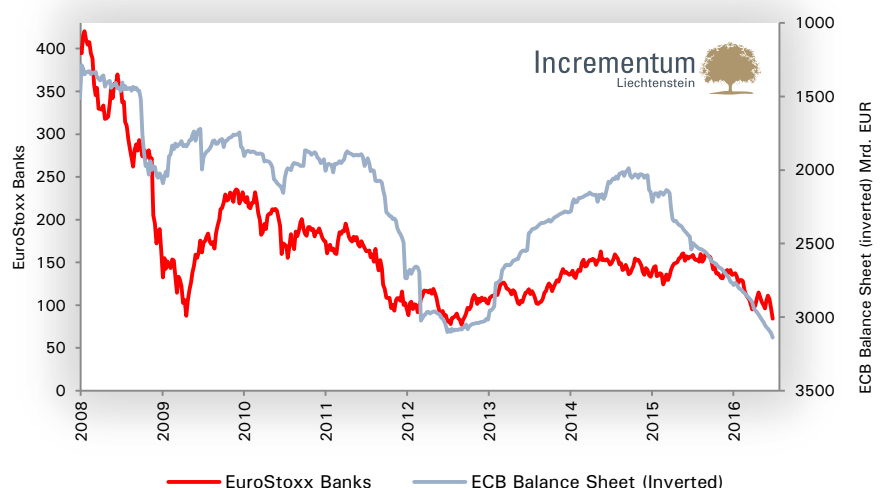
Die augenscheinlichste Konsequenz ist die Schaffung eines immanenten Anlagenotstandes. Private wie institutionelle Anleger haben ein veritables Problem: Selbst der nominelle Kapitalerhalt (nach Abzug aller Gebühren) ist nur unter Aufnahme von Risiken möglich. Für die theoretische Möglichkeit eines realen Kapitalzuwachses müssen mittlerweile signifikante Risiken eingegangen werden.

Dies stellt die Anleger vor ein Dilemma: Investoren müssen sich mit der stetigen Errosion ihres Kapitals abfinden oder Kapitalmarkt-, Liquiditäts-, Bonitäts- (oder andere) Risiken über ihre eigene individuelle Risikotoleranz hinaus eingehen. Der Anleger ist dazu verdammt, sein Kapital langsam zu verlieren oder es gegen seine persönliche Präferenz riskant anzulegen.

⁹⁵ Vgl. "philoro Gold Round Table", Ausgabe 03/2015

Es ist unserer Meinung nach vorprogrammiert, dass sich insbesondere in der Versicherungsbranche bei Aufrechterhaltung dieses Zustandes kataklystische Geschehnisse ereignen werden. Die institutionellen Treuhänder großer Anlagevolumina sind in Zeiten von Überschuldung und finanzieller Repression ohnehin naheliegende Finanzierungsquellen für verstaatlichte Schuldner. Doch die Versicherungsbranche ist im institutionellen Bereich nicht die einzige stark betroffene Industrie. **Das klassische Bankgeschäft lebt von der Zinsspanne und leidet bei Null- und insbesondere bei Negativzinsen.** Als wäre das absolut niedrige Zinsumfeld nicht Plage genug für die Banken, so trugen die Negativzinsen zu einer weiteren Abflachung der Zinskurve bei. Dies wiederum erodiert die Erträge der Finanzintermediäre weiter, da Fristentransformation nun in immer geringerem Ausmaß getätigt werden kann. Folglich gehen Bankaktien in den Keller: Seit Einführung der Negativzinsen in der Eurozone im Juni 2014 entwickelten sich die Aktien europäischer Banken um 25% schlechter als der breite Index. Der nachfolgende Chart stellt die Bilanzsumme der EZB der Entwicklung europäischer Bankaktien gegenüber. **Es ist eindeutig erkennbar, dass QE – nachdem es die Renditen drückt und die Yield Curve abflacht – den Banken und ihrem Geschäftsmodell grundlegend schadet.**

EZB Bilanzsumme und Bankaktien



Quelle: EZB, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Außerhalb der Eurozone werden die Auswirkungen der Niedrig- und Negativzinspolitik ebenfalls als nicht sonderlich erfolgreich eingeschätzt:

- In Dänemark, Schweden und der Schweiz ist die Faktenlage klar: je negativer die Zinsen, desto höher die Sparquote. Diese Reaktion erscheint wenig verwunderlich, nachdem das Alterseinkommen unsicherer wird und deshalb mehr zur Seite gelegt werden muß.
- Die Credit Suisse hat für die Schweiz festgestellt, dass nur ein Drittel der kleinen und mittleren Unternehmen glaubt, von der Niedrigzinspolitik zwischen 2009 und 2014 profitiert zu haben. Darüber hinaus standen bei den Unternehmen Immobilieninvestitionen im Vordergrund, was angesichts wiederkehrender Übertreibungen auf den Immobilienmärkten einen schalen Beigeschmack hinterlässt.⁹⁶

⁹⁶ Vgl. „Schweizer Wirtschaft 2016: Ein Jahr Negativzinsen“, Credit Suisse

“If it were possible to take interest rates into negative territory I would be voting for that.”

Janet Yellen, Feb. 2010

“Some of the experiences [in Europe] suggest maybe can we use negative interest rates and the costs aren’t as great as you anticipate,”

William Dudley, Präsident New York Fed

Ob auch die Federal Reserve früher oder später Negativzinsen implementieren wird, erscheint fraglich. Dass Negativzinsen jedenfalls „eine Option“ seien, bestätigte Janet Yellen zuletzt in einem Brief.⁹⁷

„Ich will zwar negative Zinsen in einem künftigen sehr ungünstigen Szenario nicht vollkommen ausschließen, doch die Geldpolitiker müssten eine Vielzahl von Aspekten durchdenken, bevor sie dieses Instrument in den USA einsetzen, einschließlich der Möglichkeit unbeabsichtigter Konsequenzen.“⁹⁸

Unserer Meinung nach ist die US-Finanzelite hinsichtlich der Einführung negativer Zinsen gespalten. Es sieht so aus, als würde im Moment die Meinung vorherrschen, dass man, sobald Rezessionswolken aufziehen, zuerst zum „altbewährten QE“ zurückkehren sollte. Einerseits trugen zu dieser Konklusion die nur mäßigen Erfolge der Vorreiter in Übersee – insb. in Japan - bei, andererseits ist in den USA die Bedeutung der Geldmarktfonds-Industrie nicht zu unterschätzen. Die Bilanzierung von Geldmarktfonds mit 100 ist Kernstück der dortigen Buchhaltung, ein Unterschreiten der Fondskurse von 100 – man bezeichnet dies als „breaking the buck“⁹⁹ - wäre in vielerlei Hinsicht fatal.

Man liest dafür in Sachen Wirtschaftsankurbelungen immer öfter von der guten alten Fiskalpolitik als „politischem Instrument“. Der gedankliche Schritt zum Helikoptergeld ist von hier aus wohl nur mehr ein kleiner. Sicher können wir uns in einem sein: Die interventionistischen Wirtschaftsmaßnahmen werden bei einem Abschwächen des Wachstums nochmals signifikant zunehmen. Dies versicherten unsere Spitzenpolitiker am letzten G7-Gipfel in Japan im Mai 2016:

„Beim Thema Wirtschaft haben die Gipfelteilnehmer zugesagt, alle politischen Instrumente – einschließlich geld-, fiskal- und strukturpolitischer Instrumente – zu nutzen, um rasch ein nachhaltiges und ausgewogenes Wachstumsmuster zu erzielen.“¹⁰⁰

c. Zins-Limbo: Wie tief können die Renditen noch sinken?

“Over a fifth of global GDP, or 23.1%, will now be produced in countries that have negative interest rates.”

Wall Street Journal

Wenn auch (noch) nicht in den USA, so sind Negativzinsen mittlerweile in fünf Währungsräumen, welche konsolidiert mehr als ein Fünftel der weltweiten Wirtschaftsleistung ausmachen, angekommen. Das heißt, dort bezahlen Geldverleiher dafür, dass sie ihre Mittel zur Verfügung stellen. Doch warum tun sie das?

- ▶ **Preis für Zentralbankgeld:** Da Geschäftsbanken bei der EZB Staatsanleihen hinterlegen müssen, um Kredite von selbiger zu bekommen, mag es – je nachdem wie dringend Zentralbankgeld benötigt wird – sinnvoll sein, negativ verzinsten Anleihen zu kaufen.
- ▶ **Regulierungen:** Beispielsweise schreiben die Basel-Verordnungen vor, dass „sichere“ Anleihen als Liquiditätspuffer von Geschäftsbanken gehalten werden müssen.

⁹⁷ Der Brief war die Antwort auf eine schriftlich gestellte Fragen von Brad Sherman (ein demokratischer Abgeordneter im Repräsentantenhaus) nach ihrer Anhörung vor dem Finanzausschuss des Repräsentantenhauses am 10. Februar.

⁹⁸ Vgl. „Fed schließt Negativzinsen nicht aus“, n-tv.de

⁹⁹ https://en.wikipedia.org/wiki/Money_market_fund#Breaking_the_buck

¹⁰⁰ <http://www.consilium.europa.eu/de/meetings/international-summit/2016/05/26-27/>

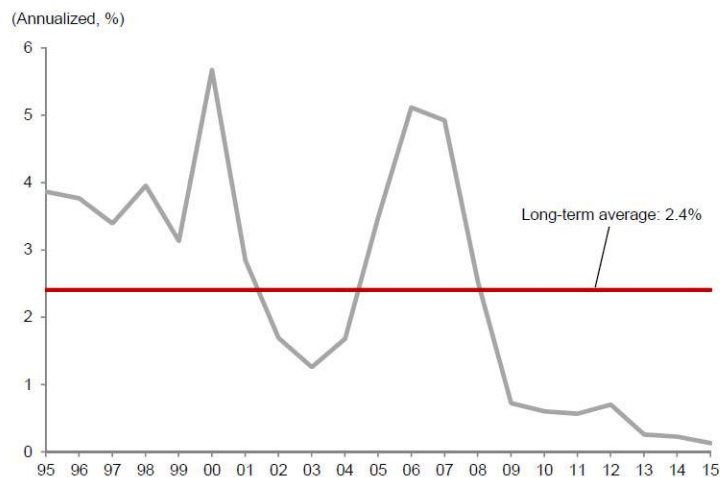
- **Spekulation auf Wertsteigerung:** Die erworbenen negativ verzinsten Anleihen könnten eine Wertsteigerung erfahren, etwa da die EZB die Anleihen im Rahmen ihres QE Programms auf dem Sekundärmarkt erwirbt.
- **Opportunitätskosten der physischen Bargeld-Lagerung:** Lagert eine Bank ihr Geld physisch, so fallen Kosten u.a. für Stauraum, Personal und Sicherheitssysteme an. Das bedeutet, dass hier Spielraum beim Einlagesatz besteht, den die Geschäftsbanken mittlerweile für die Hinterlegung ihrer Reserven bei der Zentralbank zu entrichten haben, ehe die physische Lagerung für die Geschäftsbanken wirtschaftlicher wäre.

**How low can the BoJ cut rates?
Just ask Gold!**

Den letzten Fall wollen wir etwas genauer unter die Lupe nehmen. In einer faszinierenden Studie¹⁰¹ untersucht Nomura die mögliche Höhe von Negativzinsen und kommt zu dem Ergebnis, dass die Lagerkosten für Gold eine Benchmark sein könnten:

„Theoretisch hängt die Untergrenze negativer Zinsen von den Kosten der physischen Lagerung von Bargeld ab. Wenn die Leute aufgrund negativer Zinsen ins Bargeld flüchten, riskieren sie Verluste aufgrund von Diebstählen und dergleichen. Die Kosten, die bei Vermeidung dieses Risikos anfallen, können als bestimmend für die Untergrenze von Negativzinsen angesehen werden, jedoch sind diese schwer zu quantifizieren. Als Proxy für die Lagerung von Bargeld haben wir die Kosten der Lagerung von Gold auf der Grundlage von Preisen für Gold-Futures geschätzt. Diese haben in den letzten 20 Jahren durchschnittlich 2,4% p.a. betragen, wobei die Schwankungen in diesem Zeitraum recht groß waren.“

Geschätzte jährliche Goldlagerkosten



Quelle: Nomura

“It appears to us there is a lot of room for central banks to probe how low rates can go...While there are substantial constraints on policymakers, we believe it would be a mistake to underestimate their capacity to act and innovate.”
J.P. Morgan Research

J.P. Morgan kommt in einer Studie zu dem Schluss, dass Negativzinsen auch deutlich unter die Lagerkosten von Gold fallen können.¹⁰² Begründet wird diese Annahme damit, dass (wie in Japan) ein gestaffeltes System dafür sorgt, dass nur ein Teil der Reserven von den negativen Zinssätzen betroffen ist. Die Kosten für die Geldhaltung bei der Zentralbank würden dadurch sinken und die Negativzinsen könnten weiter gedrückt werden. Die Analysten schätzen, dass die EZB einen Negativzins

¹⁰¹ <http://www.zerohedge.com/news/2016-02-03/how-low-can-bank-japan-lower-rates-ask-gold>

¹⁰² Vgl. „JPM's striking forecast ECB Could Cut Rates To -4.5%; BOJ To -3.45%; Fed To -1.3%“, Zerohedge.com

von -4,5% bewerkstelligen könnte, wenn Reserven im Umfang von 2% des BIP davon betroffen wären. Für die USA und Großbritannien berechneten sie geringere Negativzinsen in Höhe von -1,3% respektive -2,5%, da in diesen Ländern höhere Reserve-Asset-Ratios vorherrschend sind.

In diesem Zusammenhang steht auch die jüngste Abschaffung des 500 Euro-Scheins.¹⁰³ Das Argument, Kriminellen mit der Abschaffung der großen Scheine das Handwerk legen zu wollen, ist dabei an Scheinheiligkeit kaum zu übertreffen; bei den angeführten Studien, die die Effektivität einer derartigen Maßnahme untermauern sollen, handelt es sich weitestgehend um politisch motivierte Pseudo-Wissenschaft. Unter einem Artikel des prominenten Bargeldgegners Larry Summers in der Washington Post fühlte sich die Redaktion genötigt, eine kleine Bemerkung hinsichtlich dessen Befangenheit bei dem Thema anzufügen:

*„Summers serves as an adviser or board member to a number of financial technology and payments companies.“*¹⁰⁴

Doch die wesentlichste Motivation der scheinheiligen Scheingegner ist sonnenklar: Die Kosten der Bargeldhaltung sollen in die Höhe getrieben werden, um mehr Spielraum für Negativzinsen zu schaffen. Mit der Abschaffung der 500 Euro-Scheine sind in erster Linie die Banken getroffen, die ihre Tresore nur noch mit 200 Euro-Scheinen füllen können, wodurch die Bargeldhaltung signifikant kostspieliger wird – die EZB kann dann im Gegenzug deutlich tiefere Negativzinsen ansetzen.¹⁰⁵

Um aber bei den Negativzinsen in die Vollen gehen zu können, müsste das Bargeld komplett abgeschafft werden. Dann könnten die Geschäftsbanken die Negativzinsen an die Sparer weitergeben, ohne befürchten zu müssen, dass diese ihre von den Banken derzeit gefürchtetste Waffe ziehen würden: das Kopfkissen, unter dem schon Omi ihre Ersparnisse versteckt hielt. **Eine Studie des Flossbach von Storch Research Institutes kam zu der Conclusio, dass deutsche Sparer sehr reagibel hinsichtlich negativer Zinssätze wären.**¹⁰⁶ Nur 7,6% der Befragten würden es hinnehmen, wenn ihre Bank negative Zinsen verlangte. 44% würden infolgedessen die Bank wechseln wollen, 28% ihr Geld physisch lagern und 21% ihr Guthaben in andere Vermögensgegenstände anlegen. **Kurzum: Die Abschaffung des Bargeldes wäre eine zwingende Voraussetzung dafür, dass sich die Zinszauberer im Negativbereich so richtig austoben könnten.**

d. Negativzinsen und Gold

Negativzinsen stellen eine noch nie dagewesene Dimension der Geldpolitik dar. Die Auswirkungen für den Goldpreis sind unserer Einschätzung nach als klar positiv einzuschätzen. Der allgemeine Wohlstand wird langfristig hingegen leiden, da Negativzinsen die klassischen Anreizstrukturen, die Grundlage des Wohlstands sind, aushebeln und dadurch die Kapitalstruktur in Schieflage bringen. Inflation, Währungskriege, geringere Produktivität, höhere Volatilität und Unsicherheit an den Kapitalmärkten sind zu befürchten. Gold wird dabei der Fels in der Brandung sein. Nachfolgend haben wir die wesentlichsten Argumente dafür aufgelistet:

“Amazingly, people are paying Switzerland to warehouse their money for 10 years...That makes gold a high-yielder, because it yields zero.”

Jeff Gundlach

¹⁰³ Siehe dazu auch das nachfolgende Kapitel “Der Feldzug gegen das Bargeld”.

¹⁰⁴ Vgl. „Dubioser Bargeldgegner“, Batz.ch sowie „In defense of killing the \$100 bill“, Washington Post

¹⁰⁵ Vgl. „Der wahre Grund warum die EZB die 500 Euro-Scheine abschaffen will“, Hans-Werner Sinn

¹⁰⁶ Vgl. „Wenn Negativzinsen und Helikoptergeld die deutschen Sparer erreichen“, Agnieszka Gehringer und Tobias Schafföner, Flossbach von Storch Research Institute

1.) *Negativzinsen reduzieren die Opportunitätskosten von Gold*

Negativzinsen verringern den Pool an attraktiven Investmentalternativen, wodurch Gold attraktiver wird. Insbesondere im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld wird Gold auch für Zentralbanken wieder zunehmend interessanter. So kauften sie alleine in der zweiten Hälfte des Jahres 2015 336 Tonnen Gold auf.¹⁰⁷ Zudem schätzt das World Gold Council den monatlichen Ertrag von Gold in einem Negativrealzinsumfeld als wesentlich höher ein, als in einem Umfeld moderater bzw. hoher Realzinsen.

	Niedrig (<0%)	Realzinsumfeld Moderat (0-4%)	Hoch (>4%)
Monatliche Rendite	1,4%	0,5%	-0,7%
Standardabweichung	0,5%	0,3%	0,7%

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

“If the store of value function of all major currencies is substantially undermined, as indeed it is by negative interest rates, then investors are going to have to look for a non-national currency alternative. Historically, gold and silver have most frequently served as reliable, stable international stores of value, protecting against devaluations and default generally.”
John Butler

2.) *Negativzinsen erodieren das Vertrauen in Papiergeldwährungen und Notenbankmaßnahmen*

Basierend auf den Erkenntnissen der Österreichischen Schule der Nationalökonomie schätzen wir die Folgen der Negativzinspolitik als fatal ein. Eine verzerrte Produktionsstruktur würde sukzessive eine geringere reale Produktivität mit sich bringen. Dafür würden die Vermögenspreise weiter angeheizt und Finanzzyklen resultieren, die das Finanzsystem destabilisierten und zu Pleiten und verzweifelten Rettungsaktionen führen würden. Die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes würde dabei immer weiter ausgehöhlt werden. Irgendwann könnte dann ein Punkt erreicht sein, an welchem die Bürger dem Papiergeld ihr Vertrauen entzögen und die Verbraucherpreise zu galoppieren begännen. Dies würde der Zeitpunkt sein, an dem sich eine zuvor getätigte Goldallokation rentieren würde.

3.) *Negativzinsen erhöhen die Unsicherheit und Volatilität der Märkte und führen zu einer Interventionsspirale*

Der Zins ist ein Preis und die Festlegung des Zinses daher eine Preiskontrolle. Da der Zins nicht irgendein Preis ist, sondern der Preis für Kredit und damit die Hauptschlagader der Wirtschaft, ist es umso verheerender, dass sein Schicksal in zentralplanerischen Händen liegt. Die Tatsache, dass Negativzinsen notwendig scheinen, belegt, dass die Volkswirtschaft infolge vorangegangener Interventionen bereits gehörig angeschlagen ist.

Dies bestätigt die Erkenntnis vieler österreichischer Ökonomen: Eine Intervention zieht zwangsläufig die nächste nach sich. Die Produktionsstruktur und grundlegende Anreizstrukturen sind verzerrt – die Märkte registrieren kaum noch fundamentale Daten, reagieren dafür aber hochsensibel auf sämtliche geldpolitischen Entscheidungen. Angesichts der zunehmenden Verfahrenheit des Geldsystems, in der vormals als verrückt abgetane Ideen wie Negativzinsen oder Helikoptergeld plötzlich als „alternativlos“ gelten können, macht es mehr denn je Sinn, (zumindest) ein Standbein auf festem Grund außerhalb des Systems zu haben.

¹⁰⁷ Vgl. „Market Update Gold in a world of negative interest rates“, World Gold Council

Fazit:

Wir sind der Meinung, dass NIRP ein gänzlich neues Umfeld für Anlageentscheidungen schafft. Da nicht damit gerechnet werden kann, dass die Zentralbanken zeitnah ihre Zinssätze wieder anheben, sind Negativzinsen wohl ein andauerndes Phänomen, das sich außerordentlich positiv auf den Goldpreis auswirken wird. **Gerade von Notenbanken und institutionellen Investoren wird eine größere Goldnachfrage ausgehen. Pensionsfonds und Versicherungen, welche normalerweise hohe Anleihequoten aufweisen, werden ihre Investitionspolitik grundlegend überdenken müssen. Gold sollte hierbei eine wesentliche Rolle spielen.**

e. Die verhängnisvollen Langfrist-Folgen der Nullzinspolitik

Null- und Negativzinsen sind wie die Verordnung eines Rollators nach einem Sturz: Kurzfristig mag damit alles besser laufen, jedoch machen Gewöhnungseffekte schnell von dem Gerät abhängig und man ist dem Gesundheitszustand ferner als je zuvor. Eine (nicht ganz so angenehme) Krankengymnastik hingegen würde die Selbstheilungskräfte des Körpers aktivieren und die Schwäche von innen heraus überwinden lassen.

“Tiefe Zinsen heute machen noch tiefere Zinsen morgen erforderlich, um den Schuldenturm vor dem Einsturz zu bewahren.”
Daniel Stelter

In den vergangenen Jahren sind wir immer wieder auf die negativen Langfrist-Konsequenzen der Niedrigzinspolitik eingegangen.¹⁰⁸ Betrachtet man diese Vorgänge genauer, so wird klar, dass die tieferliegenden Probleme durch die globalisierte Nullzinspolitik nicht gelöst wurden und stattdessen die natürliche Selektion des Marktes untergraben wird. **Regierungen, Finanzinstitute, Unternehmer und Konsumenten, die sich eigentlich in der Insolvenz wiederfinden müssten, werden künstlich am Leben erhalten. Da diese Konsequenzen verheerend sind und sich die Politik in der Niedrigzinss Falle verheddert hat, halten wir es für angebracht, uns dieser Thematik noch einmal in aller Ausführlichkeit zu widmen.**

Die Rolle des Zinses in der Vermögensbewertung

“Holders of financial assets had a great run riding the 35-year wave of declining rates and rising asset values. The return trip won't be nearly as much fun.”
Simon Mikhailovich

Der Zinssatz, zu dem Geld angelegt werden kann, ist die Grundlage für die Bewertung sämtlicher Finanzprodukte. Jede Form von Investition involviert eine Ausgabe in der Gegenwart und eine unsichere Einnahme in der Zukunft. Da ein Investor vor der Wahl steht, anstatt einer riskanten Investition sein Vermögen mit einem geringeren Risiko zum Zinssatz anzulegen, müssen künftige Einnahmen abgezinst werden. Somit sind Investitionen stets relativ zum Marktzinssatz zu bewerten. Das *Discounted Cash-Flow Modell* ermittelt den Wert von Investitionen aufgrund der Summe aller abgezinsten künftigen Ausgaben und Einnahmen. Es liegt daher in der Natur der Finanzmathematik, dass – gerade bei langfristigen Investitionen – eine scheinbar geringfügige Änderung des Zinssatzes mit großen Auswirkungen auf die Bewertung von Finanzprodukten einhergeht.

¹⁰⁸ Vgl. „In Gold we Trust“ 2014, Seite 33-34 sowie „In Gold we Trust“ 2015, Seite 55-60

Konsequenzen für Wertpapiere

“Money is one of the most important social technologies in the history of the world, almost as important as language. Money is supposed to mean something. It is supposed to be the metric by which we measure economic value.”

Simon Black

Mehr als 30% der Staatsanleihen (ca. 8 Billionen US-Dollar)¹⁰⁹ handeln mittlerweile mit negativer Rendite, 40% mit Renditen unter 1%. Inflationsbereinigt sind die Zahlen noch dramatischer: 51% aller Staatsanleihen im Wert von insgesamt 15 Billionen US-Dollar weisen negative Renditen auf und nur noch 16% aller Bonds weisen eine Realverzinsung von mehr als 1% auf.¹¹⁰

Dies deutet zweifelsohne auf eine massive Überbewertung dieser Wertpapiere hin. **Zeitgleich werden die Risiken der Papiere von den allermeisten Marktteilnehmern – entsprechend der nach wie vor gelehrten Finanzmarkttheorie – als risikolos betrachtet.** Sollten im derzeitigen Zinsumfeld in den nächsten Jahren - wovon wir ausgehen - ernstzunehmende Inflations Sorgen aufkommen, so werden Anleiheinvestoren, die jetzt kaufen oder bereits gekauft haben, ein denkbar schlechtes Geschäft gemacht haben. Und sollte Inflation gar zu galoppieren beginnen, so werden die Konsequenzen für Banken, Versicherer, Pensionskassen und insb. deren Kunden verheerend sein.

Dabei haben die seit der Finanzkrise niedrigen Zinsen sowohl die Anleihen- als auch die Aktienmärkte enorm beflügelt bzw. eine Anpassung nach unten verhindert. **Eine Rückkehr zum Zinsniveau der Vorkrisenära würde rein aus finanzmathematischer Sicht die Märkte in die Knie zwingen. Aufgrund der Differenz der Zinsniveaus wäre ein Einbruch in Höhe von 50% an den Aktienmärkten im Bereich des Möglichen.**



Quelle: Hedgeye

„Safety’ is a tricky and paradoxical concept. The safe assets are often the ones that people regard as hopelessly risky.”

Jim Grant

Auch die Anleihenmärkte würden eine Normalisierung der Zinsen massiv zu spüren bekommen. Vor der Krise notierte ein US Treasury Bond mit zehnjähriger Laufzeit bei 5%, aktuell hingegen bei etwa 1,65%. Eine Rückkehr auf 5% würde den Marktpreis eines zehnjährigen US Treasury Bonds um rund 30% reduzieren.¹¹¹

¹⁰⁹ Tendenz seit dem Brexit noch einmal stark steigend, genaue Zahlen liegen aktuell nicht vor.

¹¹⁰ Vgl. “Gold in a world of negative interest rates”, World Gold Council

¹¹¹ Vgl. “Central banks are trapped by the math”, Simon Mikhailovich, Tocqueville Bullion Reserve.

"When nothing happens for a long time, people begin to assume that nothing ever happens. But something always happens in the end."
Steve Lagavulin

Konsequenzen für Schuldner

Die Ratingagentur Standard&Poor's berechnete, dass die Staatsdefizite im Euroraum im Durchschnitt derzeit um 1% - 2% des BIP höher wären, wenn man die durchschnittliche Zinshöhe der Jahre 2001 bis 2008 zu Grunde legte. In Deutschland läge das Defizit bei 1,5%, in Frankreich bei ca. 5,5% (statt 3,5%), in Spanien bei ca. 7% (statt 5%), in Italien bei ca. 4,5% (statt 2,5%) und in den Niederlanden bei ca. 4% (statt 2%). Die vier größten EU-Volkswirtschaften nach Deutschland würden mit ihrem Defizit somit den Schwellenwert von 3% des BIP überschreiten, der im Maastricht-Vertrag festgeschrieben ist.¹¹²

Niedrige Zinsen sind zwar unmittelbar eine Entlastung für Schuldner, führen aber langfristig zu falschen Anreizen und einem erhöhten Risiko. Zwischen 2007 und 2014 ist der globale Schuldenstand (sämtliche Haushalts-, Staats- und Unternehmensschulden) im Zuge der Niedrigzinspolitik von 142 Billionen auf 199 Billionen US-Dollar angestiegen.¹¹³ Während bei der Finanzierung durch Eigenkapital potentielle Verluste zwischen Akteuren aufgeteilt werden, konzentriert sich bei der Fremdkapitalfinanzierung das Risiko auf einzelne Akteure (Schuldner).

Zudem wird bei der Anlage in Staatsanleihen aufgrund der niedrigen Zinsen und der allgemein sehr hohen Belehnbarkeit vermehrt mit Leverage gearbeitet. Dies machen sich unter anderem die in den vergangenen Jahren immer beliebteren „Risk-Parity“ Konzepte zu Nutze. **Doch sind Anleihen asymmetrische Anlageinstrumente:** Mehr als die Zinszahlungen und die Rückführung der Nominale kann der Investor nicht erhalten – der maximale Ertrag ist beschränkt, das Verlustrisiko aber unbeschränkt. Darüberhinaus steigt das Zinsrisiko, wenn die Renditen niedrig sind. **Das Verlustpotenzial ist deshalb bei einem raschen Anstieg auf ein deutlich höheres (einst normales) Zinsniveau (insbesondere für vermeintlich sichere Anlagen) enorm.**

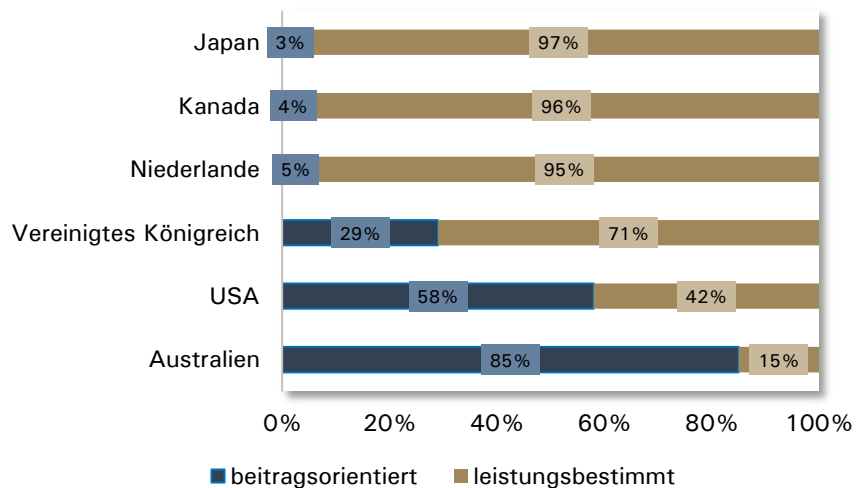
Konsequenzen für kapitalgedeckte Pensionsversicherungen

Die Bevölkerung wird von der Niedrigzinspolitik nicht nur dadurch getroffen, dass aktuell auf Spareinlagen kaum Zinsen gezahlt werden. Kapitalgedeckte Pensionssysteme hängen ebenso wie Investitionen zu einem großen Teil vom Zinssatz ab, der auf das eingesetzte Kapital erzielt werden kann. Da bei Pensionen sowohl die Einzahlung, wie auch die Auszahlung über einen langen Zeitraum erfolgen, ist der Zinssatz, mit dem abgezinst wird, von entscheidender Bedeutung. Unter kapitalgedeckten Pensionsversicherungen wird zwischen beitragsorientierten und leistungsbestimmten unterschieden. Eine **leistungsbestimmte Versicherung** enthält die Zusage der Versicherung, dem Versicherten bei Ausscheiden aus dem Erwerbsleben einen bestimmten Betrag als Pension auszuzahlen. *Das Risiko des Portfolios liegt bei der Versicherung.* Bei einer **beitragsorientierten Versicherung** wird die Höhe der Pensionsbeiträge im Vorhinein vereinbart. Die Pensionsauszahlungen orientieren sich an der Performance des Portfolios. Somit liegt das *Risiko beim Versicherten*, der üblicherweise auch wenige Möglichkeiten hat, sich gegen niedrige Zinsen abzusichern.

¹¹² Die Studie lag der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vor, die die Zahlen am 06.06.2016 in einem exklusiven Artikel mit dem irrwitzigen Titel „EZB lässt Staatshaushalte gesunden“ veröffentlichte: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/f-a-z-exklusiv-ezb-laesst-staatshaushalte-gesunden-14272779.html>

¹¹³ Vgl. „Debt and (not much) deleveraging“, McKinsey Global Institute.

Vergleich beitragsorientierte vs. leistungsorientierte Versicherungen



Quelle: Towers Watson, Incrementum AG

“Wir haben eine physiologische Funktionsstörung erzeugt. Wir haben die Fähigkeit zur Selbstregulierung auf allen gesellschaftlichen Ebenen verloren.”
Peter Whybrow

Wenn zum Beispiel ein 30-Jähriger, der beitragsorientiert versichert ist, anstatt der in der Vergangenheit üblichen 6,5% nur 4,5% Rendite auf ein Portfolio aus Aktien und Anleihen erzielen kann, muss er für die gleiche Auszahlungshöhe sieben Jahre länger arbeiten oder die Beitragshöhe verdoppeln. Hierbei ist auch zu bedenken, dass eine durchschnittliche Rendite von 4,5% in Bezug auf die Wachstumsaussichten der Industrienationen eine durchaus optimistische Annahme ist. Auch leistungsbestimmte Versicherungen stehen bereits jetzt vor großen Schwierigkeiten. So sind etwa 90% aller staatlichen amerikanischen Versicherungen unterfinanziert. Die Finanzierungslücke beträgt insgesamt 1,2 Billionen US-Dollar und stellt damit ein veritables Risiko für den amerikanischen Steuerzahler dar.¹¹⁴

Weitere Kollateralschäden der Null-und Niedrigzinspolitik:

- ▶ **Fokus auf kurzfristigen Gewinn:** Die künstlich gedrückten Zinsen ermutigen zum Gegenwartskonsum bzw. zu einer „Diktatur des Jetzt“.¹¹⁵ Sukzessive findet Kapitalverzehr statt, d.h. die Prosperität der Gegenwart geht zu Lasten der Prosperität der Zukunft.¹¹⁶
- ▶ **„Konsum-Burn-out“¹¹⁷:** In Folge fehlender Sparanreize wird die Kultur des Sparens sukzessive unterminiert und durch zunehmende kreditfinanzierte Konsumzwanghaftigkeit ersetzt. Dies führt zu zunehmendem Verlust an Unabhängigkeit und einer modernen Form der Schuld-Knechtschaft.
- ▶ **Die Struktur der Finanzmärkte wird geschwächt:** Unvorsichtiges Verhalten wird gefördert (*moral hazard*). Die Finanzinstitute sind mittlerweile so groß geworden, dass sie selbst von Staaten schwer gerettet werden können. Dies bezeichnet man auch als „*deadly embrace*“, also tödliche Umarmung. Im Extremfall werden Bankenpleiten somit auch Staatspleiten auslösen.¹¹⁸
- ▶ **Starke Zunahme der Interdependenz und zunehmende Fragilisierung der Finanzmärkte:** Für die langfristige Gesundung des Finanzmarktes sollte dem Ziel der systemischen Vielfalt mehr

¹¹⁴ Vgl. „Diminishing returns: Why investors may need to lower their expectations“, McKinsey Global Institute.

¹¹⁵ Hans Joachim Schellnhuber

¹¹⁶ Vgl. „Was Sie über Nullzinsen wissen sollten“, Prof. Dr. Thorsten Polleit

¹¹⁷ Begriff von Niko Paech.

¹¹⁸ Vgl. „Zahltag Finanz-, Schulden- und Wirtschaftskrise und ökonomische Prinzipien“, Prof. Ferry Stocker

Beachtung geschenkt werden. Homogenität geht stets zu Lasten von Zerbrechlichkeit.¹¹⁹

- ▶ **Verteuerung des Kredits:** Der Stress im Bankensystem wird erhöht, da die Zinsmargen sinken und die Profitabilität der Banken leidet. Banken versuchen infolgedessen, die Kosten der Negativzinsen auf ihre Kunden überzuwälzen. Der Tabubruch negativer Sparzinsen wurde bislang aufgrund der „Angst vor Omis Kopfkissen“ noch nicht gewagt. Kredite wurden jedoch teilweise verteuert, um die Zinsmargen zumindest einigermaßen zu wahren.¹²⁰
- ▶ **Entstehen von Zombiebanken:** Niedrige Zinsen verhindern den gesunden Prozess der schöpferischen Zerstörung. Banken können potenziell uneinbringliche Kredite schier unendlich verlängern und verringern so ihren Abschreibungsbedarf. „*Too big to fail*“ mag für die einzelne Bank ein erstrebenswertes Ziel sein, für die Wirtschaft als Ganze ist es katastrophal.
- ▶ Andreas Tögel macht auf eine selten beachtete Begleiterscheinung aufmerksam: die Zunahme allgemeiner Unsicherheit führt zu einer unübersehbaren „**Verhässlichung**“ der **Architektur**. Wer infolge vermehrter Instabilität seine Zeitpräferenz erhöht, legt weniger Wert auf (optische) Qualität. Da alle Vermögenwerte so flüssig wie möglich gehalten werden müssen, steht schöne (und entsprechend teure) Architektur diesem Ziel im Wege.¹²¹
- ▶ **Erhöhte Abhängigkeit von anderen Notenbanken:** Im Umfeld globaler Niedrigzinsen kann eine einzelne Notenbank kaum zur geldpolitischen Normalität zurückkehren, da dies zu einer signifikanten Aufwertung der Heimatwährung führte, die – zumindest kurzfristig – herbe Konsequenzen für die Exportwirtschaft hätte (siehe Schweiz!).
- ▶ **Neue Preisblasen bei Immobilien, Aktien, Kunstgegenständen etc.:** Investoren flüchten notgedrungen in Risikoprofile, welche bei normalen Zinsen niemals akzeptiert würden.
- ▶ **Unternehmer werden aufgrund des falschen Zinssignales in die Irre geleitet:** Ludwig von Mises fand folgenden trefflichen Vergleich: *„Man geht so vor, wie ein Baumeister, der mit einer begrenzten Menge von Baumaterial und Arbeit einen Bau ausführen will und sich dabei verrechnet hat. Man legt die Fundamente zu groß an, verbraucht schon für die Fundamente den ganzen verfügbaren Bestand an Produktionsmitteln und kann dann nicht weiterbauen. Das ist nicht Überinvestition; man hat dabei nicht mehr verbaut, als man verbauen konnte; man hat das verfügbare Material falsch verwendet.“*¹²²

Fazit:

Die aktuelle Nullzinspolitik führt demnach zu zahlreichen negativen Konsequenzen und falschen Anreizen. Aufgrund der Bedeutung des Zinssatzes für die Vermögensbewertung (Discounted Cash-Flow Modell) haben mittlerweile selbst geringfügige Zinsänderungen große Auswirkungen auf die Entwicklungen von Aktien- und Anleihenmärkten. ZIRP und NIRP führen unserer Meinung nach zu einem schleichenden Ruin von Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften.

¹¹⁹ Vgl. „Systemic Risk in Banking Ecosystems“, Andrew Haldane und Robert May

¹²⁰ Anmerkung: In der Schweiz wurden die Hypothekensätze beispielsweise nach Einführung von Negativzinsen im Februar 2016 nicht günstiger, sondern eben teurer. Notenbanken erreichen somit exakt das Gegenteil ihres ursprünglich beabsichtigten Zieles.

¹²¹ Vgl. „Die Kultur der Inflation“, Andreas Tögel, Ludwig von Mises Institut Deutschland

¹²² Vgl. „Nationalökonomie“, Ludwig von Mises 1940, S. 510 – unser Dank gilt Michael Ladwig und seinem wunderbaren Buch „Ludwig von Mises – Ein Lexikon“

“If you think as I do that this is the beginning of the end for the Golden Age of the Central Banker (or at least the end of the beginning), gold is pretty interesting here.”
Ben Hunt

Die durch Nullzinsen künstlich aufgeblasenen Vermögenspreise haben die Sensitivität der Finanzmärkte hinsichtlich steigender Zinsen nach der Krise weiter erhöht. **Notenbanken finden sich nun in einer „lose-lose-Situation“ wieder: Sowohl ein Anhalten der Niedrigzinspolitik, als auch eine Normalisierung des Zinsniveaus stellen ein erhebliches Risiko dar. Die ausstehende Anpassung der Vermögenswerte hat das Potential, zu einer nachhaltigen Vertrauenskrise zu führen. Der Punkt, an dem das Vertrauen zu bröckeln beginnt, ist schwer zu prognostizieren. Wir sind der festen Überzeugung, dass Gold einen sinnvollen Hedge für solche Vertrauenskrisen darstellt.**

**“ We will not have
any more crashes
in our time. „**

- John Maynard Keynes, 1927

**“ The Federal Reserve
is currently not
forecasting
a recession. „**

- Ben Bernanke, 2008

Just in case they get it wrong. Again.



GLOBAL GOLD
The Swiss Solution for Precious Metals

Global Gold Inc.

Herrengasse 9
8640 Rapperswil
Switzerland

Tel. +41 58 810 1750
Fax +41 58 810 1751

www.globalgold.ch

6. FINANZIELLE REPRESSION

„Unglücklicherweise kann ein hoch verschuldetes Land viele Jahre unbemerkt mit dem Rücken am finanziellen Abgrund stehen, bevor das Schicksal und die Umstände eine Vertrauenskrise auslösen, die das Land in die Tiefe stürzen lässt.“

Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff, This time is Different

„Too many analysts wear their free-market hats when they should be putting on their government hats and thinking like desperate bureaucrats. In the minds of government officials, the continuity of government power comes first and individual wealth takes a backseat.“
Jim Rickards

Der Realismus der Wiener Schule beinhaltet nicht zuletzt die empirische Erkenntnis, dass die meisten Anleger die größte Bedrohung ihres Vermögens vollkommen übersehen. Nicht Kursverluste, schlechtes Timing, falsche Portfoliozusammensetzung oder übermäßiges Risiko haben zu den größten Vermögensverlusten geführt; die Generationen vor uns - wie die vor ihnen - haben ihre Ersparnisse nicht bloß aufgrund ihrer Anlagefehler verloren. Die größte Bedrohung privater Vermögenswerte war in der Geschichte die institutionalisierte Gewalt, die wir seit ein paar Jahrhunderten „Staat“ nennen. Diese Beobachtung entstammt nicht verbissener, ideologischer Staatsfeindschaft, sondern dem aufmerksamen Studium der Geschichte. Wer dieser Realität nicht ins Auge sehen will, dem werden die besten Anlageempfehlungen nicht helfen. Gerade das letzte Jahrhundert lehrt hier bittere Lektionen. **Der Staat reagiert auf den Abwertungsdruck, der zwangsläufig auf die schuldengedeckte Blähwirtschaft folgt, in aller Regel mit finanzieller Repression.** Das Verständnis der dahinterstehenden Anreize und der damit verbundenen Dynamiken ist essenziell für jeden Anleger.¹²³

a. Finanzielle Repression – die vermeintliche Lösung der Schuldenkrise?

„Es ist nicht zu glauben, wie schlau und erfinderisch die Menschen sind, um der letzten Entscheidung zu entgehen.“

Søren Kierkegaard

Die Thematik der finanziellen Repression ist im Kontext des Weltwährungssystems so zentral, dass wir sie im Rahmen unserer Gold-Studien immer wieder intensiv diskutieren. Das Konzept führten 1973 die beiden Ökonomen Shaw und McKinnon ein, die hierunter **staatliche Maßnahmen zur Regulierung der Finanz- und Kapitalmärkte verstanden, welche finanzielle Mittel aus dem Privatbereich zum Staat umleiten.**

„Man kann ökonomische Freiheit ohne politische Freiheit haben, aber man kann nicht politische Freiheit ohne ökonomische Freiheit haben.“
Friedrich August von Hayek

Ziel der finanziellen Repression ist es, das reale Ausmaß der Staatsschulden zu reduzieren und die Finanzierungskosten des Staates unter die Kosten zu senken, die unter rein wettbewerblichen Bedingungen anfallen würden.¹²⁴ Als Instrumente für eine solche Umverteilung dienen heutzutage Steuern, geldpolitische Maßnahmen sowie rigide Gesetze mit deren Hilfe der Vermögenstransfer verdeckt vorstattengeht. Man spricht daher auch von einem „*schleichenden Sparverlust*“ oder von „*schleichender Enteignung*“.

„Die Menschen verstehen nicht, welch große Einnahmequelle in der Sparsamkeit liegt.“
Cicero

Sparen wird immer stärker sanktioniert, wobei gerade in Krisenzeiten Ersparnisse für die Kapitalbildung und ein nachhaltiges Wachstum unerlässlich sind. In Anbetracht der anhaltenden Staatsschuldenkrise in

¹²³ Vgl. „Österreichische Schule für Anleger“, Taghizadegan, Stöferle, Valek, S.31

¹²⁴ „Finanzielle Repression – ein Instrument zur Bewältigung der Krisenfolgen?“, Homburger, Stefan et al. (2013)

Europa und anderswo ist folglich sowohl mit einer intensivierten monetären Planwirtschaft als auch mit einem weiteren Abschnüren der Atemwege der Wirtschaft zu rechnen. Wie solche Maßnahmen im Einzelnen aussehen und aussehen könnten, wollen wir im Folgenden en détail analysieren.

Die zwei tragenden Säulen der finanziellen Repression

1. Niedrigzinspolitik

Unter anderem durch das systematische Aufkaufen von Staatsschuldtiteln (was an sich eigentlich schon eine unzulässige Staatsfinanzierung ist!) drücken die Währungshüter das Zinsniveau künstlich nach unten. Liegt das Zinsniveau unter der Teuerungsrate, ist der Realzins negativ und die reale Höhe der ausstehenden Schulden verringert sich.

Doch was für die einen als Perpetuum Mobile der Finanzierung gilt, ist nichts weiter als die Abwälzung von Kosten auf andere: nämlich die Sparer. Vor allem die sogenannten „Kleinsparer“ sind betroffen, da für diese weniger Spielraum zur Umschichtung ihrer Vermögen besteht. Auch sind sie als Begünstigte von Lebensversicherungen und staatlichen Pensionskassen betroffen, deren Geschäftsmodelle durch die Niedrigzinsen untergraben werden. Menschen, die ihr Leben lang auf einen abgesicherten Lebensabend hingearbeitet haben, laufen Gefahr, einen großen Teil ihres Vermögens zu verlieren.

2. Systematische Bevorzugung von Staatsanleihen

Die zweite tragende Säule der finanziellen Repression umfasst Maßnahmen, die die Finanzindustrie dazu bewegen, **trotz der geringen Rendite weiterhin Staatsanleihen zu kaufen**, um die Finanzierung der Staaten auch in Zukunft zu gewährleisten. Das geschieht durch Regulierungsvorschriften, die Staatsanleihen gegenüber anderen Assets systematisch begünstigen. Hierzu zählen exemplarisch die Vorschriften aus **Basel III** für die Banken sowie jene aus **Solvency II** für die Versicherungsunternehmen. Diese bestimmen, dass Staatsschuldtitel nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen, und zwar deshalb nicht, da sie – so abstrus das auch für Menschen mit Hausverstand klingen mag – vollkommen sicher seien. Dadurch erhalten Staatsanleihen einen Wettbewerbsvorteil gegenüber Grundschulddarlehen, Mittelstandskrediten oder Aktien, die eine bemerkenswert hohe Eigenkapitaldeckung erfordern. Ähnliches gilt für die Liquiditätsvorschriften im Rahmen von Basel III, wonach Banken einen bestimmten Vermögensanteil in hochgradig liquiden Aktiva halten müssen. Staatsanleihen werden, im Gegensatz zu Unternehmensanleihen oder Aktien, zu diesen liquiden Aktiva gezählt.

Diese **systematische Vorzugsbehandlung von Staatsanleihen** gewährleistet den Staatshaushalten einen steten Mittelzufluss. Zeichner von Lebensversicherungen, Rietersparer oder Berechtigte einer betrieblichen Altersversicherung erwerben so indirekt vorwiegend Staatsanleihen – meist ohne sich darüber und über die Konsequenzen im Klaren zu sein.¹²⁵

Doch finanzielle Repression ist nicht auf die beiden zuvor beschriebenen Formen beschränkt. In manchen Fällen schließt sie sogar die missbräuchliche und rechtswidrige Ausübung des Gewaltmonopols durch ein Staatsorgan ein. Im Folgenden möchten wir einige aktuelle Beispiele im Detail besprechen:

¹²⁵ „Finanzielle Repression – ein Instrument zur Bewältigung der Krisenfolgen?“, Homburger, Stefan et al. (2013)

„Wir sparen ein halbes Leben lang in eine Kasse, die am Schluss mit lauter Nichts prall gefüllt ist.“
Christoph Pfluger

„Successful financial repression requires a widespread belief that conventional government bonds are safe.“
Peter Warburton

„Sparen ist die richtige Mitte zwischen Geiz und Verschwendung.“
Theodor Heuss

- ▶ Am 1.1.2016 ist die „EU-Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung“ von Kreditinstituten in Kraft getreten. Hinter dem recht sperrigen Titel verbirgt sich nichts anderes als der sogenannte staatlich verordnete Bail-in. Von nun an können in der EU bei einer Banken-Rettung bzw. -Abwicklung auch Aktionäre, Gläubiger und Sparer (!) herangezogen werden. Sparer haften somit für ihre Bank.¹²⁶
- ▶ **Die Novelle des Kulturschutzgesetzes in Deutschland könnte bei enger Auslegung gravierende Konsequenzen haben.** Der sogenannte deutsche „Abwanderungsschutz“ regelt seit 1955, dass die Bundesländer unter gewissen Voraussetzungen Kulturgut als „national wertvoll“ deklarieren können, wonach dieses für den Export ins EU-Ausland eine Ausfuhrgenehmigung bräuchte. Die Gesetzesnovelle sieht nun vor, dass genaue Kriterien festgelegt werden, nach welchen bestimmtes Kulturgut auch eine Ausfuhrgenehmigung benötigte, wenn es innerhalb der EU verkauft würde. Eine größere Kontrolle über die Handelsaktivitäten und größere Transparenz mit Blick auf den Kunst- und Vermögensbestand der Bevölkerung würden damit einhergehen.
- ▶ **Finanzielle Repression kann auch in Form von Bargeldobergrenzen Realität werden.** Prof. Dr. Arsène Verny beurteilte anhand ausgewählter Grundrechte, wie es um die Verfassungsmäßigkeit einer vorgeschlagenen Bargeldobergrenze von 5.000 Euro stünde.¹²⁷ So würde das allgemeine Persönlichkeitsrecht eingeschränkt, weil sich die Konsumenten durch die resultierenden Überwachungsmöglichkeiten des Zahlungsverkehrs anders verhielten. Ebenso würde die wirtschaftliche Freiheit verletzt, da es bei Transaktionen ab einer gewissen Höhe einen Kontrahierungszwang mit einem Zahlungsdienstleister gäbe. Unternehmer werden zudem geschädigt, weil Kunden vermutlich auf ausländische Konkurrenz ausweichen würden. Offensichtlich, so Verny, werde darüber hinaus auch das Eigentumsrecht am Gelde verletzt, weil es nicht mehr wie gewünscht verwendet werden könnte. Zusammenfassend sieht Verny große Probleme hinsichtlich der Verfassungsmäßigkeit dieses Vorstoßes und bezweifelt auch dessen Geeignetheit für die Kriminalitätsbekämpfung. **Die größte Gefahr durch eine Bargeldobergrenze wäre, dass sie als Vorwand für eine bargeldlose Gesellschaft genutzt würde und eine lückenlose Überwachung der Bevölkerung ermöglichte.**

b. Der Feldzug gegen das Bargeld

*„Some observers are concerned about what they call „the war on cash“.
Don't worry – the war on cash is over and the government won.“*

Jim Rickards

Wird ein Bargeldverbot in absehbarer Zeit kommen? Viel Grund zur Sorge besteht derzeit diesbezüglich noch nicht, doch die Advokaten einer bargeldlosen Gesellschaft tasten sich langsam vor. Seitdem wir uns im Vorjahr ausführlich mit diesem Thema beschäftigt haben, hat sich das Thema weiter seinen Weg im öffentlichen Diskurs gebahnt und beginnt im

¹²⁶ Vgl. Smart Investor 05/2016

¹²⁷ Vgl. Gutachten des Anwaltsbüros Verny & Dausers, Pressemitteilung Deutsche Edelmetallgesellschaft,
http://www.edelmetallgesellschaft.org/pdf/Gutachten_Bargeldobergrenze_DEG.pdf

**„Wer die Freiheit aufgibt, um Sicherheit zu gewinnen, der wird am Ende beides verlieren.“
Benjamin Franklin**

**„Papiergeld ist das entscheidende Hindernis, die Zentralbank-Zinsen weiter zu senken. Seine Beseitigung wäre seine sehr einfache und elegante Lösung für dieses Problem.“
Kenneth Rogoff**

**„Bargeld dürfte schon bald anrüchig werden wie Zigaretten zu rauchen: Cash wird die neue Camel ohne Filter sozusagen.“
Christian Ortner**

Falle der Abschaffung des 500 Euro-Scheins konkrete Gestalt anzunehmen.

Schon im Juni 2010 beschrieb *Der Spiegel*, wie Lobbyisten in Schweden für ein Bargeldverbot kämpften. Allen voran war die Bankgewerkschafterin Maria Lööf, die in der Abschaffung von Bargeld eine Möglichkeit sah, um Raubüberfälle im Keim zu ersticken. Die Logik dahinter war recht simpel: Gibt es kein Bargeld, kann dieses in Banken und kleineren Läden auch nicht geraubt werden.¹²⁸ Dass ohne die Möglichkeit, Geldscheine und Münzen zu rauben, Kriminelle auf andere gut transportierbare Wertgegenstände umsteigen würden, ließ man genauso unerwähnt wie den Widerstand kleinerer Unternehmer, die die hohen Investitionen für den bargeldlosen Transfer nicht stemmen konnten.

Zum damaligen Zeitpunkt wollte die Forderung nach der Bargeldabschaffung aber noch nicht so richtig Fahrt aufnehmen. Während und nach dem Weltwirtschaftsforum in Davos 2016 gab es jedoch wieder ein Tremolo an Äußerungen von Bargeld-Dissidenten:

- Am 20. Januar 2016 prophezeite John Cryan, CEO der Deutschen Bank, dass es in zehn Jahren kein Bargeld mehr gäbe;
- Zwei Tage später forderte Norwegens größte Bank DNB die Abschaffung des Bargelds;
- Eine Woche darauf war bei Bloomberg zu lesen, wie die bargeldlose Zukunft erreicht werden könne und warum dies wünschenswert sei;¹²⁹

Verfechter des Bargeldverbots kommen auffällig häufig aus dem Bankensektor oder Bereichen, die von bargeldloser Zahlungsabwicklung profitieren.¹³⁰ Die Kriminalität ist weiterhin ein gern angeführter Grund, der das Ganze dem Volk schmackhaft machen soll, – so auch unlängst im Rahmen der Abschaffung des 500 Euro-Scheins. Jedoch werden hier keine Raubüberfälle mehr in den Mittelpunkt gestellt, sondern Barzahler werden direkt unter Generalverdacht gestellt im Sinne von: „Wer bar zahlt, hat etwas zu verbergen!“. Auch Larry Summers, einer der größten Bargeldgegner, argumentiert, eine Abschaffung von Bargeld helfe dabei, Kriminellen das Handwerk zu legen, und stützt sich dabei auf ein Working Paper von Peter Sands. Doch schaut man sich diese Studie genauer an, so findet man dort das kleinlauten Zugeständnis:

„[T]here is scant empirical evidence of the impact of eliminating high denomination notes.“

Doch natürlich gibt es noch weitere Argumente gegen das Bargeld:

- **Kosten:** Das Drucken und Münzen des Geldes verbrauche wertvolle Ressourcen. Die Auslieferung des neuen Geldes sowie der Transport des bestehenden Geldes seien ebenfalls teuer. Digitales Geld ließe sich viel schneller verschieben und spare Transportkosten.
- **Bargeld transportiert Krankheitserreger:** Im letzten Report wiesen wir bereits darauf hin, wie eine Studie herausfand, dass Krankheitserreger über Geldscheine ausgetauscht werden. (Ganz

¹²⁸ Vgl. „Kampf um die schwedische Krone: Böses Bargeld“, *Der Spiegel*

¹²⁹ Vgl. „Bring On the Cashless Future“, Bloomberg

¹³⁰ Beispielsweise die „Better-Than-Cash-Alliance“, eine aus Finanzdienstleistern und Datenfirmen bestehende Lobbygruppe, die sich für die Abschaffung des Bargeldes stark macht.

uneigennützig wurde diese Studie von der Kreditkartenfirma Mastercard finanziert.)

- ▶ **Erschweren von Korruption, Terrorfinanzierung, Geldwäsche und Steuerhinterziehung:** Um diese Tätigkeiten aber vorerst nur zu erschweren und nicht gleich das gesamte Bargeld abschaffen zu müssen, wird in kleinen Schritten vorgegangen. So existieren bereits in vielen EU-Ländern Obergrenzen für die Barzahlung¹³¹ und falls sich Kriminelle bei ihren illegalen Transaktionen mal nicht an das Obergrenze-Gesetz halten sollten, wird ihn zumindest mit der bereits erwähnten Abschaffung des 500 Euro-Scheins der Geldkoffer schwerer gemacht.
- ▶ **Versperren des Notausgangs:** Banken sind aufgrund der mittlerweile minimalen Mindestreservesätze „latent illiquide“. Einlagen stellen die Basis der fraktionellen und gehebelten Kreditgeldpyramide dar. Ein Bank Run in Folge eines plötzlichen Vertrauensverlustes würde die Kreditpyramide rasch zum Einstürzen bringen. Gemäß Henning Lindhoff ist ein konsequentes Bargeldverbot deshalb das einzig wirksame Werkzeug der „Junta der Papiergeldjongleure“ um die Notausgänge aus dem Papiergeldsystem zu versperren.¹³²
- ▶ **Spielraum für Negativzinsen:** Diesen wohl wesentlichsten Grund für die Abschaffung des Bargeldes haben wir bereits zuvor erläutert. Die Abschaffung des 500 Euro-Scheins hat als ersten Schritt die Kosten der physischen Lagerung von Bargeldreserven für Banken der Eurozone erhöht, was der EZB erlaubt, die Einlagefazilität noch tiefer in den negativen Bereich zu drücken. Keynesianisch geprägte Zentralbanker sähen es allerdings als viel wirkungsvoller an, wenn auch bei den normalen Sparern Negativzinsen erhoben würden. Eine Geschäftsbank, die Negativzinsen von ihren Kunden verlangte, würde vermutlich ziemlich schnell einem *Bank Run* entgegensehen. Effektiv für die Realisierung von Negativzinsen wäre daher nur ein (zumindest alle Scheine) umfassendes Bargeldverbot.

**Der Bank Run - Die ewige
Nemesis des Teilreserve-
Bankwesens**

„Nur wer einen lückenlos dokumentierten, elektronisch überwachten Zahlungsverkehr vorzeigen kann, kann sich gegenüber dem Staat als Nicht-Terrorist beweisen. Das zugehörige Menschenbild: Das Mängelwesen Mensch ist so ein übles Geschöpf, dass es ohne durchgängig überwachtetes Verhaltenskorsett beinahe automatisch ins Verbrechen abgleitet.“
Sascha Lobo

Welche Folgen hätte ein Bargeldverbot?

Aus unserer Sicht wären die Folgen verheerend. Die EZB würde ihr Ziel mit noch niedrigeren Zinssätzen wohl ebenso wenig erreichen wie mit allen anderen Zinssätzen, die nicht den Marktbedingungen entsprechen. Alles was sie mit ihrem Vorgehen bewirken kann, ist sich Zeit zu kaufen und dabei Sparer und Pensionskassen zu enteignen.

Das Ausblenden der Folgen für die Privatsphäre seitens vieler Ökonomen, führt vor Augen, wie wichtig es ist, bei der Evaluierung politischer Maßnahmen einen interdisziplinären Ansatz zu verfolgen. **Die totale Überwachung, die aus der Verbannung des Bargeldes resultierte, sollte jedem Menschen den Schrecken in die Knochen jagen.** Die Annahme, dass diese nicht schlimm sei, weil der normale Bürger nichts zu verbergen habe, ist töricht. Die Beweislast für die Angemessenheit der Verletzung der Privatsphäre muss immer beim Eindringling liegen und nicht umgekehrt.¹³³ Auch die Möglichkeiten für repressive Staaten wären durch diesen Eingriff um ein Vielfaches höher. Fiele ein Bürger in Ungnade, so würde ihm das Konto gesperrt und er wäre wirtschaftlich

¹³¹ Wir berichteten bereits über diesen Umstand s. In gold we Trust 2015 Abschnitt 6a Der Feldzug gegen das Bargeld.

¹³² Vgl. „Illegales gesetzliches Zahlungsmittel“, Henning Lindhoff, Eigentümlich frei

“The natural remedies, if the credit-sickness be far advanced, will always include a redistribution of wealth: the further it is postponed, the more violent it will be. Every collapse of a credit expansion is a bankruptcy, and the magnitude of the bankruptcy will be proportionate to the magnitude of the debt debauch.”
Freeman Tilden (1936)

vernichtet. Ein umfassendes Bargeldverbot griffe auch fundamental in die typischen Verhaltensweisen unserer Gesellschaft ein. Trinkgelder für verschiedene Dienstleistungen, eine kleine Gabe an Hilfsbedürftige, das Taschengeld für die Kinder: All diese Dinge würden verschwinden.¹³⁴

Fazit:

Die Abschaffung des Bargeldes wäre wohl der größte Eingriff in die Privatsphäre und das Wirtschaftsgeschehen, den die westlichen Länder für eine lange Zeit erlebt hätten. Der Widerstand gegen dieses Vorgehen sollte jedoch nicht unterschätzt werden, dies lässt sich bereits an zahlreichen Initiativen in Europa erkennen.¹³⁵

Wir halten eine schleichende Bargeldabschaffung für nicht unwahrscheinlich. Bei einer Strategie der kleinen Schritte, wie sie Kenneth Rogoff und Wim Buijter vorschlagen, würden erst die großen Scheine abgeschafft werden, bis nur noch die 20 Euro- bzw. 20 US-Dollar-Scheine übrigblieben. Die Motive der einzelnen Fürsprecher der Bargeldabschaffung dürften mit ihrer jeweiligen Interessenslage variieren. Ob die Durchsetzung einer zum Scheitern verurteilten Geldpolitik, die Kompletต์überwachung oder der persönliche finanzielle Vorteil der Grund sein mag – im Interesse der Allgemeinheit wäre dieses Vorgehen keinesfalls.

Sparer sollten wissen, dass die Abschaffung des Bargeldes mit Negativzinsen bei ihren Geschäftsbanken einhergehen würde. Gold könnte unter diesen Umständen wieder eine größere monetäre Bedeutung zukommen.

c. Ein Schuldenschnitt als Lösung?

“Was soll es. Ein Bankrott ist eine Steuer wie jede andere. Man muss es nur so einteilen, dass jeder gleich viel verliert.”
Kaiser Franz I.

Staatsbankrotte von Industrienationen haben seit Ende des Zweiten Weltkriegs Seltenheitswert. Ein Schuldenschnitt ist angesichts der Verschuldungslage in den Industrienationen unserer Meinung nach mittlerweile ein ernst zu nehmendes Szenario. Im Verhältnis zu den Staatseinnahmen haben die USA einen Schuldenstand in Höhe von 340%, Deutschland von 179% und Japan sogar von 685%. Zur Veranschaulichung: Um die Schulden zurückzuzahlen, müsste Japan etwa 137 Jahre lang einen Haushaltsüberschuss von 5% erzielen. Eine ordnungsgemäße Rückzahlung der Schulden ist im Fall Japans noch deutlich unwahrscheinlicher als der Titelgewinn des Inselstaates Vanuatu bei der Fußball-Weltmeisterschaft.

Auswege aus der Überschuldung: Inflationierung oder Schuldenschnitt

Wie Staaten mit ihrer Überschuldung umgehen, hängt davon ab, wer die Schulden hält und in welcher Währung sie notieren. Ein historisch häufig gewählter Ausweg aus Überschuldungskrisen war die Ausweitung der Geldmenge durch das Drucken von Banknoten oder durch Münzverschlechterungen. So hatte etwa Österreich zu Zeiten der Koalitionskriege um 1800 enorme Staatsschulden angehäuft. Aus dieser Zeit stammt das erste österreichische Papiergeld, der „Banko-Zettel“, der eifrig gedruckt wurde, was binnen weniger Jahre zu einem Anstieg der Geldmenge von 35 auf 337 Millionen Gulden führte.¹³⁶ **Sich über die**

¹³⁴ An dieser Stelle ist es wohl auch nicht abwegig an die diversen Initiativen zu erinnern, nachdem jeder Bürger das Recht auf ein Bankkonto erhalten soll. Damit wäre der Grundstein dafür gelegt, das Bargeld tatsächlich auch verbieten zu können, da jeder Zugriff auf ein eigenes Konto hätte und verhindert würde, dass er andernfalls nicht mehr am wirtschaftlichen Leben teilnehmen könnte.

¹³⁵ zB. www.stop-bargeldverbot.de

¹³⁶ Vgl. „Staatspleite 1811: Bankrott ist eine Steuer wie jede andere“, Peter Huber, Die Presse

“Staatsverschuldung ist einfach ein Mechanismus für versteckte Enteignung von Vermögen und Gold verhindert diesen heimtückischen Prozess.”
Alan Greenspan

Notenpresse zu entschulden, ist für einen Staat, wenn er in der eigenen Währung verschuldet ist, stets ein attraktives Mittel.

Wenn sich ein Staat hingegen in einer fremden Währung verschuldet, hat eine Ausdehnung der Geldmenge lediglich den Effekt einer versteckten Steuer. In dem Fall wird ein Schuldenschnitt, also eine Einigung mit den Gläubigern auf einen teilweisen oder gänzlichen Erlass der Schulden, für den Staat zu einer interessanten Option. **Leidtragende sind stets die Sparer, die leichtfertig oder notgedrungen ihre Mittel dem Staat geliehen haben.**

Die Geschichtsbücher sind voll mit Schilderungen solcher Maßnahmen. Bereits in Mesopotamien gab es in regelmäßigen Abständen von 30 Jahren sogenannte „Jubeljahre“, in denen mit einem Schlag alle Schulden erlassen wurden. Der Zeitabstand richtete sich nach der Zeit, die der Saturn nach damaligen Berechnungen für eine Umrundung der Sonne benötigte. Dann wurden sämtliche Tontafeln, auf denen Schulden und Forderungen notiert waren, vernichtet und die Menschen aus ihrer Schuldknechtschaft entlassen.

Seit 1956 gibt es mit dem *Pariser Club* ein informelles Gremium, bei dem sich Vertreter der Gläubigerstaaten treffen, um über Schuldenschnitte zugunsten überschuldeter Staaten zu beraten. Nach eigenen Angaben ist der Pariser Club bis heute zu insgesamt 433 Übereinkünften mit 90 unterschiedlichen Schuldnerstaaten gekommen, die ein Gesamtvolumen an Nachlässen in Höhe von 583 Milliarden US-Dollar umfassen.¹³⁷ Seit 1979 existiert in Anlehnung an den Pariser Club auch der sogenannte *Londoner Club*, ein informeller Zusammenschluss privater Banken, der dasselbe Ziel wie sein Pariser Pendant auf Seiten privater Gläubiger von Staatsschulden verfolgt.¹³⁸

Womit ist zu rechnen?

Grundsätzlich ist Inflation für den Staat der attraktivere Weg, um die Schuldenlast in den Griff zu bekommen. **Daher ist davon auszugehen, dass sowohl für Japan als auch für die USA Inflationierung ein wahrscheinlicheres Szenario ist als ein Schuldenschnitt.** Die Schulden der Eurozone hingegen bestehen zwar in Euro, jedoch ist die geldpolitische Entscheidungsfindung deutlich komplizierter als etwa in den USA, da Entscheidungen vom EZB-Rat mit einfacher Mehrheit getroffen werden müssen. Das hat zur Folge, dass Entscheidungen nicht zwangsläufig so ausfallen, dass sie der Fiskalpolitik der einzelnen Staaten entgegenkommen. **Ein Schuldenschnitt ist daher für den Euroraum eine deutlich wahrscheinlichere Option** – Griechenland könnte hier den Präzedenzfall darstellen.

„Schulden sind das einzige, was man ohne Geld machen kann.“
Karl Pisa

In puncto politischer Durchsetzbarkeit wäre ein Schuldenschnitt ein relativ reibungsloses Unterfangen, da die „Sondersteuer“ für die Überschuldung vor dem Wähler hinter dem Finanzsystem verschleiert werden könnte. Beispielsweise werden die meisten Staatsanleihen von Geschäftsbanken, Asset-Managern und Pensionsfonds gehalten.¹³⁹ Dadurch würde ein Schuldenschnitt zunächst das Finanzsystem treffen, für welches das Volk ohnehin eher Häme übrighat, und sich nur indirekt auf die Bürger auswirken. Sollten diese dann aufbegehren, wäre der Finanzsektor der geeignete Sündenbock.

¹³⁷ clubdeparis.org/

¹³⁸ Vgl. „Reichhaltige Erfahrungen mit Umschuldungen“, Gerald Braunberger und Bettina Schulz, FAZ

¹³⁹ Vgl. „Investor Information – April 2016“, OeBFA Austrian Treasury

Fazit:

Ein Schuldenschnitt einer großen Industrienation ist unserer Meinung nach unwahrscheinlich, da die deflationären Folgeeffekte sowohl für Banken als auch Staaten im heutigen, vernetzten Finanzsystem zu dramatisch wären. **Der einzige politisch gangbare Weg ist die Flucht nach vorn: Eine aggressive Reflationierung der Wirtschaft über höhere nominelle Preise.**

d. Historische Goldverbote

„When you recall that one of the first moves by Lenin, Mussolini, and Hitler was to outlaw individual ownership in gold, you begin to sense that there may be some connection between money, redeemable in gold, and the rare prize known as human liberty.“

Howard Buffett

**“Die Geschichte lehrt dauernd,
aber sie findet keine Schüler.”
Ingeborg Bachmann**

In Zeiten monetärer Experimente stellt Gold eine essentielle monetäre Versicherung dar. Gold ist eine Fluchtwährung, d.h. es verteidigt das persönliche Vermögen dann, wenn das gesetzliche Zahlungsmittel dazu nicht mehr in der Lage ist. Regierungen, die die Währungen ihrer Länder destabilisierten, wussten seit jeher um die besondere Bedeutung, die Gold in diesem Zusammenhang zukommt. Um eine Währungsflucht ins Gold und die damit einhergehende weitere Destabilisierung der Währung zu vermeiden, erließen sie im Laufe der Geschichte immer wieder Goldverbote. Auch im Rahmen der derzeit stattfindenden tollkühnen monetären Experimente sollte man Goldverbote auf dem Schirm haben. **Goldkäufer sollten deshalb wissen, was sie erwarten könnte, wenn Regierungen, denen Fluchtwährungen ein Dorn im Auge sind, wieder den Entschluss fassen sollten, jene einzuschränken.** Aus diesem Grund lohnt ein Blick auf historische Goldverbote.

Das Goldverbot unter Roosevelt

Im Rahmen der Großen Depression in den USA erließ Präsident Franklin Delano Roosevelt u.a. den *Emergency Banking Act* vom 9. März 1933. **Er erlaubte es der Regierung, jegliche Goldmünzen, -barren und -zertifikate der Bevölkerung einzusammeln, unter der Bedingung, dass dies für den Schutz des US-Währungssystems vonnöten sei.**¹⁴⁰ Diese Bedingung ließ natürlich großen Spielraum bei der Interpretation zu und so kam es, dass die Bürger bereits einen Monat später aufgefordert wurden, all ihr Gold bei der Regierung abzugeben. Die Entschädigung wurde auf den damaligen Goldpreis von 20,67 US-Dollar festgelegt.¹⁴¹

Durch die inflationäre Geldpolitik erhöhte sich der Abwertungsdruck auf den Dollar relativ schnell und so wurde der Goldpreis 1934 per Dekret¹⁴² auf 35 US-Dollar angehoben. Zum Zeitpunkt des Zwangstausches nahmen viele Amerikaner die neue Regelung leichtfertig hin, da sie glaubten, die wirtschaftliche Lage würde sich dadurch bessern und ihr Geld würde nicht entwertet.

Die Strafen für einen rechtswidrigen Besitz von Gold waren horrend. So gab es entweder eine Geldstrafe von bis zu 10.000 US-Dollar (was heute knapp dem 19-fachen dieses Wertes entspricht), oder eine Gefängnisstrafe von bis zu zehn Jahren. Trotzdem gab die Bevölkerung

¹⁴⁰ Vgl. „Das Goldverbot in den USA“, goldseiten.de

¹⁴¹ Ausgenommen von diesem Verbot waren Goldschmuck, historische Münzen, Gold für industrielle Zwecke, Kunst und Handwerk. In kleinen Mengen bis zu einem Wert von 100 US-Dollar (ca. fünf Unzen) durfte Gold ebenfalls noch besessen werden.

¹⁴² Der *Gold Reserve Act* vom 30. Januar 1934 legte diesen neuen Preis fest - er stellt somit nicht den Marktpreis dar, welcher vermutlich höher gewesen wäre.

Schätzungen zufolge nur 30% ihres Goldbestandes ab und der Schwarzmarkt florierte.¹⁴³

Die schiere Unmöglichkeit alle Haushalte auf verstecktes Gold hin zu kontrollieren, machte den Besitz relativ ungefährlich. Außerdem lagerten viele US-Amerikaner ihr Gold im Ausland, etwa in der Schweiz,¹⁴⁴ oder kauften historische Goldmünzen, die vom Verbot ausgenommen waren. **Präsident Eisenhower dehnte das Goldverbot in Folge auch auf den Goldbesitz im Ausland aus und Präsident John F. Kennedy zog die Schlinge noch enger. Er verbot auch den Besitz und Erwerb historischer Goldmünzen, die vor 1933 geprägt worden waren. Zudem mussten alle im Ausland befindlichen Goldmünzen im Besitz von US-Amerikanern ins Inland repatriert werden.** Der (etwas fadenscheinige) Grund war, dass man die US-Staatsbürger vor Fälschungen schützen wollte.¹⁴⁵

“The desire of gold is not for gold. It is for the means of freedom.”

Ralph Waldo Emerson

Ähnlich verliefen auch die anderen historischen Goldverbote des 20. Jahrhunderts, wie beispielsweise in der Weimarer Republik 1923, Frankreich 1936, Indien 1963, Großbritannien 1966. Nicht alle diese Goldverbote hatten ihren Ursprung in einer fehlgeleiteten Geldpolitik. Zwar hingen sie in der Weimarer Republik mit der großen Inflation zusammen, in Frankreich war jedoch eine Kapitalflucht infolge des Wahlsiegs des Sozialisten Léon Blum ursächlich. Auch in Indien war eine Kapitalflucht nach dem indisch-chinesischen Grenzkrieg 1962 der Auslöser für ein Verbot von Gold und in Großbritannien stand ein solches im Zusammenhang mit der Zunahme der industriellen Goldnachfrage und der daraus entstehenden größeren Goldknappheit.

Und wie sah es vor dem 20. Jahrhundert aus? Auch in der Antike und im Mittelalter war der private Goldbesitz häufig verboten, so etwa zwischen 1292 und 1186 v. Chr. im alten Ägypten. Das Besitzprivileg war nur Pharaonen und Priestern vorbehalten, wenn sie als Stellvertreter der Götter auf Erden ihre Religion ausübten.¹⁴⁶ In Sparta war der Goldbesitz verboten, weil die Bevölkerung erst gar nicht am Geschäftsleben teilhaben sollte. Um 404 v. Chr. wurde der Goldbesitz sogar mit dem Tode bestraft und Hausdurchsuchungen standen an der Tagesordnung.¹⁴⁷

Die alten Römer unter Caesar muteten da schon moderner an: Eine 49 v. Chr. beschlossene Obergrenze für den Goldbesitz kann bei ihnen als Reaktion auf eine „verfehlte Zinspolitik“ zurückgeführt werden. Nachdem Caesar nämlich die Zinsen erließ, fingen die Römer an ihr Geld zu horten, was natürlich nicht die Intention des Erlasses war.¹⁴⁸ Eng verbunden mit geldpolitischen Fehlern war ebenfalls das Goldverbot im chinesischen Kaiserreich. Das Reich der Mitte schuf bereits 1273 eine Fiat-Währung und verbot in diesem Zusammenhang auch gleich den Goldbesitz. Knapp 15 Jahre später kam es aufgrund massiver Inflationierung jedoch zu einer Währungsreform. Den Chinesen sollte es nicht erlaubt sein, ihr Vermögen mit Hilfe von Gold zu retten.

Im Zusammenhang mit all diesen Goldverboten sollte jedoch nicht vergessen werden, dass das Gold zu diesen Zeitpunkten meist noch eine monetäre Funktion innehatte. Das Bretton-Woods-System blieb

¹⁴³ Vgl. „Keine Angst vor einem Goldverbot“, Dr. Michael Grandt, pro aurum

¹⁴⁴ 1961 wurde unter Eisenhower jedoch auch der Besitz von Gold im Ausland verboten.

¹⁴⁵ Vgl. „Goldverbot“, Castellgold.de

¹⁴⁶ Akademie der Wissenschaften in Göttingen: *Nachrichten der Akademie der Wissenschaften in Göttingen aus dem Jahr 1961. Philologisch-Historische Klasse.* Commissionsverlag der Dieterich'schen Verlagsbuchhandlung, Göttingen 1961, S. 170, Ausgabe 8

¹⁴⁷ Vgl. „Jahrbuch für Numismatik und Geldgeschichte“, Bayerische Numismatische Gesellschaft

¹⁴⁹ Vgl. „Deutsche Bank to settle U.S. silver price-fixing litigation“, Reuters

noch bis 1973 in Kraft und erst danach verlor das Weltfinanzsystem seine Goldbindung vollends. **Durch das Einbüßen dieser wichtigen Funktion ist ein Goldverbot heute weniger wichtig für Regierungen und daher auch weniger wahrscheinlich.** Was jedoch durch den sich stets vermehrenden Geldbedarf der Regierungen wahrscheinlicher wird, ist eine stärkere Besteuerung des Goldhandels. Hier hätten Regierungen durchaus noch Spielraum, um die Goldanlage weniger attraktiv zu machen.

Fazit:

Nachdem Gold derzeit keinen offiziellen monetären Charakter hat, erscheint ein Goldverbot vorerst unwahrscheinlich. Repressive Maßnahmen hinsichtlich Goldbesitz und -handel erscheinen erst wahrscheinlich, wenn der Gold-Boom deutlich an Dynamik und Breitenwirksamkeit gewinnt und sich in einen wahren Goldrausch verwandelt. Dies ginge naturgemäß auch mit einem rapiden Vertrauensverlust in Papiergeldwährungen einher. Angesichts der Tatsache, dass Gold nach wie vor einer diskreten Privatveranstaltung ähnelt, scheint es für solche Überlegungen noch verfrüht.

„Wenn einer zahlungsunfähig ist, ist er zu fast allem fähig.“

Erhard Blanck

Sollten Stimmen laut werden, die behaupteten, Gold würde heute „so wie das Bargeld“ zur „Finanzierung krimineller Aktivitäten genutzt werden“ oder Gold „schade der Volkswirtschaft“, sollten jedoch die Alarmglocken läuten. Jedoch wäre selbst bei einem Goldverbot nicht damit zu rechnen, dass die Regierung alles Gold einsammeln könnte, da dafür zu umfangreiche und daher unwirtschaftliche Kontrollen durchgeführt werden müssten. Wer jedoch auf Nummer Sicher gehen möchte, könnte sich Gold in Formen kaufen, die historisch vom Goldverbot meist ausgenommen waren: historische Goldmünzen und kleinere Stückelungen.

e. Wird der Goldpreis systematisch manipuliert?

„There are no markets anymore, just interventions.“

Chris Powell

"We looked into the abyss if the gold price rose further. Therefore at any price, at any cost, the central banks had to quell the gold price, manage it. It was very difficult to get the gold price under control but we have now succeeded. The US Fed was very active in getting the gold price down. So was the U.K."

Eddie George, Governor Bank of England, September 1999

Ein schmaler Grat besteht zwischen Intervention (meist staatlicher bzw. politischer Eingriff) und Manipulation (negative Besetzung im Sinne von „Einflussnahme“). Dass bei Bond-Preisen (z.B. über Quantitative Easing) und Währungen (z.B. Schweizer Franken, Renminbi) seitens der Notenbanken massiv interveniert und der Preis bis auf die Nachkommastelle gesteuert wird, ist offiziell bekannt und legitimiert. **Die freie Preisbildung ist somit vielerorts nichts als ein Mythos.**

Gold ist eine Fluchtwährung. Ein stark steigender Goldpreis signalisiert somit auch nachlassendes Vertrauen in das Finanz- und Währungssystem. Dass weder die Notenbanken noch die Politik ein Interesse daran haben, den Goldpreis durch die Decke gehen zu sehen, was selbst beim blindesten und staatsgläubigsten Marktteilnehmer Zweifel am Währungssystem wecken würde, ist ebenso selbsterklärend. Insofern erscheinen die Motive für ein „Preismanagement“ klar und plausibel. Es wäre daher naiv auszuschließen, dass bei der Goldpreisfindung nicht interveniert würde.

Was von den meisten Marktteilnehmern als krude Verschwörungstheorie der Goldbugs bezeichnet wurde, weil diese mit der Entwicklung des Preises für das Edelmetall unzufrieden wären und wegen der verpassten Hausse am Aktienmarkt ergrimmt, ist nun Gewissheit: Der Markt für Edelmetalle, allen voran jener der Gold- und Silberpreise, wurde von den großen Banken systematisch manipuliert. Bestätigt wurde dies am 13. April 2016 als Reuters berichtete, dass die Deutschen Bank in einem Verfahren

***“These markets are all rigged,
and I don’t say that critically. I
just say that factually.”
Ed Yardeni***

wegen Manipulation des Silberpreises einem Vergleich zugestimmt hat.¹⁴⁹ Das gleiche Vorgehen wurde am nächsten Tag für Manipulationen des Goldpreises bekannt gegeben. In beiden Fällen zahlt die Deutsche Bank eine Geldstrafe¹⁵⁰ und verspricht dabei zu helfen, andere beteiligte Banken aufzudecken, indem sie unter anderem Sofortnachrichten und andere elektronische Kommunikationsdaten zwischen den Manipulatoren offenlegt.¹⁵¹ Die anderen beschuldigten Geldhäuser sind die Bank of Nova Scotia, Barclays, HSBC und Société Générale.

Jedoch sollte man nicht meinen, dass nun nach den Vergleichen der Deutschen Bank Gold- und Silbermarktes wieder gänzlich manipulationsfrei seien. Die angesprochenen Vergleiche beziehen sich nämlich lediglich auf die Manipulation des Gold- und Silber-Fixings. Dabei handelt es sich allerdings nur um die Spitze des Eisbergs, was Marktmanipulation angeht – von weitaus größerer Bedeutung erscheint der Futures-Handel an der COMEX.¹⁵²

Zusammenfassung „Finanzielle Repression“:

***„Along with encouraging
borrowing, low and falling
interest discourages savings.
Isn’t that perverse, to discourage
saving? What happens when an
entire society doesn’t save?”
Keith Weiner***

Finanzielle Repression ist eine historische Kontinuität. Wenn Staaten ihre Ausgaben nicht mehr mit den ihnen zur Verfügung stehenden Mitteln finanzieren konnten, griffen sie stets in die Werkzeugkiste der finanziellen Repression. Angesichts der Verfahrenheit der heutigen Situation, in der Schuldenberge längst die Dimensionen des Vorstellbaren überschritten haben und strukturelle Defizite offenkundig sind, sollten Sparer wachsam sein.

***„Ruin und Wiederaufbau liegen
dicht beieinander.“
Epiktet***

Was können Anleger tun? Sie sollten zunächst zur Kenntnis nehmen, dass ihre Vermögen bedroht sind und sich ein Wissen über mögliche Ausweichmöglichkeiten aneignen. Für die Suche nach repressionsresistenten Sparformen sind daher Privatwährungen interessant, die sich den Repressions-Maßnahmen de facto entziehen. So ist zu erwarten, dass die Kryptowährungen wie Bitcoin oder auch andere private gold- und silbergedeckte Währungen in Zeiten einer finanziellen Repressionsspirale Hochkonjunktur haben werden.¹⁵³

¹⁴⁹ Vgl. „Deutsche Bank to settle U.S. silver price-fixing litigation“, Reuters

¹⁵⁰ Vgl. „US-Klage zu Goldpreis-Manipulationen mit Vergleich beigelegt“, Handelsblatt

¹⁵¹ Vgl. „Deutsche Bank Admits It Rigged Gold Prices, Agrees To Expose Other Manipulators“, Zerohedge.com

¹⁵² <http://www.valuewalk.com/2016/04/deutsche-bank-gold-manipulation-settlement/?all=1>

¹⁵³ <http://austrian-institute.org/finanzielle-repression-gefahren-der-monetaeren-planwirtschaft/>

Vorteile von MetalDesk



Echtzeit-Preise und Markttiefe für
über 200 Verträge in 7 Ländern
weltweit

Unterstützung in mehreren
Sprachen



Auftragsbuch mit zentraler Begrenzung

Verwaltung von Tresorinhalten



Geringe Wartezeit bei der
Ausführung von Bestellungen

Volle Markenbildung von
Handelsformen, Marketingdokumenten
und Leitfäden



Zugang zu einem globalen Netz
von 7 Handelszentren und
Zustellungsorten

Kontenverwaltung von
Privatkunden für Mitglieder
innerhalb MetalDesk



Handel 23 Stunden täglich, an 5
Tagen pro Woche

Finanzverwaltung beim Handeln
mit Kredit oder Bareinlagen



7. VERGANGENHEIT, GEGENWART UND ZUKUNFT DER WÄHRUNGSARCHITEKTUR

“Any workable and acceptable international monetary system must not bear the stamp or control of any one country in particular. Truly, it is hard to imagine any standard other than gold. Yes, gold, whose nature does not alter, which may be poured equally well into ingots, bars, or coins, which has no nationality, and which has, eternally and universally, been regarded as the unaltered currency par excellence...”

Charles de Gaulle

Gold spielt spätestens seit König Krösus um 600 vor Christus eine entscheidende Rolle in der Geldgeschichte. Auch heutzutage, wo es formell keine Goldbindung an die staatlichen Zahlungsmittel mehr gibt, sind die Themen „Gold“ und „Geld“ nach wie vor untrennbar miteinander verbunden. Währungssysteme befanden sich stets im Wandel. **Ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt, dass es zumeist Gold bedurfte, um eine neue Währung mit Vertrauen auszustatten. Ein Blick in die Zukunft zeigt, dass es vermutlich auch diesmal so sein wird.**

a. Der monetäre Aspekt beim Untergang Roms

*“Auro loquente omnis oratio inanis est -
Wenn das Gold redet, dann schweigt die Welt.”*

Das vielleicht schillerndste und eindrucksvollste politische Konstrukt mitsamt einer enormen kulturhervorbringenden Potenz war das Römische Reich. Über viele Jahrhunderte hinweg erstreckte es sich über den gesamten Mittelmeerraum und hinterließ uns bis heute ein geschichtliches Erbe, das auch auf der modernen Zivilisationsstufe noch in vielen Bereichen, wie etwa der Kunst, der Architektur oder dem Zivil- und Strafrecht, nachwirkt.

Trotz seiner Strahlkraft und seiner zivilisatorischen Errungenschaften, währte das Imperium Romanum nicht ewig. Seit Jahrhunderten beschäftigen sich Menschen mit den Ursachen des Zerfalls. Diese sind mannigfaltig und komplex und in ihrer Vollständigkeit hier natürlich nicht Gegenstand.¹⁵⁴ Doch da damals wie heute das Geldsystem eine tragende Säule der politischen und wirtschaftlichen Ordnung war, wollen wir einen Blick auf die Rolle desselben werfen. Es wird sich zeigen, dass in Phasen der wirtschaftlichen, politischen und sozialen Stabilität auch eine stabile Währung vorherrschte und dass der institutionelle Zerfall des Reiches von starken Abwertungen der Währung begleitet war.

Das Imperium Romanum zu Zeiten des Aureus

Während in der frühen römischen Republik vornehmlich Rinder und unregelmäßig geformte Bronzestücken (Aes rude) als Tauschmittel dienten, entwickelte sich im 3. Jahrhundert vor Christus das Münzwesen. Die ersten Goldmünzen, die sogenannten Gold-Asse, wurden im Rahmen des Denarsystems um 216 v. Chr. geprägt und verloren gleich zu Beginn an Gewicht – wahrscheinlich da sich der römische Staat im Zuge des Zweiten Punischen Krieges um ca. eine Million Denare bei seinen Bürgern verschuldete. 83 v. Chr. wurden die Gold-Asse durch den Aureus ersetzt, welchen Julius Caesar später in einer

*“A great Empire, like a great cake,
is most easily diminished at the
Edges”*

Benjamin Franklin

¹⁵⁴ So hat etwa der Historiker Alexander Demandt hierfür in seinem Buch „Der Fall Roms – Die Auflösung des Römischen Reiches im Urteil der Nachwelt“ Stimmen aus zwei Jahrtausenden zusammengetragen und analysiert. Dabei hat er **210 Faktoren** identifiziert, die er sechs Haupterklärungsmodellen zuordnete. Eines dieser Haupterklärungsmodelle bezieht sich auf staatliche Repression und horrenden Steuern.

Währungsreform auf 1/40 Pfund festsetzte und der 27 v. Chr. zur Hauptkurantmünze des Römischen Reiches aufstieg. Zunächst beruhte das Währungssystem auf einem Bimetallstandard, doch da sich Silber relativ zu Gold verbilligte, kam es im Laufe der Zeit zu einem reinen Aureus-Goldstandard.



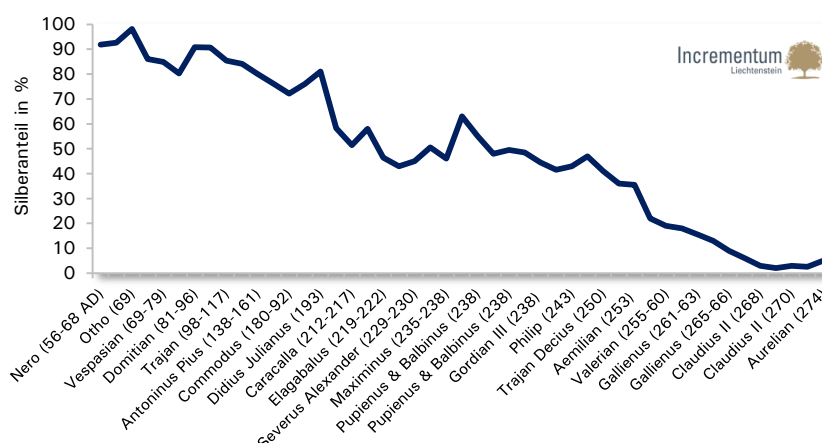
Quelle: WikiCommons

Obwohl bereits unter Nero die erste Münzverschlechterung erfolgte und sein Gewicht und Feingehalt beständig verringert oder er mit Kupfer beilegiert wurde, erwies sich der Aureus bis zum Niedergang der Severer 235 n. Chr. als relativ inflationssicher. Zu dieser Zeit nahm jedoch der Druck von außen stark zu.

“Nations are not ruined by one act of violence, but gradually and in an almost imperceptible manner by the depreciation of their circulating currency, through excessive quantity.”
Nikolaus Kopernikus

Das *Imperium Romanum* musste gleichzeitig an zwei Fronten im Norden und Osten gegen germanische Großverbände sowie das neupersische Sāsānidenreich verteidigt werden. Das Militär gewann im Zuge dessen zentrale Bedeutung und viele Feldherren, die sich im Heer hochgedient hatten und durch die von ihnen befehligten Truppen gestützt waren, usurpierten den Kaiserthron. Diese sogenannten Soldatenkaiser, denen jeweils nur recht kurze Amtszeiten vergönnt waren, ehe der Nächststärkere auf den Thron drängte, ließen im weiteren Verlauf des 3. Jahrhunderts eifrig Münzen prägen, vor allem da die Steuereinnahmen nicht für den Finanzierungsbedarf des Militärs auslangten. **Die Inflation galoppierte infolgedessen und die Wirtschaft kollabierte.**

Durchschnittlicher Silbergehalt des Denarius



Quelle: Tulane University, Incrementum AG

306 wurde Konstantin der Große von seinen Soldaten zum Kaiser ausgerufen. Dieser beseitigte seine kaiserlichen Rivalen und damit das System der Tetrarchie und erlangte 324 die Alleinherrschaft über das gesamte Imperium. Nachfolgend verlegte er seine Residenz in den Osten des Reiches, wo er in der nach ihm umbenannten Stadt Konstantinopel ein

“Gold will not always get you good soldiers, but good soldiers can get you gold.”
Niccolo Machiavelli

“Empires are finite entities. They grow through military strength combined with moral authority and innovation. They die through hubris, corruption and a debasement of their currencies.”
Simon Hunt

neues Zentrum etablierte. **Der Ausbau Konstantinopels als Nova Roma war die Grundsteinlegung für die dipolare Reichsordnung, die sich in der Reichsteilung von 395 manifestierte.**

Konstantin war es auch, der den Aureus durch den Solidus ersetzte. Die Geschichte des Aureus war zuletzt eine Geschichte von Münzverschlechterungen gewesen, die stets dann vorgenommen worden waren, wenn aufgrund von Kriegen und Aufständen oder aber auch aufgrund von umfangreichen Bauvorhaben und der kostspieligen kaiserlichen Hofhaltung die Steuereinnahmen nicht ausgereicht hatten. 309 führte Konstantin den Solidus im Westen ein. 324, nach der Verlagerung seiner Hauptresidenz nach Konstantinopel, wurde der Solidus auch in Ostrom eingeführt. Der Wert eines Solidus war auf 1/72 Pfund festgesetzt.

Der Zerfall Westroms

Der Druck von außen ließ in der Spätantike nicht nach. Die Völkerwanderung, ausgelöst von den Hunnen, die aus Asien nach Ostmitteleuropa drangen und die dort angesiedelten Völker in den Westen und Süden drängten, wird als unmittelbarer Auslöser für die sukzessive Auflösung des westlichen Teils des *Imperium Romanum* angesehen. Antike Traditionen wichen zusehends germanischen und das Christentum erlebte seinen Siegeszug. **Doch wohingegen Ostroms staatliche Institutionen diese kulturelle Transformation mehr als 1.000 Jahre überdauerten, löste sich das Reich im Westen nach und nach auf. Warum?**

- ▶ **Strukturelles Handelsbilanzdefizit mit China:** Nebst Seide importierten die Römer u.a. Keramik, Porzellan und Pelze aus China, welche sie zumeist mit Gold bezahlten. Da die Edelmetallförderung ab dem 2. Jh. zurückging, wurde Gold zunehmend knapp, was Münzverschlechterungen nach sich zog.
- ▶ **Entmonetarisierung ländlicher Räume:** Festgesetzte Preise für Grundnahrungsmittel waren vielfach nicht kostendeckend. Dies führte, zusammen mit der sich stetig verschlechternden Münzqualität, dazu, dass viele ländliche Gebiete aus der Markt- in die Subsistenzproduktion abgedrängt wurden.
- ▶ **Enorme Steuerlast und Vernachlässigung des ländlichen Raums:** Das Steuerwesen wurde im 4. Jh. mehrfach reformiert. Die Finanzierungslast trugen immer mehr die ökonomisch ohnehin schon geschwächten ländlichen Gebiete. Im Gegenzug konnte ihnen nicht einmal Schutz vor barbarischen Übergriffen geboten werden. Dies führte dazu, dass dort die Loyalität mit dem Herrschaftszentrum in Rom nachließ.
- ▶ **Steuerprivilegien für die Elite:** Grundbesitzer, Staatsbeamte und Militärs lebten üppig auf Kosten der Steuereinnahmen aus den Provinzen. Sämtliche kirchlichen Würdenträger waren von der Steuer befreit und genossen ein hohes Sozialprestige, was dazu führte, dass viele Bürger Kirchenämter anstrebten. Infolgedessen schwand die Steuerbasis weiter.
- ▶ **Strukturelles Gefälle zwischen Zentrum und Peripherie:** Während in den Zentren Staatswesen, Bildungswesen, Kunst und Theologie beheimatet waren, wurden im ländlichen Raum die existenziellen Grundlagen für das städtische Leben erwirtschaftet. Darum waren die Städte – und allen voran Rom – sehr verwundbar durch den Wegfall von Provinzen im Imperium.
- ▶ **Probleme bei der Finanzierung des Militärs:** Konflikte im Äußeren und Inneren erforderten einen großen Militärapparat, doch die Finanzen waren knapp. Man warb deshalb Hilfstruppen aus den romanisierten germanischen Stämmen an (*foederati*), die

oft auch unter eigenen Anführern für die Römer kämpften. Diese erhielten als Gegenleistung oft Versorgungsgüter, später auch Geld. Diese Strategie untergrub jedoch nach und nach die Machtbasis der mittlerweile in Ravenna angesiedelten Kaiser aus zweierlei Gründen: Einerseits neigten diese Söldnertruppen zur Verbrüderung mit ihrer germanischen Verwandtschaft. Andererseits stießen die als barbarisch erachteten Germanen, als sie durch militärische Verdienste gesellschaftlichen Status erlangten, zusehends auf Ablehnung und Fremdenfeindlichkeit bei der feingeistigen römischen Bevölkerung. Schließlich stellten sich die Provinzen gegen die *foederati*, die ihre Zentralregierung jedoch brauchte.

Parallelen zur aktuellen wirtschaftspolitischen Lage

„Woran Rom litt, daran leiden auch wir; und was Roms Ende brachte, das droht auch das Ende der europäischen Demokratien zu werden.“

Géza Alföldy

Wir wollen nicht die populäre Erzählung der spätrömischen Dekadenz bedienen, welche von der Wissenschaft heutzutage weitestgehend abgelehnt wird.¹⁵⁵ Nichtsdestotrotz sollte keine Möglichkeit versäumt werden, aus der Geschichte zu lernen. Und es gab Entwicklungen in Westrom, die es im Vergleich zum östlichen Teil des Imperiums anfälliger werden ließen, die das weströmische Institutionsgerüst zum Einsturz brachten und die daher lohnenswert sind, vor dem Hintergrund aktueller Entwicklungen diskutiert zu werden.

1. Inflation als Mittel, um mangelnde Haushaltsdisziplin zu kompensieren

Wenn die Steuereinnahmen nicht ausreichten, um die Ausgabenseite des Staates abzudecken, wie es etwa in Kriegszeiten der Fall war, wurde die Währung abgewertet. Obwohl die volkswirtschaftliche Wertschöpfung und damit das Steueraufkommen heutzutage ungleich höher sind als damals, hat sich das Problem der Politiker, mit ihrem Budget hauszuhalten, keineswegs erübrigt. Zwar liegt die Hoheit über die Geldpolitik in den Händen der jure unabhängiger Zentralbanken – doch in Zeiten systembedrohender Staatsschulden unterliegen diese dem von den Regierungen heraufbeschworenen Inflations-Imperativ.

2. Aufblähung des Staatsapparates

Das Römische Reich bedurfte eines immensen Verwaltungsapparates, der jedoch vor allem in der Spätantike in einen ineffizienten Bürokratismus ausartete. Hinzu kam, dass im *Imperium Romanum Christianum* zusätzlich die zahlreichen kirchlichen Würdenträger vom Staat finanziert wurden. Auch in den westlichen Industriestaaten findet man steigende Staatsquoten und sich ausdehnende Wohlfahrtsstaaten, die die Staatshaushalte enorm belasten.¹⁵⁶

3. Prestigeprojekte

Ein weiterer Kostenfaktor waren prestigeträchtige Großbauprojekte. Handelte es sich damals um Paläste und Bäder, so baut man heutzutage

¹⁵⁵ Die Dekadenztheorie beruhte v.a. darauf, dass man die antike Kultur idealisierte und die Ablösung durch die Kultur des Mittelalters als kulturellen Niedergang verstand, wofür man ausschweifenden Luxus in Rom und anderen Städten verantwortlich machte. Apokalyptiker ziehen diese Erzählung gern als Spiegelbild aktueller gesellschaftlicher Entwicklungen heran. Historiker begreifen die Jahrhunderte der Spätantike eher als graduelle kulturelle Transformation.

¹⁵⁶ Ob diese nun tatsächlich in die sozialistische „Knechtschaft“ führen, wie Hayek in seinem berühmten Werk darlegte, bleibt angesichts von entgegengesetzten Tendenzen wie unter Margaret Thatcher, Ronald Reagan oder Gerhard Schröder offen.

**„Wer vor der Vergangenheit die Augen verschließt, wird am Ende blind für die Gegenwart.“
Richard von Weizsäcker**

Wolkenkratzer¹⁵⁷, subventioniert prestigeträchtige Industrien oder gleich ganze Energiewenden.

4. Marktverzerrungen

Eingriffe in die Marktpreise gingen damals wie heute zulasten der Geschäftstätigkeit. Damals setzte man Preise für Grundnahrungsmittel fest, die nicht kostendeckend waren und vielerorts zum Zusammenbruch des landwirtschaftlichen Sektors führten. Heute setzt man die Zinsen auf null, was etliche eigentlich unwirtschaftliche Geschäftsfelder zum Erblühen bringt, welche Ressourcen verschlingen, indes wird die Ersparnisbildung, die Voraussetzung jeglicher Wohlstandsentwicklung ist, enorm erschwert. Waren damals Karrieren in Kirche und Staat für die talentiertesten Köpfe anziehend, während existenziell bedeutsame Branchen ums Überleben kämpften, üben heutzutage der Finanzsektor sowie nach wie vor der öffentliche Dienst eine große Anziehungskraft aus; damals wie heute hatte das private Unternehmertum, die Keimzelle des Wohlstandes, einen verhältnismäßig bescheidenen Stand.

5. Umverteilung von Vermögen von unten nach oben

Im Römischen Reich bildete die Besteuerung der armen Landbevölkerung die Lebensgrundlage der privilegierten Bürger in den Städten. Heutzutage findet eine ähnliche, jedoch subversivere Umverteilung statt, und zwar über eine indirekte Steuer – die Inflation. Das von den Zentralbanken neu geschaffene Geld kommt nämlich nicht gleichermaßen bei allen Bürgern an, sondern zunächst bei Banken und deren Begünstigten (Cantillon-Effekt). Die lockere Geldpolitik hat bislang statt der Konsumentenpreise vor allem die Vermögenspreise angeheizt, wovon vor allem Vermögende profitieren.

Fazit:

Der Zerfall Westroms war primär Resultat des Drucks von außen in Folge der Völkerwanderung. Zudem gab es jedoch innenpolitische Faktoren, die das Reich anfällig werden ließen. Die raffende Hand des Staates schwächte einerseits mittels enormer Steuerungerechtigkeiten die unsichtbare Hand des Marktes und verfehlte aufgrund mangelnder Haushaltsdisziplin andererseits, notwendige Investitionen in Infrastruktur und Militär zu tätigen. Zwei Problemlösungsstrategien mussten letztendlich versagen: das Anwerben ausländischer Söldner zum Ausbau der Armee sowie Münzverschlechterungen zur Ausdehnung der Geldmenge. **Durch diese Maßnahmen wurden elementare Stützen des Staatsapparates verwässert, der strukturellen Probleme infolge der Haushaltsdefizite konnte man so nicht Herr werden. Kurzum: Inflation löste die Probleme nicht.**

**„Der Denar des Römischen Reichs hatte vier Jahrhunderte lang Geltung. So viel Zeit gebe ich dem Euro auch – dann kommt es zur Weltwährungsunion.“
Theo Waigel**

Für die moderne westliche Welt, die tief in der Schuldenkrise steckt, ist daher interessant, wie Ostrom mit den Problemen umging. Dieses sah sich dem Druck andrängender Völker ausgesetzt, konnte den Fortbestand seiner institutionellen Ordnung aber sichern. Das mag einerseits geographische Faktoren gehabt haben wie z.B. die stark befestigte und strategisch entscheidende Lage Konstantinopels. Natürliche Grenzen machten es Eindringlingen schwerer vorzustoßen. Zudem verliefen zahlreiche wichtige Handelsrouten, allen voran die Seiden- und die Weihrauchstraße, durch das Reich mit Konstantinopel als wichtigen Warenumschlagspunkt. Dies brachte kontinuierlich Einnahmen in Form

¹⁵⁷ Vgl. hierzu das Kapitel „Wolkenkratzer-Index“ in unserem Buch [„Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation“](#). Der Bau von enorm hohen Wolkenkratzern, die internationales Aufsehen erregen sollen, ist oft ein Phänomen künstlich geschaffener Hausse-Phasen und daher – entsprechend der Logik der „österreichischen“ Konjunkturzyklustheorie – ein Indikator eines bevorstehenden wirtschaftlichen Zusammenbruchs.

von Ein- und Ausfuhrzöllen in das Reich. Doch auch eine straff organisierte Bürokratie und ein organisiertes Finanzwesen trugen zum dauerhaften Bestehen Ostroms bei. Die Wirtschaft war sehr dynamisch, nirgendwo sonst gab es so große Aufstiegsmöglichkeiten in die Aristokratie. Die barbarischen Militärs konnten im 5. Jh. zurückgedrängt werden und der Kaiser fortan über ein stehendes Heer verfügen.

Last but not least gab es ein beeindruckend stabiles Geldsystem, das auf einem Goldstandard beruhte. Der Solidus, den Konstantin der Große zu Beginn des 4. Jh. eingeführt hatte und dessen Goldanteil über fast 800 Jahre praktisch nicht verringert wurde, fungierte lange Zeit als Leitwährung im gesamten Mittelmeerraum. Erst am Ende des 11. Jahrhunderts, als der Krieg gegen die Türken finanziert werden musste, wiederholte sich das Spiel: die Finanzen gerieten aus den Fugen und der Goldgehalt der Währung wurde verringert. Die Eroberung Konstantinopels durch die Osmanen 1453 markiert schließlich auch das Ende des Solidus.

b. Der Petrodollar und seine Thronfolger

“The chaos that one day will ensue from our 35-year experiment with worldwide fiat money will require a return to money of real value. We will know that day is approaching when oil-producing countries demand gold, or its equivalent, for their oil rather than dollars or euros.”

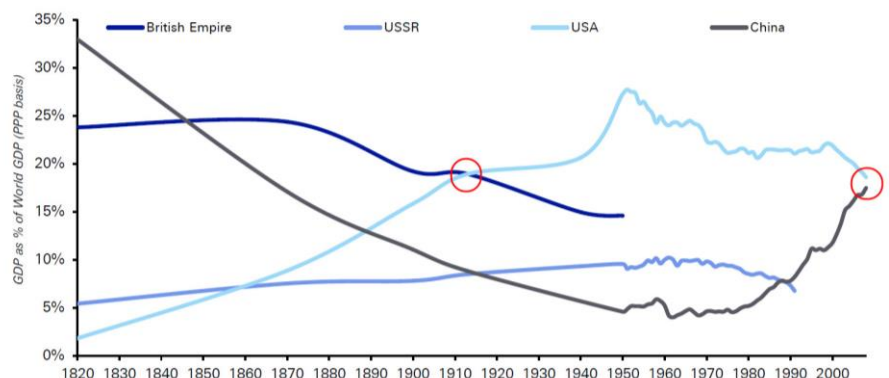
Ron Paul

“Viele Mythen basieren auf der Wahrheit.“

Commander Spock, erster Offizier des Raumschiff Enterprise

Trotz der weiterhin existenten Dominanz des US-Dollar, mehren sich die Hinweise darauf, dass das dollarzentrische Weltbild langsam bröckelt. Die nachfolgende Grafik zeigt, dass die USA (zumindest ökonomisch betrachtet) nicht mehr die einzige dominante Supermacht darstellen und sich stattdessen ein bipolares Machtgefüge herauskristallisiert, in dem auch China eine bedeutende Rolle einnimmt.

BIP auf- und abstrebender Großmächte als % des Welt-BIPs (auf PPP-Basis)



Quelle: Deutsche Bank

“The PetroYuan represents the intersection of a dying petrodollar and an ascendant renminbi.”
Zerohedge

Zahlreiche Nationen wollen sich von der als sklavisch empfundenen Bindung an den US-Dollar lösen. Es ist nicht verwunderlich, dass Peking etliche Schritte unternimmt, um ein Ende der Dollar-Dominanz zu bewirken. Die immer enger werdende Liaison mit Moskau erscheint deshalb nicht verwunderlich. Gazprom gab bekannt, es würden von nun an alle Verkäufe nach China nicht mehr in US-Dollar, sondern im Renminbi gesettled werden (Petro-Yuan).¹⁵⁸

¹⁵⁸ Vgl. “The PetroYuan is Born”, Zerohedge.com

Iran will sein Öl in Euro fakturieren

Ähnliches versucht Russland auch in seinem Kerngeschäft, dem Öl. Putin vermeldete zuletzt, einen bedeutenden Schritt gegangen zu sein, um die derzeitige Preisfestsetzung am Ölmarkt zu untergraben. An der SPIMEX¹⁵⁹ soll künftig die Bedeutung der russischen Ölsorte Urals¹⁶⁰ gesteigert werden, indem es von der Preiskopplung an Brent getrennt wird. Der Clou: Die Kontrakte werden in Rubel und nicht mehr in US-Dollar geschlossen. Die Rohwarenbörse dürfte insofern ein wichtiger Mosaikstein sein, um dem Ziel näher zu kommen, den Rubel als internationales Zahlungsmittel zu etablieren bzw. die Dominanz des Dollar ein Stück weit zu kippen.¹⁶¹

Auch der Iran kehrt dem US-Dollar als Handelswährung den Rücken zu. Nach dem Ende der Wirtschaftssanktionen will er sein Öl fortan in Euro und nicht mehr in US-Dollar abrechnen. „Unsere Rechnungen kommen mit dem Hinweis, dass Käufer unseres Öls in Euro bezahlen müssen“, zitiert Reuters die National Iranian Oil Company. **Europäische Öl-Firmen werden ihre Ölkontrakte somit direkt in Euro bezahlen können, ohne den Umweg über den US-Dollar gehen zu müssen. Doch diese Politik beschränkt sich nicht auf die EU-Länder: Auch die Verträge mit der russischen Litasco, dem Handelsarm der russischen Lukoil, werden in Euro abgeschlossen.**¹⁶² Diese Entwicklung folgt posthum auch den Empfehlungen des ehemaligen Total-Chef Christophe de Margerie¹⁶³, der sich schon im Juni 2014 für eine „stärkere Rolle“ des Euros im Öl-Handel aussprach.

Etliche Analysten sehen daher, in Anlehnung an das Triffin-Dilemma, den Status des US-Dollar als Ursache der globalen Ungleichgewichte. So schreibt beispielsweise Lorenzo Bini Smaghi,¹⁶⁴ dass sich die Modalitäten im Vergleich zum Bretton-Woods-System zwar geändert hätten, das Problem der Spannung zwischen nationalen Interessen und der Stabilität des globalen monetären Systems aber weiterhin bestünde.¹⁶⁵ **Für österreichische Ökonomen ist klar: Die Kombination aus Reservewährungssystem und Fiat-Geld kann nicht von Dauer sein.** So schreibt John Butler in „The reserve currency curse“:

„Printing a reserve currency to pay for net imports is akin to owning an international 'printing press', the use of which causes net global monetary inflation and, by association, some degree of eventual, realized price inflation. It can also result in chronic imbalances and the associated accumulation of excessive, unserviceable debts.“¹⁶⁶

“Will more reserve currencies strengthen the international monetary system? My answer can be summed up in one word: yes”

William Dudley, Federal Reserve New York

Selbst unter amerikanischen Ökonomen gibt es Stimmen, die eine größere Zahl internationaler Reservewährungen begrüßen würden. Der Präsident der New York Fed, William Dudley, meint, dies würde den Druck auf den US-Dollar verringern und die Volatilität des Finanzsystems verringern:

„But should the U.S. be concerned if more countries satisfy the attributes needed to be successful reserve currencies? Would it be problematic for

¹⁵⁹ St. Petersburg International Mercantile Exchange

¹⁶⁰ Anmerkung: Die russische Erdölmarke Urals wird derzeit nicht an einer Börse gehandelt. Die Preissetzung wird durch Agenturen wie Platts und Argus nachgezeichnet. Zumeist wird Urals mit einem Preisabschlag zu dem für Europa bestimmenden Erdöl-Benchmark Brent aus der Nordsee versehen, was der russischen Politik ein Dorn im Auge ist.

¹⁶¹ Vgl. „De-Dollarization Accelerates As Russia Nears Launch of Ruble-Priced Oil Trading Platform“, Zerohedge.com

¹⁶² Vgl. „Problem für den Petrodollar: Der Iran will sein Öl für Euro verkaufen“, Nikolaus Jilch, jilchnik.com

¹⁶³ De Margerie verstarb bei einem Flugzeugunfall auf der Startbahn des Moskauer Flughafens.

¹⁶⁴ Mitglied des Executive Board der EZB

¹⁶⁵ Vgl. „The Triffin Problem revisited“, Lorenzo Bini Smaghi, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111003.en.html>

¹⁶⁶ Vgl. „The reserve currency curse“, John Butler, GoldMoney Research

*the United States if the U.S. dollar share of foreign exchange holdings slipped over time because of progress made elsewhere? I think the answer to both of these questions is no.*¹⁶⁷

SDR's

"..Gold is instantly and optically recognizable as money. You don't have to explain it. Special drawing rights (SDRs), like a bad joke, have to be explained."

Jim Grant

Nachdem die Bilanzen der westlichen Notenbanken bereits im Zuge der Krise 2008/09 stark aufgebläht wurden, sieht unser Advisory Board Mitglied Jim Rickards nur noch beschränkte Möglichkeiten für weitere Rettungsaktionen, ohne einen endgültigen Vertrauensverlust zu riskieren. **Insofern wird gemäß Rickards die nächsthöhere Instanz, also der IWF, als Emittent von SDRs einspringen müssen, um das System zu reflationieren:**

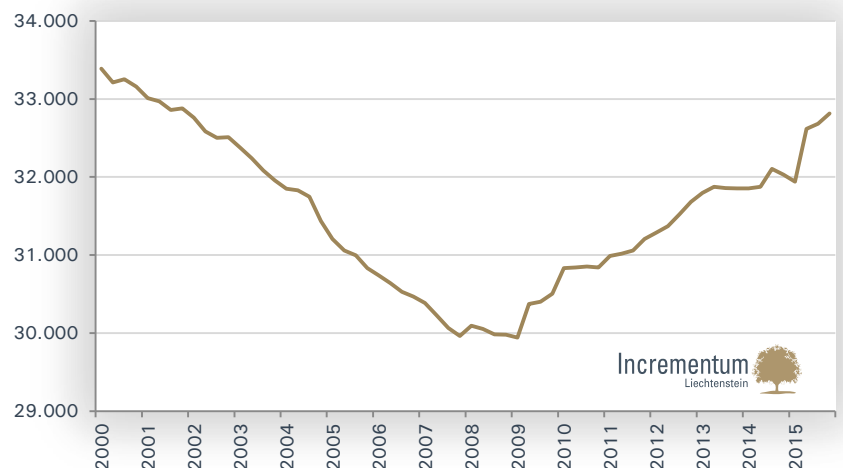
„... das Problem ist, dass die Fed ohne Liquiditätskrise Billionen von Dollars gedruckt hat. Was wird erst passieren, wenn wir tatsächlich eine Liquiditätskrise haben, was ich innerhalb der nächsten Jahre erwarte, wenn wieder eine 2008-Panik ausbricht? Was werden sie dann tun? Ihre Handlungsmöglichkeiten sind begrenzt. Und so wird es zu irgendeinem Zeitpunkt dazu kommen, dass sie es dem IWF überreichen und die werden Sonderziehungsrechte drucken.“

Claudio Borio, Chefökonom der BIS, plädierte in einer erstaunlichen Rede¹⁶⁸ für ein stärker pluralistisch ausgerichtetes Währungssystem, da das dollarzentrische System die Stabilität der derzeitigen Ordnung untergrabe. Er sprach sich für eine Stärkung der Sonderziehungsrechte aus und ließ zudem anklingen, dass auch Gold dabei eine Rolle spielen könnte.

Im Vorjahr erwähnten wir bereits, dass die Sonderziehungsrechte im Rahmen einer unausweichlichen **Neuausrichtung des globalen Währungssystems wahrscheinlich eine tragende Rolle spielen werden.** Doch neben der zentralplanerischen Vision lässt

sich auch eine Gegenbewegung entdecken: Das Wiedererstarken von Gold. Obwohl Zentralbanker die Lösung in einer globalen Fiat-Währung sehen, hat Gold durchaus viele Verbündete und könnte als lachender Dritter eine übergeordnete Rolle im zukünftigen Währungsgefüge einnehmen. **Nicht umsonst haben Notenbanken rund um den Globus ihre Goldreserven in den letzten Jahren sukzessive erhöht.**

Goldreserven der Notenbanken (Tonnen)



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass viele Zentralbanken wie beispielsweise die PBOC ebendiese Reserven in ihrem Jahresabschluss als *mark-to-market* (dt. „marktnahe Bewertung“) bewerten. **Durch diese Bewertungsmethode kann eine massive Abwertung von Fiat-Währungen – ausgelöst durch einen Vertrauensverlust infolge der**

¹⁶⁷ „Fed's Dudley: More Reserve Currencies Would Make for Stronger Financial System“, The Wall Street Journal

¹⁶⁸ „More pluralism, more stability“, Claudio Borio, Bank for International Settlements

monetären Experimente – durch die Aufwertung von Gold aufgefangen werden und die Bilanz der Zentralbank intakt halten.¹⁶⁹

“The Rogoff plan can’t be any more explicit. He’s telling emerging markets to dump dollars and buy gold with part of their reserves.”
Jim Rickards

Auch Kenneth Rogoff plädierte zuletzt dafür, dass die Schwellenländer einen erheblichen Anteil ihrer Billionen US-Dollar an Fremdwährungsreserven in Gold investieren sollten. Deren Dollarbestände seien zu hoch, die Goldbestände dagegen zu gering. Konkret empfahl er eine Umschichtung von bis zu 10% der Zentralbankreserven in Gold. Dabei erachtet Rogoff Gold als extrem risikoarme Anlage, dessen durchschnittliche Realrendite etwa in Höhe derjenigen von kurzfristigen Anleihen liegt. Da Gold eine sehr liquide Anlageform sei, könnten es sich die Zentralbanken leisten, die kurzfristige Volatilität des Edelmetalls auszublenden und rein auf die längerfristigen Durchschnittsrenditen zu schauen. Zudem würde ein starker Anstieg der Goldpreise einen Teil der Lücke zwischen Angebot und Nachfrage nach sicheren Anlagen schließen, die aufgrund niedriger Zinsen entstanden ist. Rogoff konstatierte:

„Es gab nie einen überzeugenden Grund dafür, dass sich die Schwellenländer dem Ziel der Industriestaaten – der vollständigen Demonetarisierung von Gold – anschließen. Und auch heute gibt es keinen“¹⁷⁰

c. Von West nach Ost - Die Shanghai Gold Exchange

„Die Währung, die vielleicht die besten Aussichten haben dürfte, zum ernststen Wettbewerber des US-Dollar zu mutieren, dürfte das Gold selbst sein.“
Thorsten Polleit

Weiterhin begegnen westliche Anleger dem gelben Edelmetall eher mit Misstrauen. Wie aus der Pistole geschossen, kann jeder vermeintliche Finanzmarktexperte die typischen Nachteile des „barbarischen Reliktes“ herunterbeten, ohne dabei auf die historische Bedeutung des Goldes einzugehen. Dass aber nicht überall die Vorteile physischen Goldes kleingeredet werden, zeigt sich in Asien. Auf die zunehmende Migration physischen Goldes von West nach Ost sind wir bereits in den letzten Goldreports eingegangen.

China stockt aber nicht nur seine Goldreserven massiv auf, es beherbergt mit der Shanghai Gold Exchange (SGE) mittlerweile auch einen Goldhandelsplatz, der stetig an Bedeutung gewinnt. Das Reich der Mitte ist derweil nicht nur größter Produzent, sondern auch größter Konsument von Gold. Insofern scheint es naheliegend, dass die chinesische Währung im Goldhandel an Bedeutung gewinnen wird. Seit April wird erstmals ein Gold-Fixing in Renminbi durchgeführt. Der Kontrakt wird dabei von Feinunzen auf 1.000 Gramm umgestellt und zudem handelt es sich um einen physischen Handel mit sofortiger Auslieferung.

Verglichen mit den weltweit wichtigsten Goldbörsen, dem London Bullion Market (LBM) und der COMEX, ist die SGE jedoch noch verhältnismäßig klein. Zum Vergleich: Der durchschnittliche Tagesumsatz beläuft sich in London auf 17,4 Millionen Feinunzen, verglichen mit derzeit ca. 0,7 Mio. Feinunzen an der SGE. Allerdings zeigen die Entwicklungen eines: China schickt sich an, dem Westen seine Vormachtstellung im Goldhandel streitig machen.

Was die beiden etablierten Börsen angeht, so wecken deren Handelsvolumina Zweifel daran, dass im Goldmarkt alles mit rechten Dingen zugeht. Das jährliche Handelsvolumen in London beläuft sich auf 1,3 Millionen Tonnen Gold (bzw. 5.500 Tonnen am Tag). Das ist ein

¹⁶⁹ Vgl. „Theory on China’s Gold Strategy“, Koos Jansen, Bullionstar.com

¹⁷⁰ Vgl. „Emerging Markets Should Go for the Gold“, Kenneth Rogoff, Project Syndicate

Vielfaches des gesamten weltweiten Goldbestandes und das 424-fache der jährlichen Goldförderung.¹⁷¹ An der amerikanischen COMEX wird jedes Jahr das 41-fache der jährlichen Goldproduktion gehandelt.¹⁷²

Wie sind so hohe Handelsvolumina möglich? Nun, der Großteil (mehr als 95%¹⁷³) des gehandelten LBMA-Goldes ist „unallocated gold“, sprich, es handelt sich nur um Zertifikate, die gegen Gold eingetauscht werden können, aber nicht müssen. Gold wird mit einem Großteil dieser Zertifikate nicht erworben, da meist eine Abwicklung in Cash erfolgt.¹⁷⁴ Auch an der COMEX läuft dies so ab: 99,96% aller Abwicklungen erfolgen in Cash. Nur der winzige Bruchteil, der übrigbleibt, wird physisch geliefert.

Teilreservehaltung ist nicht nur ein Problem im Geldsystem. Auch im Goldmarkt kann es theoretisch zu einem „Gold-Run“ kommen

Als Absicherung gegen die Widrigkeiten monetärer Verwerfungen können diese Käufe also nicht verstanden werden. Erwirbt der Käufer ein Goldzertifikat, kommt er nicht unmittelbar in den Genuss der Vorteile physischen Goldes, sondern setzt sich einem Kontrahentenrisiko aus. Gerade das Fehlen dieses Risikos war seit jeher der Wettbewerbsvorteil von Gold gegenüber Papiergeld. Dieses Risiko ist zudem scheinbar nicht besonders klein: Die indische Zentralbank schätzte, dass 92-mal so viel „Papier-Gold“ gehandelt wird, wie physisches Gold vorhanden ist. **Wie im Geldsystem haben wir es hier also mit einer Teilreserve zu tun und es wäre bei Weitem nicht jedem Goldzertifikatsinhaber gleichzeitig möglich, seinen Anspruch auf das hinterlegte Gold geltend zu machen.**

Die wahren Gegebenheiten von Angebot und Nachfrage nach physischem Gold würden den Goldpreis durch die Decke steigen lassen.

Dadurch, dass der tägliche Handel also nicht an das physische Gold gebunden ist, lässt sich auch erklären, warum der Goldpreis trotz des hohen Kaufvolumens nicht signifikant raliert: **Die gehandelten Goldzertifikate simulieren ein um ein Vielfaches höheres Angebot als es der Realität entsprechen würde.** Dieses Spiel geht so lange gut, wie der Fluss physischen Goldes in London aufrechterhalten werden kann. **Setzte ein Run auf das physische Gold ein, weil die Inhaber der Zertifikate das ihnen zustehende Gold erhalten wollten, oder würde sich ganz allgemein der Handel mehr auf das physische Gold verlagern, offenbarte sich die wahre Goldknappheit und der Preis würde vermutlich haussieren.** Für eine Verschiebung des Handels hin zum physischen Gold könnten schon die Basel-III-Regulierungen sorgen: Papier-Gold wird demnach anders bewertet als physisches, wobei letzteres gewisse Vorzüge für Banken aufweist, die ihr Kaufverhalten daraufhin ändern könnten.

Betrachtet man also den fragilen Markt, der sich in London gebildet hat, so wird auch klarer, wie die Strategie der Chinesen bezüglich der SGE aussieht. Die London Bullion Market Association (LBMA), die den Handel auf dem LBM koordiniert, legt unter der Woche zweimal täglich beim sogenannten Goldfixing um 11:30 Uhr und 16:00 Uhr (MEZ) die Preise für das Gold fest. Dieser bildet sich, weitgehend abseits von den realen Gegebenheiten des physischen Goldes. In der Vergangenheit wurden bei diesem Vorgang bereits Manipulationen bekannt.

Das verlautbarte Ziel der SGE ist es hingegen, eine realistischere und „ehrlichere“ Goldpreisfindung zu etablieren. So hat sie zwar das Goldpreisfixing übernommen und lässt es auch zweimal täglich stattfinden, aber das Bepreisungsverfahren soll sich nach Angebot und Nachfrage der physischen Goldbestände richten. Im Weißbuch der SGE heißt es:

¹⁷¹ <https://www.bullionstar.com/blogs/bullionstar/infographic-london-gold-market/>

¹⁷² <https://www.bullionstar.com/blogs/bullionstar/infographic-comex-gold-futures-market/>

¹⁷³ Vgl. „Death of the Gold Market. Reforming the LBMA and the true price of physical gold“, Paul Mylchreest

¹⁷⁴ Vgl. „Paper Gold: Utopia For Alchemists“, John Hathaway, Tocqueville Asset Management

*„The new renminbi-denominated gold benchmark offered by the Shanghai Gold Exchange is a necessary addition to the international gold market and should make the pricing of physical gold **more open to the play of market forces**. The SGE is the world's largest spot gold exchange, with all trades denominated in renminbi and backed by physical gold held in SGE accounts.“¹⁷⁵*

Wenn als Resultat daraus ein verlässlicherer Markt entsteht, der viele Kunden anlockt, so erhöhe der Renminbi dadurch eine größere Bedeutung im Welthandelsgeschehen. Wenn diese Strategie Chinas beim Gold aufgehen sollte, so könnte bei anderen weltweit gehandelten Gütern, wie beispielsweise Öl, dasselbe versucht werden. Tatsächlich findet sich auch dies explizit im Weißbuch der SGE formuliert:

„If the SGE contract proves successful in its early stages of operation, this could open up further possibilities for renminbi pricing of commodities heavily traded and used by China in the Chinese currency, as part of the currency's gradual move to full international status.“¹⁷⁶

Der Vorstoß, einen Goldhandelsplatz in China zu etablieren, hat dementsprechend ein größeres Gewicht, als es auf den ersten Blick scheint. Beachtlich ist auch, dass China nicht das einzige BRICS-Land ist, das sich auf diese Weise ein größeres Gewicht im Weltmarkt sichern möchte. Nachdem an der SGE das Gold erstmalig in Renminbi gehandelt wurde, verlaute Sergej Shvetsov von der Russischen Zentralbank:

„BRICS countries are large economies with large reserves of gold and an impressive volume of production and consumption of this precious metal. In China, the gold trade is conducted in Shanghai, in Russia it is in Moscow. Our idea is to create a link between the two cities in order to increase trade between the two markets.“¹⁷⁷

Fazit:

Die Erfahrung lehrt, dass Marktkräfte nur mit größter Mühe und vielen negativen Konsequenzen unterdrückt werden können. Die Intention hinter der SGE ist es, die Verwendung der chinesischen Währung auszuweiten, um damit die Position Chinas in der Welt zu stärken. **Der Hauptunterschied zwischen der SGE und dem LBM sowie der COMEX ist, dass sich der Preis bei der SGE am physischen Goldbestand orientieren soll und nicht weiter am Papier-Gold, wie es bei den anderen beiden Marktplätzen der Fall ist.** Durch die große Bedeutung von LBM und COMEX hinsichtlich des Goldhandelsvolumens, findet die Preisfindung dementsprechend heutzutage auf Grundlage der Papiergoldbestände statt, die um ein Vielfaches höher sind als die des physischen Goldes. **Eine stärkere Orientierung am physischen Gold bei der Preisfindung könnte daher für einen exorbitanten Preisauftrieb sorgen.**

“Let China sleep, for when she awakes, she will shake the world.”
Napoleon Bonaparte

¹⁷⁵ <http://www.en.sge.com.cn/upload/resources/file/2016/04/20/32405.pdf>, S. 31.

¹⁷⁶ ebd., S. 32.

¹⁷⁷ <https://www.rt.com/business/340189-russia-china-gold-trading/>

d. Goldgedeckte Digitalwährungen – Bitcoin, das neue Gold?

„Gold is nature's true bitcoin.“

James Grant

“I am quite sure that in 100 years there will be much fewer currencies and central banks in the world.”
Haruhiko Kuroda

Der Aufstieg des Web 2.0, den wir in den vergangenen zwei Dekaden haben beobachten können, stellt einen der einschneidendsten soziokulturellen Wandlungsprozesse überhaupt dar. Gemeint ist damit die Entwicklungsstufe des Internets, auf der Inhalte kollaborativ durch die Nutzer selbst erstellt, bearbeitet und verteilt werden. Die Politik sieht sich einem auf mehr Beteiligung drängenden, dezentral organisierten Bürgertum gegenüber; viele Großunternehmen erhalten Konkurrenz durch dynamische, sich in Netzwerken organisierte Kleinunternehmen; das Oligopol der Medien, Inhalte zu emittieren, ist zusammengebrochen.

Insofern war es nur eine Frage der Zeit, ehe auch das Monopol der Staaten zur Gelderzeugung von dezentralen Lösungen aus den Sphären des Web 2.0 herausgefordert werden würde. Diese sprießen in Form der Kryptowährungen seit der Finanzkrise wie Pilze aus dem Boden – es gibt ihrer mittlerweile mehr als 3.000.

“Right now Bitcoin feels like the Internet before the browser.”
Wences Casares

Seinen Anfang nahm diese Entwicklung mit der Währung Bitcoin, die 2009 in Umlauf ging. Der Australier Craig Wright, der jahrelang unter dem Pseudonym Satoshi Nakamoto agierte, stellte das Konzept 2008 in einem Whitepaper vor und veröffentlichte 2009 die erste Version der zugrundeliegenden Software („Bitcoin Core“). Er begründete seine Motivation hinter Bitcoin unter anderem mit der Tendenz von Zentralbanken, Währungen zu entwerten:

„The root problem with conventional currency is all the trust that's required to make it work. The central bank must be trusted not to debase the currency, but the history of fiat currencies is full of breaches of that trust. Banks must be trusted to hold our money and transfer it electronically, but they lend it out in waves of credit bubbles with barely a fraction in reserve.“

Satoshi Nakamoto, 11. Februar 2009

“...Bitcoin aims to replicate a system of distributed trust that does not depend on either banks or governments in the form of contractual liabilities to ratify its value. In this way, Bitcoin seeks to emulate the lack of counterparty risk that proponents like about gold.”
Elizabeth Ferry

Ist Bitcoin wertbeständiger als Staatsgeld? Nun, Bitcoin trat mit dem Anspruch an, eine wertbeständige Alternative zu staatlichen Zahlungsmitteln zu sein und stellte sich damit in die Tradition von Gold. **Es kommt daher nicht von ungefähr, dass Bitcoins Symbolik an mehreren Stellen auf Gold referenziert: Das Bitcoin-Logo ist eine goldene Münze, auf der ein „B“ abgebildet ist und der Prozess der Schöpfung von neuen Bitcoins wird in Anlehnung an die Goldgewinnung als „Mining“ bezeichnet.**¹⁷⁸ Doch wohingegen Gold Warengeld ist, dessen potenzielles Expansionsvolumen und -tempo vom natürlichen Vorkommen und vom kostenintensiven Bergbau begrenzt ist (hoher Stock-to-Flow-Ratio), sind Bitcoins das intangible Produkt einer hochinnovativen Technologie und werden – wie die offiziellen staatlichen Zahlungsmittel – elektronisch geschöpft. **Es drängt sich daher die Frage auf, worauf sich die proklamierte Wertbeständigkeit begründet.**

Die Antwort lautet: Vertrauen. Vertrauen, dass das Geld einerseits als Tauschmittel von anderen Nutzern akzeptiert wird und andererseits zur Aufbewahrung von Vermögen dienen kann. Im heutigen Geldsystem mit der fraktionellen Reservehaltung der Geschäftsbanken sowie der flexiblen Bereitstellung von Liquidität durch die Zentralbank als *Lender of last resort*, passt sich die Geldmenge elastisch an die

¹⁷⁸ „Gold, Bitcoin and Financial Technology“, Elizabeth Ferry, *Alchemist* (80)

Geldnachfrage an. Das Problem dabei ist, dass es bei der Schuldenausweitung keinen Rückwärtsgang gibt. **Durch die übermäßige Anhäufung von Schulden besitzt staatlich emittiertes Geld die Tendenz zur Entwertung und somit des Vertrauensverlustes.**

Bitcoin hingegen ist nicht durch gesetzliche Verordnung, sondern durch Konvention innerhalb der Community als Teil der spontanen Ordnung entstanden. **Dem Nutzerkreis wohnt dabei nicht nur das Vertrauen inne, dass die Bitcoins als Mittel des Tausches von den jeweils anderen akzeptiert werden und die Transaktionen gesichert sind; man vertraut auch auf die Wertaufbewahrungsfunktion der Bitcoins, da deren Angebot nachfrageunelastisch ist.**

Bitcoin vs. Gold

Bitcoins sind zwar nicht dinglich unterlegt und müssen nicht erst wie Gold unter Einsatz von Kapital¹⁷⁹ und Arbeit aus den Minen geholt werden, unterliegen aber dennoch nur einer geringen (und vor allem beschränkten) Inflation. Sie scheinen daher grundsätzlich gut dazu geeignet zu sein, um gegen die Inflation des staatlich emittierten Geldes zu hedgen. Insofern lassen sie sich grundsätzlich durchaus als moderne Alternative zu Gold verstehen. Allerdings steckt die Währung noch in ihren Kinderschuhen und sieht sich mit einigen Problemen konfrontiert:

- ▶ **Marktmacht großer Mining-Pools** mit professionellen Rechenzentren, auf die sich das Mining im Zuge einer rasanten Entwicklung des Hashing-Equipments mittlerweile konzentriert
- ▶ **Wachsende Größe der Blockchain**, die Bitcoin mitunter recht schwerfällig werden lässt
- ▶ **Anfälligkeit für Hacks und technische Pannen**
- ▶ **Enormer Aufwand** (inkl. dem geistigen Aufwand), den Nutzer auf sich nehmen müssen, um auf die richtigen Verfahren zum Schließen von Sicherheitslücken zu setzen
- ▶ **Anfälligkeit des Kurses** durch politische Regulierungen oder durch die Marktmacht großer Miner
- ▶ **Begrenzte Möglichkeiten, Bitcoins tatsächlich auszugeben**

Einige dieser Probleme gelten natürlich auch für Gold. Was dieses jedoch auszeichnet, ist ein Vertrauensvorsprung, der darauf beruht, dass das gelbe Edelmetall bereits seit Jahrtausenden auf der gesamten Welt und in den unterschiedlichsten Kulturkreisen Geldfunktion besitzt. Besonders in Krisenzeiten hat sich Gold als verlässlicher Wertspeicher erwiesen. Bitcoin hat zwar eine steigende Akzeptanz und ist in den letzten beiden Jahren deutlich weniger volatil geworden – die erste wirkliche Finanzkrise, in der es sich bewähren muss, steht jedoch noch bevor.

Kombination Bitcoin und Gold

“The future is already here – it’s just not very evenly distributed.”
William Gibson

Sowohl um Bitcoin als auch um Gold hat sich in den letzten Jahren ein breit gefächertes Ökosystem an FinTech-Unternehmen gebildet, die an innovativen Lösungen rund um das Thema Alternativwährungen arbeiten. Einige Startups arbeiten überdies daran, die Stärken von Bitcoin und Gold zu kombinieren.

Ein wesentlicher Nachteil von Gold gegenüber Bitcoin liegt in den relativ hohen Transaktionskosten. Gold wird in größeren Mengen ausschließlich in Tresoren gelagert und nur selten und unter massiven

¹⁷⁹ Abgesehen von der Rechenleistung, die für das “minern” der Bitcoins aufgewendet wird.

Sicherheitsvorkehrungen von einem Ort zum anderen transportiert. Die Kosten, die dadurch anfallen, sind hoch – als alltägliches Zahlungsmittel ist Gold heutzutage im Prinzip völlig impraktikabel. Um an der Wertentwicklung des Edelmetalls ohne einen physischen Erwerb teilzuhaben, bieten sich goldbasierte Wertpapiere wie Gold-ETFs oder Aktien von Goldminen an. Doch während sich Wertpapiere dazu eignen, um Portfolios zu hedgen, sind sie für geringe, alltägliche Zahlungen unbrauchbar.

Es gibt aber auch Goldhändler, die gegen eine minimale Gebühr kleine Transaktionen zwischen ihren Konten anbieten. Dadurch ist es praktisch möglich, die Rechnung eines Kaffeehausbesuchs in Gold zu zahlen – vorausgesetzt, dass sowohl der Gast wie auch das Kaffeehaus ein Konto beim Anbieter besitzen. **Einen anderen Weg haben Real Asset Co. und Autilla eingeschlagen: Sie versuchen das Beste beider Welten zu kombinieren, indem sie eine goldgedeckte Kryptowährung entwickeln, die auf dem Blockchain-Algorithmus basiert.**¹⁸⁰ Damit werden Goldhändler quasi zu privaten Zentralbanken mit Goldstandard. Hier verfolgt man also vielversprechende Ansätze, um Gold tatsächlich auf die Bühne der im Alltag verwendeten Zahlungsmittel zurückzuholen.

Fazit:

Bitcoin und andere Kryptowährungen befinden sich noch in den Kinderschuhen und es ist sehr spannend, diese Entwicklungen zu verfolgen. Die Zeit wird zeigen, ob sich neben Gold langfristig weitere Alternativwährungen etablieren können oder ob Kryptowährungen gar eine neue Ära mit einem revolutionierten Geldsystem einläuten. Fest steht: Der Wandel klopft an die Tür und er wartet mit flachen, dezentralen Lösungen auf, die mithilfe neuer Technologien wie etwa der Blockchain möglich sind. **Aber insbesondere die Kombination aus Gold und Digitalwährungen übt eine besondere Faszination aus.**

“Bitcoin, as any system of man, exhibits together both the highest ideals of utopia, and the lowest residual trash of society.”
Erik Voorhees

e. Fazit des Kapitels Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft der Währungsarchitektur:

Wir befinden uns derzeit in einer Übergangsphase hin zu einem **multipolaren Währungssystem**. Die Phase der Dollar-Dominanz scheint langsam, aber sicher ihrem Ende entgegenzugehen und eine multipolare Währungsarchitektur im Rahmen konkurrierender Institutionen deutet sich an. Jedoch erscheint es ebenfalls möglich, dass neben den offiziellen von den Staaten bzw. Staatengemeinschaften emittierten Währungen auch private, dezentral aufgestellte Währungen ihren Platz im Geldsystem einnehmen werden. Die Frage ist, wie schmerzfrei und mit welchem politischen Gegenwind sich dieser Wandel vollziehen wird.

“However good our future research may be, we shall never be able to escape from the ultimate dilemma that all our knowledge is about the past, and all our decisions are about the future.”
Ian Wilson

¹⁸⁰ Vgl. „Gold and the Blockchain“, Charlie Morris, *Alchemist* (79), lbma.org.uk/assets/blog/alchemist_articles/Alch79Morris.pdf.

ENDEAVOUR **SILVER**



Endeavour Silver Corp. ist ein mittelständisches Edelmetallbergbauunternehmen, das in Mexiko drei untertägige Betriebsstätten mit hochgradigen Silber- und Goldvorkommen besitzt: die Mine Guanaceví im Bundesstaat Durango und die Minen Bolañitos und El Cubo im Bundesstaat Guanajuato.

Seit Betriebsbeginn im Jahr 2004 verzeichnen unsere Bergbaubetriebe ein organisches Wachstum und erzielten im Jahr 2015 ein Fördervolumen von 11,4 Millionen Unzen Silber bzw. Silberäquivalent. Wir sind als Unternehmen auf die kostengünstige Produktion von Silber spezialisiert und auf dem besten Weg, im Jahr 2016 unsere Gesamt-Erhaltungskosten das vierte Jahr in Folge zu senken.

Nachdem Endeavour in seinem Konzessionsgebiet Terronera im Bundesstaat Jalisco laufend neue hochgradige Silber- und Goldvorkommen entdeckt und vor kurzem auch den vollständig genehmigten Bergbaubetrieb El Compas samt Verarbeitungsanlage im Bundesstaat Zacatecas übernommen hat, rückt unser Ziel, uns als einer der führenden Produzenten im Silberbergbau zu etablieren, immer näher. Wir setzen bei der Auffindung, beim Ausbau und beim Betrieb von hochwertigen Silberminen auf Nachhaltigkeit, um eine Wertschöpfung für alle Beteiligten zu erzielen. Unser Ziel ist es, das Leben der Menschen zum Positiven zu verändern.

NYSE: EXK
TSX: EDR
Frankfurt: EJD

Zentrale:
301 - 700 West Pender Street
Vancouver, BC
Canada V6C 1G8
Tel: 604.685.9775
Fax: 604.685.9744

www.edrsilver.com

8. GOLD ALS PORTFOLIOVERSICHERUNG

“It is a case of better having insurance and not needing it, than one day realizing that one needs it but doesn’t have it.”

Acting-man.com

Wie bereits in unseren letzten Studien¹⁸¹, wollen wir nun die **Vorzüge von Gold im Portfoliokontext analysieren**. Aufgrund seiner einzigartigen Eigenschaften sind wir der festen Überzeugung, dass Gold – insbesondere im aktuellen Umfeld – ein wesentlicher Portfoliobaustein sein sollte.

Unserer Überzeugung nach ist Gold in einem Fiat-Money-System nicht als Ersatz für Anlagen in traditionelle Wertpapiere wie Aktien oder Anleihen zu sehen, sondern **komplementär dazu**. Richtigerweise sollte man eine Gold-Position im Rahmen eines Portfolios eher als eine liquide, alternative Kassaposition betrachten, welche mit einem Wechselkursrisiko zu Fiat-Geld behaftet ist und bemerkenswerte Diversifikationseigenschaften aufweist. Zahlreiche Studien belegen, dass eine Gold-Beimischung die Wertschwankung eines Portfolios verringert und somit die statistischen Portfolioeigenschaften verbessert. Gold korreliert mit anderen Vermögenswerten im Schnitt nur mit 0,1.¹⁸²

In a crisis, the only thing that goes up is correlation

Nachfolgend wollen wir zunächst das **Permanente Portfolio vorstellen**. Ein Portfolio-Konzept, das in Zeiten des zinslosen Risikos eine Lücke bei den konservativen Investments schließen kann, indem es stabile reale Renditen erwirtschaftet. **Gold spielt in diesem Portfolio eine prominente Rolle.**

Zudem wollen wir Gold im Lichte einer wünschenswerten Eigenschaft diskutieren, auf die Nassim Taleb die Welt aufmerksam gemacht hat: nämlich **Antifragilität**. Besitzt Gold diese Eigenschaft? Lässt sich mithilfe von Gold ein antifragiles Portfolio zusammenstellen?

Zu guter Letzt wenden wir uns noch Opportunitätskosten von Gold, konkret Realzinsen und Aktien, zu.

a. Die Lösung des Anlegerdilemmas: Das Permanente Portfolio

“The portfolio’s safety is assured by the contrasting qualities of the four investments - which ensure that any event that damages one investment should be good for one or more of the others. And no investment, even at its worst, can devastate the portfolio — no matter what surprises lurk around the corner — because no investment has more than 25% of your capital.”

Harry Browne

Nach Jahren der Disinflation bei den Verbraucherpreisen haben die meisten Vermögensverwalter inflationssensitive Assets wie Gold, Rohstoffe und Minenaktien stark untergewichtet. In den vergangenen Dekaden scheint sich die mit dem fallenden Zinstrend verbundene Kreditmengenausweitung in erster Linie auf die Vermögenspreisinflation ausgewirkt zu haben. Wie zuvor geschildert, versuchen die Zentralbanken weiterhin mit der Brechstange Preisinflation zu erzeugen. **Früher oder später werden die Reflationierungsbemühungen auch gelingen und**

¹⁸¹ Wir sind auf die Portfolioeigenschaften von Gold bereits in unseren letzten Goldreports detailliert eingegangen, siehe z.B. „Gold im Portfoliokontext“ – Goldreport 2015, „Die außergewöhnlichen Portfolioeigenschaften von Gold“ – Goldreport 2014 etc.

¹⁸² Vgl. „Gold: A commodity like no other“, World Gold Council

die Vermögenspreisinflation auf die Verbraucherpreise überschwappen. Da die Verbraucherpreisinflation nicht beliebig von den Zentralbanken feindosiert werden kann (wie die verfehlten Inflationsziele der letzten Jahre beweisen), könnte ein längerer Zyklus von Preisinflation die Folge sein.

Doch was tun? Viele Anlage-Strategien, mit denen man in den vergangenen Dekaden gut gefahren ist, scheinen für ein zunehmend instabiles bzw. womöglich stagflationäres Umfeld nicht gewappnet zu sein. Die Flutung der Märkte mit frischem Geld führt zu neuen Pegelständen, bei denen vormals „sichere Häfen“ Gefahr laufen, unterzugehen. Es bedarf folglich eines Paradigmenwechsels im Bereich der konservativen Investments, um folgende Ziele zu erreichen:

- ▶ Chance auf Vermögenszuwachs bei moderaten Risiken
- ▶ reale Renditen
- ▶ Vermeidung großer Kursverluste (Drawdowns)

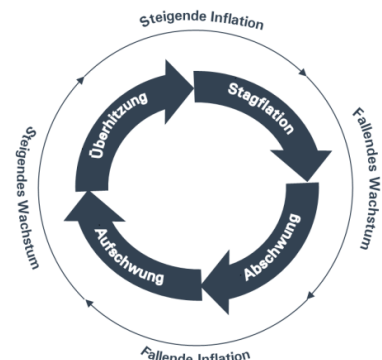
Im Folgenden wollen wir ein bewährtes Konzept vorstellen, mit dem es möglich ist, marktunabhängig eine langfristig attraktive Rendite unter Vermeidung größerer Verluste zu erzielen: das **Permanente Portfolio**. Entwickelt wurde dieser Ansatz Anfang der 1970er Jahre vom amerikanischen Investmentanalysten Harry Browne, der stark von der Österreichischen Schule beeinflusst war.

**„Nur ein verzweifelter Spieler
setzt alles auf einen Wurf.“
Friedrich von Schiller**

Die Grundidee dabei ist ein diversifiziertes Portfolio, das zu gleichen Teilen in vier verschiedenen Anlageklassen investiert ist. Diese verhalten sich in verschiedenen ökonomischen Szenarien gegenläufig, wodurch die Volatilität reduziert wird und langfristig stabile Renditen generiert werden können. **Zu je 25% des Vermögens wird dabei in Gold, Bargeld, Aktien und Anleihen investiert.**

Die vier unterschiedlichen ökonomischen Szenarien, die dadurch abgedeckt werden sollen, sind:

- ▶ **Inflationäres Wachstum**
(günstig für Aktien und Gold)
- ▶ **Disinflationäres Wachstum**
(günstig für Aktien und Anleihen)
- ▶ **Deflationäre Stagnation**
(günstig für Cash und Anleihen)
- ▶ **Inflationäre Stagnation**
(günstig für Gold)



Die folgende Tabelle zeigt noch etwas detaillierter, welches wirtschaftliche Umfeld sich jeweils positiv bzw. negativ auf die betrachteten Anlageklassen auswirkt.

Anlageklasse	Positives Umfeld	Negatives Umfeld
Aktien	- Wirtschaftlicher Aufschwung - Wachsende Zuversicht - Monetäre Inflation wirkt auf Vermögenspreise	- Steigende Teuerungsraten - Deflationärer Schock - Phasen von großer Angst und Vertrauensverlust etc.
Anleihen	- Wirtschaftlicher Abschwung - Umfeld fallender Zinsen - Monetäre Inflation wirkt auf Anleihenpreise	- Steigende Teuerungsraten - Erhöhtes Kreditrisiko - Steigendes Zinsniveau
Cash	- Angespanntes Kreditumfeld - Deflation - Steigendes Zinsumfeld	- Hohe Teuerungsraten - Wirtschaftsaufschwung
Gold	- Steigende Teuerungsraten - Deflation - Monetäre Inflation wirkt auf Verbraucherpreise	- Fallende Teuerungsraten - Deutlich positive (bzw. steigende) Realzinsen

Quelle: Incrementum AG

Grundlegend für den Ansatz des Permanenten Portfolios ist die demütige – und sehr „österreichische“ – Erkenntnis, dass die Zukunft nicht prognostizierbar ist. Investoren sollten deshalb ihr Kapital so verteilen, dass sie auf jedes wirtschaftliche Umfeld (konjunkturelle Prosperität, Rezession, Inflation, Deflation) gleich gut vorbereitet sind.

„Es ist nicht unsere Aufgabe, die Zukunft vorauszusagen, sondern auf sie gut vorbereitet zu sein.“
Perikles

Die Kombination der vier Bausteine im Permanenten Portfolio führte historisch nicht nur zu langfristig stabilen Renditen. Die Prognoseunabhängigkeit befreit Investoren auch aus der vorherrschenden „Kurzfristigkeitsspirale“. Gemeint ist damit der de facto bestehende Zwang für Investmentprofis, die in der Regel als Agenten das Kapital anderer verwalten, regelmäßig Rapport zu erstatten und sich an einer Benchmark messen zu lassen. Reporting-Strukturen drängen Investoren nur zu oft dazu, im Fahrwasser der Märkte mitzuschwimmen, um fortwährend passable Ergebnisse gegenüber einem Referenzwert zu erbringen, obwohl Vieles dafürspricht, dass dies dem langfristigen Erfolg abträglich ist.¹⁸³

„Das prognosefreie Permanente Portfolio bedarf keiner Überlegungen zum perfekten Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkt. So gesehen ist jeder Zeitpunkt ideal.“
Wolfgang Hofmeister

Das Permanente Portfolio ist hingegen so angelegt, dass man mit ihm den Zwängen der modernen Finanzwelt ein Stück weit entgehen kann. Hierfür sorgt ein Erfordernis, gemäß dem das Portfolio immer wieder umgeschichtet und wertmäßig ausgeglichen werden muss, da sich mit der Zeit aufgrund unterschiedlicher Entwicklung der einzelnen Anlageklassen deren ursprüngliche relative Gewichtung verschiebt: Sobald der Wertanteil einer Anlageklasse 35% überschreitet oder 15% unterschreitet, wird auf 25% ausgeglichen. Konkret wird also z.B. die bei 35% stehende Komponente reduziert, bis ihr Wertanteil wieder bei 25% liegt, und die unter 15% liegende Komponente auf 25% aufgebaut. **Das regelmäßige Rebalancing des Portfolios gewährleistet, dass man einen hohen Grad an Immunität gegenüber den Sirenengesängen kurzfristiger Schwankungen und hysterischer Reaktionen anderer Marktteilnehmer und der Medien erreicht.**

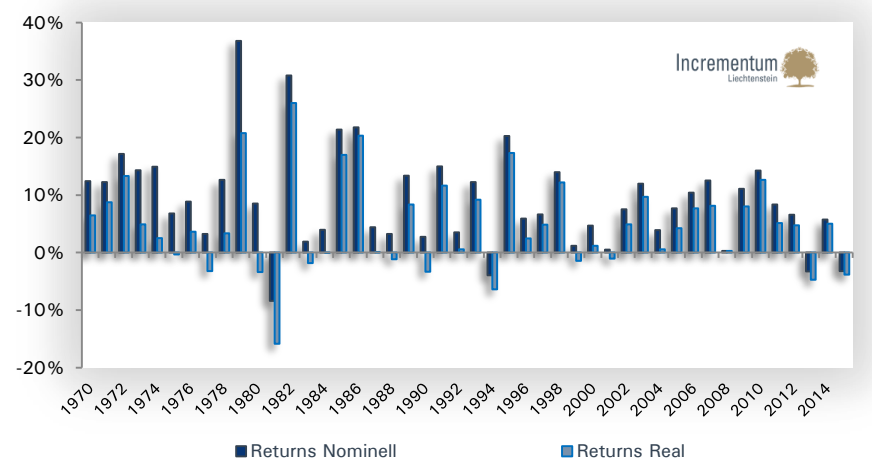
“One of the greatest pieces of economic wisdom is to know what you do not know.”
John Kenneth Galbraith

Diese Vorgehensweise steht ganz im Zeichen der antizyklischen Denkweise des Austrian Investings, denn die Mehrheit der Marktteilnehmer kauft, wenn die Kurse steigen, und verkauft, wenn die

¹⁸³ Paul B. Andreassen kam bereits Ende der 1980er Jahre in einer Studie zu der Schlussfolgerung, dass Investoren, die keine Nachrichten über ihre Aktieninvestitionen empfangen, im Schnitt bessere Ergebnisse erzielten als jene, die die Überschriften lasen. Die zugrundeliegende Theorie dabei ist einfach: dass Investoren auf kurzfristige Nachrichten, die nicht im Zusammenhang mit dem langfristigen Fundamentalwert stehen, überreagieren. Man beachte, dass seither die Masse der täglich auf Investoren eintreffenden Nachrichten, deutlich zugenommen hat. Andreassen, Paul B. (1987): „On the Social Psychology of the Stock Market: Aggregate Attributional Effects and the Regressiveness of Prediction“, *Journal of Personality and Social Psychology*, vol. 53, no. 3 (September):490–496.

Kurse fallen.¹⁸⁴ Die eher seltene Umschichtung beruht darüber hinaus auf der Philosophie, dass der Aufwand für die Pflege des Portfolios relativ gering gehalten werden soll. Spezifische Timing-Entscheidungen müssen nicht getroffen werden und zudem sind die Transaktionskosten, die normalerweise erheblich ins Gewicht fallen, aufgrund der niedrigen Transaktionshäufigkeit gering. Die nachfolgende Abbildung zeigt die nominalen und realen Renditen des Permanenten Portfolios von 1970 bis 2015.

Jährliche Entwicklung des Permanenten Portfolios 1970–2015: Nominelle und reale Performance



Quelle: *irrationalexuberance.com*, *Federal Reserve St.Louis*; *Incrementum AG*

Bei genauerer Betrachtung fallen drei Eigenschaften besonders auf.¹⁸⁵

- 1) **Das Portfolio hat einen respektablen Wertzuwachs generiert.**
Die durchschnittliche Rendite von 9,1% pro Jahr entspricht der Rendite von Investmentportfolios, welche deutlich stärker schwanken. Tatsächlich ist die Rendite fast identisch zu den 9,8% eines Portfolios, welches zu 100% aus Aktien besteht, wobei diese Rendite in dem Fall mit wesentlich höherer Volatilität erreicht worden wäre.
- 2) **Das Portfolio hatte keinerlei große Verluste zu verzeichnen.**
Die Anzahl an Verlustjahren ist gering. Ferner waren die Verluste in diesen Jahren moderat. In seinem schlechtesten Jahr verzeichnete das Portfolio einen nominellen Verlust von 8,3% (im Jahr 1981). Im Vergleich zu reinen Aktienportfolios ist dies ein moderater Wertverlust. Ferner hat das Permanente Portfolio die Verluste im darauffolgenden Jahr wieder überkompensiert.
- 3) **Die reale Rendite weist über den betrachteten Zeitraum hinweg mehrheitlich positive Werte aus. Im Durchschnitt liegt sie bei 4,78%.** Inflationsbereinigte Renditen sind ausgesprochen wichtig für die Beurteilung und den Vergleich von Investitionsstrategien, werden allerdings oft übersehen.

¹⁸⁴ Diese Konzeption berücksichtigt die Mittelwertrückkehr bzw. Regression zur Mitte (*mean reversion*) und dass Märkte zu Übertreibungen neigen, welche sich im Zeitablauf korrigieren. Gemäß dem Motto: Was hoch steigt, fällt tief – und umgekehrt.

¹⁸⁵ Vgl. „Österreichische Schule für Anleger – Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation“, S. 228-233

**"Predicting Rain Doesn't Count -
Building the Ark Does."
Warren Buffett**

Fazit:

Für Zeiten, in denen sichere Kerninvestments rar gesät sind, ragt das **Permanente Portfolio** als robustes Konzept heraus: Es generierte langfristig stabile reale Renditen ohne ein dramatisches Verlustrisiko.¹⁸⁶ Incrementum hat vor wenigen Monaten den ersten Fonds in Europa lanciert, der gemäß den Prinzipien des Permanent Portfolios investiert. In den USA gibt es bereits seit 1982 Fonds, welche diese Strategie höchst erfolgreich umsetzen.

b. Antifragil investieren mit Gold?

**"Some things benefit from shocks; they thrive and grow when exposed to volatility, randomness, disorder, and stressors and love adventure, risk, and uncertainty. [...] Let us call it antifragile."
Nassim Taleb**

**"Was mich nicht umbringt, macht mich stärker."
Friedrich Nietzsche**

Nassim Nicholas Taleb hat 2012 mit „*Antifragile: Things That Gain From Disorder*“¹⁸⁷ ein Buch vorgelegt, in dem er eine Art „Theorie von Allem“ aufstellte. Im deutschen Untertitel „Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen“ schwingt die sokratische Formel des „Ich weiß, dass ich nicht weiß“ mit.¹⁸⁸ Eine Erkenntnis, die Taleb der von Machbarkeitswahn und Berechenbarkeitsgläubigkeit besessenen Zunft der Ökonomen, Zentralbanker, Politiker und Finanzmarktakteure vorauszuhaben meint.

Doch Taleb wäre nicht Taleb, würde er angesichts der Erkenntnis der eigenen Unwissenheit demütig verzagen; stattdessen möchte er zum Guru im Umgang mit jener werden. **Er zeigt auf, wie man in Anbetracht der Unwissenheit erfolgreich agieren kann. Dabei stellt er ein Dreierschema auf, mit Hilfe dessen er Dinge als fragil, robust und – und das ist Talebs *ingrédient* – „antifragil“ kategorisiert.** Was fragile und robuste Dinge sind, ist klar: Erstere sind zerbrechlich, da sie unter Schocks von außen leiden und letztere sind widerstandsfähig und bestehen unter verschiedenen Umwelteinflüssen unverändert fort. **Antifragilität bezeichnet Eigenschaften, die von Volatilität, Zufälligkeit und bestimmten Stressoren profitieren.**

Antifragilität – ein universelles Phänomen

Es ist verwunderlich, dass Taleb erst einen Begriff für ein Phänomen erfinden musste, welches omnipräsent ist. **Alle lebendig-organischen und komplexen Systeme sind antifragil;** Antifragilität liegt u.a. der Evolution, der Kunst, der Demokratie und dem Kapitalismus zugrunde. Training steigert die physische Leistungsfähigkeit, durch Trial & Error macht man Erfindungen, Tabus erwecken Freude am Tabubruch, Diskurs hilft dabei, die eigenen Positionen herauszuarbeiten, „kreative Zerstörung“ führt zu neuen, effizienteren Wirtschaftsstrukturen, Wettbewerb erhöht die Qualität – kurzum: Gewisse Arten von Stress tun gut.

Anhand dieser Beispiele lässt sich ein Merkmal antifragiler Systeme erkennen: **Einige Elemente innerhalb eines Systems müssen fragil sein, damit das System als Ganzes antifragil ist.** Aus jedem Flugzeugabsturz können Erkenntnisse gezogen werden und die gesamte Luftfahrt wird dadurch sicherer; die Möglichkeit von Konkursen und Arbeitsplatzverlusten in einem dynamischen Wettbewerb mit Konkurrenzdruck macht eine Wirtschaft leistungsfähiger als eine mit rigidem Arbeitsrecht und systemrelevanten Unternehmen.

Ist Gold antifragil?

Natürlich ist die Antifragilitätstheorie für Investoren und insbesondere für Baissiers höchstinteressant – schließlich hat sich Taleb selbst als solcher spektakulär hervorgetan. Es ist naheliegend, in diesem Zusammenhang an Gold zu denken: Gold ist *die* klassische Krisenwährung, die genau dann Konjunktur hat, wenn allerorten die Kurse einbrechen. **Stress im System – in Form von Chaos, Unsicherheit, Unbeständigkeit, Unruhen, Volatilität etc. –, genau das ist das Umfeld, welches Gold braucht, um auf Betriebstemperatur zu kommen. Ist Gold daher als ein antifragiles Investment anzusehen?**

So naheliegend diese Frage ist, so erstaunlich ist es, dass Taleb um sie in seinem Buch einen weiten Bogen macht. Im März 2013 wurde er auf der *Strategas Research Macro Conference* in New York direkt nach seiner Meinung zu Gold gefragt und er meinte, dass er einst an dessen stabilisierende

¹⁸⁶ Siehe das nachfolgende Kapitel zum Thema „Antifragilität“ für das tiefergehende Verständnis von Fragilität, Robustheit und Antifragilität.

¹⁸⁷ „Antifragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen“ Nassim Nicholas Taleb

¹⁸⁸ „Ich weiß, dass ich nichts“ weiß wird hingegen Cicero zugeschrieben. Siehe: https://de.wikipedia.org/wiki/Ich_wei%C3%9F,_dass_ich_nichts_wei%C3%9F

Wirkung im Portfolio geglaubt habe, es mittlerweile aber anders sehe: „*It's too neat a narrative, gold.*“¹⁸⁹ Nehmen wir diese Aussage als Ausgangspunkt, um verschiedene Aspekte von Gold zu besprechen:

Aspekt 1: Der Wert des Goldes beruht auf seinem Vertrauenskapital.

Taleb's Aussage deutet an, dass dieses Vertrauen teils blinder Glaube sei, der dem Edelmetall von entrückten Goldenthusiasten entgegengebracht werde, und damit ein wackeliges Fundament darstelle. Es sei angemerkt, **dass Vertrauen eine notwendige Voraussetzung für sämtliche Geldformen ist.** Im Falle von Reputationsgeld hängt der Wert gänzlich davon ab, ob die Nutzer erwarten, dass das Geld von anderen Nutzern akzeptiert wird.

Das gilt nicht nur für Geld. In ihrem Buch „Der fiktive Staat“ argumentieren Albrecht Korschörke und seine Co-Autoren, dass der ganze Staat, ja sämtliche Gemeinwesen und ihre Institutionen fiktiv seien. Dennoch könnten sie sehr reale, stabile und mächtige Gebilde sein:

Das Vertrauenskapital des Papiergeldes

Unser heutiges Papiergeld als gesetzliches Zahlungsmittel, das an das starke Narrativ des Staates geknüpft ist, hat dadurch einen gewissen Vorteil – zumal es zudem durch Forderungen gedeckt ist. Doch gerade die systematische Deckung des Geldes durch Forderungen scheint diesem zum Verhängnis zu werden, denn einerseits stößt die Kredit- bzw. die Forderungsausweitung aufgrund angeschlagener Banken und überschuldeter Kreditnehmer an ihre Grenzen, wodurch auch die Wirtschaft stagniert; andererseits kann das Vertrauen schnell verlorengehen, wenn sich ein Teil der Forderungen nur als heiße Luft herausstellt. **Das Vertrauen in das gesetzliche Zahlungsmittel ist also eng verbunden mit dem Vertrauen ins System – und das wird in Zeiten nie dagewesener Überschuldung vor eine Zerreißprobe gestellt.**

„Es handelt sich um einen Vorstellungskomplex, der funktionalen Charakter besitzt, weil sich das gesamte Bezugssystem der sozialen Adressierung und Autorisierung auf ihn stützt.“¹⁹⁰

Die Autoren analysieren die Bedeutung von Narrativen, die grundlegend für Institutionen sind, da sich auf diesen das Vertrauen der Bezugsgruppe begründet:

„Zwischen dem ‚weichen‘ Instrumentarium von Metaphern, Narrativen und Fiktionen auf der einen und ‚harten‘ institutionellen Arrangements auf der anderen Seite ist in beiden Richtungen ein beständiger Austausch im Gange. [...] Gesellschaftliche Organisation [...] ist praktisch gewordene Metaphorik.“¹⁹¹

Das Narrativische am Gold, woran sich Taleb stößt, ist also keinesfalls eine Schwäche. Doch es ist auch nicht notwendigerweise eine Stärke, denn Narrative können ihren funktionellen Charakter auch verlieren bzw. gar keinen erst

besitzen. **In Bezug auf Aspekt 1 lassen sich demnach noch keine Aussagen darüber treffen, ob Gold fragil, robust oder antifragil ist.** Ein starkes Narrativ ist gerade erst die Voraussetzung für Vertrauen und gutes Geld. Wir müssen also der Frage nachgehen, ob das Narrativ und damit das Vertrauen stark ist. Worauf beruht das Vertrauenskapital bei Gold?

Aspekt 2: Gold war in der Vergangenheit die weltweit beständigste Zahlungsform.

Zum „Narrativ“ der Goldenthusiasten gehört die Feststellung, dass Gold in der Vergangenheit universell als Zahlungsmittel akzeptiert wurde und in Krisenzeiten als Fluchtwährung diente. Selbst Alan Greenspan merkte einmal an:

„Gold repräsentiert immer noch die höchste Zahlungsform der Welt. [...] Papiergeld wird, in extremis, von niemandem entgegengenommen – Gold dagegen wird immer angenommen.“

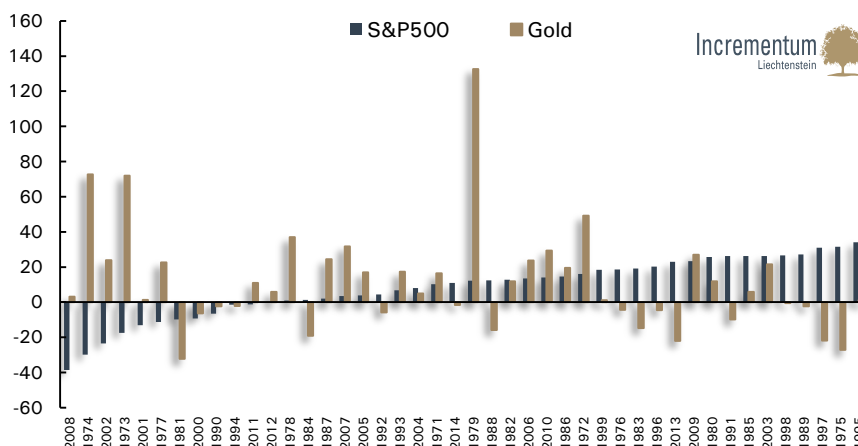
¹⁸⁹ Vgl. „Gold Not Antifragile Enough for Black Swan Author“, Yahoo Finance

¹⁹⁰ Vgl. „Der fiktive Staat: Konstruktionen des politischen Körpers in der Geschichte Europas“, Korschörke, Albrecht, Susanne Lüdemann, Thomas Frank und Ethel Matala de Mazza

¹⁹¹ Ebd. S. 57

Im folgenden Chart sind die jeweiligen Jahresperformances von Gold und dem S&P 500 gegenübergestellt. Es lässt sich eine inverse Beziehung erkennen. Zudem ist ersichtlich, dass Gold in den sechs stärksten Verlustjahren des S&P 500 nicht nur relativ, sondern auch absolut eine hervorragende Performance ausweisen konnte; Hausse-Phasen am US-Aktienmarkt bedeuteten hingegen tendenziell kein gutes Umfeld für die Goldpreisentwicklung. Jedoch muss auch konstatiert werden, dass der inverse Zusammenhang nicht perfekt ist: So stiegen in den Jahren 2002-2007 sowohl Gold als auch der S&P 500; auch parallele Bewegungen nach unten gab es hin und wieder. Seinen größten Satz landete Gold im Jahr 1979, als auch der S&P 500 zulegte. **Die Aussage, „Gold profitiert bei Stress und leidet unter Stressentzug“, trifft also nicht durchweg zu – Gold kann also schon einmal kein Musterbeispiel für Antifragilität sein. Allerdings sind im Untersuchungszeitraum schwere Stressmomente (inkl. „Tail-Risk-Events“) eine hinreichende Bedingung für ein Ansteigen des Goldpreises gewesen.** Das könnte darauf hindeuten, dass Gold vor allem dann gefragt ist, wenn das System fundamental Gefahr läuft – nämlich dann, wenn Zweifel daran aufkommen, dass Gegenparteien ihre Versprechen einhalten können (siehe Aspekt 6).

Vergleich Jahresperformance Gold vs. S&P500



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Doch den bloßen Verweis auf die Vergangenheit ließe Taleb nicht gelten – unvorhersehbare, nie dagewesene Ereignisse können auftreten. Denn sogenannte „schwarze Schwäne“ können Prognosen, die auf historischen Mustern beruhen, einen gewaltigen Strich durch die Rechnung machen. Jedoch muss auch beachtet werden, dass für das Narrativ des krisenfesten Goldes die Historie ein Faktor ist, der das Vertrauen in dessen Geldfunktion stärkt. **Die Empirie lässt uns für Aspekt 2 jedoch erst einmal konstatieren: Gold ist kein vollkommen antifragiles Gut; jedoch hat es in der Vergangenheit in schweren Stressmomenten antifragile Züge gezeigt.**

Aspekt 3: Gold ist intrinsisch beständig.

Schauen wir uns nun an, worin das historische Vertrauen begründet liegt:

- **Physische Beständigkeit:** Gold ist beständig gegenüber Luft, Feuchtigkeit und den meisten Säuren, Laugen und Lösemitteln und behält somit seine physische Werthaltigkeit im Laufe der Zeit bei.
- **Stabiler Gesamtbestand:** Neues Gold kann nur kosten- und zeitintensiv geschürft werden. Da Gold nicht verbraucht wird und deshalb alles je geschürfte Gold noch vorhanden ist, verändert

sich der Gesamtbestand nur minimal (= hohes *Stock-to-flow-Ratio*).¹⁹²

In Bezug auf Aspekt 3 lässt sich also konstatieren: Gold ist robust. Dass Gold an sich beständig ist, schafft Vertrauen. Dieses Vertrauen hat bislang dafür gesorgt, dass Gold stets wertgeschätzt und als Tauschmittel akzeptiert wurde. **Schlussendlich ist genau das von höchster Relevanz: Welchen Wert messen andere dem Gold bei?** Es scheint daher angebracht, die Nachfrageseite ein wenig genauer unter die Lupe zu nehmen.

Aspekt 4: Die Bewertung von Gold ist vieldimensional und lässt Fluktuationen im Preis zu.

Die industrielle Nachfrage nach Gold spielt kaum eine Rolle, weshalb die Preisbildung primär auf dessen monetären Eigenschaften beruht. Gold ist also in erster Linie eines, nämlich Geld. Dass der Goldmarkt jedoch auch anfällig für Manipulationen ist, beschrieben wir bereits zuvor.

“Truly, the real black swan problem of stock market busts is not about a remote event that is considered unforeseeable; rather it is about a foreseeable event that is considered remote. The vast majority of market participants fail to expect what should be, in reality, perfectly expected events.”
Mark Spitznagel

Die Tatsache, dass Zentralbanken eine große Menge des weltweiten Goldbestandes im Rahmen ihrer strategischen Währungsreserven halten, ist einerseits ein gutes Signal an Goldhalter: Auch die Notenbanken vertrauen (wenngleich inoffiziell) auf Gold als ultimative Risikoversicherung und stärken somit das Narrativ. Andererseits ist dadurch der Markt auch ein Stück weit politisiert. Da die Zentralbanken Gold jedoch als strategische Reserve halten, u.a. um im Falle einer Neuausrichtung der internationalen Währungsarchitektur gegenüber anderen Staaten mehr Verhandlungsmacht zu haben, ist nicht davon auszugehen, dass sie koordinierte Aktionen unternehmen, um den Goldpreis zu drücken. Zudem werden nur knapp 30% der gesamten Goldbestände seitens der Zentralbanken gehalten – den überwiegenden Teil der Goldhalter und -nachfrager machen unzählige Akteure aus, die dezentral über die gesamte Welt verstreut sind.

“Although gold and silver are not by nature money, money is by nature gold and silver.”
Karl Marx, Das Kapital

Darüber hinaus spielt die Spekulation natürlich auch am Goldmarkt eine Rolle. Gold dient als Inflationsschutz oder Krisenwährung bzw. eignet sich auch zur technischen Analyse – entsprechende Erwartungen und Wetten fließen in den Goldpreis ein. **So ist auch der Goldmarkt schließlich nicht gefeit vor Übertreibungen und Blasenbildungen.** Mit der zunehmenden Bedeutung des automatisierten Handels ist auch hier mit größeren Ausschlägen nach oben wie auch nach unten zu rechnen. Eine Zunahme der kurzfristigen Volatilität scheint vor diesem Hintergrund unausweichlich.

Alles in allem könnte man in Bezug auf Aspekt 4 sagen, dass der Goldpreis tendenziell fragil ist. Er ist v.a. davon abhängig, ob das Narrativ gerade Konjunktur hat oder nicht. Nach dem *Nixon-Schock* hatte sich der Goldpreis bis 2011 mehr als verfünffach und büßte in den Folgejahren wieder 40% ein. Allerdings gibt es eine feste Basis hartgesottener Goldanhänger bzw. „Gold-Versteher“, die dem Gold unbeeinträchtigt von allen Modeerscheinungen die Treue halten. Dies stellt eine „natürliche Absturzbegrenzung“ für den Goldpreis dar.

Aspekt 5: Gold ist liquide, auch in Stresssituationen.

Gold zählt zu den liquidesten Anlagegütern der Welt. Das tägliche Handelsvolumen wird lediglich durch drei Währungspaare (USD/EUR, USD/JPY und USD/GBP) überboten. Und auch in Stresssituationen kann

¹⁹² Vgl. dazu „Stock-to-flow-Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold“ – Goldreport 2014 sowie „Warum der Goldpreis steigt“ – Goldreport 2015

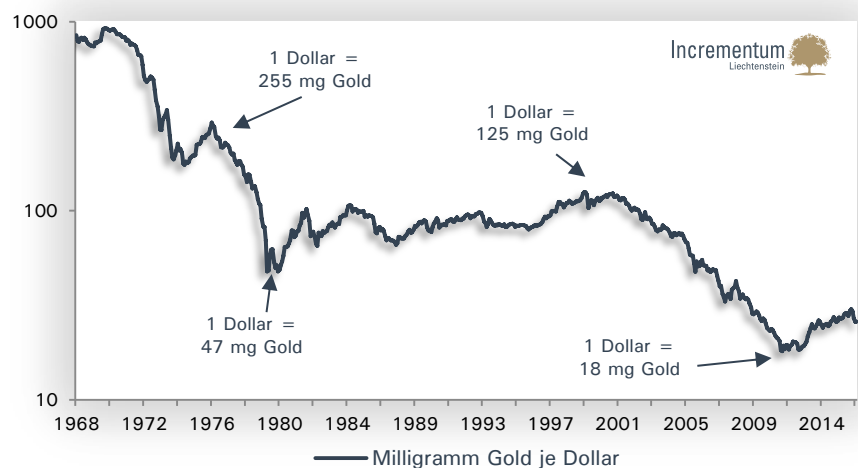
Gold aufgrund des niedrigen Bid-Ask-Spreads ohne signifikanten Preisabschlag liquidiert werden. **In dieser Hinsicht ist Gold also robust.**

Aspekt 6: Gold steht im reziproken Verhältnis zum Geldsystem.

Gold hat bekanntlich kein Gegenparteirisiko. Der Papiermarkt basiert hingegen auf den Versprechungen verschiedenster Gegenparteien. Solange das Vertrauen hoch ist und die Konjunktur gut läuft, ist ein Gut ohne Gegenparteienrisiko weitestgehend aus der Mode; wenn sich jedoch die Sorgen um potenzielle Ausfälle mehren (deflationäres Umfeld), können Güter wie Gold wiederum rapide an Bedeutung gewinnen. **Die Attraktivität von Gold ist also eine inverse Funktion des Systems.**

Insofern ergibt es Sinn, Gold einmal als das Maß der Dinge zu begreifen – schließlich ist der weltweite Goldbestand in den letzten 100 Jahren lediglich um 1,5% jährlich angewachsen, wohingegen allein die Basisgeldmenge des US-Dollar um fast 10% pro Jahr inflationiert worden ist. Wir haben wiederholt darauf hingewiesen, dass sich über lange Zeiträume hinweg die Preise bestimmter Güter gemessen in Gold kaum verändert haben (bzw. aufgrund technologischen Fortschritts gesunken sind), wohingegen etwa deren US-Dollar-Preise stark angestiegen sind. **Die Schwankungen des Geldsystems bewirken jedoch die Schwankungen im Goldpreis, weil diesem das Maß der Währungen, insbesondere des US-Dollar, angelegt wird.** Der folgende Chart zeigt das Austauschverhältnis von Gold und dem US-Dollar einmal umgekehrt: Gegenüber dem Edelmetall hat der US-Dollar seit 1971 massiv an Wert verloren.

Wieviel Milligramm Gold erhalte ich für 1 US-Dollar? (logarithmische Skalierung)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

“The fragile wants tranquility, the antifragile grows from disorder, and the robust doesn't care. Debt always fragilizes economic systems.”
Nassim Taleb

Der „In Gold we Trust“-Report zeugt von der Erkenntnis: Die langfristige Entwicklung des Goldpreises ist keine Gold-Story, sondern eine Story des Geldsystems. Ein langfristig steigender Goldpreis rührt von der systemischen Inflationssucht her. Zudem bewirken Phasen, in denen das Geldsystem in Stress gerät, Schübe beim Goldpreis. Phasen, in denen die Welt in Ordnung zu sein scheint – und diese können relativ lange anhalten – können hingegen dazu führen, dass Gold und das ihm anhaftende Narrativ bei Vielen in Vergessenheit geraten. Kurzum: **Hinsichtlich Aspekt 6 ist Gold klar antifragil.**

Aspekt 7: Schwarze Schwäne gibt es auch im Golduniversum, doch wir erachten ihr Zerstörungspotenzial als begrenzt.

Für die Einschätzung der Fragilität bzw. Antifragilität eines Gutes empfiehlt Taleb, die Frage nach dem maximal möglichen Verlust zu stellen, dem sogenannten *Schwarzen Schwan*. Nun ist es der Fall, dass der Schwarze Schwan bei den Vermögenspreisen ein besonders förderliches Umfeld für den Goldpreis ist. **Doch gibt es auch Schwarze Schwäne für Gold?**

Erstens besteht die Gefahr eines Goldverbots, dem wir ein eigenes Kapitel gewidmet haben. Dort haben wir dargelegt, dass ein vollumfassendes, wirksames Goldverbot sehr unwahrscheinlich ist, da eine Kontrolle desselben ineffektiv bzw. zu kostenintensiv wäre. Reglementierungen und Besteuerungen des Goldhandels, die die Vorteile des Goldbesitzes ein gutes Stück schmälern würden, sind jedoch durchaus möglich.

Zweitens könnte die Monopolstellung von Gold im Bereich der Alternativwährungen durch die aufstrebenden Kryptowährungen herausgefordert werden, die sich ebenfalls als Gegenentwurf zum momentanen Geldsystem verstehen. Diese Konkurrenz für Gold ist ein historisches Novum. Jedoch sind auch viele der Kryptowährungen goldbasiert; dass Gold von einer überlegenen Konkurrenz verdrängt werden könnte, scheint jedoch unrealistisch.

Also selbst in einem Worst-Case-Szenario würde Gold nach wie vor eine prominente Rolle spielen. Zudem merkt Taleb in Bezug auf Zukunftsprognosen an: **Dinge, die schon lange Bestand hätten, überlebten in den meisten Fällen Dinge, die neu aufstrebten. Die Zukunft ist der Gegenwart wesentlich ähnlicher, als man zu erwarten geneigt ist.**¹⁹³ In Bezug auf Aspekt 7 können wir demnach festhalten, dass Gold tendenziell robust ist.

Insgesamt lässt sich also konstatieren, dass die Frage nach der Fragilität bzw. Antifragilität von Gold eine vieldimensionale Frage ist. Wir haben versucht, uns einer Antwort auf diese Frage zu nähern, und haben dabei sieben Aspekte des Edelmetalls aufgegriffen, die in folgender Tabelle zusammengefasst sind:

Aspekt	Fragilität
1. Vertrauenskapital	keine Aussage
2. Historie als Zahlungsmittel	nicht vollkommen antifragil, aber antifragile Züge
3. Intrinsische Beständigkeit	robust
4. Bewertung	tendenziell fragil
5. Liquidität	robust
6. Reziprozität zum Geldsystem	antifragil
7. Schwarzer Schwan für Gold	tendenziell robust

Gold im Kontext eines antifragilen Portfolios

Doch noch mehr als die Frage, ob Gold selbst nun antifragil ist, interessiert uns, ob sich mithilfe von Gold ein antifragiles Portfolio zusammenstellen

¹⁹³ „Antifragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen“, Nassim Nicholas Taleb 2014, S. 421 ff.

„Man streitet nicht, verwundet nicht / Erkrankt nicht und gesundet nicht / Und zertert nicht und flötet nicht / Und rettet nicht und tötet nicht.“
Georg Kreisler („Die Ehe“)

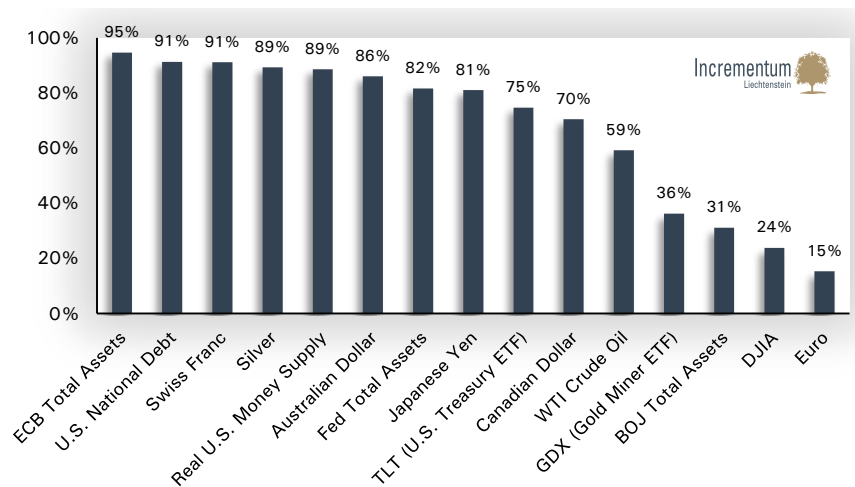
lässt. Berücksichtigen wir bei der Beantwortung dieser Frage das grundlegende Prinzip antifrager Systeme, welches wir eingangs bereits herausgearbeitet haben – nämlich, **dass einige Elemente innerhalb eines Systems fragil sein müssen, damit das System als Ganzes antifrager ist.** Für den Portfolio-Kontext bedeutet das: **Ein antifrager Portfolio muss durchaus auch riskante Einzelinvestments beinhalten.**

Taleb rät davon ab, ein gesamtes Portfolio mit mittleren Risiken pro Investment einzugehen. Stattdessen empfiehlt er „Barbell-Strategie“, also eine **Komposition bestehend aus zwei Sub-Portfolios: einem ultrasicheren Portfolio sowie einem hochspekulativen Portfolio, das äußerst riskante Einzelinvestments mit einem asymmetrischen Auszahlungsprofil beinhaltet.** Wir wollen Gold daher jeweils im Kontext dieser beiden Sub-Portfolios besprechen.

1. Gold im ultrasicheren Sub-Portfolio

Zahlreiche Studien belegen, dass eine Gold-Beimischung die Wertschwankung eines Portfolios verringert und somit die statistischen Portfolioeigenschaften verbessert. **Da Gold, wie folgender Chart zeigt, mit den meisten anderen Anlageklassen kaum bzw. sogar negativ korreliert, spielt es oft eine wichtige Rolle bei der Diversifizierung von Portfolios.**

Langfristige Korrelation zwischen Gold und anderen Währungen und Assetklassen



Quelle: National Inflation Association, Incrementum AG

„Wenn jemand fragil ist, ist er davon abhängig, dass die Dinge genau so laufen wie geplant, mit so wenig Abweichungen wie möglich.“
Nassim Taleb

Zuvor haben wir Ihnen das Permanente Portfolio als zeitgemäßes sicheres Portfolio vorgestellt. Dieses beruht auch auf dem Diversifizierungsprinzip, wobei vier gleichgewichtete Anlageklassen, die im Einzelnen sehr wohl größere Schwankungen verzeichnen können (und damit fragil sind), sich gegenläufig entwickeln und dabei insgesamt stabile reale Renditen ohne das Risiko größerer Verluste erwirtschaften. **Das Permanente Portfolio ist somit kein antifrager, aber ein robustes Portfolio und eignet sich hervorragend als konservatives Kernportfolio (bzw. ultrasicheres Sub-Portfolio).**

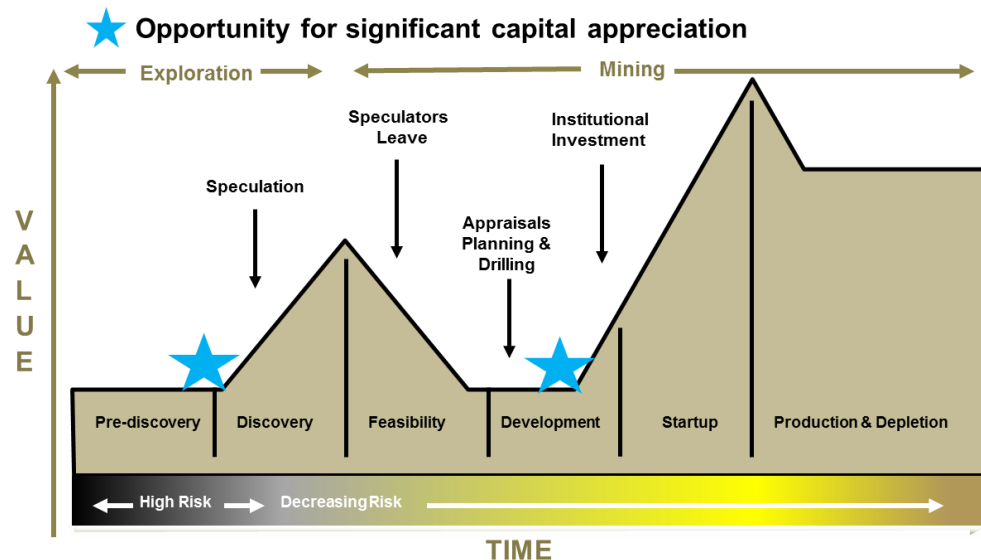
2. Gold im hochspekulativen Sub-Portfolio

Im hochspekulativen Sub-Portfolio kommen Investitionen zum Einsatz, die potenziell sehr hohe Renditen einbringen können, aber auch dementsprechend riskant sind. Wichtig ist jedoch, dass das Verlustrisiko begrenzt ist. Es eignen sich daher Investitionen, die ein

asymmetrisches Auszahlungsprofil aufweisen, wie etwa Optionen. Gold selbst kann in einem solchen Portfolio durchaus eine Rolle spielen, sofern es aktiv gemanagt und mitunter gehebelt wird.

Ein klar asymmetrisches Auszahlungsprofil mit Options-Charakter weisen u.a. Minen-Aktien auf.¹⁹⁴ Die unterschiedlichen Charakteristika und Risikoprofile eines Investments in Minenaktien erkennt man anhand nachfolgender Grafik.¹⁹⁵ Auch Goldminen-Fonds eignen sich mitunter gut für das hochspekulative Sub-Portfolio.

Typischer Zyklus einer Minenaktie



Quelle: Brent Johnson, Santiago Capital

Fazit:

Nassim Taleb hat mit Antifragilität ein hochinteressantes Konzept vorgelegt, dem Investoren einiges abgewinnen können. Statt in einer komplexen Welt notwendigerweise unvollständige und verzerrte Berechnungen von spezifischen Risiken durchzuführen und darauf aufbauend Portfolioallokationen vorzunehmen, empfiehlt er, Portfolios für verschiedene Szenarien zu rüsten. Bei einem fragilen Investment würden sich einige Szenarien als verheerend herausstellen, ein robustes Investment lieferte stabile Erträge unabhängig vom Umfeld. Ein antifragiles Investment verzeichnet in vielen Szenarien kleine Verluste und profitiert überproportional in Stressszenarien.

Wir sind zu der Erkenntnis gelangt, dass Gold in diesem Zusammenhang ein vieldimensionales Investment ist. Hinsichtlich seiner physischen Beständigkeit, der hohen Liquidität und des festen Vertrauenssockels ist es als robust einzuschätzen. Auch würden sich Worst-Case-Szenarien in Form eines Goldverbots oder einer Konkurrenz vonseiten der Kryptowährungen vermutlich nicht desaströs auswirken. Da aber der Goldpreis mitunter auch überhitzen, stark fallen und über lange Zeiträume relativ niedrig bleiben kann, ist Gold in dieser Hinsicht auch fragil. Doch die wichtigste Eigenheit des Goldes, nämlich, dass es sich reziprok zum Geldsystem verhält und ein wirksamer Inflations- und Krisenschutz ist, macht es durchaus antifragil.

“In other words, in order to achieve superior results, an investor must be able – with some regularity – to find asymmetries: instances when the upside potential exceeds the downside risk. That’s what successful investing is all about.”

Howard Marks

¹⁹⁴ Auf diese werden wir in Kapitel 10 noch detailliert eingehen.

¹⁹⁵ Brent Johnson in “A new Bull Market in Gold?!", Minutes of the Advisory Board Meeting, April 2016, S. 17, <http://www.incrementum.li/en/latest-news/a-new-bull-market-in-gold-9th-incrementum-advisory-board-discussion/>

Im Portfoliokontext kann Gold einerseits für Stabilität sorgen, da es ein geeignetes Diversifizierungsinstrument ist. Gut gemanagt, kann es auch in einem antifrügilen Portfolio Renditen generieren. Das gilt vor allem auch für Goldminenaktien bzw. für Goldminenaktienfonds.

c. Die Opportunitätskosten von Gold

“Time is Money’ is perhaps the simplest expression of the economic concept of opportunity cost: Forgoing one thing for something else. Interest rates represent nothing more than the “opportunity cost” of money, or of forgoing some amount of money today for the same at some future point in time. Assuming that cash in hand is normally used for consumption rather than savings, another way to look at interest rates is that they represent the opportunity cost of consumption today rather than at some point in the future: The higher the rate of interest, the higher the opportunity cost of consuming today, rather than tomorrow. This is the Iron Law of Money and Interest, available in all aspects.”¹⁹⁶

John Butler

Die Opportunitätskosten sind für die Entwicklung des Goldpreises essentiell. Wie hoch sind die konkurrierenden wirtschaftlichen Chancen und Risiken, die ich in Kauf nehme, wenn ich Gold halte? Realzinsen, Wachstumsraten der Geldmengenaggregate, Volumen und Qualität der Schulden, politische Risiken sowie die Attraktivität von anderen Assetklassen (insbesondere Aktien) sind unserer Meinung nach die wichtigsten Determinanten für die Goldpreisentwicklung. **Deshalb wollen wir uns auf den nächsten Seiten den wichtigsten Opportunitätskosten von Gold – insb. den Realzinsen und Aktien – widmen.**

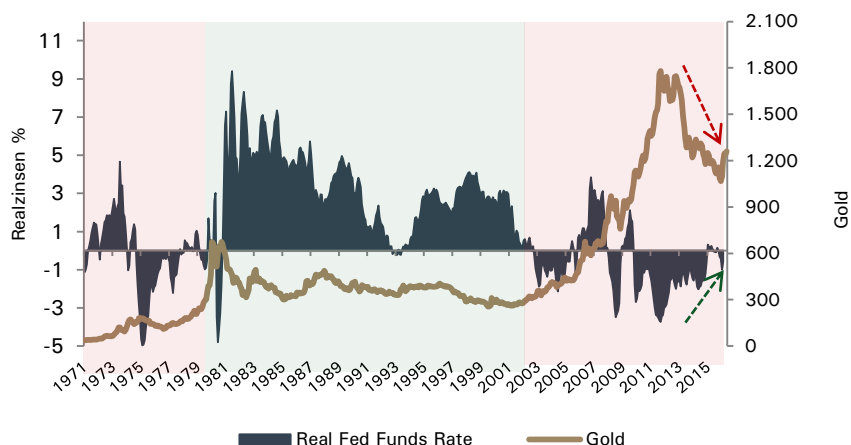
Realzinsen

Die nachfolgende Grafik bildet die Realzinsen¹⁹⁷ und den Goldpreis ab. Dabei springen zwei von überwiegend negativen Realzinsen geprägte Phasen ins Auge: zum einen die 70er Jahre und zum anderen der Zeitraum von 2002 bis heute. Beide Phasen stellten ein klar positives Umfeld für den Goldpreis dar. Man erkennt aber ebenso, dass auch die Tendenz der Realzinsen für die Goldpreisentwicklung relevant ist. So befanden sich die Realzinsen seit 2011 überwiegend im negativen Terrain, sie stiegen jedoch an und somit erhöhten sich die Opportunitätskosten von Gold, was ein widriges Umfeld bedeutete.

¹⁹⁶ Vgl. “The Iron Law of Money”, John Butler, GoldMoney Research

¹⁹⁷ Fed Funds Rate abzüglich der Preisinflationsrate

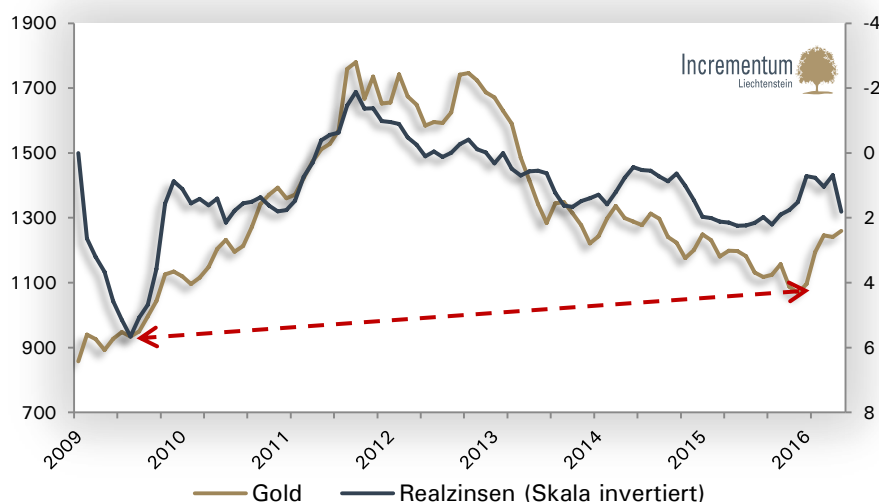
Realzinsen vs. Goldpreis seit 1971



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Anhand einer kurzfristigeren Betrachtung der Realzinsen lässt sich die oben formulierte Vermutung besser erkennen. Seit Ende 2011 befinden wir uns in einer Phase steigender Realzinsen, was sich wiederum in fallenden Goldpreisen niederschlägt. Im Jahr 2009 antizipierte Gold die Trendwende in Richtung fallender Realzinsen bereits korrekt. **Ähnlich könnte sich die Situation auch aktuell darstellen, d.h. dass Gold bereits fallende Realzinsen diskontiert.**

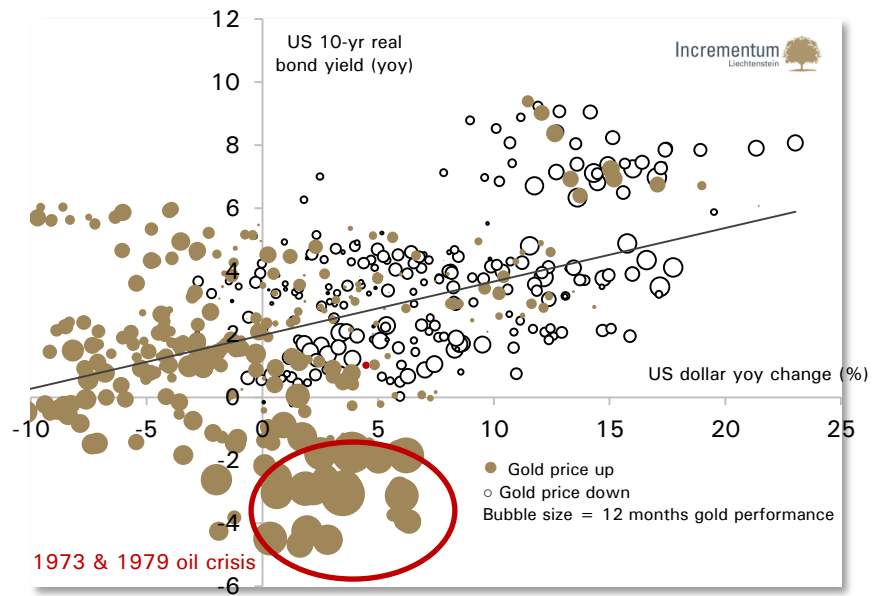
Gold vs. Realzinsen (invertierte Achse)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Im nachfolgenden Chart ist veranschaulicht, wie sich der annualisierte Goldpreis seit 1973 im Umfeld des handelsgewichteten Dollarindex sowie der realen 10y-Bondrenditen entwickelt hat. Goldene Kugeln stehen für ein Anwachsen des Goldpreises, weiße Kugeln für ein Fallen desselben; je größer die Kugeln, desto ausgeprägter die Preisentwicklung. Es lässt sich erkennen, dass Gold seine besten Jahre vorrangig in einem Umfeld einer schwächeren Dollarentwicklung hatte, wohingegen stärkere Dollarjahre und höhere Realzinsen meist mit Preisrückgängen bei Gold verbunden waren. **Seine stärksten Preisanstiege erfuhr Gold während der Ölpreiskrisen 1973 und 1979, als die Realzinsen negativ waren und auch der US-Dollar sich verhalten entwickelte. Dies ist unserer Meinung nach ein Szenario, das heute wieder zunehmend realistisch erscheint.**

Realzinsen und der US-Dollar vs. Goldpreis



Quelle: Société Générale, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

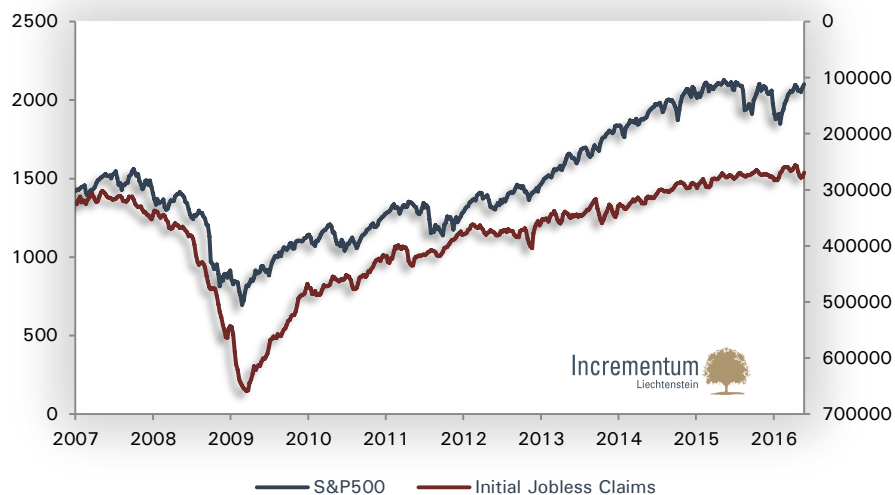
Fazit:

Eine langfristig negative Goldpreisentwicklung müsste mit steigenden bzw. konstant positiven Realzinsen einhergehen. Aufgrund der mittlerweile erreichten Schuldenniveaus – auf Ebene der Staaten, der Unternehmen aber auch der Privathaushalte – halten wir dies für schwer vorstellbar. **Die Notenbanken sind schon längst zu Gefangenen der Überschuldungspolitik avanciert.**

Aktien

Im Zuge der zuvor beschriebenen Vermögenspreisinflation zählten Aktien als klassische Sachwerte zu den größten Profiteuren. Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man die hohe Korrelation zwischen Arbeitsmarktentwicklung und S&P500 (invertierte Skala). Die seit 2009 deutlich rückläufigen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe manifestierten sich auch in einer größeren Zuversicht und in der Folge in höheren Aktienkursen. Es scheint nun jedoch so, als würde sich die Tendenz am Arbeitsmarkt umkehren. **Dies könnte auch das Ende des Aktien-Bullenmarktes signalisieren.**

Initial Jobless Claims (rechte Skala, invertiert) vs. S&P 500 (linke Skala)



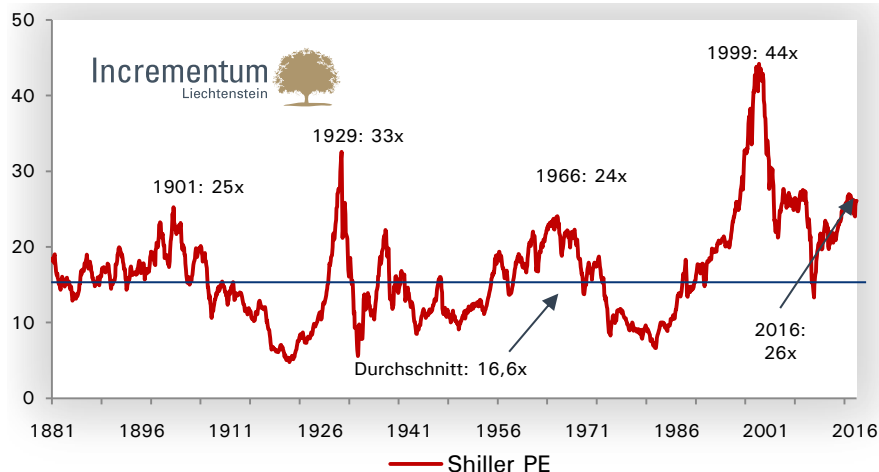
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

“My fear is that because interest rates are suppressed, therefore earnings are inflated. So when rates go up ... the hall of mirrors is shattered and we look at each other and see what actually is real rather than what the Fed wants us to believe.”

Jim Grant

Selbstverständlich scheint auch ein Blick auf die Bewertungsniveaus angebracht. Für eine langfristige Standortbestimmung eignet sich das sogenannte Shiller-KGV.¹⁹⁸ Gemäß dieser Bewertungskennzahl scheinen die Aussichten für US-Aktien nicht rosig, die Bewertung befindet sich keineswegs auf „Schnäppchen-Niveau“. So liegt das aktuelle Shiller-KGV bei 26 und wurde in der 134-jährigen Historie erst zweimal übertroffen. Der langfristige Durchschnitt liegt bei 16,6 und somit deutlich unter dem aktuellen Stand.

Shiller KGV seit 1881

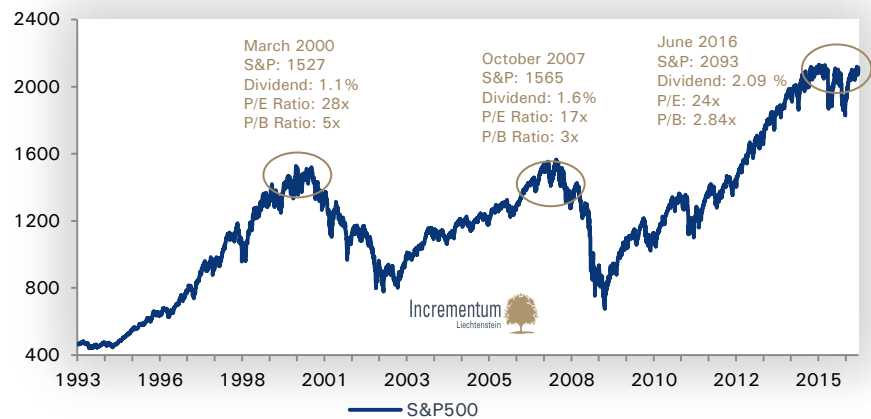


Quelle: Prof. Robert Shiller, Incrementum AG

Auch wenn wir uns die letzten beiden Market-Tops im S&P 500 und die Bewertungskennzahlen zu dieser Zeit ansehen, so erscheint eine Fortsetzung der Aktien-Hausse als eher unwahrscheinlich. Der Aufwärtstrend ist gebrochen, der Markt hat ein Plateau erreicht, von welchem er im vergangenen Jahr schon zweimal kurzfristig weggebrochen ist.

¹⁹⁸ Um konjunkturelle Schwankungen zu glätten berechnet es den inflationsbereinigten Gewinndurchschnitt der letzten 10 Jahre.

S&P 500 und Bewertungskennzahlen bei Market Peaks

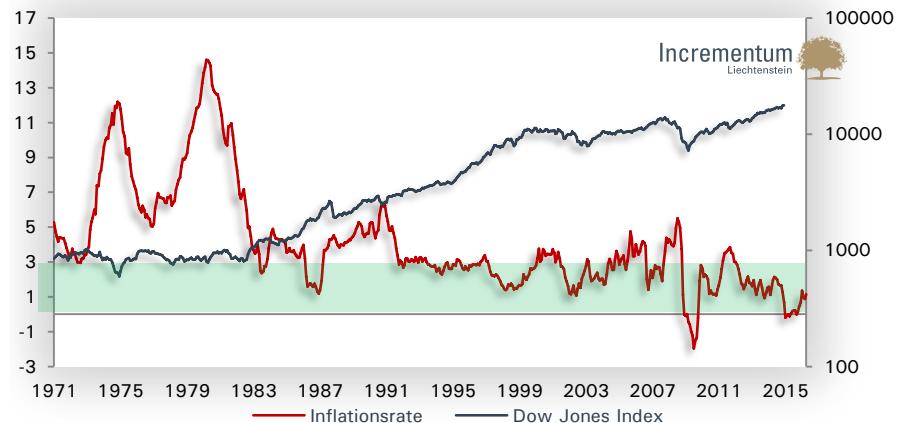


Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

“Ultimately, investors will need to choose where to place their faith – in history books or in crystal balls.”
Jordan Eliseo

Nicht nur für Gold, sondern auch für Aktien ist die Inflationsrate von entscheidender Bedeutung. Gemäß unserer Inflations-Analysen zeigt sich, dass Aktien bei einer Preisinflationsrate in Höhe von +1% bis +3% das beste Umfeld vorfinden. Dieser „Wohlfühlkorridor“ wurde beispielsweise in den 70er Jahren beständig verlassen, die Aktienmärkte tendierten nominell seitwärts, real jedoch deutlich im Minus. Auch Zeiträume mit relativ hohen Inflationsraten wie z.B. 2000-2002, 2005 oder 2007 bis Mitte 2008 bedeuteten ein tendenziell negatives Umfeld für die Aktienmärkte.¹⁹⁹ Sollten also – wie von uns erwartet – sukzessive Inflationssorgen eingepreist werden, so würde dies definitiv Gegenwind für Aktien bedeuten.

US-Inflationsrate und Dow Jones Index seit 1971



Quelle: Incrementum AG, Wellenreiter Invest, Federal Reserve St. Louis

Fazit:

(US-)Aktien sind im Vergleich zu historischen Bewertungsniveaus äußerst ambitioniert bewertet. Eine Rückkehr zum Mittel erscheint nur eine Frage der Zeit, insb. sobald Inflationssorgen aufkommen sollten. **Es scheint, als würde die Aktienmarktrally mittlerweile ins Stottern geraten. Einen Vorgeschmack darauf, wie die Welt bei entgegengesetzter Fahrtrichtung aussehen könnte, gab der Jahresbeginn, als die Aktienmärkte einbrachen und Gold in einen neuen Bullenmarkt einbog.**

¹⁹⁹ Vgl. Wellenreiter-Invest, Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn

DIE WELT DER EDELMETALLE



SEIT 1862

Investment & Recycling

bei Österreichs führender Edelmetall-Scheideanstalt



Wir bieten Ihnen für jede Geldanlage die richtige Barrengröße - damit können Sie Sicherheit aufbauen, Stück für Stück in 11 Größen - von 1 bis 1000 Gramm.

Österreichische Gold- und
Silber-Scheideanstalt Ges.m.b.H.
1230 Wien, Liesinger-Flur-Gasse 4
T 01 866 46, office@oegussa.at, www.oegussa.at

Filialen in Wien | Linz | Salzburg | Innsbruck | Dornbirn | Graz | Klagenfurt

Faires Gold

zertifiziert
konfliktfreie
Lieferkette



Certified Member
0000 0489
www.oegussa.at



Certified Number
C0000 0018
www.oegussa.at

9. BEWERTUNGEN, SZENARIEN UND PREISZIELE

“Value does not exist outside the consciousness of men.”

Carl Menger

Treue Leser unseres Reports wissen: Bewertungen sind stets subjektiv. Sie liegen im Auge des Betrachters und variieren mitunter deutlich. Objektive Faktoren, wie beispielsweise die Produktionskosten sind für die Bewertung meist unerheblich. Beispielsweise ist der Marktwert eines Meisterwerkes von Vincent van Gogh deutlich höher als dessen Produktionskosten; ein Glas Wasser inmitten der Wüste wird deutlich anders bewertet als eines am Ufer des Wolfgangsees.

Im Vorjahr hatten wir uns entschlossen, **das langfristige Kursziel von US-Dollar 2.300 auf einen zeitlichen Horizont von drei Jahren – also bis Juni 2018 – festzulegen.** Dem liegt die Prämisse zugrunde, dass die Inflationstendenz drehen wird. Wie im Report ausführlich dargelegt, fühlen wir uns von den Geschehnissen bestätigt und halten weiterhin an unserem Kursziel fest. Im Folgenden wollen wir unter dieser Perspektive einige Bewertungen vornehmen.

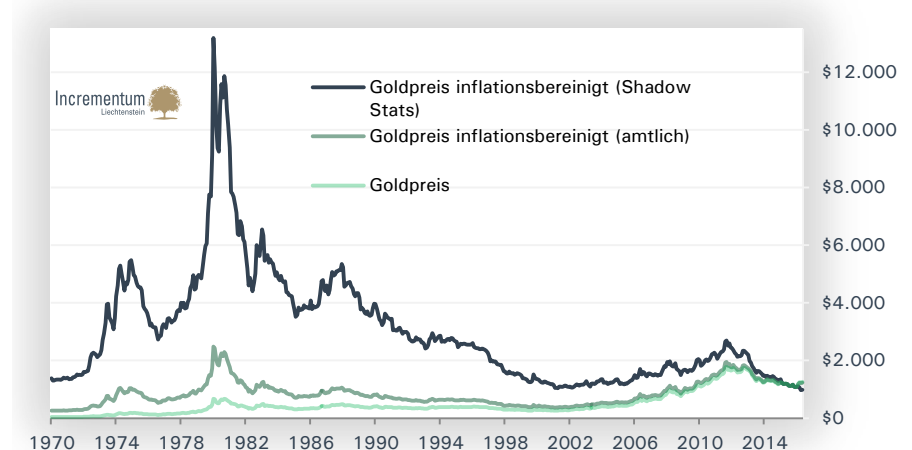
a. Gold: Absolute Preisvergleiche

“In reality there is no such thing as an inflation of prices, relatively to gold. There is such a thing as a depreciated paper currency.”
Lysander Spooner

Ein absoluter Preisvergleich eines Gutes, das in einer Fiat-Währung denominiert ist, ist aus unserer Sicht insbesondere über längere Zeiträume irreführend. Die Qualität eines Dollar heute unterscheidet sich maßgeblich von einem Dollar des Jahres 1980 oder auch eines Dollar des Jahres 2000. Als der Goldpreis sein finales Allzeithoch im Jänner 1980 bei einem Preis von 850 US-Dollar markierte, lag das durchschnittliche amerikanische Haushaltseinkommen bei rund 17.000 US-Dollar pro Jahr. Heute würde man mit einem solchen Haushaltseinkommen bereits weit unterhalb der Armutsgrenze leben. Auch der Verschuldungsstand hat sich seitdem signifikant verändert. Waren die USA zum Zeitpunkt des Allzeithochs 1980 noch mit 863 Mrd. US-Dollar verschuldet, so liegt der Betrag heute bei 19,2 Billionen Dollar – er ist also um mehr als den Faktor 22 angewachsen.

Eine Möglichkeit, das Problem der intertemporalen Unvergleichbarkeit von Preisen aufgrund der ständigen Geldentwertung zu berücksichtigen, sind inflationsbereinigte Zeitreihen. Nachfolgend stellen wir den Goldpreis sowohl nominell als auch inflationsbereinigt dar. Auf Veränderungen hinsichtlich der Methode der Inflationsberechnung und deren Konsequenzen auf die Teuerungsrate hatten wir bereits hingewiesen. Eine korrekte Kaufkraftbereinigung ist aufgrund von vielen Problemen im Zusammenhang mit der Messung der Teuerung schwierig. Um zwei unterschiedliche Perspektiven zu berücksichtigen, bereinigen wir den Goldpreis im Folgenden sowohl mit dem „amtlichen“ Consumer Price Index als auch mittels der Shadow Stats-Inflationsdaten.

Goldpreis nominell, bereinigt durch CPI und bereinigt mit Shadow Stats



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Shadow Stats, Incrementum AG

Man erkennt, dass Gold derzeit in beiden Fällen (amtlich bereinigter Goldpreis und Goldpreis inflationsbereinigt mittels Shadow Stats-Inflationsdaten) deutlich unter den inflationsbereinigten Höchstständen notiert. Das Hoch aus 1980 entspricht, bereinigt um die offiziellen CPI-Teuerungsdaten, einem Preis von USD 2.481. Wenn man die Shadow Stats-Zahlen zur Bereinigung heranzieht, liegt der Höchststand etwa bei USD 13.177. Sowohl nominell, aber insbesondere auch inflationsbereinigt sind wir also derzeit weit bzw. sehr weit von den einstigen Höchstständen entfernt.

b. Gold: Relative Preisvergleiche

“The most important of these rules is the first one: the eternal law of reversion to the mean (RTM) in the financial markets.”
John Bogle

Eine andere Möglichkeit der Bewertung sind relative Preisvergleiche (im englischen „Ratios“ genannt). Diese geben die Tauschverhältnisse zweier Güter im Laufe der Zeit an. Diese Darstellung ist insbesondere dann vorteilhaft, wenn man das Austauschverhältnis zweier Güter mit normierter Qualität über die Zeit vergleicht. Wir haben uns angesehen, wie sich die Kaufkraft von Gold ausgedrückt im Tauschverhältnis zu anderen Gütern über die letzten Dekaden verhielt. Langfristig ist bei diesen Tauschverhältnissen von einer Rückkehr zum Mittelwert auszugehen.

Das Gold/Öl-Ratio: Extremwert erreicht

Stark steigender Ölpreis wäre ein schwarzer Schwan für die Finanzmärkte!

Ein spannendes Austauschverhältnis ist das Verhältnis des Goldpreises zum Ölpreis. Während Gold ein monetärer Rohstoff ist, ist Öl der wichtigste Verbrauchsrohstoff. Die Schwankungsbreite von Gold vis-à-vis Öl ist geringer als gegenüber anderen Rohstoffen. Lange Trends sind nicht feststellbar, jedoch sind die Extremwerte interessant, welche bislang jeweils von ölspezifischen Ereignissen getrieben waren.

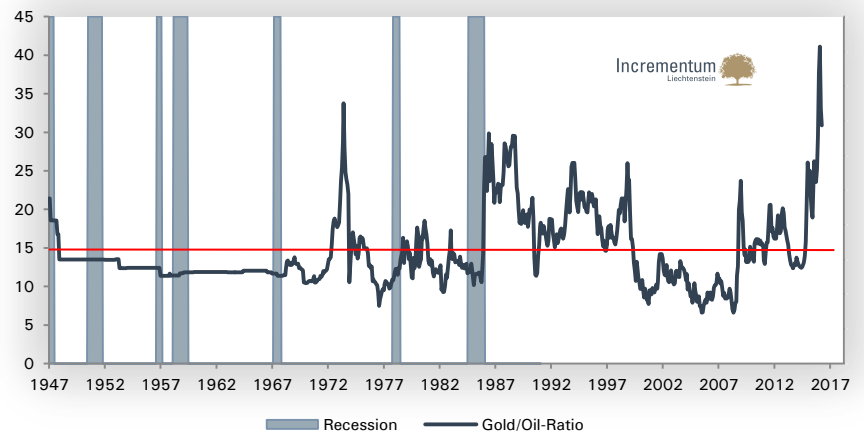
“Over time, there’s a very close correlation between what happens to the dollar and what happens to the price of oil. When the dollar gets weak, the price of oil, which, as you know, and other commodities are denominated in dollars, they go up. We saw it in the ‘70s, when the dollar was savagely weakened.”

Steve Forbes
“IN GOLD WE TRUST” 2016

Aktuell erhält man für eine Unze Gold fast 30 Barrel Öl, dies liegt deutlich über dem langfristigen Durchschnitt in Höhe von 14. Erst kürzlich lag der aktuelle Tauschwert auf dem höchsten Stand seit Anfang der 1970er Jahre. Öl scheint insofern in Relation zu Gold klar unterbewertet. Eine Rückkehr in Richtung Mittelwert wäre im Rahmen eines inflationären Umfeldes durchaus vorstellbar: In einem solchen Szenario würde Öl also noch stärker steigen als der Goldpreis. Dies wäre wohl für das Gros der Marktteilnehmer ein absolut schwarzer Schwan. Bei einem Goldpreis von 2.300 US-Dollar und einer Normalisierung des Gold/Öl Ratio in Richtung 20 läge der Ölpreis bei 115 US-Dollar – ein

Wert, der für die meisten Marktteilnehmer mittlerweile nicht einmal als extremes „tail-risk“-Event in Erwägung gezogen wird.

Gold/Öl-Ratio seit 1947

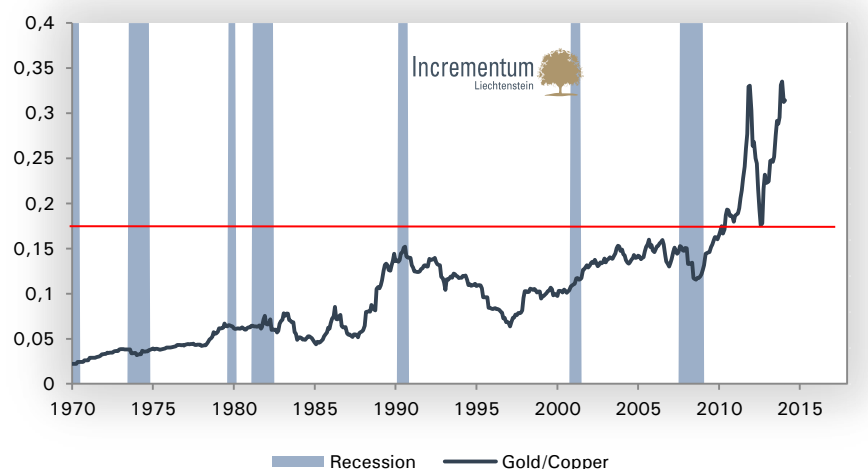


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Das Gold/Kupfer-Ratio: Ein Konjunktur-Ratio

Kupfer ist wohl das Industriemetall schlechthin. Es findet zahlreiche Anwendungsgebiete in diversen Bereichen der Wertschöpfungskette verschiedenster Produkte. Interessant dabei ist, dass sich in der Vergangenheit Höchststände sowohl in Zeiten inflationärer als auch deflationärer Krisen ausbilden konnten. **Generell kann man aber feststellen, dass sich der Goldpreis in Phasen großer wirtschaftlicher Unsicherheit (z.B. Ölkrise und deren Folge, Lehman-Krise) deutlich stärker als der Kupferpreis entwickelte.** Aktuell erkennt man, dass die Unsicherheit bereits abermals angestiegen ist – das Ratio befindet sich seit Ende 2014 wieder in einem Aufwärtstrend. Der Mittelwert liegt bei 0,17 und somit deutlich unterhalb des aktuellen Wertes. Extremwerte sind in der aktuellen Rally jedoch noch nicht erreicht. Bei einer sich weiter abschwächenden globalen Wirtschaftsdynamik wäre ein weiterer Anstieg durchaus denkbar.

Gold/Kupfer²⁰⁰ Ratio seit 1970



Quelle: Incrementum AG

²⁰⁰ LME-Copper Grade A Cash US\$/MT

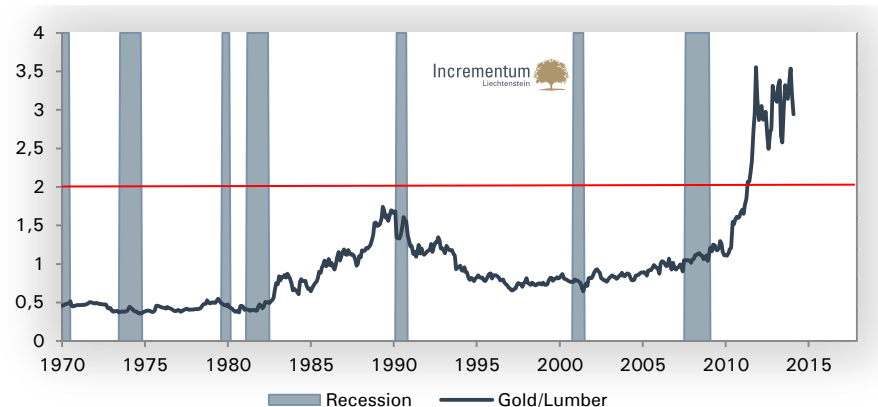
“The unique combination of Lumber and Gold is an intermarket relationship that has been anticipatory of future economic activity and risk appetite across asset classes outside of commodities.”

Charles Bilello & Michael Gayed

Das Gold/Lumber-Ratio:²⁰¹ Vom Kreditzyklus beeinflusst

Die Aktivitäten des amerikanischen Housing-Sektors zählen zu den wichtigsten Frühindikatoren. Bauholz (engl. „lumber“) ist hierbei einer der wichtigsten Grundstoffe und reagiert höchst sensitiv auf Veränderungen am US-Immobilienmarkt. Dieser wiederum ist maßgeblich vom langfristigen Kreditzyklus beeinflusst. Ein steigendes Ratio (also Gold mit relativer Stärke gegenüber Lumber) signalisiert sich abschwächende Hausbauaktivitäten und vice versa. Anhand der Grafik erkennt man, dass das Ratio in den 1970er Jahren deutlich anstieg und ab 1980 die relative Stärke von Lumber begann, welche sich erst 2006 eindeutig umkehren konnte.

Gold/Lumber²⁰²-Ratio seit 1970



Quelle: Incrementum AG

Gold/Silber-Ratio: Der Inflations-Deflationsindikator

Die bisher beschriebenen Verhältnisse waren konjunkturbasierte Indikatoren. Das Gold/Silber-Ratio hingegen ist ein Spezialfall, denn es dient als exzellenter Indikator für die Wechselwirkungen zwischen Inflation und Deflation. Der ökonomische Hintergrund ist plausibel: Silber hat einen Hybridcharakter mit einerseits monetären Eigenschaften und andererseits industrieller Nachfrage. Insbesondere bei steigender Inflation kommt der monetäre Charakter des Metalls zum Vorschein. Der verhältnismäßig kleine Markt reagiert sensibel auf Geldflüsse aus den Finanzmärkten (siehe auch Marktkapitalisierungen im Vergleich), der Silberpreis steigt während Goldbullenmärkten meist noch stärker als der Goldpreis. Die industrielle Verwendung von Gold ist hingegen gering, die Nachfrage ist in erster Linie monetärer Natur (wobei man Schmuck durchwegs als monetäre Nachfrage sehen kann). Zudem profitiert Gold auch in deflationären Phasen. **Insofern kann man das Gold/Silber-Ratio auch als Deflations/Reflations-Verhältnis bezeichnen.**²⁰³

“It is health that is real wealth and not pieces of gold and silver.”
Mahatma Gandhi

²⁰¹ Vgl. dazu die hervorragende Studie “Lumber: Worth Its Weight in Gold”, Charles Bilello, Michael Gayed

²⁰² Lumber Random Length CME 1st Futures

²⁰³ Vgl. “In Gold we Trust Report 2014”

Gold/Silver Ratio seit 1970



Quelle: Incrementum AG

Das seit 2011 ansteigende und mittlerweile relativ hohe Gold/Silber-Ratio von gegenwärtig 74 ging mit einer disinflationären Entwicklung einher. Dies könnte sich jedoch bereits im zweiten Halbjahr deutlich verändern, wenn der Basiseffekt die Inflationsraten nach oben treibt und damit ein deutliches Potenzial für steigendes Silber eröffnet.

c. Kapitalisierungen im Vergleich

Vergleicht man die Marktkapitalisierung von Gold und Silber mit anderen Anlageklassen, so erkennt man, wie unterrepräsentiert der Edelmetallsektor nach wie vor ist.

Turmbau des Weltfinanzsystems: Wie Gold und Silber im Vergleich zu anderen Vermögensklassen bewertet werden (in Mrd. US-Dollar)

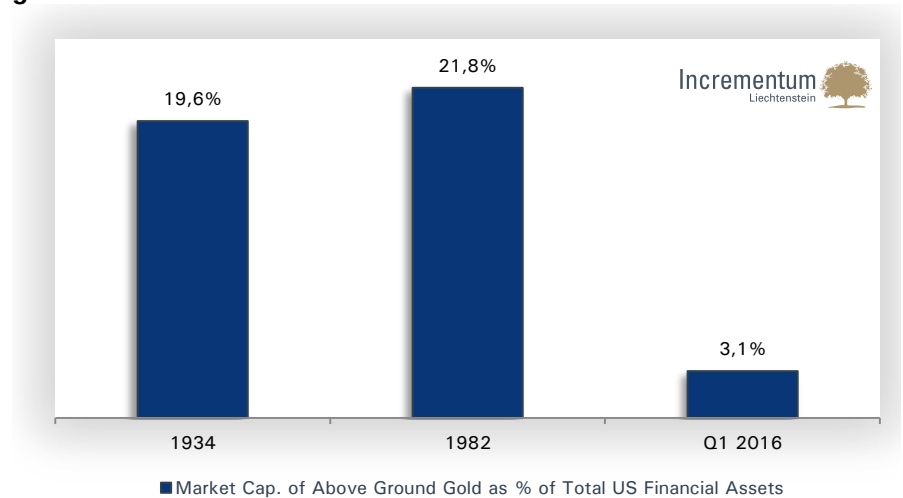
	Mrd. US-Dollar
Weltweite Verschuldung (per Ende 2014)	199.000
Welt-Rentenmarktkapitalisierung	139.000
Welt-Aktienmarktkapitalisierung (Mai 2016)	62.616
Privates US-Immobilienvermögen (September 2015)	24.981
Marktwert allen geförderten Goldes (bis Ende 2015)	7.640
Wert aller privaten Goldbestände und der Zentralbankbestände	2.907
Marktwert allen geförderten Silbers	928
Marktkapitalisierung Apple (teuerste Aktie)	511
Wert der Silbergesamtförderung abzgl. Verbrauch	465
Goldproduktion der Minen 2015	127
Marktkapitalisierung Goldminenindex HUI	123
Silberlagerbestände 2015	44
Silberproduktion aller Minen 2015	15

Quelle: Silberjunge.de, Bloomberg, Reuters, BIS, World Federation of Exchanges, CPM, WGC (Silberpreis: 16,05 US-Dollar, Goldpreis: 1.182 US-Dollar)

Auch ein historischer Vergleich zwischen dem Wert des weltweiten Goldbestandes und dem US-Finanzvermögen bestätigt diese Annahme: Derzeit entspricht der Wert des gesamten geförderten Goldes – also ca. 183.000 Tonnen – lediglich 3,1% der Marktkapitalisierung des US-amerikanischen Finanzvermögens. Nach den letzten beiden Währungsabwertungen des Dollars gegenüber Gold, machte der Goldbestand 19,6% respektive 21,8% aus.

“We tend to focus on assets and forget about debts. Financial security requires facing up to the big picture: assets minus debts.”
Suze Orman

Marktkapitalisierung des weltweiten Goldbestandes in % der gesamten US-Finanzsassets



Quelle: Tocqueville Asset Management, Incrementum AG

d. Bei Teuerung: Silber!

Analog zum Goldpreis wollen wir uns auch den um die Geldentwertung bereinigten Silberpreis ansehen. Bereits der aktuelle nominelle Silberpreis scheint nicht extrem teuer. **Bereinigt um die CPI- und Shadow Stats-Teuerungsraten, befindet sich der Silberpreis jedenfalls auf historisch günstigem Niveau.**

Inflationsbereinigter Silberpreis



Quelle: National Inflation Association

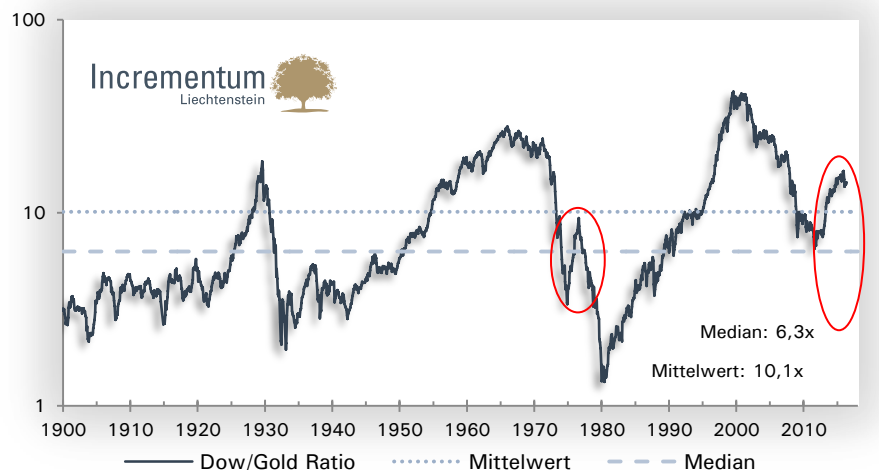
Sollte unsere Grundannahme einer drehenden Inflationstendenz eintreten, ist Silber wohl eine der besten Anlagemöglichkeiten, um in den kommenden Jahren von der steigenden Inflationstendenz zu profitieren. **Bei einem Goldpreis von 2.300 US-Dollar und einem Gold/Silber Ratio von 40 (welches uns bei steigender Teuerung durchwegs realistisch erscheint) ergibt sich ein Silberpreis von 57,5 US-Dollar.**

*“Only the individual thinks.
Only the individual reasons.
Only the individual acts.”*
Ludwig von Mises

e. Der Goldpreis als Reflexion subjektiver Einschätzungen ökonomischer Weltbilder

Wie erwähnt, sind Bewertungen subjektiv. Gerade bei der Bewertung von Anlagegütern spielen Annahmen über die Zukunft eine zentrale Rolle. Das vielleicht bekannteste, aber dennoch aufschlussreiche Ratio ist das Dow/Gold-Ratio. Dieses spiegelt unserer Meinung nach die jeweils herrschende Einschätzung der Marktteilnehmer gegenüber den zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklungen bereinigt um Teuerungsängste wider. Die Extrema hinsichtlich positiver Übertreibung sind im vergangenen Jahrhundert in 1929, 1966 und im Jahr 2000 aufgetreten. Nach der Finanzmarktkrise war erst in den Jahren 2013-2015 ein signifikanter Anstieg zu vermerken. Dieser ist durchaus damit zu begründen, dass sich hier die Meinung durchsetzen könnte, dass die Krise überwunden sei und steigende Teuerung keine Bedrohung darstellte.

Dow/Gold-Ratio seit 1900



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Wie wir dargelegt haben, erwarten wir, dass dieses Narrativ der gesunden Wirtschaft nicht mehr allzu lange aufrechterhalten werden kann. Sollte der Glaube an jenes verlorengehen, wäre von einem deutlichen Verfall des Ratios auszugehen; der Goldpreis würde sich also wieder stärker als die Aktienpreise entwickeln.

Bei einem Goldpreis von 2.300 US-Dollar und einem Dow/Gold Ratio von 5 wäre der Dow Jones 11.500 Punkte wert.

f. Zusammenfassende Bewertung

Eine Rückkehr der Teuerung haben die wenigsten Marktteilnehmer auf dem Radar. Unsere Überlegungen fußen auf der Erwartung, dass eine inflationäre oder auch stagflationäre Phase auf uns zukommt, da die getroffenen Maßnahmen keine nachhaltige ökonomische Gesundung auslösen können. Sollten wir Recht behalten und es im Jahr 2018 deutlich höhere Goldpreise geben, wird eine solche Neuausrichtung der Preise nicht isoliert passieren. **Für dieses Szenario haben wir, basierend auf historischen Austauschverhältnissen, mögliche Preise für Öl, Silber und den Dow Jones berechnet.**

Verhältnis	Wert	Preis in USD
	Gold	2300
Gold/Öl = 20	Öl	115
Gold/Silber = 40	Silber	57,5
Dow/Gold = 5	Dow Jones	11.500

10. GOLDMINENAKTIEN

„I guess what I'm trying to say, is that if I can change, and you can change, everybody can change!“

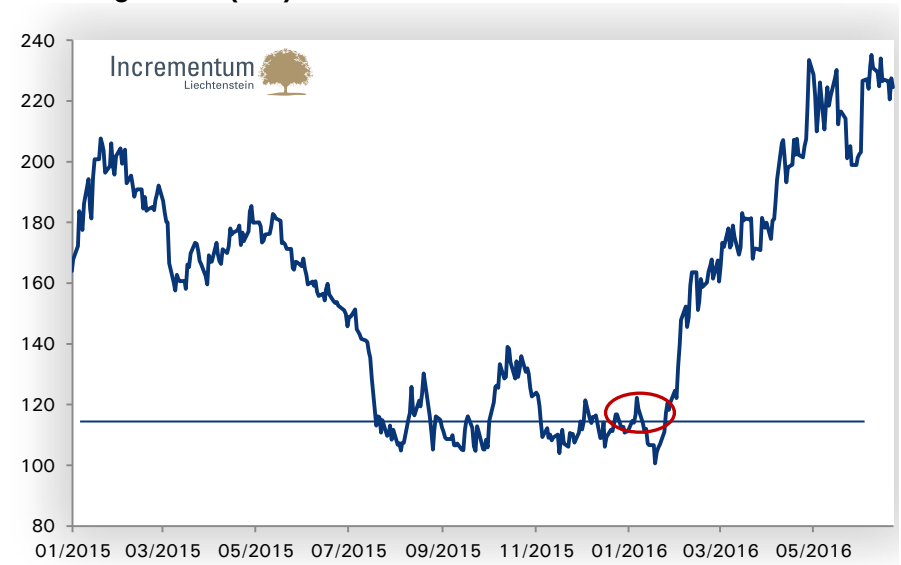
Rocky Balboa, Rocky IV

“We are starting to see real distress. The sector is mining at a loss in order to keep its debt payments up. The industry is struggling with survival.”

**Mark Bristow, CEO
Randgold Resources,
August 2015**

Als unser letzter Goldreport erschien, stand der Gold Bugs Index bei 152 Punkten. Der finale Tiefpunkt wurde am 19. Jänner 2016 markiert, nachdem zuvor die Marke von 104 bereits mehrmals erfolgreich getestet worden war. Das kurze (intraday-)Abtauchen bis unter die Marke von 100 könnte sich als eine der größten Bärenfallen der Geschichte herausstellen. Anschließend setzte ein fulminanter Aufwärtstrend ein, im Zuge dessen sich die Minenaktien innerhalb weniger Monate mehr als verdoppelten. **Auf den folgenden Seiten werden wir erläutern, wieso wir davon ausgehen, dass dieser Ausbruch lediglich die Beendigung des zyklischen Bärenmarktes markierte und wieso der Höhenflug der Miner gerade erst begonnen hat.**

Gold Bugs Index (HUI) seit Jänner 2015



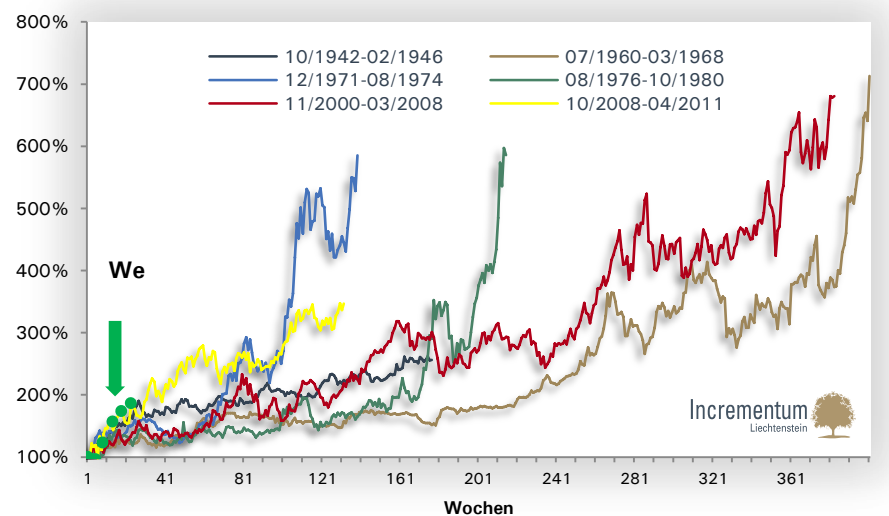
Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG,

a. Standortbestimmung und relative Bewertung der Minenaktien

Auch wenn Minenaktien seit Jahresbeginn ein fulminantes Comeback feiern, so ist die Skepsis seitens der Marktteilnehmer weiterhin groß. Unisono heißt es, dass die Aktien bereits (zu) hoch bewertet seien und die impulsive Bewegung lediglich ein „dead cat bounce“²⁰⁴ sei.

Werfen wir einen Blick auf alle Bullenmärkte des Barrons Gold Mining Index (BGMI)²⁰⁵, so erkennt man, dass der aktuelle Aufwärtstrend im Vergleich zu vorangegangenen noch relativ kurz und gering ausfällt. Sollten wir uns somit wirklich am Beginn einer ausgeprägten Trendphase bei den Minern befinden – wovon wir ausgehen – so dürfte noch ausreichend Aufwärtspotenzial vorhanden sein.

Bullenmärkte im Vergleich: BGMI Bullenmärkte seit 1942



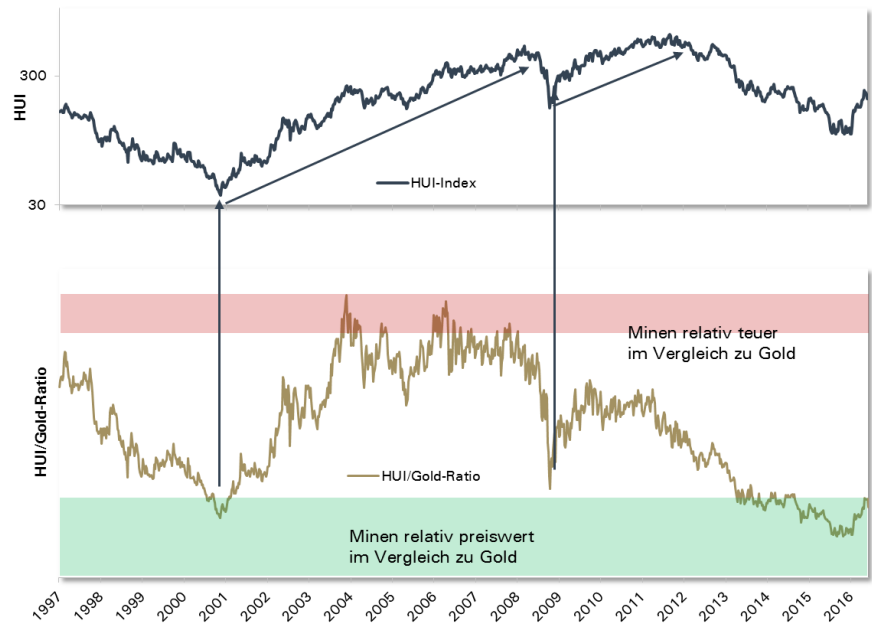
Quelle: Sharelynx, Nowandfutures, Barrons, Incrementum AG

*“Where one thing falls,
another grows. Maybe not
what was there before, but
something new and
wonderful all the same.”
Bambi’s mother*

In Relation zum Goldpreis tendieren die Goldaktien im Gold Bugs Index auf dem gleichen Stand wie im Jahre 2001, als der Gold-Bullenmarkt begann. Allein das ist ein starkes Argument dafür, dass Miner im Vergleich zu Gold preiswürdig erscheinen. Man erkennt anhand folgender Grafik aber auch, dass die Minenaktien lediglich in der Phase von 2001 bis 2004 den Goldpreis outperformen konnten. Die Gründe für die so enttäuschende Entwicklung der Miner in der Phase nach 2004 sowie die grundlegenden Probleme in der Branche haben wir im Vorjahr im Kapitel „Wieso perform(t)en Miner so schwach?“ ausführlich erläutert. Dort schilderten wir jedoch auch, dass die Branche einen Prozess der kreativen Zerstörung und der fundamentalen Neuorganisation durchlaufen hat. Infolgedessen gehen wir davon aus, dass Minen auf Sicht der nächsten Jahre den heißersehten Hebel auf Gold bieten werden.

²⁰⁴ Wikipedia: **Dead-Cat-Bounce** (dt. *Hüpfer einer toten Katze*) ist eine Metapher an den Finanzmärkten. Sie beschreibt die nicht nachhaltige Erholung eines Wertpapierkurses oder Wertpapierindex' nach einem starken, meist länger andauernden Einbruch. Der Begriff ist abgeleitet von dem zynischen englischen Sprichwort: *“Even a dead cat will bounce if it is dropped from high enough!”*
²⁰⁵ Seines Zeichens der älteste verfügbare Goldindex. Der Index kann unter www.bgmi.us bezogen werden.

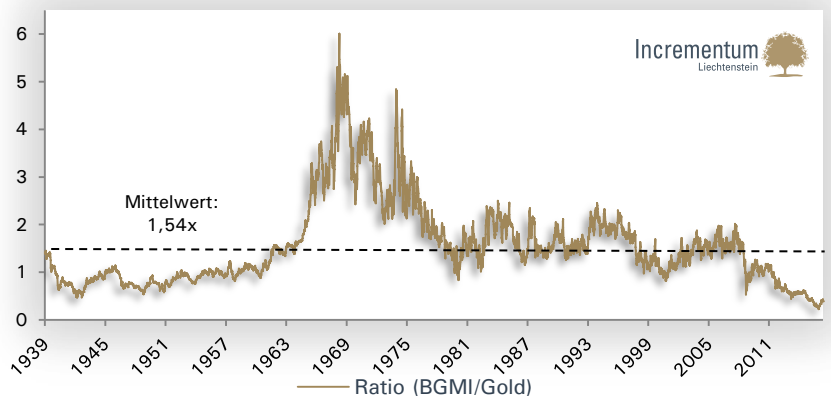
HUI-Index und HUI/Gold-Ratio



Quelle: WiWo, Bloomberg, Incrementum AG

Anhand eines sehr langfristigen Vergleichs erkennt man das wahre Ausmaß der Unterbewertung der Minenaktien noch deutlicher. Der Barrons Gold Mining Index (BGMI) hat zuletzt relativ zu Gold den tiefsten Stand seit 70 Jahren markiert. Mit einem Stand von 0,4x liegt er signifikant unter dem langfristigen Mittelwert von 1,54x.

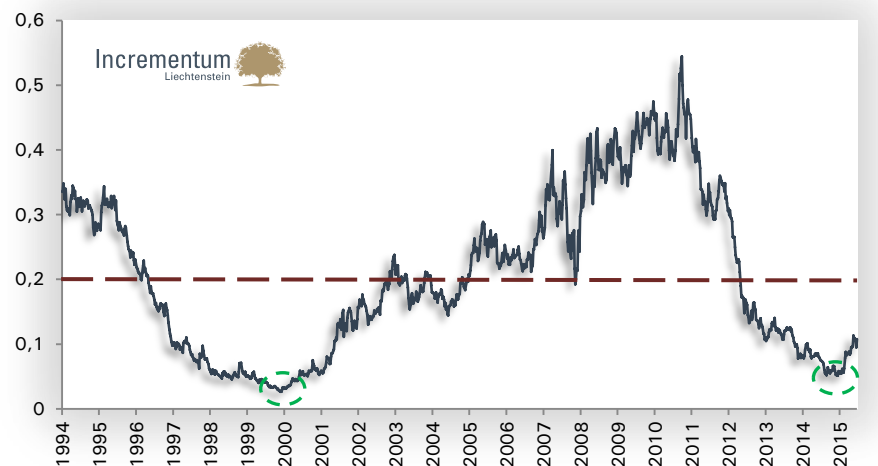
BGMI/Gold-Ratio auf tiefstem Stand seit 1942



Quelle: Nick Laird, Sharelynx.com, www.nowandfutures.com, Barrons, Incrementum AG

Sehen wir uns die Minenaktien in Relation zum breiten Aktienmarkt (S&P500) an, so erkennt man, dass dem Gold-Sektor seit 2011 extrem viel Skepsis entgegengebracht wird. Die Ratio-Linie lag bis vor kurzem auf dem tiefsten Stand seit 2000 und scheint nun wieder nach oben zu tendieren. Der Durchschnitt seit 1994 liegt bei 0,2 und somit doppelt so hoch wie der aktuelle Ratio-Stand von 0,1. Allein im Sinne einer Rückkehr zur Mitte signalisiert dies ein deutliches Aufwärtspotenzial bei Goldaktien bzw. ein Abwärtsrisiko beim S&P 500.

HUI/S&P500 Ratio

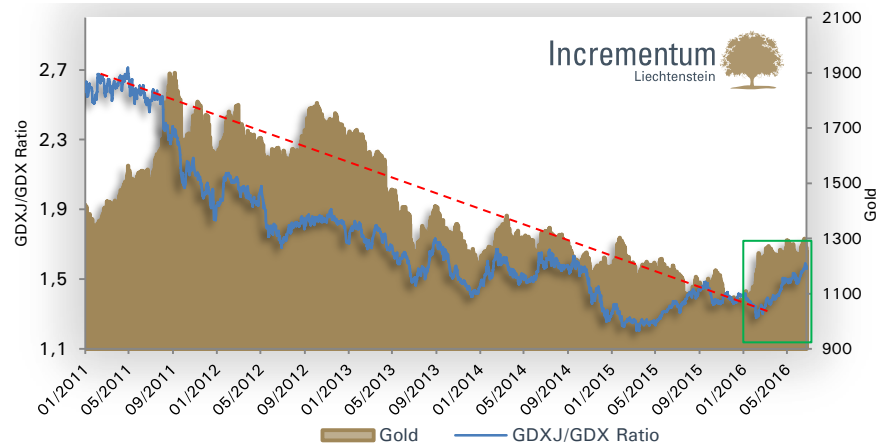


Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

"In investing, what is comfortable is rarely profitable."
Robert Arnott

Einen aufschlussreichen Indikator für die Risikobereitschaft im Minensektor stellt das Verhältnis zwischen den Indexfonds GDXJ und GDX dar. Der GDX bildet in erster Linie die großkapitalisierten Goldförderer ab, während der GDXJ die riskanteren Junior- und Small-Cap-Titel inkludiert und deshalb ein deutlich höheres Beta aufweist. Eine steigende Ratio-Linie zeigt an, dass die kleineren Junior-Titel relative Stärke zeigen. Dies impliziert eine steigende Risikobereitschaft der Investoren. Im Moment erkennt man, dass das Verhältnis einen Boden ausgebildet hat und nun wieder über die Widerstandslinie gestiegen ist.

GDXJ/GDX-Ratio



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

b. Die Spezifika von Mineninvestments

Rohstoffe und insbesondere Minenaktien gelten als eine hochgradig komplexe und anspruchsvolle Anlageklasse. Hier werden Vermögen verdient und auch rasch wieder zu Nichte gemacht. Die Mikroebene der Branche ist gekennzeichnet von überaus vielschichtigen Wechselwirkungen zwischen Preisentwicklung des Erzeugnisses, technischen Herausforderungen bei der Förderung, politischen Risiken, aber auch Substitution und technischem Fortschritt. Prognosen in diesem Bereich werden deshalb mit schöner Regelmäßigkeit zur Makulatur. Der sogenannte „Schweinezyklus“ tritt gewissermaßen auch als (Industrie-)

Metallzyklus auf, nur dass die Zeiten bis zur „Ernte“ im Bergbau noch viel länger sind, als bei der Aufzucht des Borstenviehs.²⁰⁶

„Herkömmliche“ Rohstoffinvestments sind somit anspruchsvoll, Investments in Gold- und Silberaktien stellen jedoch die Königsklasse dar. Einerseits ist dies auf die enorme Volatilität zurückzuführen, andererseits auf die Anomalie der Bestandsrohstoffe – Stichwort „Stock-to-Flow“-Ratio. Die Zyklen bei Minenaktien werden zudem maßgeblich von Veränderungen im monetären Gefüge beeinflusst. Diese können der gesamten Anlageklasse über Jahre, zeitweise sogar Jahrzehnte, Rücken- oder Gegenwind bescheren. **Für Mining-Unternehmen und Investoren hat dies folgende weitreichende Konsequenzen:**

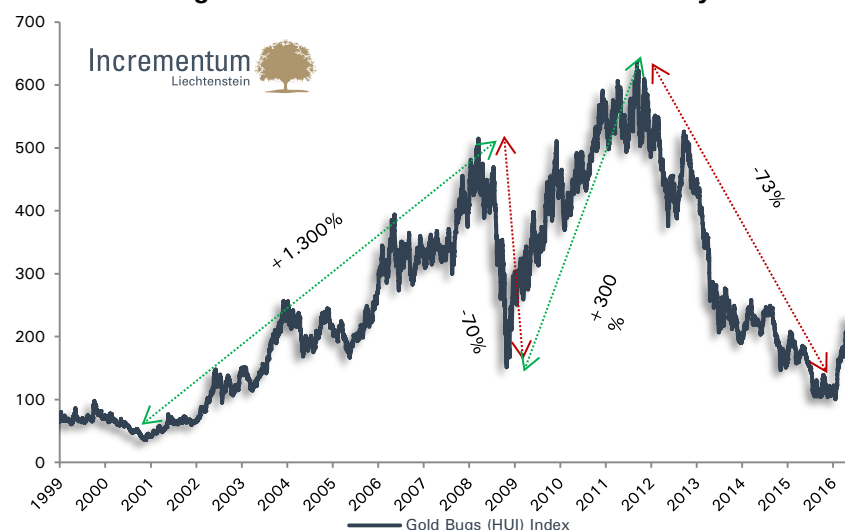
- ▶ Historisch sind **überdurchschnittlich lange Bullen- und Bärenmärkte** bei Goldaktien zu erkennen.
- ▶ Der Superzyklus wird ausgelöst durch **fundamentale Änderungen der monetären Rahmenbedingungen**.
- ▶ Die langfristig anhaltenden Trends haben auch **Auswirkungen auf die Corporate Governance**.
- ▶ Nach ausgedehnten Boomphasen bewirken die strukturell hohen Margen häufig einen **suboptimalen Umgang mit Unternehmensressourcen**.
- ▶ Ausgiebige Depressionsphasen zwingen die Branche zu einer massiven Konsolidierung, die **verbleibenden Unternehmen werden zu bedingungsloser Effizienz gezwungen**.
- ▶ Für Investoren ergeben sich insbesondere **nach Jahren der Konsolidierung besonders interessante Einstiegszeitpunkte**.
- ▶ Der ungewöhnlich hohe Top-Down-Einfluss der geldpolitischen Geschehnisse auf diese Anlageklasse – insb. die Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation – erfordert ein **aktives Timing beim Investieren in Minenaktien**.

Entwicklungen des Marktes und des Sektors machen 80% der Preisbewegung einer Minenaktie aus, wohingegen die Fundamentaldaten eines Unternehmens einen Einfluss von nur etwa 20% haben.²⁰⁷ **Die nachfolgende Grafik illustriert, dass Goldaktien alles andere als „buy and hold“-Investments darstellen und aktiv verwaltet werden müssen.**

²⁰⁶ Vgl. „Gold, Kupfer & Co. – Konstruktives am Ende eines langen Tals der Tränen“, Ralph Malisch, Smart Investor

²⁰⁷ Vgl. „The Latent Statistical Structure of Securities Price Changes“, Benjamin F. King

Amex Gold Bugs Index: Bullenmarkt- und Bärenmarkzyklen seit 1999



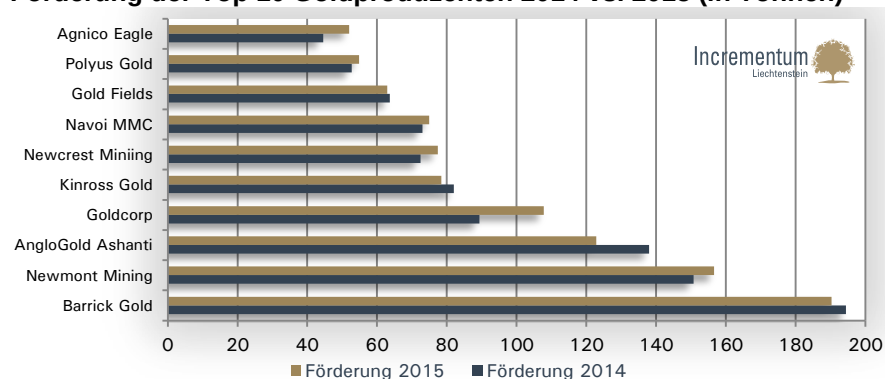
Quelle: Datastream, Incrementum AG

Unserer Ansicht nach reagieren Minenaktien – analog zu Gold und Silber – am stärksten auf *Veränderungen* der Inflationsrate, weshalb wir sie mittels unseres Inflationssignales aktiv timen.

c. M&A: Developer auf der Speisekarte der Majors?

Wir gehen davon aus, dass sich die Übernahmetätigkeit in den nächsten Monaten wieder beschleunigen wird. Aufgrund der rigiden Kostensenkungsprogramme wurden zahlreiche Projekte abgeschrieben oder veräußert. Auch die Vernachlässigung der Exploration fordert nun ihren Tribut. Im Vergleich zu 2014 war die Goldförderung bei vier der zehn größten Goldproduzenten rückläufig, bei zweien stagnierte sie. Diese sukzessive Verschlechterung der Produktionsprofile dürfte sich fortsetzen: Für Barrick Gold wird beispielsweise in den nächsten zwei Jahren ein Produktionsrückgang von 20% erwartet.

Förderung der Top 10 Goldproduzenten 2014 vs. 2015 (in Tonnen)²⁰⁸



Quelle: Company Reports, GFMS, Thomson Reuters, Incrementum AG

Insofern rechnen wir weiterhin damit, dass die Produzenten ihre schrumpfenden Reserven mittels Übernahmen und Fusionen auffüllen werden. Größte Profiteure dieser Entwicklung werden wohl Junior-Produzenten und vor allem ausfinanzierte Developer sein. Deshalb

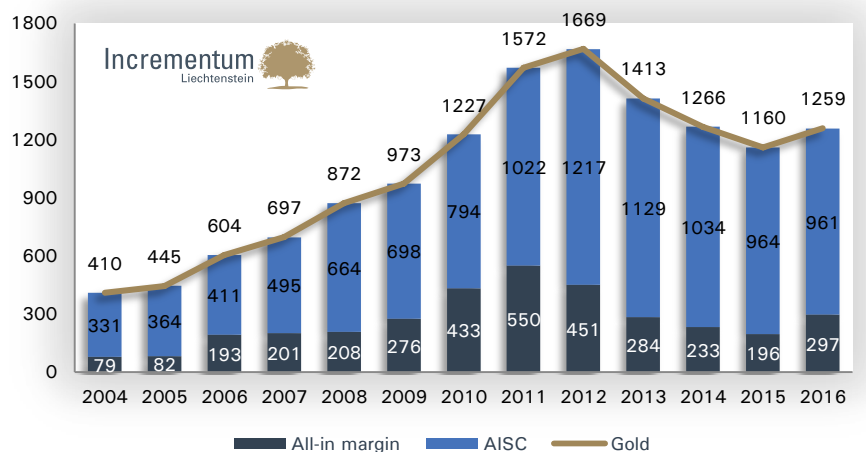
²⁰⁸ Zahlen für Kinross Gold, Navoi MMC und Gold Fields beruhen auf Schätzungen seitens GFMS Thomson Reuters

konzentrieren wir uns in unserem Research sowie unseren Investmentallokationen derzeit ganz besonders auf dieses Segment.

d. Schöpferische Zerstörung im Minensektor: Steht der Sektor vor einer Kehrtwende?

Die Industrie erlebt derzeit eine Gezeitenwende. Ein solches Ausmaß an kreativer Zerstörung innerhalb einer Branche ist unserer Meinung nach langfristig gesund. Es scheint, als wäre die Branche derzeit im Begriff, neue Prioritäten zu setzen. Rentabilität, Kapitaldisziplin und stabiler Cash Flow je Unze scheinen mittlerweile gegenüber maximaler Goldproduktion präferiert zu werden. Besonders beeindruckend erscheint uns die teilweise massive Kostenreduktion. Einerseits ist ersichtlich, wie stark der Goldpreis selbst die Kosten beeinflusst (sowohl nach oben wie auch nach unten). **Zahlreiche Kosten sind ein direktes Derivat des Goldpreises** (z.B. Royalties, Input-Faktoren wie z.B. Drilling-Kosten, Steuern, Gehälter für Fachkräfte etc.). Nichtsdestotrotz darf man auch die operativen Verbesserungen der Unternehmen nicht unterschätzen. Die deutlich gesunkenen AISC²⁰⁹ sowie die zuletzt gestiegenen Margen zeigt folgende Grafik.

Margen, AISC und Goldpreis: Signifikant steigende Margen selbst bei geringfügigem Goldpreisanstieg möglich



Quelle: TD Securities, World Gold Council, Company Data, Incrementum AG

Alles in allem scheint es so, als hätten die nachfolgenden Maßnahmen der letzten Jahre, zu einer substanziellen Besserung des Sektors geführt:

- ▶ Bei fast 30 wesentlichen Firmen (u.a. Barrick Gold, Goldcorp) wurden die CEOs ausgetauscht.
- ▶ Es wurde stärker auf Free Cashflow und eine Erhöhung der Margen abgezielt. Zudem wurden **zahlreiche Bekenntnisse in Richtung Dividendenwachstum und Shareholder Value gemacht.**
- ▶ **Kostendisziplin:** Teilweise radikale Produktivitätsverbesserungen, Personalabbau, Neuverhandlungen bestehender Verträge mit

²⁰⁹ Vor dem Hintergrund der schlechten Vergleichbarkeit verschiedener Kostenbegriffe je Miningesellschaft wurden einheitliche Definitionen verabschiedet. Die AISC sollen die dauerhaften Produktionskosten wiedergeben und Verzerrungen durch einmalig anfallende Kosten vermeiden. Sie inkludieren neben den Cash-Kosten (also den operativen Kosten des Abbaus) auch die administrativen Ausgaben, Steuern, Kapitaleinsatz für Erhaltung und Entwicklung der Mine, Kapitalkosten sowie die Explorationskosten.

Lieferanten etc. führten zu einer Verringerung der Betriebs- und Kapitalkosten.

- ▶ **Kostentransparenz:** Die „All-In Sustaining Cash Costs“ (AISC) entwickeln sich mittlerweile zur Benchmark.
- ▶ **Abschreibung oder Verkauf hochpreisiger Projekte:** Zahlreiche Explorations- und Entwicklungsprojekte wurden veräußert oder auf Eis gelegt. Bilanzen wurden gestärkt.
- ▶ **Die Reserve-Grade wurden erhöht.**
- ▶ Übernahmen werden nicht mehr in Cash oder Debt, sondern meist in eigenen Aktien gezahlt.
- ▶ Zahlreiche Majors (z.B. Barrick Gold) betonen gebetsmühlenartig, dass sie ihre Non-Core-Holdings (insb. aus dem Bereich der Basismetalle) abgeben und sich auf die Förderung von Gold bzw. Silber konzentrieren werden.

Fazit:

Unternehmen, welche die vierjährige Rossskur überlebt haben, stehen nun auf einem soliden Fundament.²¹⁰ Die operativen Anstrengungen haben dazu geführt, dass die Produzenten nun schlanker sind und stärker von steigenden Goldpreisen profitieren werden. Gestärkte Bilanzen, steigende Free Cash-Flows, höhere Margen und der Abbau von Schulden stimmen uns langfristig zuversichtlich. **Es gibt zudem wenige Sektoren, die seitens der Investment-Community stärker untergewichtet werden, als der Mining-Sektor.** Insofern rechnen wir damit, dass die Minenunternehmen – und deren leidgeprüfte Aktionäre – nach einer langjährigen Durststrecke nun die Ernte einfahren werden.

Im Vorjahr schrieben wir: „Der Markt scheint noch nicht ausreichend realisiert zu haben, dass zahlreiche Miner ihre Margen zuletzt deutlich verbessert haben. Nachdem die massiven Abschreibungen und Wertberichtigungen einmalige Maßnahmen waren, könnte dies auch einen erhöhten Hebel nach oben bedeuten. Wir denken deshalb, dass Goldaktien im Moment ein klar asymmetrisches Auszahlungsprofil aufweisen.“ **Einen Vorgeschmack auf dieses asymmetrische Auszahlungsprofil und den erhöhten Hebel auf steigende Goldpreise haben uns bereits die ersten Monate des Jahres geliefert. Nun gilt es für die Branche, die Versprechungen der letzten Jahre einzulösen und neues Vertrauenskapital gegenüber den Investoren aufzubauen.**

In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns derzeit auf Developer und Emerging Producer. Ausgehend von unserer Prämisse, dass sich Gold nun wieder im Bullenmarkt befindet, rechnen wir mit einer fallenden Gold-Silber-Ratio. **In diesem Szenario müssten sich besonders bei Silberminern herausragende Investmentopportunitäten ergeben.**

²¹⁰ Anmerkung: Diese Rossskur steht vielen Unternehmen aus dem Ölsektor noch bevor.

YOUR LEGACY, YOUR VALUES, OUR EXPERIENCE.



Tocqueville Asset Management is proud to support the “In Gold We Trust” report as a premium partner.

At Tocqueville, our commitment to the preservation of wealth over the long term relies on thoughtful diversification and a prudent allocation to gold and other hard assets.



FOR FURTHER INFORMATION PLEASE CONTACT US AT
INSTITUTIONAL@TOCQUEVILLE.COM
(212) 903-0300

©TOCQUEVILLE ASSET MANAGEMENT L.P.
ALL RIGHTS RESERVED

11. TECHNISCHE ANALYSE

“Patience is power. Patience is not an absence of action; rather it is timing; it waits on the right time to act, for the right principles and in the right way.”

Fulton J. Sheen

“It is impossible to produce a superior performance unless you do something different from the majority.”

Sir John Templeton

Im Rahmen einer umfassenden Analyse des Goldmarktes darf eine technische Analyse keinesfalls fehlen. Wichtig ist hierbei, dass das Augenmerk ausschließlich auf die technischen Preis- bzw. Marktgegebenheiten gerichtet wird und die Betrachtung objektiv und unabhängig von der fundamentalen Meinung zu erstellen ist. Dies kann unter Umständen dazu führen, dass ein und derselbe Analyst bei einer rein technischen Betrachtung zu völlig verschiedenen Ergebnissen kommen kann, als bei einer fundamentalen Analyse.

So geschehen auch beim letztjährigen „In Gold we Trust“-Report, als wir auf dem Titelblatt hinsichtlich der technischen Situation schlussfolgerten:

„Aus technischer Sicht ist das Gesamtbild nicht eindeutig. Der Abwärtstrend ist noch nicht gebrochen, hingegen zeigt das negative Sentiment eine Resignation der Goldbullen an. Wir halten einen finalen Sell-Off für möglich. Im Zuge dessen könnte die Unterstützung bei 1.140 US-Dollar getestet werden. Eine solche Entwicklung wäre ein Hinweis auf eine primäre Trendwende am Goldmarkt.“

Aus technischer Sicht sah es für Gold damals ziemlich durchwachsen aus, wohingegen wir auf fundamental-analytischer Basis meinten, ein baldiger (wenngleich nicht sofortiger) Wiedereintritt in den Bullenmarkt sei für Gold sehr wahrscheinlich. **Wie wir bereits in den Kapiteln zuvor angedeutet haben, gehen wir davon aus, dass im Vorjahr ein bilderbuchmäßiges Ende eines Bärenmarktes stattfand und wir nun am Beginn eines säkularen Aufwärtstrends stehen.**

Verschaffen wir uns zu Beginn einen Überblick über die Marktstimmung. Ein Blick auf den Konsensus der Analystenschätzungen liefert stets – speziell für Contrarians – interessante Erkenntnisse. Naturgemäß zeigen sich Analysten mit Fortdauer eines Bullenmarktes zunehmend optimistisch und vice versa. **Sieht man sich die Prognosen für Ende 2016²¹¹ an, dann scheint es, als hätte die Analystenzunft das Interesse und den Glauben an Gold komplett verloren.** Das Kursziel lag im Schnitt bei 1.050 US-Dollar. Das niedrigste Kursziel verlaubliche Sal. Oppenheim mit 950 US-Dollar und das höchste rief die NordLB mit 1.175 US-Dollar aus. Infolge eines mehrjährigen Bärenmarktes und eines Kursrückganges von mehr als 40% gab es also kaum noch positive Analysten-Einschätzungen. **Historisch gesehen lieferte der Zeitpunkt des größten Pessimismus meist verlässliche Einstiegssignale.**

Aber auch die Skepsis seitens der Finanzmedien erreichte im Vorjahr ihren Höhepunkt. Bezeichnenderweise überschlugen sich die bearishen Kommentare exakt an den Tiefpunkten. So wurden u.a. Artikel mit folgenden Schlagzeilen publiziert:

- ▶ „How Low Can Gold And Silver Go?“, Forbes, 20. Juli 2015
- ▶ „An open letter to investors who are bullish on gold“, Howard Gold, Market Watch, 23. Juli 2015
- ▶ „The gold price has been crushed, and that's the way it will remain“, Business Insider Australia, 29. Juli 2015

²¹¹ Prognosen per Anfang 2016 gemäß <http://www.boerse.de/boersen-prognosen-2016/>

- ▶ „Gold's Outlook Isn't Shiny“, Wall Street Journal, 17. November 2015
- ▶ „Hedge Funds Boost Bearish Gold Bets to Record as Rate Rise Nears“, Bloomberg, 1. Dezember 2015
- ▶ „Goldman Sachs Says It's Time to Short Gold“, Fortune.com, 16. Februar 2016
- ▶ „Gold overvalued, time to sell: SocGen“, CNBC, 29. Februar 2016

Im Zuge des Preisaufschwungs seit Jahresbeginn wurden die Kursziele nun in gewohnt prozyklischer Manier angehoben. Gemäß Bloomberg liegt der Konsens für Ende 2016 mittlerweile bei 1.304 US-Dollar. Anschließend erwartet man bis 2019 einen Seitwärtslauf. Das wäre eine Entwicklung, die – sofern man sich mit Marktzyklen beschäftigt – äußerst unwahrscheinlich erscheint. **Die Kombination aus weiterhin relativ geringem Interesse an Gold und Silber seitens der Investoren sowie der mangelnden Kursphantasie seitens der Analysten ist unserer Meinung nach ein gutes Fundament für eine Fortsetzung der Rally.**

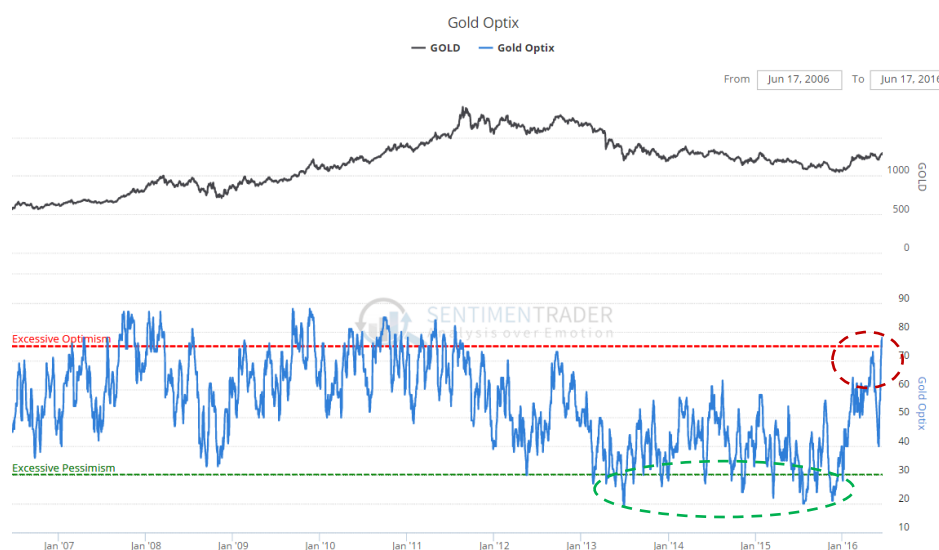
Bloomberg: Analysten-Konsensus für Gold und Silber: Q2 2016-2009

	Sent.	Spot	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	2016	2017	2018	2019
1) Gold \$/t oz		1289	1260	1300	1304	1309	1263	1314	1325	1334
Forecast (Median)			1225	1225	1200	1198	1219	1200	1200	1201
Diff (Median - Curr)			-35.00	-75.00	-104.00	-111.00	-44.00	-114.00	-125.00	-133.00
2) Silver \$/t oz		17.44	16.82	17.65	17.73	17.80	16.80	17.89	18.12	18.34
Forecast (Median)			15.80	16.00	16.00	15.25	15.65	16.15	16.50	18.00
Diff (Median - Curr)			-1.02	-1.65	-1.73	-2.55	-1.15	-1.74	-1.62	-0.34

Quelle: Bloomberg

Einer unserer favorisierten Stimmungsindikatoren ist der Optix-Index von Sentimentrader. Er inkludiert die gängigsten Stimmungsindikatoren sowie Daten aus dem Futures- und Optionsmarkt. So wie jeder Stimmungsindikator ist er als Kontraindikator zu interpretieren, d.h. ein hoher Optimismus ist negativ zu werten und vice versa. Man erkennt anhand der Grafik, dass im Vorjahr extremer Pessimismus vorherrschte und sich der Wind nun gedreht hat. **Kurzfristig sieht es so aus, als wäre der Optimismus bereits recht hoch – insofern würde uns eine kurzfristige Korrektur nicht wundern.**

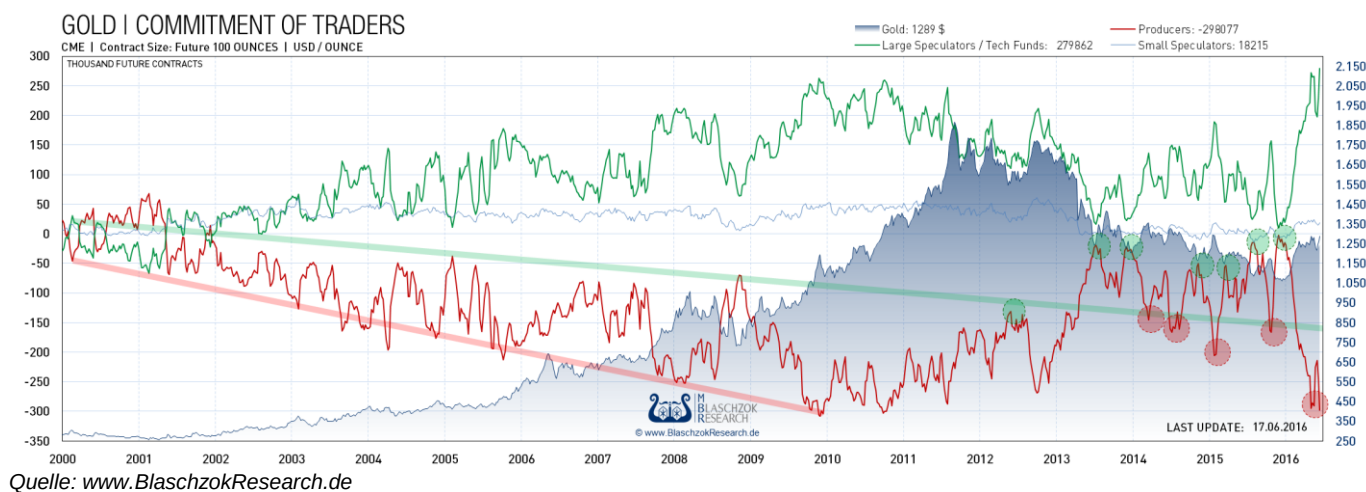
Optix-Indikator und Goldpreis seit 2007



Quelle: Sentimentrader.com

Betrachtet man den aktuellen CoT-Report für Gold, so fällt auf, dass sich die Netto-Shortpositionen der Commercials auf dem höchsten

Stand seit Oktober 2010 befinden.²¹² Dies wird von den meisten Analysten als negativ für den Goldpreis interpretiert. Obwohl die aktuelle Situation kurzfristig durchaus die Gefahr einer Korrektur signalisiert, ist die Interpretation nicht ganz so einfach, wie viele Beobachter annehmen.



Um die Zahlen sinnvoll zu interpretieren, muss unserer Meinung nach von der Behauptung abgerückt werden, dass es sich bei den Commercials ausschließlich um das sogenannte „Smart Money“ handelt. Es wäre mitunter präziser, sie als weitgehend neutrale Marktteilnehmer zu bezeichnen, da die meisten überhaupt nicht auf künftige Preisänderungen spekulieren. Es handelt sich hierbei unter anderem um Produzenten, Händler und Bullion-Banken, inklusive Arbitrageuren wie Swap-Dealern. Diese sichern ihre physischen Bestände oder ihre künftigen Produktionen ab oder sind Parteien in Arbitragegeschäften wie Carry Trades.

Für eine aussagekräftigere Analyse ist also ein ganzheitlicherer Ansatz der Interpretation notwendig. Der entscheidende Faktor bei der Analyse des CoT-Reports ist die Aktivität der Spekulanten. Sobald deren Position sehr deutlich zu einer Seite tendiert, wie es aktuell der Fall ist, wird der Markt für eine kurzzeitige Korrektur anfällig, da Spekulanten auf Future-Märkten meist strikten technischen Grundsätzen folgen, was beim Erreichen von Stopps zu Verschärfungen von Käufen bzw. Verkäufen führt. Es ist allerdings nicht ausreichend, die beschriebene Situation alleinstehend zu betrachten, da es sich hier primär um die großen Spekulanten handelt. Ein nennenswertes Detail ist die Positionierung der kleinen Spekulanten, die noch nicht so enthusiastisch sind, was die aktuelle Rally betrifft.

Ein weiterer wichtiger Punkt für die korrekte Analyse ist das Open Interest, und diesbezüglich vor allem die spekulative Long-Positionierung als Prozentsatz des Open Interest. Diese ist heute nicht größer als im Jahr 2001, also in dem Jahr, als die langjährige Rally des Goldpreises begann. Der Analyst Jordan Roy-Byrne ist der Überzeugung, dass für einen Bullenmarkt sowohl das *Open Interest* also auch die spekulative Netto-Long-Positionierung steigen müssen.²¹³

„Your best work involves timing. If someone wrote the best hip hop song of all time in the Middle Ages, he had bad timing.”
Scott Adams

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der CoT-Report von vielen Marktteilnehmern falsch interpretiert wird, da nur auf die nackten Zahlen geschaut wird und nicht auf die gerade beschriebenen Zusammenhänge. **Trotz alledem signalisieren die Zahlen aktuell die Gefahr einer kurzfristigen Korrektur.**

²¹² Vgl. „Gold – The Commitments of Traders“, Acting-man.com

²¹³ Vgl. „Misreading the CoTs, Again“, Jordan Roy-Byrne, The Daily Gold

Dass Gold eine ausgeprägte Saisonalität besitzt, haben wir bereits in den letzten Reports beschrieben. **Traditionell ist der Juni ein exzellenter Kauf-Zeitpunkt. In der 2. Jahreshälfte ist das Aufwärts-Momentum von Gold und Silber klar am stärksten.**

Saisonalität Gold und Silber (1970-2016)



Quelle: seasonax

Alle wichtigen Perspektiven
in einem Modell

Exkurs: Das Midas-Touch-Gold-Modell²¹⁴

Das Midas-Touch-Gold-Modell™ wurde vom renommierten Goldanalysten Florian Grummes entwickelt und verfolgt einen holistischen Ansatz. Ziel ist es, den Goldmarkt aus möglichst vielen, voneinander unabhängigen Perspektiven und vor allem rational zu analysieren und aus den Ergebnissen ein einfaches, kurz- bis mittelfristiges Signal abzuleiten. Obwohl dem Modell sehr viele Daten zugrunde liegen, kann mit ihm in relativ kurzer Zeit eine umfangreiche Analyse kompakt und übersichtlich erstellt und zusammengefasst werden.

Wie sieht das Modell nun konkret aus?

- ▶ **Trendfolgeindikator auf den Monatschart:** Dieser hat Anfang Februar 2016 erstmals seit November 2011 wieder ein übergeordnetes Kaufsignal geliefert, welches bis heute aktiv ist.
- ▶ **Trendfolgeindikatoren auf Wochen- und Tagescharts:** Mithilfe dieser zoomt das Modell tiefer in das kurzfristige Preisgeschehen hinein.
- ▶ **Volatilitätsindikator:** Hier gilt, dass steigende Volatilitäten vor allem in Abwärtsbewegungen auftreten, während in Aufwärtstrends meist eine niedrige Volatilität beobachtet werden kann.
- ▶ **CoT-Daten und Sentiment:** Mit diesen werden zwei antizyklische Signale ins Modell integriert. Während die Profis im längerfristigen Vergleich eine exorbitant hohe Shortposition halten, lässt sich die aktuelle Stimmungslage am Goldmarkt nur mit einem „minimal übertriebenen Optimismus“ beschreiben.

²¹⁴ Wir bedanken uns bei Florian Grummes für diesen Exkurs. Florian ist Gründer und Geschäftsführer von Midas Touch Consulting (www.goldnewsletter.de). Unsere Leser können sich auf folgendem Link für kostenlose Updates und den dazugehörigen Newsletter eintragen: <http://bit.ly/1EUdt2K>

- **Ratios und Bestandsveränderungen: Als Nächstes fließt eine Reihe von Ratios in das Modell ein.** Neben den Klassikern Dow Jones/Gold-Ratio und Gold/Silber-Ratio, interessiert hier auch das Gold/Öl-Ratio sowie das Verhalten gegenüber anderen Rohstoffen. Kann Gold die anderen Rohstoffe klar outperformen, ist vermutlich die „Sicherer Hafen“-Funktion des Goldes aktiviert. Dann sind oft steile, irrationale Anstiege zu beobachten. Stellvertretend für die Investmentnachfrage analysiert das Modell darüber hinaus die Bestandsveränderungen des größten und wichtigsten Gold-ETFs, des SPDR Gold Shares (GLD) im zweiwöchigen Vergleich.
- **Zwei Trendfolgesignale abhängig von der Preisentwicklung in chinesischen Renminbi sowie in indischen Rupien:** China und Indien stehen mittlerweile für mehr als 50% der weltweiten physischen Goldnachfrage.
- **Goldminenaktien:** Hierfür wird ein Trendfolgechart auf den Minen-ETF „GDX“ sowie das dazugehörige Sentiment verwendet. Oft laufen die Minenaktien dem Goldpreis voraus (aktuell ist dieser Umstand gegeben).
- **US-Dollar:** Abgerundet wird das Modell durch die Entwicklung des US-Dollars und dessen Konstellation am Terminmarkt sowie die Entwicklung der Realzinsen in den USA.

Midas-Touch-Gold-Modell™ vom 25. Juni 2016

Gold USD - Monatschart	1.319,10US\$	Kaufsignal 08.02.2016, Umkehrsignal @ 1.092,26US\$	Bullisch
Gold USD - Wochenchart	1.319,10US\$	Kaufsignal 15.06.2016, Umkehrsignal @ 1.203,85US\$	Bullisch
Gold USD - Tageschart	1.319,10US\$	Kaufsignal 24.06.2016, Umkehrsignal @ 1.252,80US\$	Bullisch
Gold Volatilität CBOE Index	22,20	Kaufsignal 01.06.2016, Umkehrsignal @ 19,19	Bullisch
Gold CoT-Report	-312.137	Rekordhohe kommerzielle Shortposition	Bullisch
Gold Sentiment	67	Sentiment nähert sich übertriebenem Optimismus	Neutral
Gold Saisonalität	Juni	Statistisch -0,351%, ungünstiger Zyklus bis Anfang Juli	Bullisch
Ratio DowJones/Gold	13,19	Kaufsignal 05.02.2016, Umkehrsignal @ 16,56	Bullisch
Ratio Gold/Silber	74,02	Kaufsignal 12.04.2016, Umkehrsignal @ 78,41	Bullisch
Ratio Gold/Öl	27,73	Verkaufssignal 07.03.2016, Umkehrsignal @ 29,41	Bullisch
Ratio Gold/Rohstoffe (GNX)	3,57	Verkaufssignal 14.03.2016, Umkehrsignal @ 3,60	Bullisch
SPDR Gold Trust Bestände (GLD)	934,31t	Plus 38,02t in den zwei letzten Wochen, starke Nachfrage seitens der ETFs	Bullisch
Gold in \$, €, £, ¥	3 von 4	Im Monatsvergleich Zugewinne gegen US-Dollar, Euro und Pfund, Verluste in Yen	Neutral
Gold in indischen Rupien	89.284₹	Kaufsignal 24.06.2016, Umkehrsignal @ 83.886₹	Bullisch
Gold in chinesischen Renminbi Yuan	8.713,3¥	Kaufsignal 24.06.2016, Umkehrsignal @ 8.206,7¥	Bullisch
GDX Goldminen ETF - Tageschart	26,71US\$	Kaufsignal 24.06.2016, Umkehrsignal @ 24,80US\$	Bullisch
GDX Goldminen ETF - Sentiment	79	Übertriebener Optimismus	Bullisch
US-Dollar - Tageschart	95,57	Verkaufssignal 24.06.2016, Umkehrsignal @ 93,03	Bullisch
US-Dollar CoT-Report	-13.195	Neutrale kommerzielle Shortposition auf den US-Dollar	Neutral
US Realzinsen	-0,235%	3-Monatiger T-bill Zins (0,27%) - 3 Monats Durchschnitt des jährl. CPI (0,505%)	Bullisch

Quelle: Midas Touch Consulting, Florian Grummes

Insgesamt hat das Modell bisher hervorragende Dienste geleistet. Während in 2015 in der Summe fast durchgehend ein Verkaufssignal vorlag, ergab sich seit Anfang 2016 meist eine bullische Konklusion. Die schwierige Seitwärtsphase seit Mitte Februar wurde rechtzeitig mit einem neutralen Signal erkannt.

Aktuell ist das Midas-Touch-Gold-Modell™ im Kauf-Modus und deutet einen weiter steigenden Goldpreis an. Erst Kurse unterhalb von 1.225 US-Dollar würden den derzeit positiven Bias kippen. **Übergeordnet dürfte Gold bereits auf dem Weg zum großen Widerstand bei 1.500 US-Dollar sein.** Von der rationalen Herangehensweise des Modells sollten Anleger im neuen Bullenmarkt der Edelmetalle immens profitieren können.

Ende des Exkurses

Fazit unserer technischen Einschätzung:

Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns – ganz im Gegensatz zum Vorjahr – zu einer klar positiven technischen Einschätzung kommen. Im Dezember wurde ein Doppelboden bei 1.046 US-Dollar ausgebildet, welcher aus unserer Sicht den Tiefststand des Bärenmarktes darstellt. Sehen wir uns den nachfolgenden Preischart an, so ist ersichtlich, dass bis zum Niveau der Abverkaufszone im Bereich von 1.530 US-Dollar relativ wenige Widerstände lauern. Ein Anstieg würde demnach ohne viel „Gegenwehr“ und relativ zügig verlaufen. Konkret könnte ein nachhaltiges Überschreiten der 1.300 US-Dollar eine Hausse bis hinein in den Bereich von 1.530 US-Dollar auslösen.

Goldpreis und MACD



Quelle: Investing.com

Aus Sicht der Marktstimmung und des CoT-Reports würde uns eine kurze Phase des „Durchschnaufens“ nicht verwundern. Wir erwarten jedoch keine tiefe Korrektur, nachdem scheinbar großes Kauf-Interesse an der Seitenlinie wartet, was zu einem „buy the dips“ führt. Auch die zuletzt gestiegene relative Stärke von Silber und den Minen-Aktien stimmt uns klar zuversichtlich. Zudem sollte die positive Saisonalität in der zweiten Jahreshälfte Rückenwind verleihen. **Insofern scheinen die Voraussetzung für die Etablierung des neuen Bullenmarktes aus technischer Sicht hervorragend.**

12. KONKLUSION

„Mitten im ausgelassenen Sommertags-Fest beginnen die Feinfühligen zu frösteln.“

Roland Baader

Nachdem wir im Verlauf des Reports viel vom „Narrativ der wirtschaftlichen Heilung“ gesprochen haben, wollen wir fragen: *Wer sind die Heiler? Können sie überhaupt heilen? Welche Medizin steht zur Verfügung und kennen wir alle möglichen Nebenwirkungen?*

**“The illusion of central bank control is in full force.”
Dylan Grice**

Das Verhältnis von Ökonomen zur Ökonomie gleicht in vielerlei Hinsicht dem von Ärzten zu ihren Patienten. Etliche Ökonomen stellen Diagnosen über den Gesundheitszustand und geben Handlungsempfehlungen; Ökonomen, die in (geld-)politischer Verantwortung stehen, führen einen wesentlichen Teil der Behandlungen durch. Top-Ökonom Hans-Werner Sinn bringt dieses Selbstverständnis wie folgt auf den Punkt: *„Ökonomen warnen vor Gefahren, die andere noch nicht erkennen. Von einem Arzt erwarten Sie auch, dass er nach einem Bluttest auf die Gefahren hinweist. In der Medizin und in der Volkswirtschaftslehre gehört der Alarm zum Wesen des Fachs.“*²¹⁵

Dabei haben die Ökonomie und der menschliche Körper tatsächlich eine ganz wesentliche Gemeinsamkeit: Beide sind komplexe adaptive Systeme mit entsprechenden Eigenschaften.²¹⁶

**“I do not hesitate to say that although the prices of many products of the farm have gone up... I am not satisfied. It is definitely a part of our policy to increase the rise and to extend it to those products that have as yet felt no benefit. If we cannot do this one way, we will do it another. But do it we will.”
Mario Draghi**

Während die Medizin eine breite empirische Basis hat, die Auskunft darüber gibt, mit welchen Nebenwirkungen unter bestimmten Bedingungen zu rechnen ist, ist das Datenfundament der Ökonomen deutlich dünner. Infolgedessen wäre die Geldpolitik gut beraten, sich an einen medizinethischen Wahlspruch zu halten, der auf Hippokrates zurückgeht: *„Primum non nocere, secundum cavere, tertium sanare“*²¹⁷ – ehe der Arzt eine Heilung versucht, solle er in erster Linie Sorge dafür tragen, dem Patienten nicht zu schaden und zudem vorsichtig erforschen, was mit dem Patienten eigentlich los ist. **Ein überstürzter, naiver Interventionismus kann nämlich mehr Schaden anrichten als ein Nicht-Eingreifen („iatrogenik“).**

Während diese Erkenntnis in der Medizin nur langsam gereift ist, hat sie in anderen Bereichen noch gar nicht das Feld betreten – wie eben in der Geldpolitik, die eine äußerst unausgeprägte Sensibilität hinsichtlich schädlicher Nebenwirkungen aufweist.

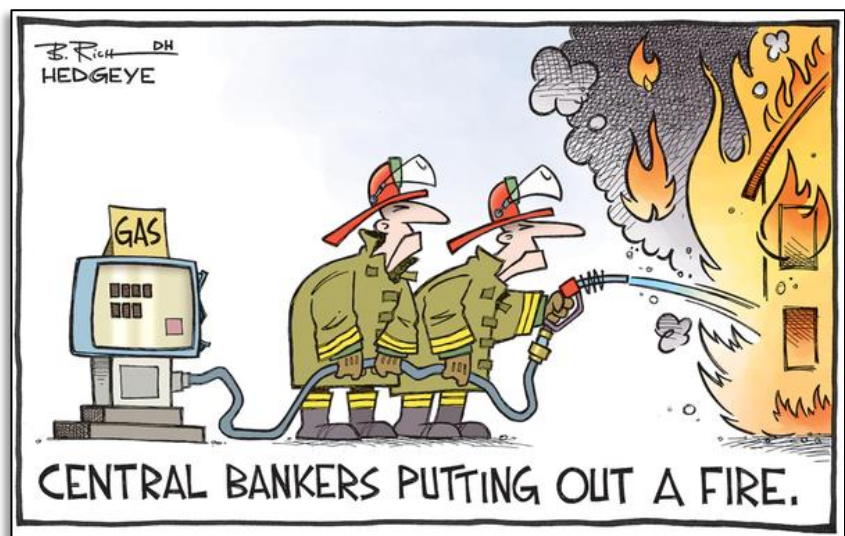
Die lockere Geldpolitik war bereits die Wurzel für einen nicht nachhaltigen Boom in den 2000er Jahren. Die radikalen Eingriffe während der letzten Rezessionen sowie die vermeintlichen Aufbaumaßnahmen in Form von Quantitative Easing, der Null- und Negativzinspolitik etc. haben die Selbstheilungskräfte behindert und das System abhängig vom Kreditropf gemacht. Es häufen sich Phänomene wie Vermögenspreisinflation, chronische Überschuldung oder extremere Boom-Bust-Zyklen, welche auf die zusehends fragile Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation zurückzuführen sind. All diese Phänomene sind Symptome eines Problems mit systemischer

²¹⁵ Vgl. „Löhne nicht hochzwingen“, Interview mit Hans-Werner Sinn, TAZ

²¹⁶ z.B. Nichtlinearität, Emergenz, Selbstorganisation oder die zentrale Bedeutung einzelner Elemente – wie etwa Moleküle, Zellen oder Individuen –, die miteinander in Wechselwirkung stehen

²¹⁷ Lateinisch für „erstens nicht schaden, zweitens vorsichtig sein, drittens heilen“. Ein Grundsatz, den die hippokratische Tradition ins Zentrum ihres Begriffes des moralisch geforderten ärztlichen Handelns stellt.

Ursache. Wir sind der Meinung, dass das planwirtschaftliche Geldsystem in seiner jetzigen Verfassung ein Fall für die Palliativmedizin ist.



Quelle: Hedgeye

Was das konkret für Gold und seine weitere Entwicklung bedeutet, wollen wir im Nachfolgenden zusammenfassen:

1.) Wachsende Unsicherheit hinsichtlich wirtschaftlicher sowie politischer Entwicklungen beflügelt den Goldpreis

Das gegenwärtige Umfeld stellt ein historisches Novum dar, da sich viele nie dagewesene Extrema häufen:

- ▶ Die Verschuldung wächst weiter unaufhaltsam und befindet sich mittlerweile in schwindelerregenden Höhen.
- ▶ Die politischen Spannungen nehmen zu, die Eurozone kränkt, die Flüchtlingskrise nimmt kein Ende, der islamistische Terror internationalisiert sich und zu allem Überfluss kommt nun auch noch der Brexit hinzu.
- ▶ Die Weltwirtschaft wächst nur mehr bescheiden und kann sich im Zuge der Unsicherheit hinsichtlich des Brexit noch weiter verlangsamen.
- ▶ Diese abschwächende Wirtschaftsdynamik geschieht nach der zweifellos größten globalen geldpolitischen Stimulationsorgie.
- ▶ Die Zentralbankgeldmengen sind seit 2008 so stark gewachsen wie ansonsten nur im Vorfeld von ausgeprägten Inflationsphasen oder Hyperinflationen.
- ▶ Seit der Lehman-Pleite wurden weltweit 654 Zinssenkungen durchgeführt und 12,3 Billionen an Assets von Notenbanken gekauft.
- ▶ In der bisherigen Geschichte gab es noch nie nominell negative Zinsen.

"In a theatre, it happened that a fire started offstage. The clown came out to tell the audience. They thought it was a joke and applauded. He told them again, and they became still more hilarious. This is the way, I suppose, that the world will be destroyed – amid the universal hilarity of wits and wags who think it is all a joke."
Søren Kierkegaard

In dieser präzedenzlosen Situation könnten Risikostrategien auf Grundlage historischer Daten leicht fehlschlagen. Portfolios sollte man daher hinsichtlich möglicher Stressszenarien analysieren und deren Fragilität bzw. Antifragilität als Kompass heranziehen. So erweisen sich die

vermeintlich sicheren Staatsanleihen, die zudem auf absehbare Zeit keine nennenswerten positiven Erträge mehr einbringen können, im Lichte der Schuldenfalle als potenziell ziemlich riskant. Die Aktienmärkte, so heißt es, seien zwar volatil, folgten aber langfristig einem aufsteigenden Trend. Nichts desto trotz gibt es auch jahrzehntelange Phasen, in denen diese beliebte Anlageklasse nicht vom Fleck kommt und real an Wert verliert (z.B. war dies bei US-Aktien zuletzt 1966-1982 im Rahmen einer schwachen, stagflationären Wirtschaft der Fall). Angesichts der Künstlichkeit der derzeitigen Hochstände sind wir äußerst skeptisch gegenüber Phrasen wie „Dividende ist der neue Zins“.

„Die Sparer müssen ihr Geld nicht nur auf dem Sparbuch anlegen, sondern haben auch andere Möglichkeiten“, meinte Mario Draghi (so zynisch das klingen mag) zuletzt.²¹⁸ Wir haben im Rahmen des Reports mit dem Permanenten Portfolio von Harry Browne eine simple und historisch robuste Strategie dargestellt, die aus dem vorherrschenden Anleger-Dilemma helfen kann.

2.) Brexit: Konjunkturprogramme und noch mehr Stimuli gegen weitere Disintegration der EU zu erwarten

„Das Land, das sich als erstes traut, aus der weltweiten geldpolitischen Phalanx auszubrechen, und bereit ist, die Investition einer Anpassungsrezession zu tragen und nachhaltige Strukturreformen zuzulassen, wird als Gewinner aus diesem Negativsummenspiel hervorgehen.“
Norbert F. Tofall

Die Folgen des Brexit sind noch nicht absehbar. Es ist aber davon auszugehen, dass die Konsequenzen im hohen Grade davon abhängig sind, welchen Weg die jeweiligen Parteien einschlagen und wie die Verhandlungen geführt werden. Die EU wird sich jedoch aller Voraussicht nach mit weiteren Austrittsbegehrllichkeiten aus den einzelnen Mitgliedsländern auseinanderzusetzen haben, insbesondere dann, wenn sich der Brexit für die Briten als vorteilhaft herausstellen sollte. Es wird entscheidend sein, ob die EU-Verantwortlichen ihren Kurs der zunehmenden europäischen Integration, Zentralisierung und Verbürokratisierung fortsetzen werden, oder ob sie den Brexit als Warnschuss verstehen und die Aufgabenteilung zwischen EU und nationalen Parlamenten neu überdenken.

Mit hoher Wahrscheinlichkeit wird von den südlichen Mitgliedsstaaten, in denen ob des „deutschen Spardiktats“ einiger Unmut brodelte, ein größerer Druck ausgehen. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik sowie Fiskalspritzen – etwa in Form von Infrastrukturprogrammen über die European Investment Bank (EIB) oder Helikoptergeld („QE for the People“) – sind in der Folge durchaus wahrscheinlich.

3.) US-Wirtschaft schwächelt, Zinswende vor dem Scheitern; ein ökonomisches Weltbild gerät ins Wanken

„The collapse of 2008 was ugly, until central banks put it on pause. They agreed to an unfathomable price in their Faustian deal with the devil. When the collapse resumes, it will make 2008 look like a dress rehearsal.“
Keith Weiner

Die USA spielen eine zentrale Rolle in der Post-Lehman-Ökonomie. Die Fed war angesichts der Finanzkrise am entschlossensten mit billigem Geld in die Vollen gegangen und konnte, nicht zuletzt durch wiederaufgeblähte Vermögenswerte, Konsum und Wirtschaftsaktivität nochmals ankurbeln. Die mäßigen Wachstumszahlen wurden ausreichend schöngeredet, sodass allorts vom erfolgreichen US-Aufschwung die Rede ist, der durch die (neo)keynesianische Wirtschaftspolitik erreicht worden sei.

Nun versucht die Fed vorsichtig, Pionierarbeit bei der geldpolitischen Normalisierung zu leisten und aus den monetären Notfallprogrammen auszusteigen. Langsam sollen die Zinsen wieder auf ein normales Niveau erhöht werden – ein erster sanfter, aber symbolischer Zinsschritt wurde nach viel Aufhebungs im Dezember 2015 unternommen. Der Glaube an die

²¹⁸ Vgl. „Die Sparer haben es selbst in der Hand“, Interview mit Mario Draghi, Handelsblatt

Genesung der US-Ökonomie und die (erwartete) monetäre Straffung hatten in den vergangenen Jahren einen starken US-Dollar bewirkt. Dies belastete die Rohstoffpreise und auch den Goldpreis. Darüber hinaus schien der Präzedenzfall der USA die heilende Wirkung der Wirtschaftspolitik zu bestätigen. Auch das drückte auf den Goldpreis.

Der unerwartete Brexit könnte für die US-Notenbank nun die willkommene Ausrede bieten um das „temporäre“ Pausieren der Zinserhöhungen zu kommunizieren und den angekündigten Normalisierungsprozess bis auf weiteres zu stoppen. Ein Scheitern der US-Zinswende wird das mühselig aufgebaute Narrativ der wirtschaftlichen Gesundung zum Einsturz bringen.

4.) Bei weiterer US-Dollarschwäche und Rohstoff-Stärke drohen höhere Teuerung und Stagflation

Ceteris paribus tendiert der US-Dollar bei Abbruch des Zinserhöhungszyklus schwächer. Die Schwächung des Euro infolge des Brexit stellt diese Tendenz nun wiederum ein Stück weit infrage. **Fakt ist jedoch, dass auf mittlere Sicht weder die US-Konjunktur, noch China, welches über den festen Wechselkurs des Renminbi von den Entwicklungen des US-Dollar mitbetroffen ist, einen starken Dollar vertragen können.**

Zudem könnte die Verbraucherpreisinflation angesichts des Vertrauensverlustes in die Währung und steigender Rohstoffpreise leicht anspringen. Das könnte sich, gekoppelt mit der Abkühlung des Wachstums, sogar in Form einer Stagflation niederschlagen.

5.) Goldinvestments im unsicheren Niedrigzinsumfeld vor Renaissance bei institutionellen Investoren

Das Eis, auf dem sich die Notenbanken bewegen, wird immer dünner, **sie befinden sich quasi in einer Lose-lose-Situation:**

“Gold has zero yield. That means it has a higher yield than bonds from Germany, Japan, Switzerland, Sweden...”
Jim Rickards

- ▶ Eine Fortsetzung der Niedrigzinspolitik verzerrt die Wirtschaftsstruktur weiter, treibt Pensionsfonds und Versicherer in den Ruin und heizt Vermögensblasen weiter an.
- ▶ Eine Beendigung der Niedrigzinspolitik hieße, einen Kreditkollaps bzw. eine Rezession zu riskieren.



Quelle: Hedgeye

In mittlerweile fünf Währungsräumen wird das Ganze auf die Spitze getrieben, indem man versucht, mithilfe von Negativzinsen weitere Stimuli zu setzen. Um hierbei mehr Spielraum zu erlangen, haben Themen wie das Bargeldverbot Einzug in den ernsthaft geführten Diskurs gehalten. **Die Erfolgsaussichten von Negativzinsen sind derweil gering. Zwar würde die Schuldenlast erst einmal tragbar gehalten werden, aber die strukturellen volkswirtschaftlichen Probleme würden noch verschärft.** Weder mit Wachstum noch mit steigenden Verbraucherpreisen wäre zu rechnen. **Gold wird im Zuge der Reduktion attraktiver Investmentalternativen profitieren.**

6.) Neben Gold bedeutet dies auch ein positives Umfeld für andere inflationssensitive Anlagen wie Silber oder Minenaktien

Das Geldsystem steht wie ein fragiles Kartenhaus ohne Schwingungsisolierung, unter welchem die tektonischen Platten der Inflation und Deflation gegeneinanderdrücken. Die chronische Verschuldung sowie die systemische Abhängigkeit vom billigen Geld lassen als einzige Option zu, dieses Kartenhaus immer höher zu bauen (*Inflationsimperativ*). Dadurch wird das ganze Gebilde zusehends fragiler – und diese Botschaft kommt nun langsam in den Märkten an.



Quelle: Hedgeye

**„Wer versagt sich vorzubereiten
bereitet sein Versagen vor.“
Benjamin Franklin**

Neben Gold haben in diesem Umfeld inflationssensitive Investments generell gute Aussichten. Der Minensektor hat eine bereinigende Krise durchlaufen, aus welcher die verbliebenen Unternehmen gestärkt hervorgetreten sind. Im Rahmen der Marktberreinigung wurden neue Prioritäten gesetzt und sich zu Rentabilität, Kapitaldisziplin und Shareholder Value bekannt. Nun gilt es, diese Versprechungen einzuhalten und das Vertrauen der Investoren neu aufzubauen. **Die fulminante Rally in den ersten Monaten von 2016 hat angedeutet, wohin die Reise gehen kann – und nach wie vor scheinen Minenaktien stark unterbewertet. Nach der sektorinternen Bereinigung ist es sehr wahrscheinlich, dass Minenaktien wieder den attraktiven Hebel auf Gold aufweisen.**

7.) Gold ist zurück, ein neuer Bullenmarkt zeichnet sich ab

Gold hat zu Jahresbeginn sein stärkstes Quartal in 30 Jahren markiert. Zahlreiche technische Indikatoren und Stimmungsbarometer deuten darauf hin, dass der Goldpreis einen klassischen Zyklus durchlebt hat, der im Vorjahr in Form von maximalem Pessimismus und einer finalen Verkaufspanik seinen Tiefpunkt erreicht hatte.

8.) Incrementum bestätigt das langfristige Kursziel für 2.300 US-Dollar in 2018

Unser Kursziel von 2.300 US-Dollar für Juni 2018 mag ambitioniert erscheinen, wir sind jedoch der festen Überzeugung, dass die systemisch bedingten Probleme vermehrt zu einem kritischen Umdenken hinsichtlich der aktuellen Geld(un)ordnung führen werden. **Im Falle eines solchen Paradigmenwechsels ist eine signifikante Aufwertung von Gold aus unserer Sicht äußerst wahrscheinlich.**

„Es gehört zum Schwierigsten, was einem denkenden Menschen auferlegt werden kann, wissend unter Unwissenden den Ablauf eines historischen Prozesses miterleben zu müssen, dessen unausweichlichen Ausgang er längst mit Deutlichkeit erkennt. Die Zeit des Irrtums der Anderen, der falschen Hoffnungen, der blind begangenen Fehler wird dann sehr lang.“

Jacob Burckhardt

13.APPENDIX – Über uns

Ronald-Peter Stöferle, CMT

Ronald-Peter Stöferle ist Managing Partner & Fondsmanager der Incrementum AG. Er verwaltet gemeinsam mit Mark Valek den ersten Investmentfonds, der auf den Prinzipien der Österreichischen Schule der Nationalökonomie beruht.

Zuvor war er sieben Jahre lang im Research-Team der Erste Group in Wien. Bereits 2006 begann er seine jährlich erscheinenden „In GOLD we TRUST“ Studien zu veröffentlichen, die im Laufe der Jahre internationales Renommee erlangten.

Stöferle ist Lektor am Institut für Wertwirtschaft in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. Zudem ist er Advisor der Erste Group im Rahmen des Goldreports. Gemeinsam mit dem Wirtschaftsphilosophen Rahim Taghizadegan und Mark Valek hat er das Buch „Österreichische Schule für Anleger – Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation“ veröffentlicht.



Mark J. Valek, CAIA

Mark Valek ist Partner & Fondsmanager der Incrementum AG. Er verwaltet gemeinsam mit Ronald Stöferle den ersten Investmentfonds, der auf den Prinzipien der Österreichischen Schule der Nationalökonomie beruht.

Davor war er über zehn Jahre lang bei Raiffeisen Capital Management tätig, zuletzt als Fondsmanager in der Abteilung Multi Asset Strategien. Im Rahmen dieser Position war er für Inflationssicherungsstrategien und Alternative Investments verantwortlich und verwaltete Portfolios mit einem Volumen von mehreren hundert Millionen Euro.

Mark Valek ist Lektor am Institut für Wertwirtschaft in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. Gemeinsam mit dem Wirtschaftsphilosophen Rahim Taghizadegan und Ronald Stöferle hat er das Buch „Österreichische Schule für Anleger – Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation“ veröffentlicht.



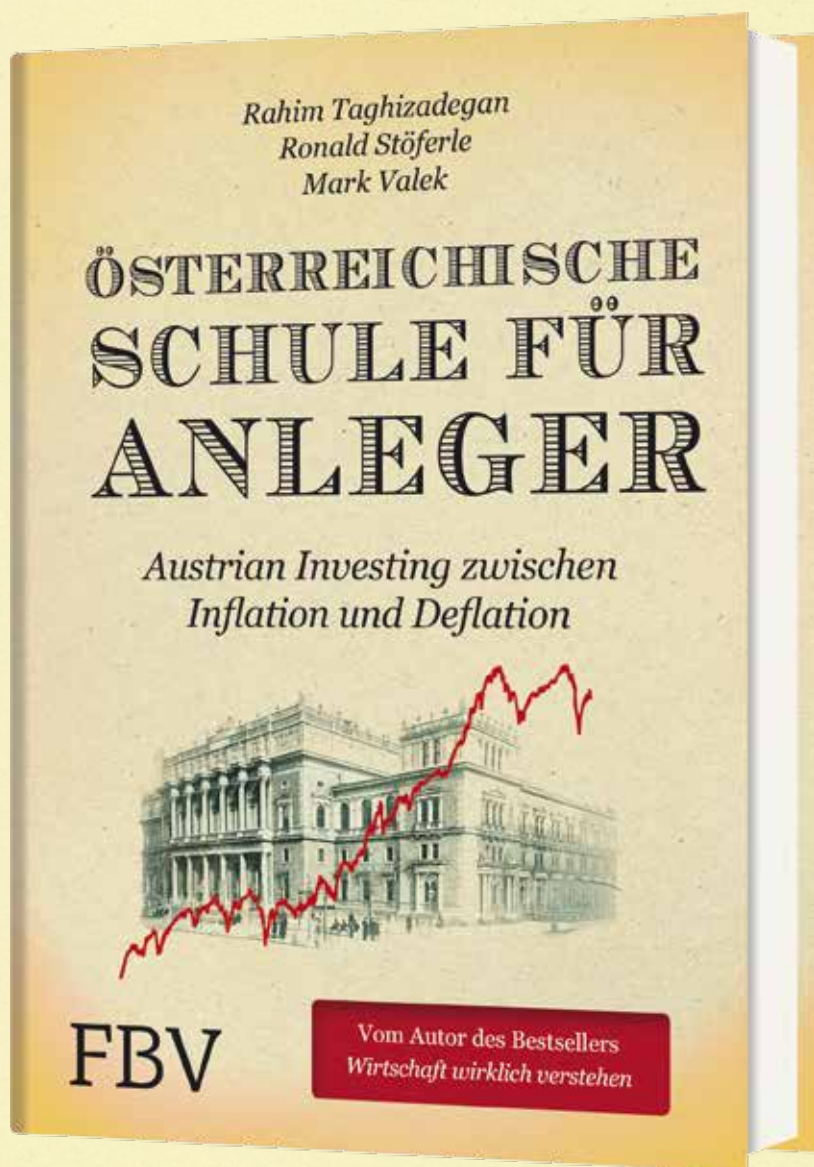
Über die Incrementum AG

Die Incrementum AG ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizenziertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein. Unsere Kernkompetenz liegt im Management von Investmentfonds.

Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems. Diese Sichtweise gestattet uns eine holistische Analyse der Lage an den Finanzmärkten. Das Unternehmen agiert völlig bankenunabhängig. Dies gewährleistet, dass die Investitionsstrategien autonom und objektiv umgesetzt werden können.

Unser Boutique-Ansatz kombiniert unkonventionelles Denken mit aktuellem Portfoliomanagement „know-how“. **Die Partner der Incrementum AG verfügen über mehr als 140 Jahre kombinierter Erfahrung im Bank- und Vermögensverwaltungsgeschäft.**

AUSTRIAN INVESTING FÜR ANLEGER



»Die Sichtweise der Österreichischen Schule hilft uns, langfristige Muster zu erkennen und Optionen aufzuzeigen, die heute oft nicht unmittelbar ersichtlich sind [...] Den Autoren und ihrem Werk wünsche ich [...] den weitesten Leserkreis eines Bestsellers.«

S. D. Prinz Philipp von und zu Liechtenstein,
Chairman LGT Group

»Ich bin den Autoren dieses Buches dankbar, dass sie nicht nur die Grundbegriffe der Österreichischen Schule, sondern auch deren Anwendung für Anleger klar beleuchten.«

Dr. Marc Faber, Investor

»Jeder Investor sollte in seinem Werdegang dieses Buch zuerst gelesen haben, damit er sich im Klaren ist über die langfristigen Risiken und Chancen an den Anlagemärkten. [...] Dieses Buch ist für jeden verantwortungsvollen Anleger ein Muss!«

Felix W. Zulauf, Investor

»Schalten Sie Ihren gesunden Menschenverstand beim Investieren nicht aus, das ist die entscheidende Botschaft dieses Buches ... aber nicht nur das, die Autoren impfen Sie erfolgreich mit der Erkenntnis, dass die Zukunft ungewiss, aber nicht beliebig ist, und dass ohne Reform unseres aktuellen Geldsystem die Finanzkrise kein Ende finden wird.«

Philipp Vorndran, Kapitalmarkt-Strategist Flossbach von Storch AG

24,99 Euro | 978-3-89879-856-3

**Jetzt überall im
Buchhandel erhältlich!**



Wir bedanken uns herzlich bei Marc Waldhausen, Tobias Müller, Sebastian Müller, Viktor Ludwig, Chris Schröder, Remo Haufe, Heinz Blasnik, Demelza Hays, Yannick Möhring, Lars Haugen, Bawerk.net, Philip Barton, Brent Johnson, Florian Grummès, Katja Bauer, Oliver Schuster, Sandro Schwab-Treu, Taki Tsaklanos, Markus Blaschzok, Henning Lindhoff und insb. Thomas Vesely für die tatkräftige Unterstützung!

Kontakt

Incrementum AG
Landstrasse 1
9490 – Vaduz/Liechtenstein

Email: ingoldwetrust@incrementum.li

Disclaimer

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, eine Anlageanalyse noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden.

Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Incrementum AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen).

Copyright: 2016 Incrementum AG. All rights reserved.