

in gold we trust
.report

29. Mai 2018
Extended Version



Gold und die monetäre Gezeitenwende



incrementum

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

*Wir bedanken uns herzlich bei unseren
Premium-Partnern für die Unterstützung
des In Gold we Trust-Reports 2018*



Inhaltsverzeichnis

Einleitung	4
Standortbestimmung – Quo Vadis, Aurum?	11
Status Quo von Gold im Währungskontext	12
Der Goldpreis relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen	29
Systemische Überschuldung und Inflation	35
Fazit	42
Mögliche Krisenauslöser und -katalysatoren.....	44
Einleitung	45
Das wackelige Fundament der Finanzmärkte zeigt erste Risse	46
Krisenauslöser US-Rezession	54
Von QE zu QT – der ultimative Krisenauslöser?	59
Damoklesschwert China	64
Fazit	71
Portfolioeigenschaften von Gold	72
Die Rolle von Gold für Privatinvestoren	73
Die Rolle von Gold für Zentralbanken	77
Außergewöhnliche Situationen erfordern außergewöhnliche Lösungen: Goldpreisorientierte Geldpolitik	87
Fazit	92
De-Dollarization – Vom US-Dollar via Yuan und Euro zu Gold?	94
Einleitung: Immer mit der Ruhe	95
Der Aufstieg: Chinas große Schritte	96
Die Zwickmühle: Wie viel Freiheit darf es sein?	101
Das Comeback des Euros?	103
Der Brückenschlag: China, Europa und das Gold	105
Fazit	108
Exklusivinterview mit Luke Gromen: „The Dollar appears to be in Zugzwang!“	111
Inflation vs. Deflation – Der große Showdown?	119
Effizienzgetriebene Preis-Deflation vs. politikinduzierte monetäre-Inflation: Das ist Brutalität	120
Von der monetären Inflation zur Preisinflation: ein komplexer und langwieriger Prozess	121
Monetäre Tektonik und Vermögenspreisinflation	124
Ausbruch der Teuerung aus dem „Wohlfühl-Korridor“?	127
Fazit	132
Finanzielle Repression: Die Schrauben wurden wieder fester gezogen	135
Finanzielle Repression – Gekommen, um zu bleiben	136
Fazit	142
Währungswettbewerb & digitales Geld: Wie aktuell ist Hayeks Vorschlag?	144
Das staatliche Geldmonopol – eine lange Zeit nicht hinterfragte und gleichwohl verhängnisvolle Selbstverständlichkeit	145
Hayeks Vorschlag des privaten Geldwettbewerbs	146
Fazit	149
Exklusiv-Interview mit Dr. Richard Zundritsch – „Hayek würde Gold dem Bitcoin vorziehen“	150
Kryptos: Freund oder Feind?	152
Kryptos und Gold: verwandte Anlageklassen?	153
Bitcoin: Eine Kampfansage an Gold?	155
Gold und Bitcoin – eine fruchtbare Symbiose?	159
Fazit	163
Minenaktien – Mehr als ein Silberstreif am Horizont?	165
Standortbestimmung	166
Peak Gold als Auslöser eines M&A Booms?	171
Exkurs: Neo-Malthusianer vs. Cornucopians	173
Minenaktien im Aktien-Bärenmarkt	178
Fazit	183
Technische Analyse.....	185
Technische Analyse	186
Sentimentanalyse	188
Saisonalität	189
Exkurs: Das Midas Touch Gold Model™	193
Technische Analyse des Silberpreises	196
Commitment of Traders-Report	198
Fazit	200
Fazit	201
Über uns	209

Einleitung

*„Who is the best
Who holds the aces*

*The East
Or the West*

*This is the crap our children are
learning
But oh, oh, oh, the tide is turning“*

The Tide is Turning, Roger Waters

Key Takeaways

- Geldpolitische Gezeitenwende:
Die FED hat den Markt auf die Normalisierung der Geldpolitik und die Rückführung ihrer Bilanz (QT) eingeschworen. Dies wird den aktuellen kreditinduzierten Aufschwung gefährden und früher oder später eine Rezession auslösen.
- Währungspolitische Gezeitenwende:
Die De-Dollarization schreitet, begleitet von geopolitischen Spannungen, stetig voran. Scheitert die geldpolitische Normalisierung, droht eine fundamentale Vertrauenserosion in die US-zentrische Geldordnung.
- Technologische Gezeitenwende:
Nicht alles, was „Krypto“ ist, glänzt. Dennoch sind Kryptowährungen gekommen, um zu bleiben. Gold und die Kryptos sind im Grunde aber Freunde, und nicht, wie häufig behauptet, Feinde.

„Die Praxis sollte das Ergebnis des Nachdenkens sein, nicht umgekehrt.“

Hermann Hesse

„It costs only a few cents for the Bureau of Engraving and Printing to produce a \$100 bill, but other countries had to pony up \$100 of actual goods in order to obtain one.“

Barry Eichengreen

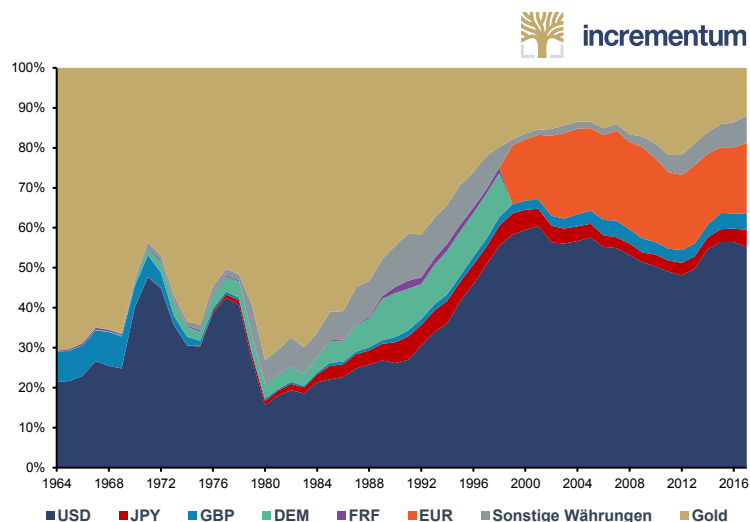
„We are in a world of irredeemable paper money – a state of affairs unprecedented in history.“

John Exter

Vieles, was sich gerade vor unser aller Augen abspielt, lässt sich als **„Gezeitenwende im Geldwesen“** bezeichnen: sei es die in den USA bereits eingeleitete **geldpolitische Gezeitenwende**, sei es die **währungspolitische Gezeitenwende**, welche sich mit der fortschreitenden De-Dollarization ankündigt, oder sei es die **technologische Gezeitenwende**, die sich im Boom der – mitunter stark gehypten – Kryptowährungen manifestiert. Wir durchleben grundlegende Änderungen im Bereich des Geldwesens, welche sich, manche schneller, manche langsamer, manche offensichtlich, manche hintergründig, vollziehen. Gerade in Zeiten des fundamentalen Wandels ist es aber besonders wichtig, den Blick für das Ganze nicht zu verlieren. **Diesen Blick für das Ganze wollen wir mit unserem In Gold we Trust-Report auch in diesem Jahr präsentieren.**

Die gegenwärtige Welt(wirtschafts)ordnung war und ist zweifelsfrei von den USA dominiert. Die größte Wirtschaftsleistung¹, der weitreichende diplomatische Einfluss sowie die unangefochtene militärische Dominanz zeugen von der globalen Vormachtstellung der Vereinigten Staaten. Währungspolitischer Ausdruck der globalen Machtverhältnisse ist die US-zentrische Geldordnung, die kritische Beobachter argwöhnisch als „exorbitantes Privileg“ der USA bezeichnen.²

Weltreservewährungen seit 1964



Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG

Das Vertrauen in den US-Dollar ist historisch gewachsen. Die Affinität der Vereinigten Staaten für die freie Marktwirtschaft, stark ausgeprägte Eigentumsrechte und Rechtssicherheit, höchstliquide Kapitalmärkte³ sowie die harte Währung unter dem Goldstandard waren Voraussetzung, um den heutigen Sonderstatus zu erlangen. Von besonderer Relevanz ist weiters, dass Rohstoffe in US-Dollar gehandelt und abgerechnet werden.

Das Vertrauen in die US-zentrische Ordnung ist jedoch keine in Stein gemeißelte Konstante. Ein Indikator für das internationale Vertrauen in die

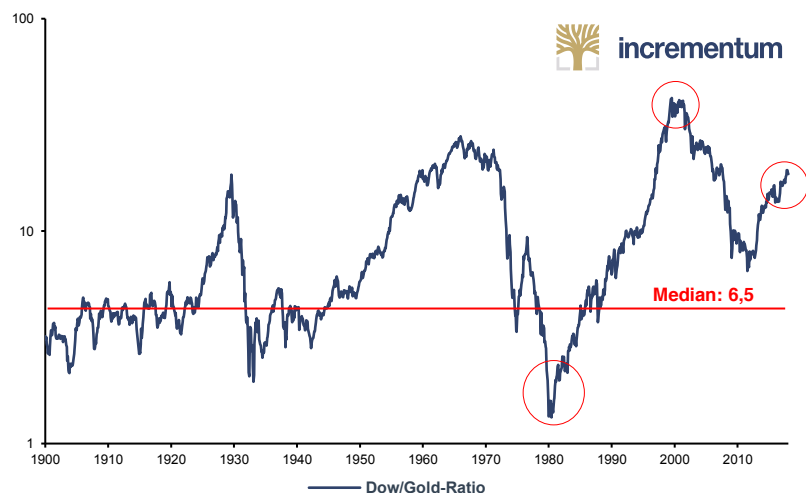
¹ Gemessen anhand des nominellen BIP in USD.

² Valéry Giscard d'Estaing, ein wesentlicher Architekt des Euros, war bereits zu Zeiten des Bretton Woods-Systems kritisch gegenüber der Vormachtstellung des US-Dollars.

³ So beläuft sich das tägliche Handelsvolumen allein bei US-Treasuries auf mehr als 500 Mrd. USD.

Reservewährung ist ihr Anteil an den Weltwährungsreserven. Dieser Indikator ist allerdings relativ statisch, da Zentralbanken vorsichtige und bedachte Akteure sind, die Hauruck-Aktionen meiden wie der Teufel das Weihwasser. Als ein weiterer Indikator für das Vertrauen in die Reservewährung US-Dollar dient – wie Alan Greenspan festgehalten hat⁴ – der Goldpreis. An dieser Stelle wollen wir uns die Entwicklung der US-Aktien bereinigt um den Goldpreis ansehen. In Form des Dow/Gold-Ratios erhalten wir einen geeigneten Indikator, um das Vertrauen in die US-zentrische Ordnung zu messen.

Dow Jones/Gold-Ratio als Vertrauensindikator des US-zentrischen Systems



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

„Um die bürgerliche Gesellschaft zu zerstören, muss man ihr Geldwesen verwüsten.“

Lenin

Ende der 1970-Jahre war das Vertrauen in die USA extrem

angeschlagen. Der US-Dollar war angezählt, die Inflation hatte zu galoppieren begonnen und der Goldpreis stieg in lichte Höhen. Das Dow/Gold-Ratio erreichte im Jänner 1980 mit 1,29 seinen niedrigsten Wert, deutlich unterhalb des Medians von 6,5. Aufgrund des miserablen Wirtschaftsumfeldes und der vermeintlichen Stärke der Sowjetunion war damals nicht klar, ob „der Westen“ den Kampf der Systeme gewinnen würde. **Um die Jahrtausendwende waren die USA hingegen die einzige verbliebene Supermacht, die in jeder Hinsicht unantastbar schien.** Der US-Dollar hatte ein Zwischenhoch bei 120 erreicht⁵, es wurden Budgetüberschüsse erwirtschaftet und das Dow/Gold-Ratio erreichte sein Allzeithoch. Doch bereits im Vorfeld der Großen Finanzkrise 2007/2008 büßten die USA an Vertrauen ein, wie das Dow/Gold-Ratio zeigt. Denn der Boom an den Aktienmärkten wurde mit einer Kreditblase teuer erkaufte.

„We did the right thing, I hope.“

Ben Bernanke

Auf die plötzlich eintretende Finanzkrise reagierte die FED

entschlossen. Die jahrelangen Gelddruckprogramme konnten die Aktienkurse nominell nach oben treiben. Setzt man die Kursentwicklung jedoch in Relation zum Goldpreis, dann offenbaren sich die Vorbehalte der Marktteilnehmer. Erst im Jahr 2013, als die behutsame Abkehr („Tapering“⁶) von den geldpolitischen Notmaßnahmen verkündet wurde, kehrte das Vertrauen in die USA wieder zurück.

⁴ Vgl. „Transcript of FOMC meeting“, 18. Mai 1993, S. 40.

⁵ Gemessen am handelsgewichteten Dollar-Index (DXY).

⁶ Der Begriff Tapering stammt übrigens aus der Sportwissenschaft und beschreibt die Reduktion des Trainingsumfanges vor einer großen Ausdauerbelastung, z.B. vor einem Wettkampf.

Mit einem Stand von 19 notiert das Ratio aktuell auf dem höchsten Stand seit Oktober 2007. 10 Jahre nach der Finanzkrise, sind die USA gemäß des Dow/Gold-Ratio also wieder auf dem Weg zu alter Stärke.

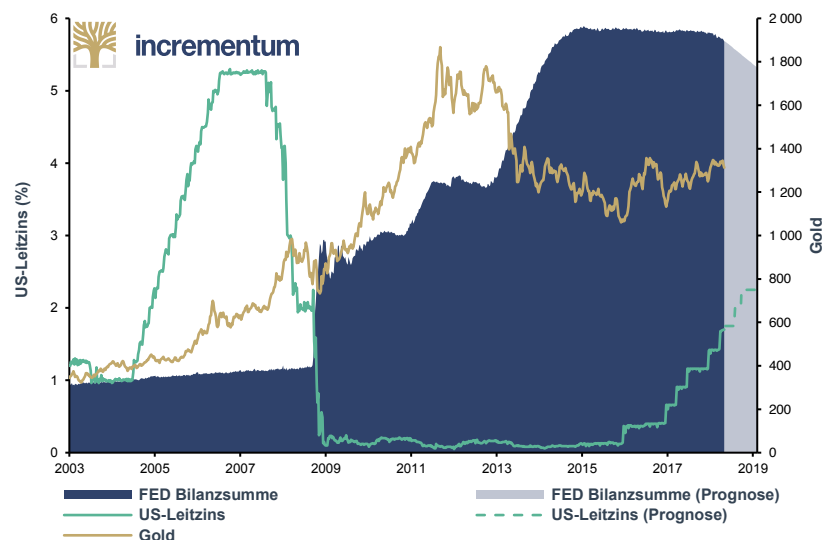
Diese weithin geteilte Sichtweise werden wir im diesjährigen *In Gold we Trust-Report* erneut herausfordern. Aus unserer Sicht gibt es eine Vielzahl an triftigen Gründen, die Plausibilität dieses Narratives zu hinterfragen.

„Zinsen sind ein Aufschlag, den ein Individuum zu entrichten bereit ist, weil es dem Konsum hier und jetzt einen höheren Wert beimißt als einem Genuß morgen.“

Eugen von Böhm-Bawerk

Bemerkenswert erscheint uns zum Beispiel, dass der Goldpreis (in USD) exakt mit Beginn des derzeitigen Zinserhöhungszyklus seinen Boden gefunden hat. Als 2015 absehbar wurde, dass die US-Zinsen angehoben werden, wurde von vielen Marktteilnehmer ein Totalabsturz des Goldpreises prognostiziert. Im selben Jahr hatten wir unsere Leser darauf eingestimmt, dass steigende Zinsen durchaus auch positiv für den Goldpreis sein können.⁷ Die Marktgeschehnisse der vergangenen Jahre bestätigten diese Einschätzung, denn der Goldpreis drehte exakt zu Beginn des US-Zinserhöhungszyklus.

Gold, Bilanzsumme der FED & US-Leitzins



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Zum steigenden Zinsumfeld kommt seit Q4/2017 auch noch die Reduktion der Zentralbankbilanz, das so genannte Quantitative Tightening (QT), hinzu. Aus unserer Sicht werden die Konsequenzen des QT vom Markt derzeit massiv unterschätzt. Die „Everything Bubble“, die wir im letztjährigen Report ausführlich erörtert hatten⁸, läuft in Folge des Liquiditäts-Entzugs akut Gefahr zu platzen. Insgesamt soll die Bilanzsumme der Federal Reserve im Jahr 2018 um 420 Mrd. USD und 2019 um 600 Mrd. USD reduziert werden. Der Umfang der anvisierten Bilanzverkürzung wird dabei schrittweise erhöht, bis er ab Oktober 2018 50 Mrd. USD pro Monat beträgt. **Es ist unserer Meinung nach allerdings höchst unwahrscheinlich, dass die geldpolitische Normalisierung fortgesetzt werden würde, wenn es zu**

⁷ Vgl. „Gold im Portfoliokontext“, *In Gold we Trust-Report 2015*, S. 86-88

⁸ Vgl. „Einleitung“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 4-10, sowie „Weiße, Graue und Schwarze Schwäne“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 27-46

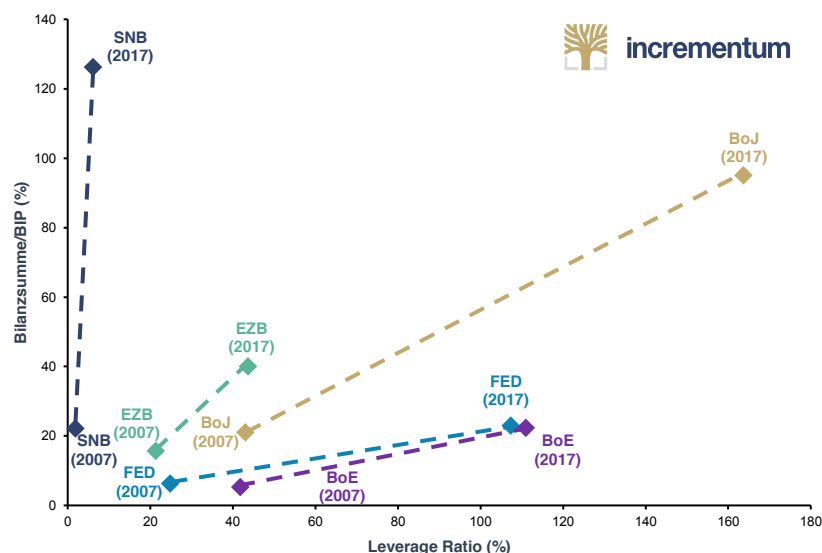


Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

einem signifikanten Rückgang einer oder gar mehrerer Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Immobilien) käme.

Während die FED den geldpolitischen Rückzug versucht, setzt sich der „monetäre Surrealismus“ andernorts munter fort. Die QE-Programme der anderen wichtigen Zentralbanken sind noch am Laufen, wenngleich sich auch hier die Stimmen zugunsten eines vorsichtigen Ausstieges mehren. Diese Kehrtwende scheint auch überfällig, denn die Bilanzen vieler Notenbanken gleichen zunehmend denen hochspekulativer Hedgefonds. Aus dem nächsten Chart wird klar ersichtlich, dass insbesondere die BoJ sowohl beim Leverage-Ratio (Eigenkapital + Rücklagen/Bilanzsumme) als auch bei der Bilanzsumme in Prozent des BIP den anderen Zentralbanken – im negativen Sinne – weit voraus ist, mit Ausnahme der SNB, deren Bilanzsumme in % des BIP wahrlich explodiert ist.⁹

Expansion der Zentralbankbilanzen: 2007 vs. 2017



Quelle: BoE, BoJ, EZB, FED, SNB, Incrementum AG

Unter den westlichen Industriestaaten scheint die monetäre Verlotterung im Land der aufgehenden Sonne am weitesten fortgeschritten zu sein. Man sollte den geldpolitischen Entwicklungen in Japan deshalb besondere Beachtung schenken, da sie als Blaupause für die westliche Welt dienen könnten.

„The central bank must be trusted not to debase the currency, but the history of fiat currencies is full of breaches of that trust.“

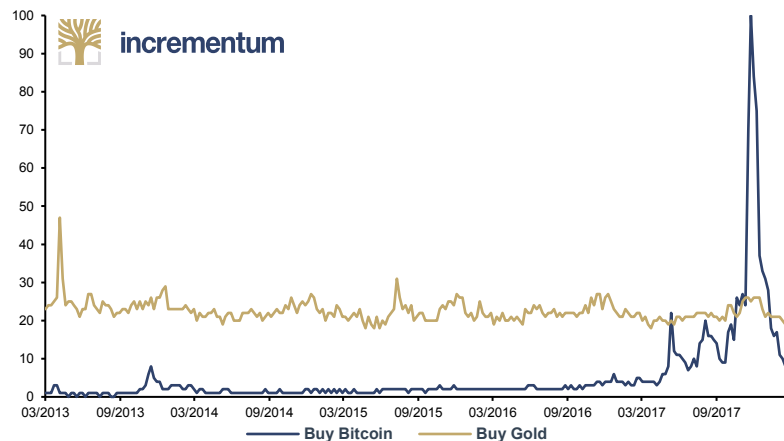
Satoshi Nakamoto

Eine Konsequenz unseres mittlerweile surreal anmutenden Geldsystems ist das zunehmende Interesse für Krypto-Währungen.

Ende 2017, als der Bitcoin-Kurs tagtäglich neue Allzeithochs markierte, überschlugen sich selbst die Mainstream-Medien mit positiven Meldungen. Dieser Krypto-Hype hat Gold in der medialen Aufmerksamkeit zumindest für einen gewissen Zeitraum gehörig Konkurrenz gemacht, wie der nachfolgende Chart erkennen lässt.

⁹ So wurden in Japan bereits 11 (!!!) QE-Programme implementiert.

Google-Suchabfragen für „Buy Bitcoin“ vs. „Buy Gold“



Quelle: Google Trends, Incrementum AG

„Invest in things that have never happened before, hedge for regression to the mean, and plan for the unimaginable.“

John Burbank

Dem Thema Kryptowährungen haben wir bereits in den vergangenen drei Jahren Aufmerksamkeit gewidmet. Die Relevanz der Thematik hat offensichtlich weiter zugenommen, daher werden wir auch heuer unsere Gedanken zu diesen Entwicklungen formulieren.¹⁰ **Insbesondere gehen wir in einem eigenen Kapitel der Frage nach, ob Kryptowährungen und Gold eher Freunde oder eher Feinde sind.**

Doch was bedeutet diese polymorphe Gemengelage nun für Gold? Trotz eines Umfelds mit steigenden Zinsen, geldpolitischer Normalisierung und bislang noch herzeigbaren Aktienrenditen konnte sich Gold im Vorjahr gut behaupten. Zugegeben, so richtig vom Fleck kommt Gold im Moment nicht. **Noch tanzt Gold also Cha-Cha-Cha: „Ein Schritt vor, ein Schritt zurück und dann ein Schritt seitwärts“.**¹¹ Nun stellen wir uns natürlich die Frage: **Wie lange noch?**

Wie wird sich Gold verhalten, wenn der Wind dreht und der Gegenwind zu Rückenwind wird? Was passiert mit dem Goldpreis, wenn die Aktienmärkte eine ausgeprägte Schwäche zeigen, die FED die geldpolitische Normalisierung absagen muss, ernsthafte Inflations- oder Rezessionssorgen aufkommen oder gar die US-zentrische Währungsordnung in Frage gestellt wird? **Wird dann Gold vom Cha-Cha-Cha in den Galopp wechseln und wie zum Abschluss der Mitternachts-Quadrille in eine Richtung jagen?**

Fest steht, die Geldpolitik muss nun liefern. Die FED war die erste Notenbank, die mit Nullzinsen und QE die Finanzkrise zu bewältigen versuchte. Zentralbanken rund um den Globus folgten ihrem Beispiel und gingen ein globales Experiment ein, dessen Versuchskaninchen wir alle wurden. Nun ist die FED auch die erste Notenbank, die die Zinszügel anzieht und die Notenbankbilanz reduziert. Die Erwartungshaltung und Sorglosigkeit der Marktteilnehmer, dass die Normalisierung im angekündigten Umfang durchgeführt wird, ist enorm hoch.

¹⁰ Interessierten Lesern empfehlen wir an dieser Stelle den www.cryptoresearch.report. Der Schwesterreport des *In Gold we Trust*-Reports erscheint quartalsweise.

¹¹ „Wie lange tanzt das Gold noch Cha-Cha-Cha?“, Die Presse, 15. April 2018

„The curious task of economics is to demonstrate to men how little they really know about what they imagine they can design.“

Friedrich August von Hayek

„Looking at the latest decisions of Pres. Trump someone could even think „With friends like that, who needs enemies?“ But frankly, the EU should be grateful. Thanks to him we got rid of all illusions. We realize that if you need a helping hand, you will find one at the end of your arm.“

EU-Ratspräsident Donald Tusk, 16. Mai 2018

„In Gold We Trust!“

Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek

Die gegenwärtige, allerdings bloß vordergründige Stabilität an den Märkten lebt vom Vertrauen der Marktakteure in die Zentralbanken, in ihre geldpolitische Philosophie und damit letzten Endes auf den Fortbestand der US-zentrischen Geldordnung. Sollte der FED die geldpolitische Normalisierung misslingen und die USA in eine Rezession fallen – wovon wir ausgehen – so wird dies zu einem herben Vertrauensverlust in die Geldpolitik führen. **Es ist fraglich, ob unser gegenwärtige Währungsordnung einen solchen erneuten Vertrauensverlust verkraften kann.**

Die Abkehr vom US-Dollar, die wir ebenfalls schon seit vielen Jahren thematisieren, geht unterdessen stetig weiter.

Unter De-Dollarization verstehen wir die langsame Abkehr vom US-Dollar als internationale Leit- und Reservewährung. In unseren Augen ist dies einerseits eine Konsequenz der geopolitischen Polarisierung. Zu nennen sind hier beispielhaft die geopolitischen Verwerfungen mit Russland oder jüngst dem Iran. Andererseits ist sie Folge des wirtschaftlichen Aufstiegs anderer Staaten wie im Falle Chinas. Das Reich der Mitte hat in den vergangenen Jahren große Schritte unternommen, die Stellung des Yuan zu stärken und die des US-Dollars zu schwächen. Zu diesen Schritten zählen die Fragmentierung des Ölmarktes durch bilaterale Abkommen sowie die Etablierung eines Gold- und zuletzt auch eines Öl-Fixings in Yuan. Es ist unserer Meinung nach keineswegs sicher, dass der Prozess der De-Dollarization mit einer vollkommenen Wachablöse des US-Dollars enden wird. **Aktuell sieht es viel mehr danach aus, als würden wir uns auf ein multipolares System zubewegen, in dem Gold wieder eine tragendere Rolle einnimmt.**

Nicht ohne Grund haben wir also das Bild von der Gezeitenwende als Leitmotiv des diesjährigen In Gold we Trust-Reports gewählt. Speziell für uns als Bewohner eines Binnenlandes ist ein Gezeitenwechsel etwas Faszinierendes. Um weder von der Flut ins Meer gezogen zu werden, noch von der Ebbe auf dem Trockenen sitzen gelassen zu werden, wollen wir im Folgenden erneut einen kritischen Blick auf das große Bild werfen und unsere gewohnt breitgefächerte und besonnene Analyse des Goldsektors vornehmen.

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 12. In Gold we Trust-Reports¹² genauso viel Freude bereitet wie uns das Schreiben.

Herzlich,




Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek

¹² Alle Ausgaben unserer Goldreports können Sie kostenlos unter <https://ingoldwetrust.report/> downloaden.

Standortbestimmung – Quo Vadis, Aurum?

*„Sieht man um sich, was passiert,
Wohin es geht oder auch nicht,
Hilft nur eines Schampus, Kaviar,
Noblesse im Gesicht.*

*Let's deca-dance in jedem Fall
Die Smokingträger überall
Denn nobel geht die Welt zugrund'
Ob dieser oder jener Stund'.*“

Falco, „Die Titanic“

Key Takeaways

- Im Vorjahr rallierte Gold in US-Dollar (+14%) sowie in praktisch jeder anderen Währung. Nur auf Euro-Basis wurde ein zartes Minus (-1%) verbucht.
- Die weiterhin bullischen Entwicklungen an den Aktienmärkten sind die größten Opportunitätskosten für Gold. Ein Ende der Aktienrally ist trotz einiger Rückschläge seit Jahresbeginn (noch) nicht in Sicht.
- Die Gold-ETFs verzeichnen seit einigen Monaten stetige Zuflüsse.
- Auslöser für ein stärkeres Momentum beim Goldpreis können unserer Meinung nach eine stärkere Inflationstendenz oder ein Abbruch des Zinserhöhungszyklus in den USA sein.

Auch heuer wollen wir zu Beginn unseres In Gold we Trust Reports unsere traditionelle Standortbestimmung vornehmen. Wir werden uns kritisch mit der Goldpreisentwicklung auseinandersetzen und analysieren, ob wir uns – wie im Vorjahr beschrieben – in der Frühphase eines neuen Bullenmarktes befinden oder ob sich unsere fundamentale Grundeinschätzung als fehlerhaft erwiesen hat.

Status Quo von Gold im Währungskontext

„Der Verfall seiner Währung ist wohl das größte Unglück, das ein Volk treffen kann. Selbst ein verlorener Krieg bringt ihm nicht so schweren unmittelbaren Schaden, wie der Ruin seines Geldwesens.“

Argentarius, Vom Gelde

„So the problem is not so much to see what nobody has yet seen, as to think what nobody has yet thought concerning that which everybody sees.“

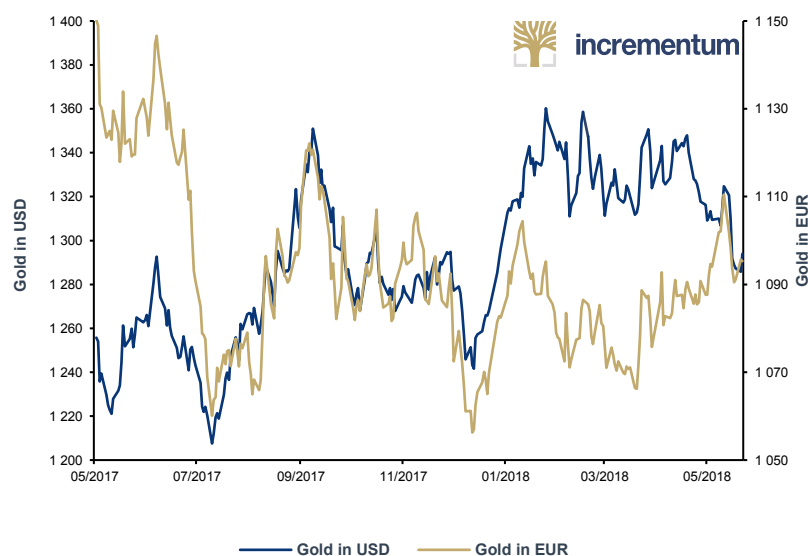
Arthur Schopenhauer

Beginnen wollen wir mit der Betrachtung einiger wichtiger Performance-Daten.

Die Entwicklung in 2017 war auf USD-Basis mit einem Plus von knapp 14% hervorragend, auf Euro-Basis bleibt ein Minus von -1%.

Bemerkenswert erscheint die relativ geringe Volatilität des Goldpreises. Sie fiel auf den tiefsten Stand seit mehr als 10 Jahren.

Gold in US-Dollar und Euro seit dem letzten Goldreport



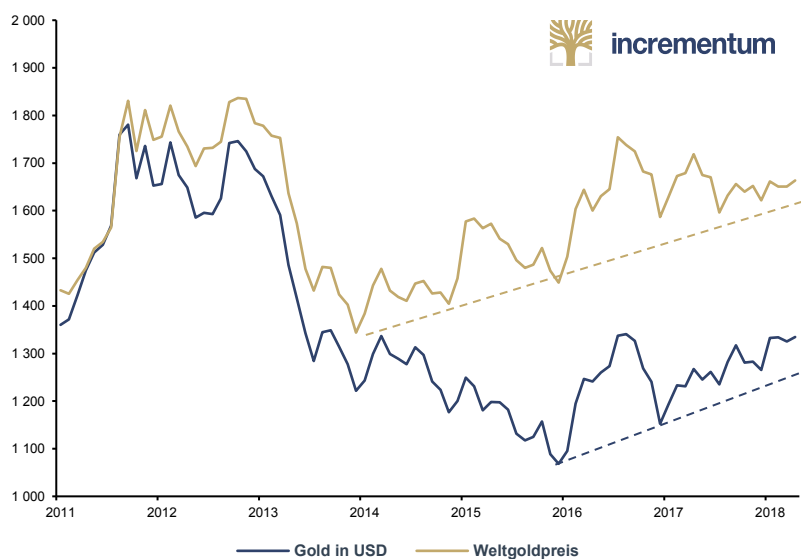
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„The risk of not owning gold is greater than the risk of owning gold.“

Brent Johnson

Der nächste Chart zählt zu den „Klassikern“ jedes Goldreports. Er zeigt den sogenannten „Weltgoldpreis“, der den Goldpreis nicht in US-Dollar oder Euro, sondern als handelsgewichteten Außenwert des US-Dollars darstellt. Ein Blick auf den Chart zeigt, dass der Kurs mittlerweile nicht mehr allzu fern von seinen Höchstständen der Jahre 2011-2013 gehandelt wird. Vergleicht man nun den Weltgoldpreis mit dem Preis in US-Dollar, so erkennt man, dass sich der Spread seit 2017 wieder ein wenig verringert hat. Nachdem der Goldpreis in US-Dollar Ende 2015 sein Tief markiert hatte, weist er nun auch in US-Dollar wieder sukzessive „higher highs“ auf, was unsere positive Grundeinschätzung bestätigt.

Weltgoldpreis vs. Dollar-Goldpreis seit 2011



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Sehen wir uns nun die Preisentwicklung seit 2010 an. Es zeigt sich, dass der Goldpreis zuletzt unter die gleitenden Durchschnitte (50- und 200-Tage) fiel. Der kurz- und der mittelfristige Trend hat sich in den letzten Wochen somit eingetrübt.

Gold in USD, 50- und 200-Tage-Linie



„Gold is scarce. It's independent. It's not anybody's obligation. It's not anybody's liability. It's not drawn on anybody. It doesn't require anybody's imprimatur to say whether it's good, bad, or indifferent, or to refuse to pay. It is what it is, and it's in your hand.“

Simon Mikhailovich

„Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession“

Nun wollen wir das Währungsspektrum noch weiter aufgliedern und betrachten den Goldpreis in den wichtigsten Währungen. **Das Gesamtjahr 2017 war für Gold in allen wesentlichen Weltwährungen positiv. Die einzige Ausnahme bildet der Euro, in dem ein zartes Minus von 1% verbucht wurde.**

Nach wie vor bleibt die durchschnittliche Performance in diesem säkularen Bullenmarkt beeindruckend. So liegt der Mittelwert der jährlichen Performance von 2001 bis 2018 bei 9,40%. **Gold konnte in dieser Zeit – trotz deutlicher Korrekturen – praktisch jede andere Anlageklasse und vor allem jede andere Währung deutlich outperformen.** Seit Anfang 2018 ist die Entwicklung relativ unspektakulär. Im Mittelwert beläuft sich das Plus auf 0,34%.

Gold Performance seit 2001 in div. Währungen (%)

	EUR	USD	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Mittelwert
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%
2016	12,04%	8,50%	29,70%	10,10%	5,50%	16,50%	5,40%	10,40%	11,50%	12,27%
2017	-1,02%	13,64%	3,23%	4,64%	6,35%	6,42%	8,92%	8,13%	6,42%	6,30%
2018 ytd	0,70%	-1,10%	-0,50%	1,80%	0,70%	-2,90%	-2,60%	1,10%	5,90%	0,34%
Mittelwert	8,78%	10,39%	11,12%	7,70%	8,85%	8,41%	9,72%	7,02%	12,20%	9,40%

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Goldprice.org, Incrementum AG, Zahlen per 23. Mai 2018



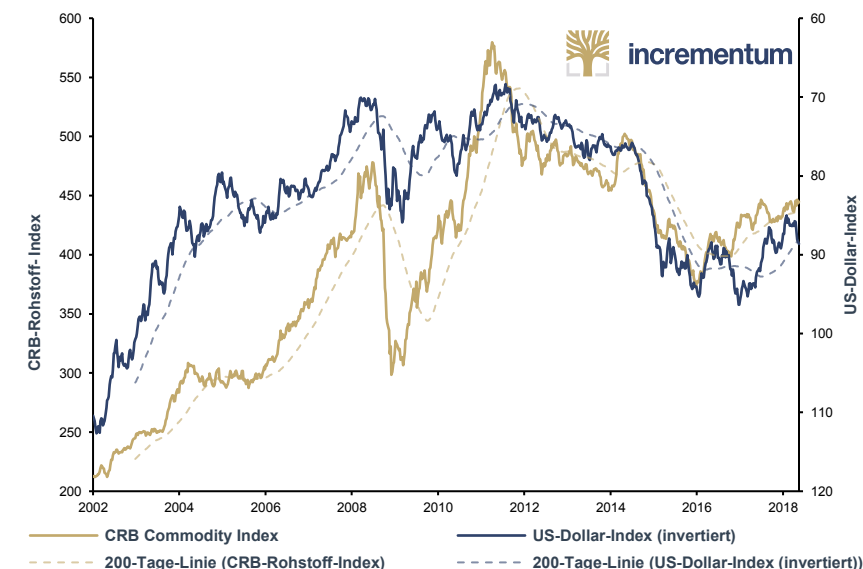
Treue Leser wissen: Wir vertreten die Meinung, dass Rohstoffe die Antithese zum US-Dollar darstellen. Zwischen Bewegungen in den Rohstoffpreisen und im US-Dollar bestehen Wechselwirkungen, wobei die Kausalität stärker als allgemein angenommen vom US-Dollar ausgeht. Dies lässt sich auch mit der kriselnden USD-zentrischen Währungsordnung erklären, auf die wir später ausführlich eingehen werden.

„Diminution in the dollar’s value was so slow there seemed no cause for public alarm. It was like watching an ice cube melt. It happens, yet slowly.“

Jim Rickards

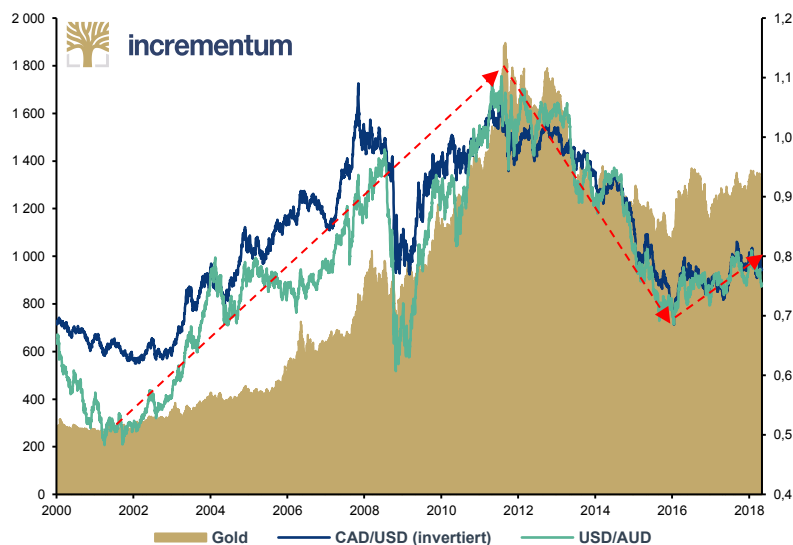
Wertet der US-Dollar gegenüber Gold und Rohstoffen ab, so entstehen globale Teuerungstendenzen. Diese Wechselwirkung erkennt man am nachfolgenden Chart. Er zeigt die negative Korrelation zwischen dem CRB Rohstoff-Index (linke Achse) und dem US-Dollar-Index (rechte Achse, invertiert). Anhand der gleitenden Durchschnitte erkennt man, dass sich der CRB wieder über der 200-Tage-Linie befindet und sich die Rohstoffe somit weiterhin im Aufwärtstrend befinden.

CRB-Rohstoff-Index und Dollar-Index (invertierte Achse) und 200-Tage-Linie



Bekanntermaßen gelten die Währungspaare AUD/USD sowie CAD/USD als rohstoff- und inflationssensitiv. Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man die hohe Korrelation zwischen diesen Währungen und dem Goldpreis. Auch ist ersichtlich, dass die Tendenz seit 2016 wieder nach oben zeigt.

Kanadischer Dollar und Australischer Dollar (linke Skala) vs. Gold (rechte Skala)

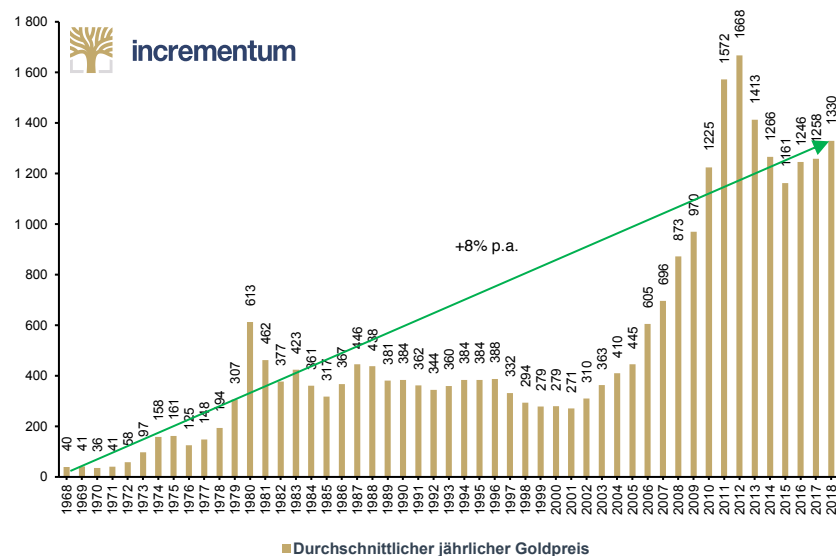


„The decline of the value of each dollar is in exact proportion to the gain in the number of them.“

Keith Weiner

Blättern wir nun aber ein wenig weiter zurück in den Geschichtsbüchern. Seit dem 15. August 1971 – dem Beginn der neuen monetären Zeitrechnung – beläuft sich die annualisierte Steigerungsrate des Goldpreises in US-Dollar auf 8%. Die reale Aufwertung der „Währung“ Gold gegenüber dem US-Dollar beträgt im Schnitt 4,5% pro Jahr. Dass sich die Korrektur der Jahre 2013-2015 im langfristigen Kontext relativiert, lässt sich anhand der nachfolgenden jährlichen Durchschnittspreise erkennen. Zudem stellt der Chart eindrucksvoll unter Beweis, dass regelmäßiges Akkumulieren von Gold („Goldsparen“) unter Ausnutzung des Cost-Average-Effekts empfehlenswert erscheint.

Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis (USD)



Die Änderung der Perspektive verhilft bekanntermaßen meist zu neuen Einsichten. Bildet man nicht den Goldpreis in US-Dollar oder Euro ab, sondern dreht man das

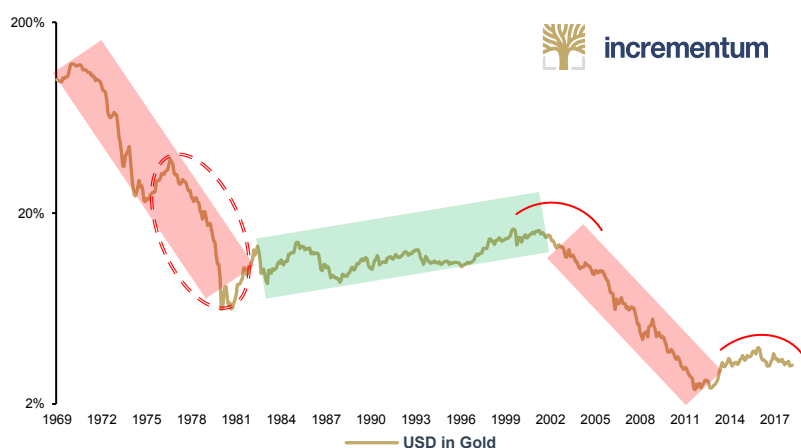
„Being right, but early in the call,
is the same as being wrong.“

Howard Marks

Verhältnis um, so zeigt sich, dass die Kaufkraftabwertung des US-Dollar gemessen an Gold in langen Zyklen verläuft.

Die aktuelle Abwertungsphase fällt im Vergleich zu den 1970er-Jahren bislang noch deutlich moderater aus. Die finale Trendbeschleunigung analog zu den 1970er-Jahren, welche in diesem Chart mit einem Kreis markiert ist, hat bislang *noch* nicht stattgefunden. Zeitlich erinnert uns die kurzfristige US-Dollar-Stärke an die Zeit von 1974 bis 1976, als Gold im Zuge einer disinflationären Phase gepaart mit einer schwachbrüstigen konjunkturellen Aufhellung abverkauft wurde und der US-Dollar deutlich fester tendierte. **Die Ähnlichkeiten der gegenwärtigen Entwicklung zu dieser mid-cycle-correction sind unserer Meinung nach frappant.**

US-Dollar in Gold: Stehen wir am Ende der Mid-Cycle-Correction? (log. Skalierung)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„100 years ago, the dollar was worth 1555mg of gold. Today, it is worth about 25mg. The long-term price target is 0.“

Keith Weiner

Wenden wir uns nun dem US-Dollar und seiner Entwicklung in der jüngeren Vergangenheit zu. Bemerkenswert erscheint die prononcierte Schwäche des Greenbacks, nachdem die Erwartungen noch vor 18 Monaten klar positiv waren und Donald Trump – zumindest von seinen Wählern – als Messias gefeiert wurde, der mit dem Versprechen in den Wahlkampf zog, „America“ erneut „great“ zu machen.

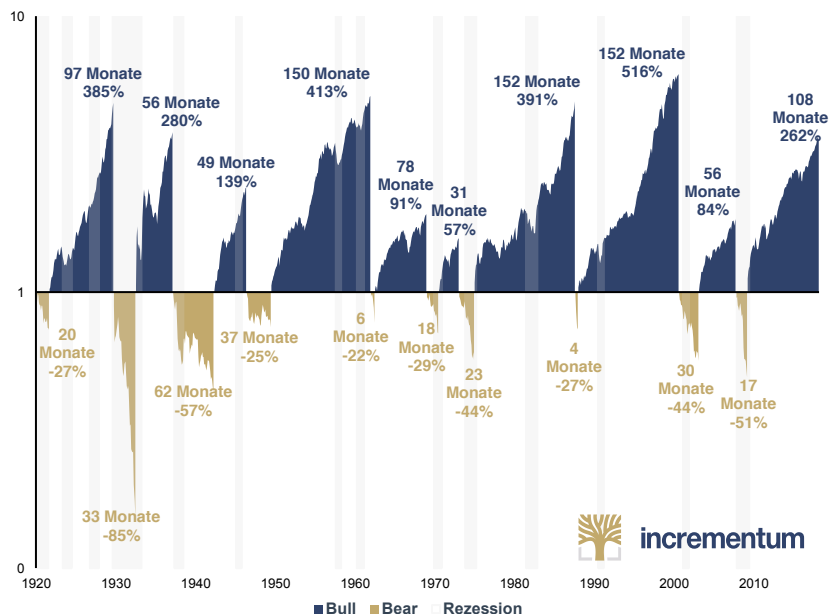
Wir hatten im *In Gold we Trust*-Report des vergangenen Jahres bereits davor gewarnt, in Trump einen ökonomischen Wunderwuzzi zu sehen. Auch wenn sich die Welt mittlerweile auf seinen recht unkonventionellen Stil des Regierens per Twitter eingestellt hat, so ist seine Politik weiterhin als eher erratisch und sprunghaft zu bezeichnen. Die vergleichsweise hohe Goldaffinität seines Kabinetts ist in tagespolitischen Entscheidungen bislang noch nicht zu Tage getreten.¹³

Noch scheint die wirtschaftliche Situation in den USA auf der sonnigen Seite. Das Verbrauchervertrauen ist hoch, die Arbeitslosigkeit sank auf den tiefsten Stand seit 2001, die FED erhöht die Zinsen und begann mit QT die Verkürzung der Notenbankbilanz, während der Aktienmarkt von einem

¹³ Vgl. „De-Dollarization: Goodbye Dollar, hello Gold?“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 90-94

Allzeithoch zum nächsten jagt. **Mit 108 Monaten und einem Gesamtanstieg von 262% zählt die aktuelle Hausse am Aktienmarkt zu den längsten der US-amerikanischen Geschichte.**

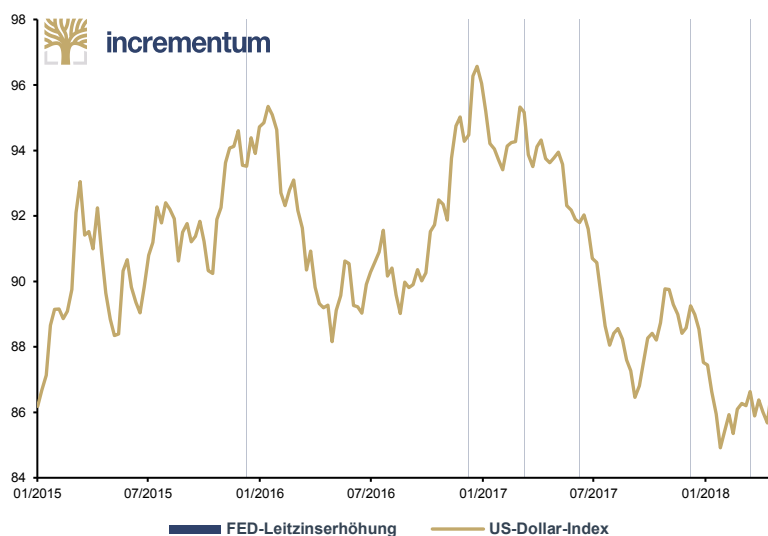
S&P 500 Bullen- und Bärenmärkte seit 1920



Quelle: Bloomberg, Robert Shiller, Incrementum AG

Dies alles sollte eigentlich ein positives Umfeld für den US-Dollar bedeuten. Einer alten Trader-Weisheit zufolge sind es jedoch nicht die News an sich, die den Kurs bestimmen, sondern die Reaktionen darauf. Insofern ist nachfolgender Chart äußerst bemerkenswert, zeigt er doch, dass die Tendenz des US-Dollar nach Zinserhöhungen stets nach unten gerichtet war.

Negative Reaktion des US-Dollars auf US-Leitzinserhöhungen

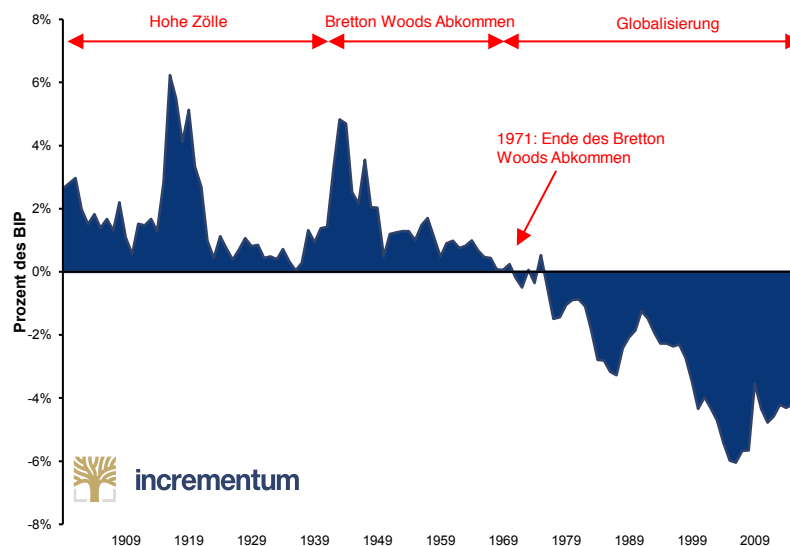


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Sieht man sich jedoch einige andere Vitaldaten der USA an, so erscheint die Konstitution des Patienten besorgniserregend. Das

Handelsbilanzdefizit stieg im Vorjahr auf 566 Mrd. USD und damit auf den höchsten Stand seit 2008. Und das wohlgerneht in einem Jahr, in dem der schwache US-Dollar theoretisch das Defizit hätte reduzieren sollen.

US-Handelsbilanz seit 1900



Quelle: Federal Reserve St. Louis, US Census Bureau, Incrementum AG

In diesem Zusammenhang verwundert es kaum, dass sich der Status des US-Dollar als klassische Safe-Haven-Währung derzeit umzukehren scheint.¹⁴ Die zeitgleiche Korrektur von Aktien, Bonds und dem US-Dollar Ende Jänner könnte einen Vorgeschmack auf den Verlust des Status als sicherer Hafen geben.

Jüngste Schwächephasen des Dollars und deren Konsequenzen für Gold und Aktien

Zeitraum der Dollarschwäche	Dollar Index	Gold	S&P 500
07.06.2010 - 29.04.2011	-17,50%	26,28%	28,40%
10.03.2009 - 25.11.2009	-16,48%	27,78%	63,52%
19.03.2007 - 22.04.2008	-14,46%	40,68%	1,86%
20.12.2016 - 25.01.2018	-13,85%	20,01%	25,41%

Quelle: Euro Pacific Capital, Incrementum AG

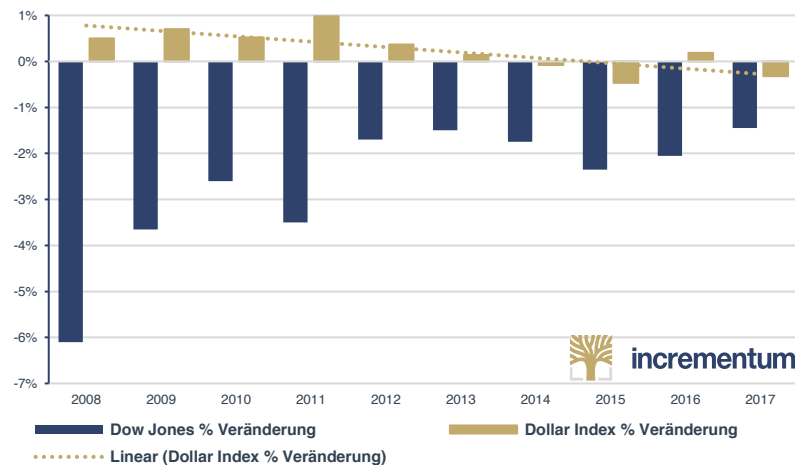
„In effect, our country has been behaving like an extraordinarily rich family that possesses an immense farm. In order to consume 4% more than we produce—that’s the trade deficit—we have, day by day, been both selling pieces of the farm and increasing the mortgage on what we still own.“

Warren Buffett

Wenn wir den Durchschnitt der 10 schlimmsten Markttage jedes Jahres in den fünf Jahren von 2008 bis 2012 analysieren, kann man erkennen, dass der US-Dollar in jenen Phasen, in denen der Dow Jones-Index um mindestens 1% gefallen ist, meist nach oben tendierte. An diesen Tagen notierte der US-Dollar in 80% der Fälle fester und stieg im Schnitt um 0,6% an. Dies hat sich jedoch in den letzten Jahren erheblich geändert. Im Durchschnitt der 10 schlimmsten Markttage von 2013 bis 2017 fiel der US-Dollar an diesen 50 Tagen um etwa 0,3% und stieg lediglich an knapp mehr als einem Viertel der Tage. **Es scheint also, als würde der US-Dollar zunehmend seltener als sicherer Hafen angesteuert werden.**

¹⁴ Vgl. „Raising Rates Reflect Bigger Debt Not Faster Growth“, Peter Schiff, Euro Pacific Capital Inc., 5. Februar 2018

Durchschnittliche Performance der 10 schwächsten Markttage



Quelle: Euro Pacific Capital, Bloomberg, Incrementum AG

„This is why a simultaneous collapse in bond prices and the dollar could be so significant. It could show that rising interest rates do not reflect improved growth, as so many stock market bulls conveniently claim, but a loss of confidence in the dollar and the creditworthiness of the United States.“

Peter Schiff

Die zentrale Frage, die uns aktuell beschäftigt: Was wird mit dem US-Dollar passieren, wenn das aktuelle Goldilocks-Szenario in Frage gestellt wird, Rezessionssorgen aufkommen und die FED zu einer Umkehr der Geldpolitik gezwungen sein wird?

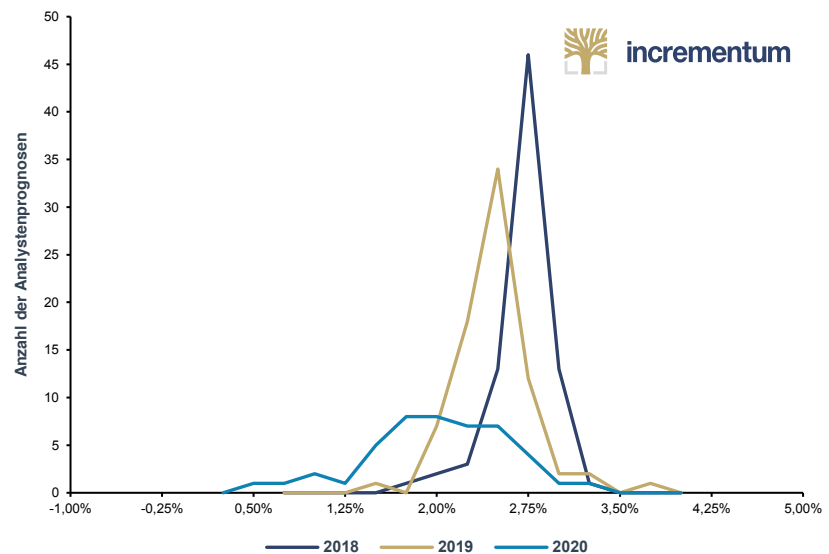
In den vergangenen 100 Jahren fiel die US-Konjunktur im Schnitt alle sechseinhalb Jahre in eine Rezession. Nun sind seit der letzten Rezession bereits mehr als zehn Jahre vergangen und dennoch erwartet der Mainstream in absehbarer Zukunft keinen Konjunkturrückgang. Angesichts des grenzenlosen Optimismus erscheint das Überraschungspotenzial somit klar asymmetrisch zu sein. Ein Wirtschaftsrückgang erscheint der Mehrzahl der Ökonomen und Marktteilnehmer derzeit so unwahrscheinlich wie ein Oscar für Vin Diesel oder der Gewinn der Fußballweltmeisterschaft für die Nationalmannschaft von Fidji.¹⁵

Von den 78 von Bloomberg befragten Analysten rechnet derzeit kein einziger in den Jahren 2018, 2019 oder 2020 mit einer Kontraktion des BIP.¹⁶ Das erwartete Wachstum liegt in diesen drei Jahren im Median zwischen 2,1% und 2,8%.

¹⁵ Vgl. „Weiße, Graue und Schwarze Schwäne“, *In Gold we Trust-Report 2017*, Seite 27

¹⁶ Übrigens rechnete 2007 ebenfalls KEIN Analyst mit einer Rezession!

Erwartungshaltung der Analysten unisono: Keine Rezession bis 2020!



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

„The consequences of wellmeaning (but not all-knowing) economists setting the cost of money are widespread, from the inflation in asset prices to encouraging companies to spend on projects they shouldn't. But we really don't know the second-, third-, and fourth derivatives of the consequences that command-control interest rates will bring.

We know that most likely every market participant was forced to take on more risk in recent years, but we don't know how much more because we don't know the price of money.“

Vitaliy Katsenelson

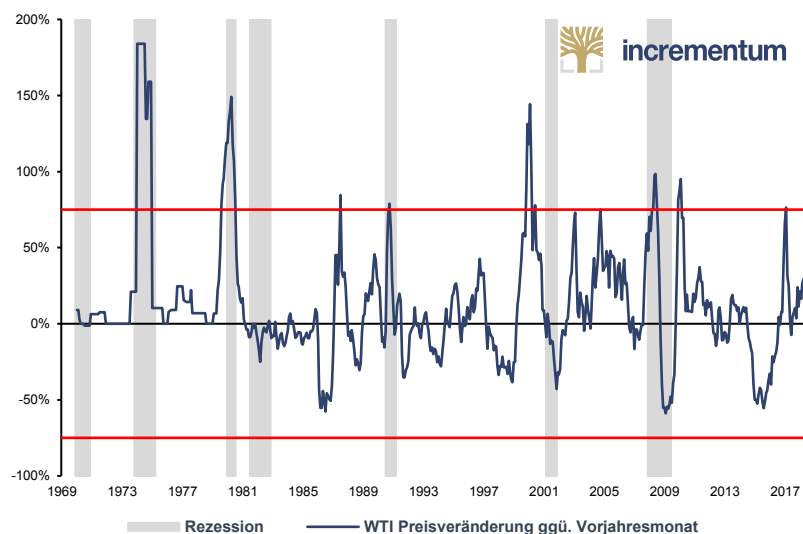
Allen optimistischen Prognosen zum Trotz, sprechen doch einige Faktoren derzeit für zunehmend rezessive Tendenzen:

- Steigende Kreditausfallraten
- Steigende Abschreibungen bei Kreditkartenschulden
- Schwächelnde Konsumquoten
- Stark abflachende Zinskurve, die in wenigen Monaten invers werden könnte
- Steigende Zinsen, Fed Tightening (QT)
- Rekordhohes Konsumentenvertrauen
- M&A Boom am Höhepunkt
- Zuletzt stark gestiegene Ölpreise

Der nachfolgende Chart zeigt, dass der Ölpreis (WTI) aktuell knapp 50% höher notiert als noch vor 12 Monaten. Es stellt sich die Frage, inwiefern die Weltwirtschaft solche Preissprünge verkraften kann, ohne in eine Rezession abzugleiten. Am Beispiel der USA erkennt man, dass Preissprünge des Ölpreises recht häufig mit US-Rezessionen zusammenfielen.¹⁷

¹⁷ Vgl. Wellenreiter Frühausgabe, 15. Mai 2018

WTI-Preisveränderung (yoy) und Rezessionen



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„It is the preceding inflation that makes the depression phase necessary.“

Murray N. Rothbard

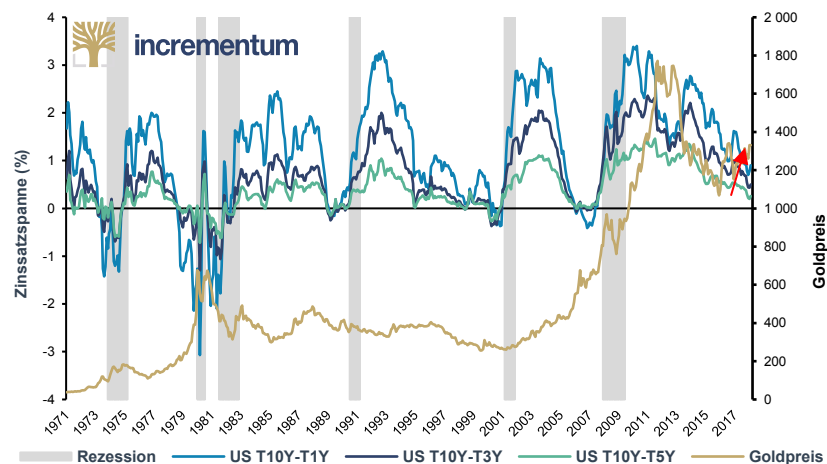
An dieser Stelle möchten wir ein wenig auf die Frage, was eine abflachende Zinsstrukturkurve für Gold bedeutet, eingehen. **Eine kürzlich von der San Francisco Federal Reserve publizierte Studie zeigt, dass inverse Zinskurven die meisten Rezessionen seit den 1950er-Jahren angekündigt haben.**¹⁸ In Erwartung eines Konjunkturabschwungs reduzieren die Anleger ihre Nachfrage nach kurzfristigen Anleihen und verschieben ihre Nachfrage auf längerfristige Anleihen, deren Preise damit steigen und deren Renditen im Vergleich zu kurzfristigen Anleihen noch weiter sinken. Die rückläufige Nachfrage nach kurzfristigen Anleihen erhöht ihrerseits die Zinsen am kurzen Ende. Grafisch zeigt sich diese intertemporale Allokationsverschiebung in einer inversen Zinskurve mit einer negativen Steigung.¹⁹

Auf die Verringerung der Zinsspreads folgen aus empirischer Sicht konjunkturelle Abschwünge und daran anschließend die Aufwertung von Gold. Vor allem seit dem Nixon-Schock im Jahr 1971 ist dieser chronologische Ablauf festzustellen.

¹⁸ Für weitere Details zu dieser Studie siehe: <https://www.frbsf.org/>

¹⁹ Für eine detaillierte Erklärung hierzu siehe: <https://mises.org/>

Zinsspreads der Benchmark-US-Staatsanleihen vs. Goldpreis in USD: 1971-2018



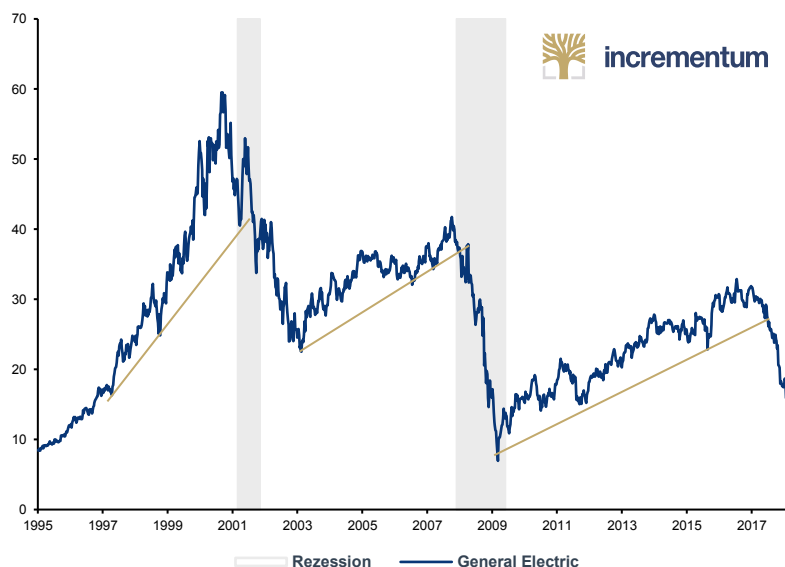
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„In proportion as you give the state power to do things for you, you give it power to do things to you.“

Albert Jay Nock

Auch der US-Aktienmarkt zeigt erste deutliche Risse. In diesem Zusammenhang erachten wir die General Electric-Aktie als durchaus repräsentativ für die Old Economy der USA. Nachfolgender Chart zeigt, dass gebrochene Aufwärtstrends der GE-Aktie stets Rezessionen ankündigten. Aber nicht nur das Chartbild von GE lässt bei uns Konjunktursorgen aufkommen. Mittlerweile befinden sich auch einige (ehem.) Star-Aktien wie zB. Tesla unterhalb ihrer 50- und 200-Tagelinien und auch die FANG-Titel wirken technisch angezählt.

General Electric-Aktie und Rezessionen



Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

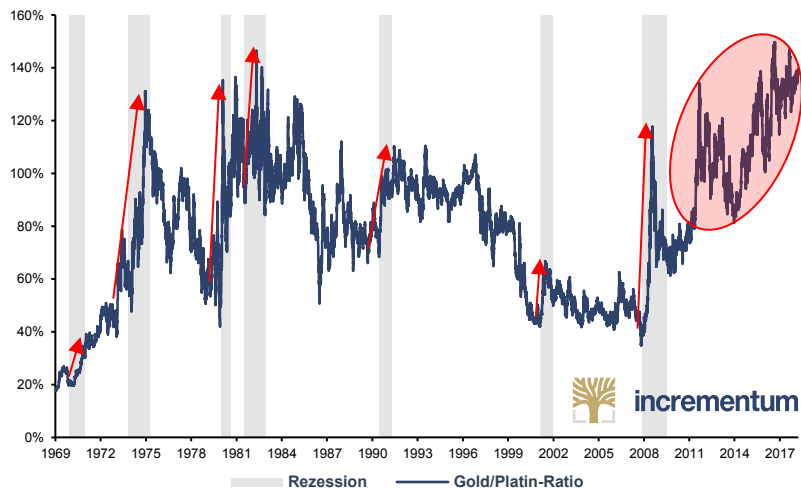
„Waiting too long to begin moving toward the neutral rate could risk a nasty surprise down the road—either too much inflation, financial instability, or both.“

Janet Yellen

„Wir erleben eine Wachstumsperiode, die in den USA schon lang andauert. Also werden wir in absehbarer Zeit unvermeidlich eine Rezession haben...Die großen Zentralbanken haben ihr Pulver verschossen, durch ihre ultralockere Geldpolitik, die in der Krise notwendig war. Damit bleibt kaum Spielraum, um im Abschwung entgegenzuwirken.“
Jean-Claude Trichet, ehem. Präsident der EZB

Ein weiterer interessanter Rezessionsindikator scheint das Gold/Platin-Ratio zu sein. Wenn man das Verhältnis als Indikator für wirtschaftliches und politisches Vertrauen betrachtet, so kommt man zum Schluss, dass das momentan hohe Ratio ein Zeichen für ökonomische Verunsicherung und monetäre Instabilität sein könnte.

Gold/Platin-Ratio und Rezessionen seit 1969



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Doch was wird dieses Mal passieren, wenn erste Rezessionswolken den Konjunkturm Himmel einzutrüben beginnen? Die letzten beiden Rezessionen 2000 und 2008 veranlassten die FED zu Zinssenkungen im Ausmaß von 500 Basispunkten.²⁰ Augenblicklich steht die Fed Funds Rate bei 1,50-1,75%. Das Potenzial für Zinssenkungen scheint also stark limitiert, außer man greift zur Ultima Ratio der Negativzinsen.

Angesichts des wachsenden Angebotes an US-Staatsschuldpapieren erscheint ein weiterer Renditeaufschwung nicht unwahrscheinlich. So erwartet das Treasury Borrowing Advisory Committee für das Fiskaljahr 2018 einen Finanzierungsbedarf von 955 Mrd. USD (vs. 519 Mrd. USD im Vorjahr), für die Fiskaljahre 2019 und 2020 gar von jeweils mehr als 1.000 Mrd. USD. Aufgrund der jüngsten Steuersenkungen müssen diese Zahlen vermutlich noch nach oben angepasst werden.²¹

Auch die Prognosen des Haushaltsbüros des Kongresses (CBO) für die US-Defizite der nächsten zehn Jahre sehen besorgniserregend aus. So ist aus heutiger Sicht mit einem dramatischen Anstieg des US-Defizits bis 2028 zu rechnen. Das jährliche Defizit liegt dabei stets über 1 Bill. USD. Zum Vergleich: Das Budgetdefizit des gesamten Euroraums lag im Jahr 2016 knapp unter 200 Mrd. USD.²²

²⁰ Die Fed senkte die Zinssätze in den neun Rezessionen seit Mitte der 1950er Jahre um durchschnittlich 5,5 Prozentpunkte.

²¹ Vgl. „New Fiscal Worry: Too Much Short-Term Borrowing as Deficit Climbs“, The Wall Street Journal, 31. Jänner 2018

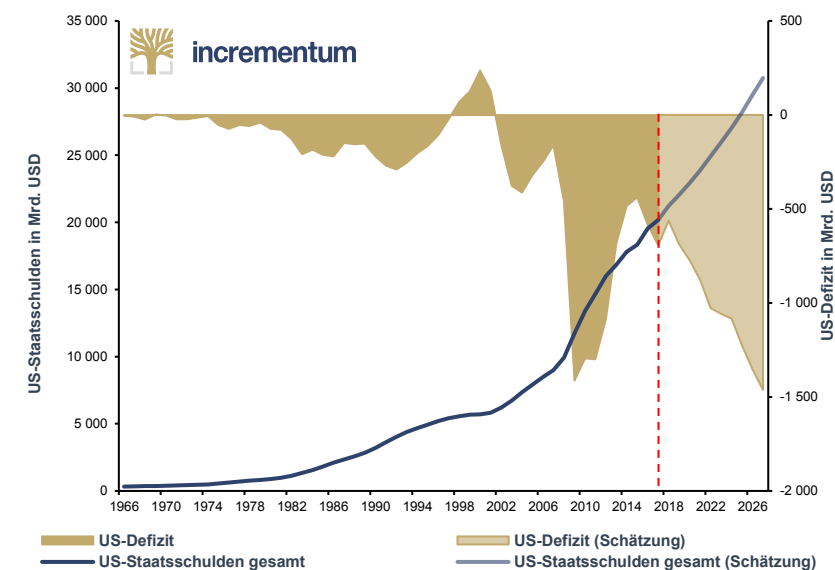
²² Vgl. „Öffentliches Defizit im Euroraum und in der EU28 bei 1,5% bzw. 1,7% des BIP“, Eurostat, 24. April 2017

„If we keep running deficits at this rate, we will need to think about what kind of debt burden we are going to leave for Keith Richards.“

Kevin Muir

Darüber hinaus sei angemerkt, dass diese Prognose auf sehr positiven, fast schon naiven, Prämissen beruht. So unterstellt das CBO etwa, dass auch die nächsten zehn Jahre rezessionfrei bleiben werden. Eine sehr kühne Annahme, zumal die US-Wirtschaft eine derartig lange Aufschwungsphase bis dato noch nicht erlebt hat. Insofern könnte das Defizit der USA innerhalb der nächsten Dekade durchaus signifikant höher ausfallen, als aktuell mit 13,2 Bill. USD veranschlagt.

Prognostizierte Schulden- und Defizitentwicklung der USA



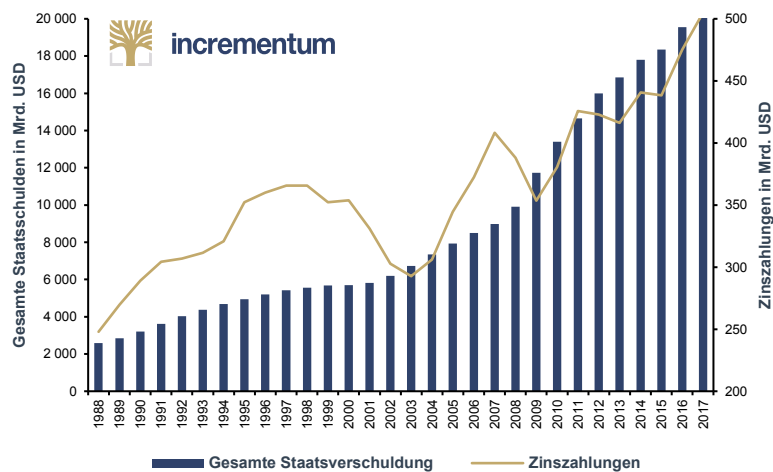
Quelle: CBO, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„Either the State ends public debt, or public debt will end the State.“

David Hume

Nach diesen Prognosen wird das Defizit im Jahre 2028 höher sein als im Krisenjahr 2009 (1.413 Mrd. USD) und mit 1.526 Mrd. USD gleichzeitig einen neuen Rekordstand erreichen. Zudem erkennt man, dass der Zinsendienst 2018 mit mehr als 500 Mrd. USD ein neues Hoch markieren wird.

US-Staatsschulden (Mrd. USD, linke Skala) und jährliche Zinszahlungen (rechte Skala)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Ähnlich hohe Budgetdefizite wurden nur in der Periode von 2009-2012 verzeichnet. Dies war wohlgernekt jedoch eine Phase, in der die FED **mittels QE knapp 500 Mrd. USD pro Jahr aufzog**. Nun befinden wir uns im **QT-Modus**, was die aktuelle Gemengelage noch delikater macht.

Fazit

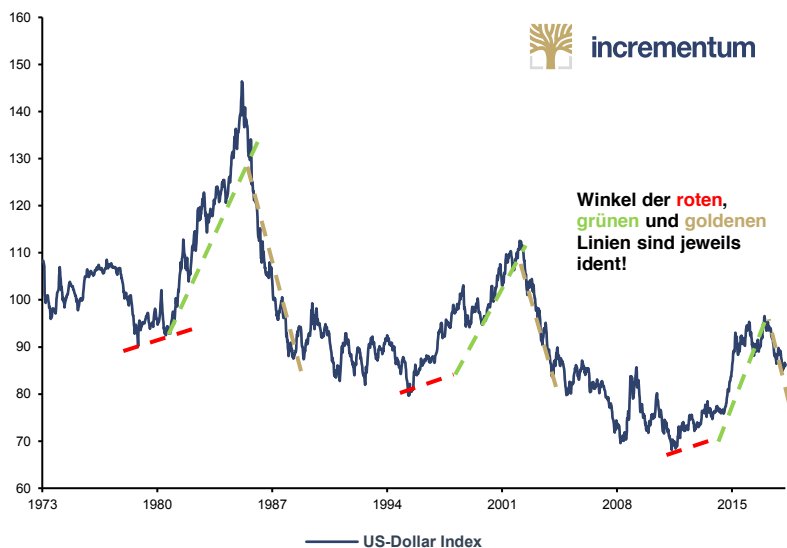
Wir halten an unserer Aussage vom Vorjahr fest, wonach sich Gold in der Frühphase eines neuen Bullenmarktes befindet. Die Indizien einer damit einhergehenden US-Dollar-Schwäche verdichten sich zunehmend. Besonders erwähnenswert erscheint uns hier auch die bewusste Schwächung der eigenen Währung im Rahmen von Handelskriegen, um die Exportwirtschaft zu fördern. Kein Wunder also, dass US-Finanzminister Steven Mnuchin in Davos mit der Tradition der Unterstützung eines starken US-Dollar brach, als er meinte „Obviously a weaker dollar is good for us as it relates to trade and opportunities.“²³

„Geld ist die vielleicht konzentrierteste und zugespitzteste Form und Äußerung des Vertrauens in die gesellschaftlich-staatliche Ordnung.“

Georg Simmel

²³ „Trump Team at Davos Backs Weaker Dollar, Sharpens Trade War Talk“, Bloomberg, 24. Jänner 2018

US-Dollar-Zyklen seit 1973



Quelle: 13d Research, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Es gibt aber auch unter den Goldbullen zahlreiche Proponenten einer Strong-US-Dollar-These. Darunter unser geschätzter Kollege Brent Johnson.²⁴ Prof. Thorsten Polleit fasst den (kurzfristig) bullischen Case für den US-Dollar in gewohnt prononcierter und eloquenter Manier zusammen:

„Solange die anderen großen Wirtschafts- und Währungsräume der Welt daniederliegen, scheint der Zinserhöhungsspielraum der Fed jedoch begrenzt zu sein. Eine ungewollte zinsgetriebene Aufwertung des US-Dollar-Außenwertes, der die heimische Konjunktur und die Gewinnlage der US-Unternehmen schmälert, werden die Amerikaner sich wohl nicht antun. Sie werden sich daher den Folgen der Entwertungspolitiken, die beispielsweise in Japan und im Euroraum auf den Weg gebracht werden, nicht vollends entziehen wollen, sondern zumindest teilweise mitgehen müssen. Der US-Dollar wird sich nicht als der von Anlegern ersehnte 'sichere Hafen' erweisen.

Er ist bestenfalls eine Durchgangsstation auf einem Fluchtweg, um der Zerrüttung des weltweiten ungedeckten Papiergeldsystems zu entkommen, die letztlich auch der amerikanischen Weltleitwährung bevorsteht. Doch bevor der US-Dollar ernstlich ins Wanken gerät, werden zuvor noch all die anderen Währungen, die vom Greenback abhängen, in Bedrängnis geraten: Der Zerfall des ungedeckten US-Dollar-Devisen-Standards beginnt an den Rändern und frisst sich zum Kern durch.“²⁵

²⁴ Wir empfehlen die Präsentation „Marvel“ von Brent Johnson.

²⁵ Vgl. „Degussa Marktreport“, Prof. Thorsten Polleit, 27. Mai 2016



AGNICO EAGLE

Working
Together
for a
Sustainable
Future

agnicoeagle.com



TSX/NYSE: **AEM**

Der Goldpreis relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen

„We happen to live now in a very exciting time, because all four asset categories are undergoing or about to undergo major trend changes.“

Michael Oliver²⁶

„If bond markets are smoking weed, then the stock market appears to be hooked on crack.“

James Montier

„...relative to financial assets, the GSCI is at one of its lowest points in history. That has historically been resolved by commodities putting on a stunner of a show, stoking inflation. I wouldn't be surprised if that happened again.“

Paul Tudor Jones,
Februar 2018

Nicht nur die absolute Entwicklung, sondern auch die relative Entwicklung – insbesondere zu Aktien und Rohstoffen – ist für eine umfassende Standortbestimmung wichtig. Insofern möchten wir auf den folgenden Seiten die relative Bewertung und die Trendstärke von Gold im Vergleich zu anderen Anlageklassen untersuchen.

Neben Gold und Silber haussierten im Vorjahr auch Industriemetalle wie z. B. Aluminium, Kupfer, Zink und natürlich Energierohstoffe, allen voran Öl und Kohle. Dies alles vollzog sich in einem Umfeld, in dem der US-Dollar den ersten Jahres-Kursverlust seit fünf Jahren und den stärksten Jahresverlust seit 14 Jahren markierte. **Es scheint, als wären die steigenden Aktienkurse an der Wall Street, aber auch die haussierenden Rohstoffpreise Konsequenz einer Abwertungshausse. Wir halten dies für ein Paradebeispiel eines US-Dollar-Bärenmarktes, dessen Startschuss von der Mehrzahl der Investoren noch nicht wahrgenommen wird.**

Zudem betrachten wir die weiterhin positive Aktienmarktentwicklung als derzeit größte Opportunitätskosten des Goldpreises.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

„Compared to the Dutch Tulip Mania of 1637, stocks still look undervalued.“

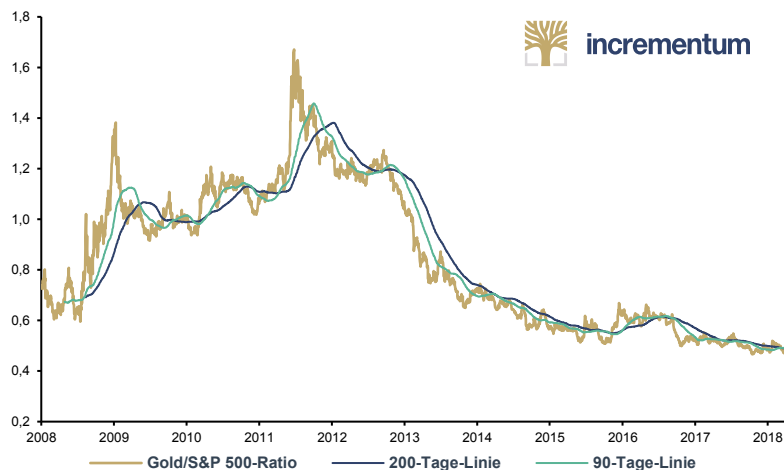
Rudy Havenstein

Insofern könnte ein deutlicher Ausbruch des Goldpreises erst mit einem stagnierenden oder schwächeren Aktienmarkt einhergehen. Vergleichen wir nun die Goldpreisentwicklung mit der Aktienpreisentwicklung, so erkennen wir, dass die relative Schwäche von Gold langsam zu Ende zu gehen scheint. Im Vorjahr hatten wir bereits festgestellt, dass sich die Intensität des Abwärtstrends merklich verringert hat. **Nach einer fünfjährigen Underperformance von Gold**

²⁶ Vgl. „A Sea Change in Momentum“, Real Vision Interview mit Michael Oliver

gegenüber dem breiten Aktienmarkt könnte sich das Blatt nun langsam zugunsten von Gold wenden.

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



„The gap between the S&P 500 and economic fundamentals can now be measured in light years.“
Eric Pomboy

Der folgende Chart war der mit Abstand meistzitierte Chart des letztjährigen Goldreports.²⁷ Er zeigt eindrucksvoll, dass die relative Bewertung von Rohstoffen im Vergleich zu Aktien historisch extrem günstig ist. In Relation zum S&P500 notiert der GSCI-Commodity-Index (TR) auf dem tiefsten Stand seit 50 Jahren. Zudem liegen wir signifikant unterhalb des langfristigen Medians von 4,16. **Im Sinne einer Rückkehr zum Mittel sollten sich somit attraktive Investitionsoportunitäten ergeben.**

GSCI (TR) / S&P500-Ratio: Aktien teuer, Rohstoffe günstig?



²⁷ Wir wollen uns an dieser Stelle erneut bei Prof. Dr. Torsten Dennin (Lynkeus Capital) bedanken, der die Idee zu diesem grandiosen Chart hatte. Er wurde u. a. von Jeff Gundlach (Double Line) und vielen weiteren Branchengrößen zitiert.

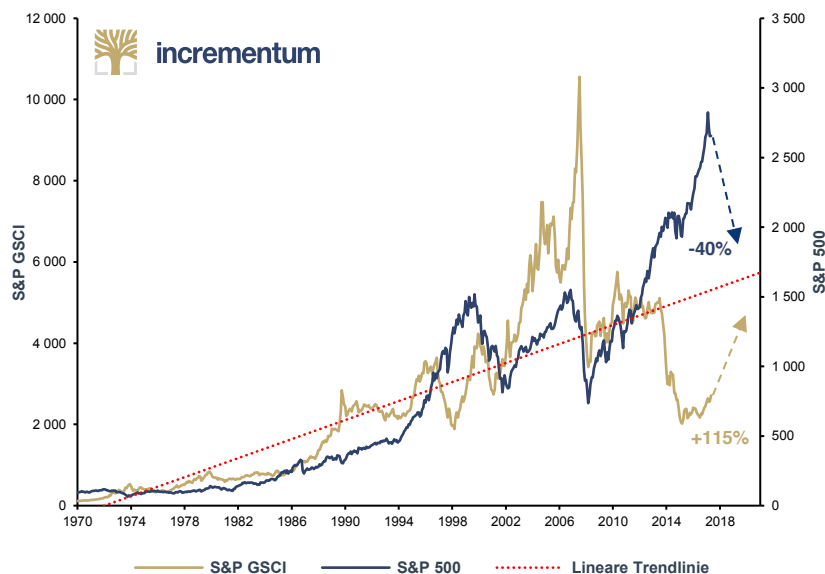
„The truth is that gold cannot be simply defined as a currency, commodity, inflation hedge of safe haven. At various times it has been some/all of these things and at other times none of these things.“

Charlie Bilello

Auch anhand des nächsten Charts erkennt man die (relative)

Unterbewertung der Commodities. Er zeigt den Trend von Rohstoffen und dem S&P 500 und deren langfristige Aufwärtstrendlinie. Um auf diese Trendlinie zurückzukehren – was im Schnitt alle 6 bis 8 Jahre passiert – müsste der S&P um 40% fallen und der GSCI um 115% steigen. Fürwahr ein Szenario, das derzeit als denkunmöglich erscheint. Ein Blick auf diesen Chart bzw. in die Geschichtsbücher relativiert diese Denkmöglichkeit jedoch.

S&P GSCI vs. S&P 500



Quelle: Prof. Dr. Torsten Dennin, Lynkeus Capital, Bloomberg, Incrementum AG

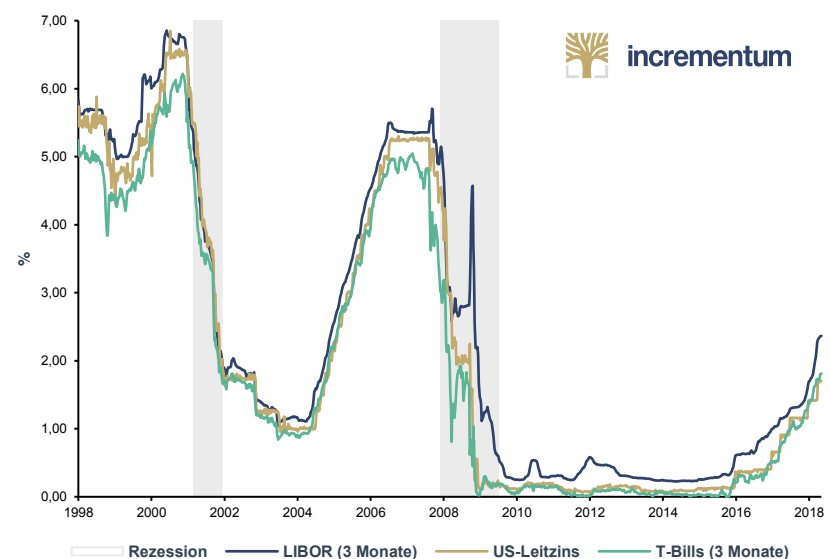
Wenden wir uns nun dem Anleihen-Markt zu. Es scheint, als wäre die Bondparty – insb. in den USA – in den letzten Monaten zumindest unterbrochen, ev. sogar beendet worden. So stiegen die Renditen im Bereich 3 Monate, 2 Jahre und 5 Jahre auf den höchsten Stand seit 2008 und die Rendite der 10-jährigen Treasuries mit 3,14% auf das höchste Niveau seit 2011. Sieht man sich auf nachfolgendem Chart die technische Situation (RSI) der 2-jährigen an, so erscheint es - zumindest kurzfristig – wahrscheinlich, dass die Renditen wieder fallen und die extrem überkaufte Situation abgebaut wird.

US 2-jährige Rendite, RSI und MACD seit 1999



Nun wollen wir die Rolle, die dem LIBOR beziehungsweise dem LIBOR-OIS-Spread zukommt, analysieren. Dabei wird die Entwicklung des 3-monatigen LIBOR mit jener des US-Leitzinses und der Rendite 3-monatiger US-Staatsanleihen verglichen und anschließend mit dem OIS (Overnight Index Swap)²⁸ in ein direktes Verhältnis gebracht.

LIBOR (3 Monate) vs. US-Leitzinsen vs. US T-Bill (3 Monate)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

In den letzten 12 Monaten explodierte der US-LIBOR (3-Monate) von 0,4% auf 2,3% und liegt damit deutlich über dem US-Leitzins und der Rendite 3-monatiger US-Staatsanleihen. Das letzte Mal enteilte der LIBOR den anderen beiden Finanzmarktindikatoren 2008/2009, als sich im Zuge der Finanzkrise massive Unsicherheit und Instabilität im internationalen Bankensektor breitmachte.

²⁸ Der OIS ist ein Zinsswap bei dem ein fixer Zinssatz gegen einen variablen Zins getauscht wird. Der Hauptnutzen von OIS-Geschäften besteht darin, dass Banken die Kosten für Overnight-Finanzierungen absichern können.

Doch warum ist der LIBOR überhaupt von Relevanz? Der LIBOR ist der wichtigste Referenzsatz für den internationalen Geld- und Kreditmarkt. Darüber hinaus liefert er in Kombination mit dem OIS einen wichtigen Indikator für die Kreditkonditionen im Interbankengeschäft, da er im Gegensatz zum zugrundeliegenden Leitzinssatz unabhängig von geldpolitischen Einflussfaktoren ist. **Ein hoher Spread signalisiert relativ hohe Kreditzinsen, wodurch die Refinanzierung erschwert wird.** Er kann damit auch als Stressindikator für den Zustand des Banken- und Kreditsektors interpretiert werden, dem aufgrund der Public-Private-Partnerschaft in der Geldschöpfung zwischen Geschäfts- und Zentralbanken elementare Bedeutung zukommt.

Das enorme Ausmaß der LIBOR-gebundenen Finanzierungen zeigt die nachfolgende Tabelle. **Man muß kein nobelpreisgekrönter Ökonom sein²⁹, um zu erkennen dass der zuletzt stark gestiegene LIBOR den Druck auf Schuldner erhöhen wird.**

LIBOR-gebundene Verschuldung von Unternehmen und Haushalten

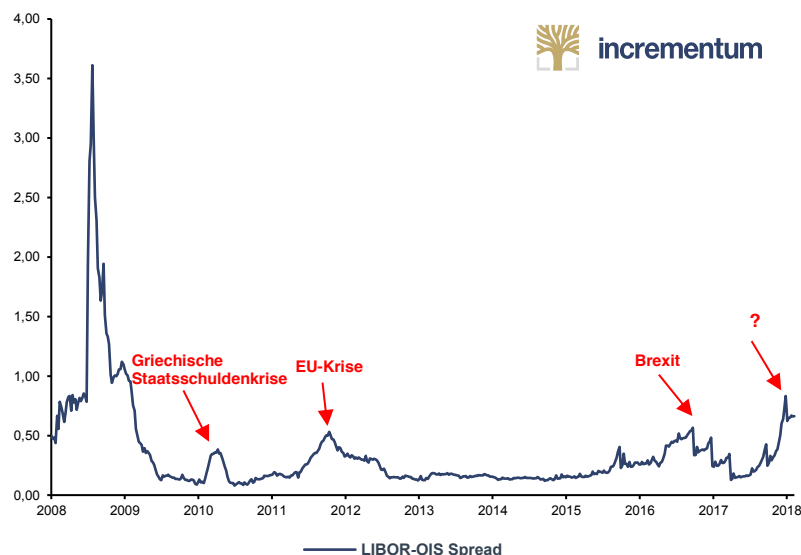
	Volume (\$bn)	% LIBOR related	\$bn LIBOR related
Syndicated loans ¹	3400	97	3298
Corporate business loans ¹	1650	40	660
Noncorporate business loans	1252	40	501
CRE/Commercial mortgages	3583	40	1433
Retail mortgages	9608	15	1441
Student loans	1131	7	79
Credit cards, auto loans, consumer loans	1795	Low	

Quelle: JP Morgan, Federal Reserve New York

Betrachtet man die derzeitige Differenz zwischen LIBOR und OIS, so lässt sich ein rasanter Anstieg innerhalb weniger Monate erkennen. Allein in diesem Jahr verdoppelte sich der Spread auf zwischenzeitlich 83 Basispunkte und hält somit auf dem höchsten Stand seit neun Jahren.

²⁹ Ev. wäre dies sogar auch hinderlich...

LIBOR-OIS Spread



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

In einer höchst lesenswerten Analyse warnte die New York Fed vor kurzem:

„Because U.S. dollar (USD) LIBOR is used in such a large volume and broad range of financial products and contracts, the risks surrounding it pose a potential threat to the safety and soundness of individual financial institutions and to financial stability. Without advanced preparation, a sudden cessation of such a heavily used reference rate would cause considerable disruptions to and uncertainties around the large gross flows of USD LIBOR–related payments and receipts between many firms. It would also impair the normal functioning of a variety of markets, including business and consumer lending.

...as of the end of 2016, the total exposure to USD LIBOR was closer to \$200 trillion, roughly equivalent to 10 times U.S. Gross Domestic Product. The notional size of the derivatives market accounts for 95 percent of the outstanding gross notional value of all financial products referencing USD LIBOR. However, USD LIBOR is also referenced in several trillion dollars of corporate loans, floating-rate mortgages, floating rate notes (FRNs), and securitized products.³⁰

Dies wirft unweigerlich die Frage auf, ob die Stabilität des Banken- und Kreditsektors im derzeitigen Refinanzierungskarussell gefährdet ist und ob Systemrisiken möglicherweise im Steigen begriffen sind. In der Regel steigt der Spread nur in Zeiten wirtschaftspolitischer Unsicherheit, wie zum Beispiel während der griechischen Staatsschuldenkrise oder rund um die Brexit-Turbulenzen.

Wir gehen davon aus, dass die Verkürzung der FED-Bilanzsumme der wesentliche Auslöser für den steigenden LIBOR darstellt. Durch das sinkende Angebot an

³⁰ „The Alternative Reference Rates Committee“, Federal Reserve New York, März 2018 [eigene Hervorhebung]

billigen Refinanzierungsoptionen steigen die Zinsen zwangsläufig. Man muss sich jedoch bewusst sein, dass die Bilanzverkürzung erst begonnen hat. **Insofern sollte dem LIBOR-OIS Spread in Zukunft besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden.**

Systemische Überschuldung und Inflation

„To say Congress is spending like drunken sailors is an insult to drunken sailors.“

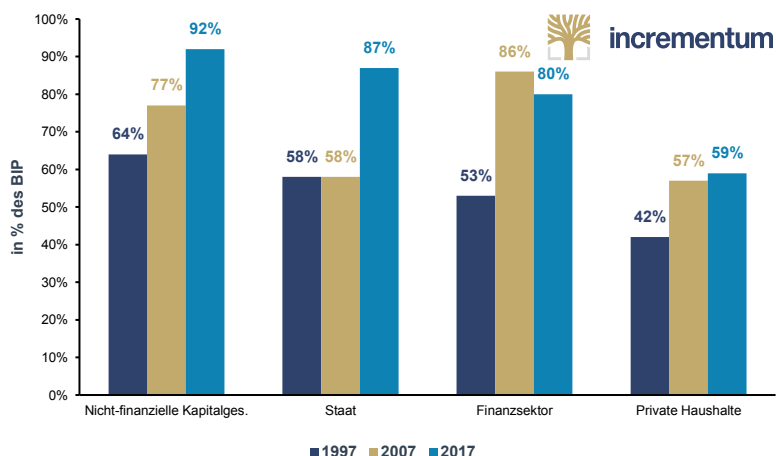
Ronald Reagan

„Von jetzt an werde ich nur so viel ausgeben, wie ich einnehme – selbst, wenn ich mir dafür Geld borgen muss.“

Mark Twain

Auch dieses Jahr finden wir es wichtig daran zu erinnern, dass die Überschuldung in den meisten Volkswirtschaften munter voranschreitet. Insbesondere Non-Financials und der staatliche Sektor tragen einen großen Beitrag zur Schuldenausweitung, während die Schuldenstände des Finanzsektors und des Haushaltssektors tendenziell stagnierten. Nicht nur die Expansion staatlicher Markteingriffe zur ökonomischen Prozesssteuerung, sondern vor allem in Anbetracht der ultralockeren Geldpolitik scheint es, als würde der staatliche Sektor einen Kollaps am Finanzsektor vermeiden und eine Entlastung der privaten Haushalte bereitstellen wollen. **Der Preis dafür ist jedoch hoch, enorm hoch.**

Globale Verschuldung nach Sektoren (in % des BIP)



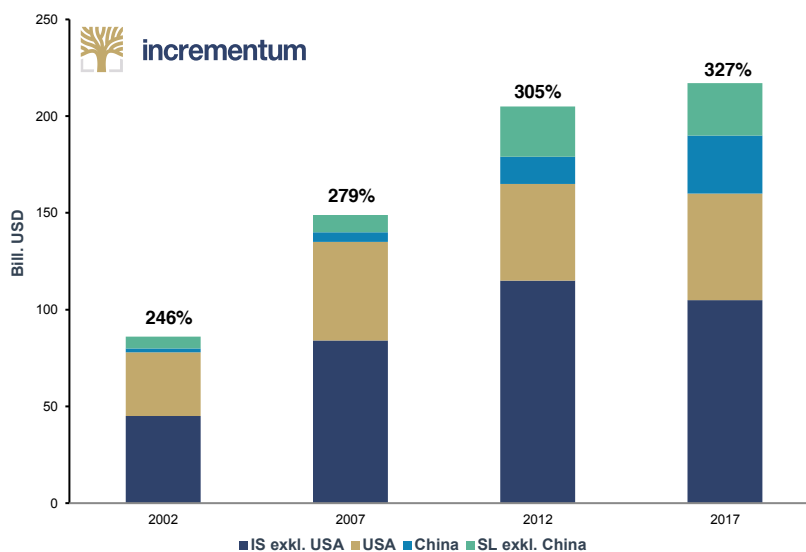
Quelle: BIS, IIF, IWF, Incrementum AG

„Unsichtbar wird der Wahnsinn, wenn er genügend große Ausmaße angenommen hat.“

Berthold Brecht

Der folgende Chart zeigt die Entwicklung der Gesamtverschuldung in unterschiedlichen Wirtschaftsräumen. Auch hier lässt sich eine allgemein steigende Tendenz der Gesamtverschuldung – sowohl absolut, als auch in Relation zur Wirtschaftsleistung – erkennen. Dabei steigt die Verschuldung der Schwellenländer (SL) inklusive China im Beobachtungszeitraum deutlich stärker an als jene der Industriestaaten (IS).

Globale Verschuldung aller Sektoren (absolut und in % des BIP) 2002-2017



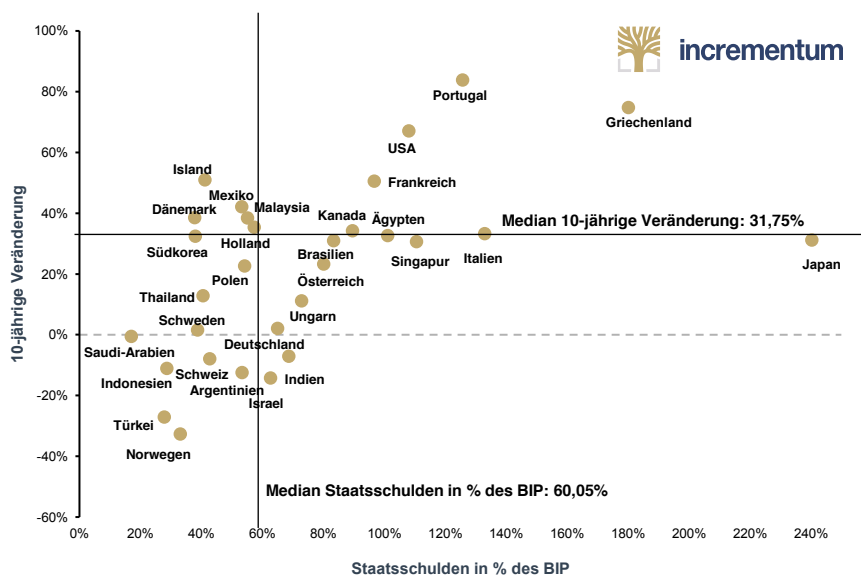
„Will fiat currencies survive the policy dilemma that the authorities will experience as they try to balance higher yields with record levels of debt? That’s the multi-trillion dollar question for the years ahead.“

Jim Reid

China ist in dieser Hinsicht durchaus als Spezialfall zu betrachten. Chinas rasanter Schuldenanstieg ist größtenteils auf den strukturellen Wandel zurückzuführen. Durch die mitunter überstürzte Industrialisierung könnte die Verschuldung Chinas laut IWF von momentan 230% bis 2022 auf 290% des BIP ansteigen. Ein Ende der Schuldenausweitung ist also nicht in Sicht und daher umso beunruhigender, da ein Platzen der Kreditblase in China weltweite Auswirkungen hätte.

Der nächste Chart zeigt die Staatsschulden von ausgewählten Industriestaaten und Schwellenländern in % des BIP und deren 10-jährige Veränderungsrate.

Staatsschuldenniveaus und ihre 10-Jahres-Veränderung



„Die heutige europäische und amerikanische Wirtschaftsordnung kann in diesem Sinne nicht als Kapitalismus gelten. Es findet nämlich keine Überhöhung des Kapitals statt, sondern eine des Kredits und des Konsums – beides Gegensätze zum Kapitalaufbau. Solche Wirtschaftsordnungen sollte man korrekter als Kreditismus oder Konsumismus bezeichnen.“

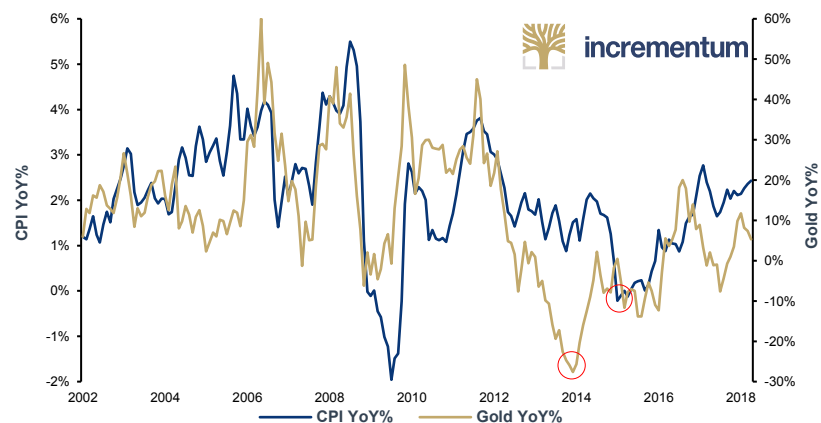
Rahim Taghizadegan

Als Ausreißer für beide Determinanten lassen sich vor allem die südeuropäischen Staaten Griechenland, Portugal und Italien, beziehungsweise die USA und Japan identifizieren. Bemerkenswert ist auch der relativ hohe Medianwert der 10-jährigen Veränderungsrate der Verschuldung von 31,75%. **Daraus folgt unserer Meinung nach, dass aufgrund der mittlerweile globalen Überschuldung, Deflation – also eine reale Aufwertung der Schulden – systemisch wohl nicht zugelassen werden kann.**

Sehen wir uns nun aber die Entwicklung der Teuerungstendenz an.

Treue Leser wissen: Steigende Teuerungsraten bedeuten generell ein positives Umfeld für den Goldpreis, während fallende, aber positive Raten (=Disinflation) ein schlechtes Umfeld darstellen. Dies erkennt man anhand des nachfolgenden Charts.

Preisinflation (CPI) und Goldpreis – Veränderungsrate in %



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

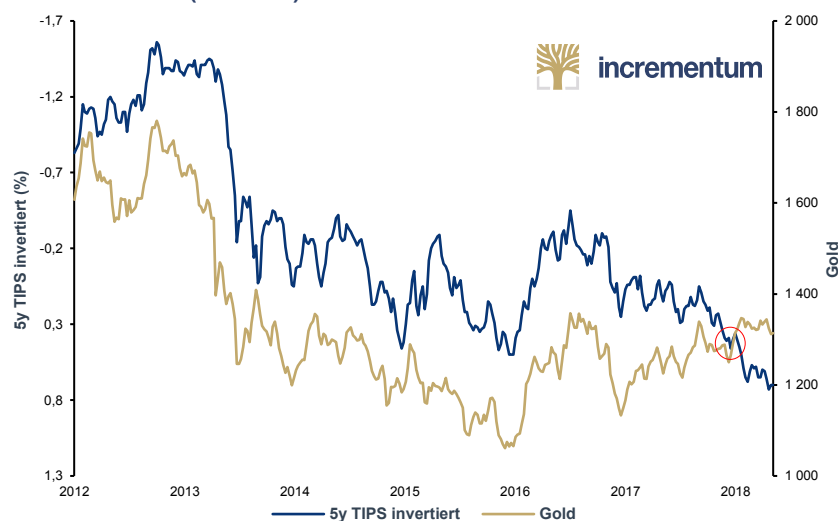
„...in that case, the Fed will pause and the massive short position at the front end of the curve will be seriously offside. Short rates will plummet. Gold will rally harder than Heather Locklear parties on a Saturday night.“

Kevin Muir

Von Ende 2011 bis Anfang 2015 war die Entwicklung der Inflationstendenz deutlich rückläufig, seitdem ist sie wieder im Steigen begriffen. Kurzfristig dürfte der Basiseffekt der Teuerungsraten bis zum Sommer weiteren Teuerungsdruck auslösen. Für danach weiter steigende Inflationsraten benötigt es aus unserer Sicht steigende Rohstoffpreise, insb. einen weiterhin steigenden Ölpreis.

Auch die Renditen der inflationsgeschützten Anleihen zeigen eine extrem hohe Korrelation zum Goldpreis. Vergleicht man den Goldpreis mit den realen Renditen der 5-jährigen inflationsgeschützten US-Staatsanleihen (TIPS), so sieht man, dass der Ausbruch des Goldpreises Anfang 2016 von einem Einpreisen steigender Inflationserwartungen begleitet war.

Gold vs. 5Y TIPS (invertiert)



„If you impose inflation on stagnation, you get stagflation.“
Alan Greenspan

Auch die von den US-Anleihen eingepreiste Teuerungsrate signalisiert derzeit eine steigende Nachfrage nach Inflationsschutz. Seit Anfang des Jahres steigen die Inflationssorgen gem. der Breakeven-Rates sukzessive an. Die von der Fed favorisierte PCE-Kerninflation stieg zuletzt auf 1,9 %. Wir befinden uns somit nahe am geldpolitischen Elysium. Weiter ansteigende Preisinflation gepaart mit aufziehenden Konjunkturrisiken würde wohl den „perfect storm“ für Gold bedeuten: Stagflation!

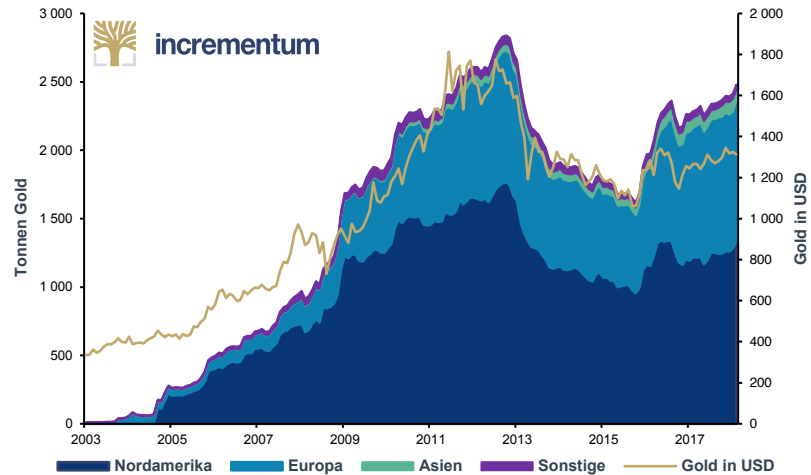
US 10Y Breakeven Rates



Analog zu den wachsenden Inflationssorgen steigt auch das Interesse der Finanzinvestoren an Gold wieder langsam an. Dies bestätigen die Zuflüsse in Gold-ETFs, die sich seit Ende 2015 wieder im Aufwind befinden. Für uns ist diese Kennziffer repräsentativ für westliche Finanzinvestoren, die ETFs als primäres Instrument zur Steuerung ihres Gold-Exposures wählen. Dies zeigt sich auch daran, dass die Inflows in Gold-ETFs einem extrem prozyklischen Muster folgen. Die geographische Segmentierung

zeigt zudem, dass europäische Investoren Gold-ETFs zuletzt deutlich stärker gewichtet haben als ihre nordamerikanischen Kollegen.

ETF-Bestände (in 1.000 Unzen) vs. Goldpreis



Quelle: World Gold Council, Bloomberg, Incrementum AG

Abweichend vom Konsens verfolgen wir aktuell zwei Hauptszenarien:

Entweder die Wirtschaft gewinnt weiter an Fahrt und die FED wird die Zinsen zu zaghaft erhöhen und „behind the curve“ bleiben. Die realen Renditen würden in diesem Szenario fallen, weil die Preisinflation anzieht. Dies erinnert an die 1970er-Jahre, in denen es die beiden FED-Vorsitzenden Arthur Burns und William Miller verabsäumten, den Leitzins im Gleichklang mit der anziehenden Inflation anzuheben. Der Rest ist (monetäre) Geschichte.

„Investments that are denominated in a given currency include money-market funds, bonds, mortgages, bank deposits, and other instruments. Most of these currency-based investments are thought of as ‘safe’. In truth, they are among the most dangerous of assets. Their beta may be zero, but their risk is huge.“

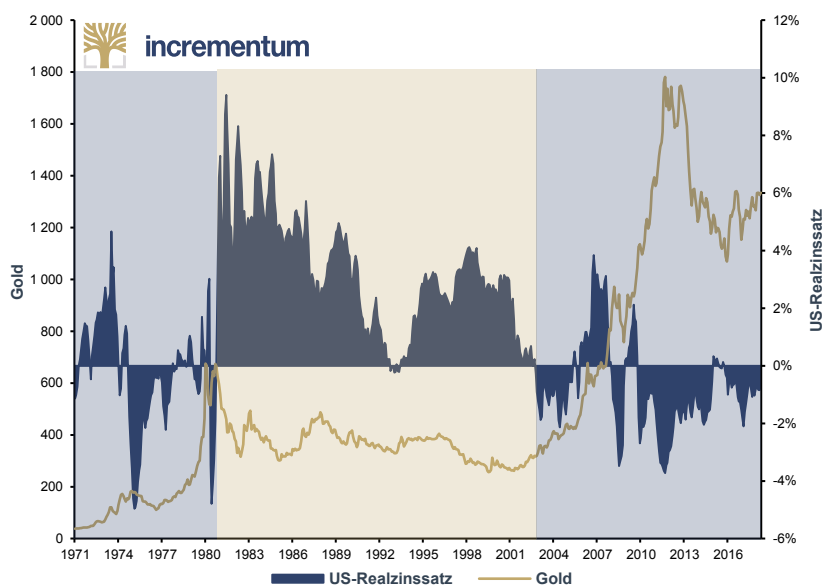
Warren Buffett

Die zweite Möglichkeit wäre, dass die Vertreter des „Goldilocks“-Szenarios falsch liegen und die US-Konjunktur ihren Zenit bereits überschritten hat. Wir halten dieses Szenario für plausibler, da es scheint, als wäre der gesamte konjunkturelle Optimismus bereits eingepreist. Selbst kleinere konjunkturelle Enttäuschungen können in einem derartigen Umfeld sehr schnell zu deutlichen Kursreaktionen führen und den Black Swan namens Rezession zurück auf die Tagesagenda bringen. **Was, wenn die Überraschungen in Zukunft auf der negativen Seite liegen und die FED eine baldige Kehrtwende einleiten muss?**

Das einzige Szenario, das Gold wirklich schaden würde, wäre eine weiter anziehendes Wirtschaftswachstum, in dem die FED versucht, die Zinsen deutlich aggressiver anzuheben als vom Markt erwartet. Wir halten dieses Szenario jedoch für äußerst unrealistisch.³¹

Eines steht unserer Meinung nach fest: Auf stark steigende bzw. klar positive Realzinsen wird man in den nächsten Jahren angesichts der rapide angewachsenen Schuldenberge wohl vergeblich warten. Wir befinden uns in der Null- oder zumindest in der Niedrigzinsfalle.³²

Realzins & Gold: Negative Realzinsen als perfektes Umfeld für Gold



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

³¹ Vgl. „Gold – The Next Big Surprise“, Kevin Muir, The MacroTourist, 7. März 2018

³² Vgl. „Exkurs: Die Nullzinsfalle“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 165-169 bzw. vgl. *Die Nullzinsfalle: Nachhaltiger Vermögensaufbau in einem nicht nachhaltigen Geldsystem* (erscheint 2018)

Endeavour
SILVER



NYSE: EXK
TSX: EDR
FSE: EJD

Endeavour Silver Corp. ist ein in der Förderung von Edelmetallen engagiertes mittelständisches Unternehmen, das drei hochgradige Silber-Goldminen im Untertagebergbau in Mexiko betreibt. Das Unternehmen erwartet für 2018 einen Anstieg der Produktion um 20% auf 10,2-11,2 Millionen Unzen Äquivalent. Endeavour hat überzeugende Projekte in der Exploration und in der Entwicklung von Minen in Vorbereitung, um das selbst gesteckte Ziel zu erreichen, ein Senior-Silberproduzent zu werden. Unsere Unternehmensphilosophie der gesellschaftlichen Integrität schafft Werte für alle Stakeholder.

www.edrsilver.com

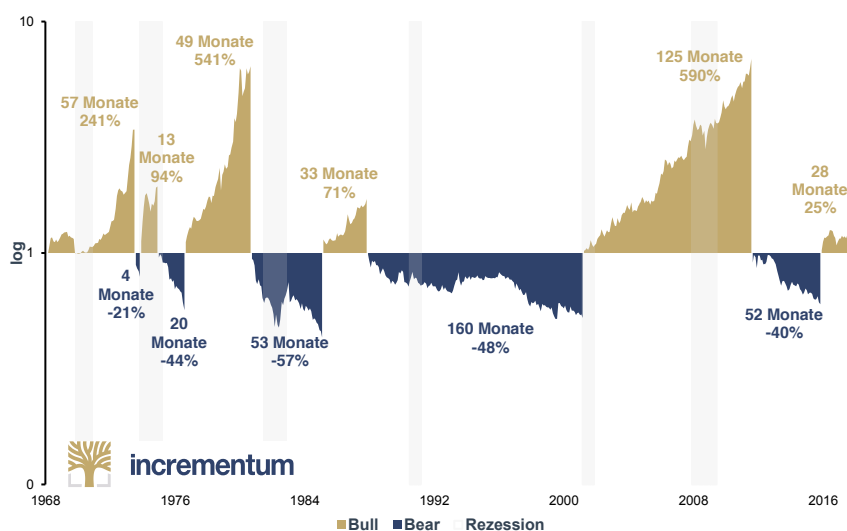
Fazit

*„You've got randomness, and you've got order.
And right between them, you've got the phase
transition.“*

John Beggs

Wir halten an unserer Überzeugung fest, dass wir uns in der Frühphase eines neuen Gold-Bullenmarktes befinden, der durch die Wahl von Donald Trump kurzfristig gebremst wurde. Die Erwartungen an den Politnewcomer waren – wie wir im letzten Jahr bereits gewarnt hatten – deutlich überzogen und bieten nach wie vor hohes Enttäuschungspotenzial. Wie wir dargelegt haben, sehen wir gerade an den Rohstoffmärkten ein erhebliches Kurspotenzial. Diese sind sowohl absolut als auch relativ, etwa im Vergleich zu den Aktienmärkten, extrem günstig bewertet.

Gold in Bullen- und Bärenmärkten



„The relevance of gold is not in its price but in its ownership. This is precisely important for those who wish to make a profit from gold by purchasing certificates, ETFs and the like. Participating in a price movement is not the same as owning an asset.“
Anthony Deden

Momentan befinden wir uns an der Wende zu einem Bullenmarkt. Die makroökonomischen und geopolitischen Faktoren begünstigen diese Tendenz ebenfalls. **Wenn man sich die Bullenmärkte der letzten 50 Jahre ansieht, fällt auf, dass Gold selbst in seiner schwächsten Aufwärtsperiode um 71% zulegen konnte. Dies lässt uns optimistisch in die Zukunft blicken.**

Auslöser für ein stärkeres Momentum beim Goldpreis können unserer Meinung nach eine stärkere Inflationstendenz oder ein Abbruch des Zinserhöhungszyklus in den USA sein. **Diese und andere Szenarien halten wir für durchaus realistisch und werden wir im Laufe dieses In Gold we Trust-Reports detailliert diskutieren.**

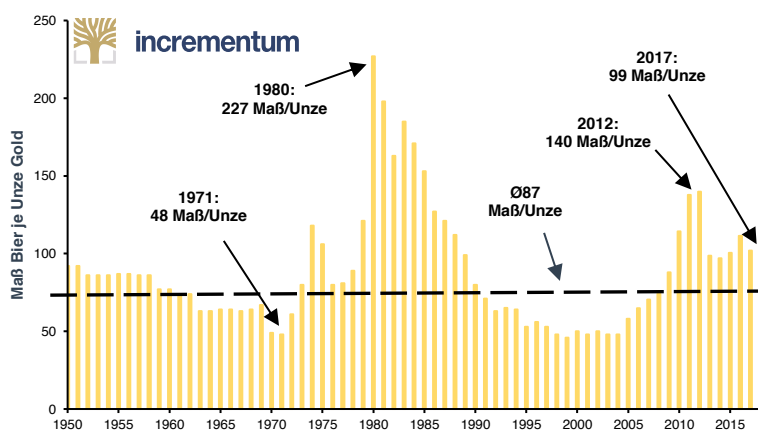
„A woman is like beer. They look good, they smell good, and you'd step over your own mother just to get one!“

Homer Simpson

Zum Abschluss unserer goldenen Tour d'Horizon begeben wir uns wie jedes Jahr noch auf die Münchner Wiesn. Ein *In Gold we Trust*-Report ohne Gold/Wiesnbier-Ratio ist wie eine Maß Bier ohne Schaum. Wie hat sich nun 2017 die Gold/Wiesnbier-Ratio entwickelt? 2017 kostete die Maß bereits bis zu 10,95 EUR. 1950 musste der Wiesnbesucher dagegen nur 0,82 EUR auf den Tresen legen. Seit 1950 beträgt somit die Wiesnbierteuerungsrate im Schnitt 3,9% pro Jahr.

Doch wie viele Maß Bier kauft eine Unze Gold? 2017 kaufte eine Unze Gold 99 Maß Bier.³³ Gemessen am historischen Mittelwert von 87 Maß befindet sich die „Bierkaufkraft“ des Goldes somit leicht über dem langfristigen Mittel.

Gold/Wiesnbier-Ratio



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

Vom historischen Höchststand von 227 Maß je Unze Gold im Jahre 1980 sind wir aber doch noch deutlich entfernt. Dass diese Werte wieder erzielt werden können, erachten wir als nicht unwahrscheinlich. Dies bedeutet aber nicht, dass goldaffine Investoren deswegen dann mehr trinken müssen, auch wenn die Verlockungen eines hellen Blondens, denen des in ähnlicher Farbe glänzenden Edelmetalls um nichts nachstehen.

³³ Für 2018 wird ein Preisanstieg von 5-8% prognostiziert. Die 11-Euro-Marke wird sicher überschritten werden, vor allem weil die Stadt München die Umsatzpacht signifikant anheben wird.

Mögliche Krisenauslöser und -katalysatoren

„Would I say there will never, ever be another financial crisis? I hope that it will not be in our lifetimes and I don't believe it will be.“

Janet Yellen

Key Takeaways

- Das hohe Volumen an Aktienrückkäufen hat die Schuldenquote des Unternehmenssektors deutlich ansteigen lassen.
- In den USA sind bereits 15% aller Unternehmen als Zombie-Unternehmen einzustufen.
- QT beginnt dem Markt die „Droge“ Liquidität zu entziehen. Droht eine weitere Finanzkrise epischen Ausmaßes?
- China – die große Unbekannte: Wie wird China unter Xi Jinping die anstehenden Herausforderungen – starker Anstieg der Verschuldung, drohender Handelskrieg mit den USA, demografischer Wandel – meistern?

Einleitung

„I don't think we're going to have another 2008. I mean, we're going to have something that's different from 2008. The reason I don't think necessarily that it's going to be the same is because the problem that 2008 revealed, which is excessive debts and excessive leverage, has essentially been kicked upstairs to the sovereign level. And so what was a private debt crisis is likely will come back as a sovereign debt crisis, which is a completely different animal with very different parameters.“

Simon Mikhailovich

„Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession“

Die derzeitige schuldenbasierte Finanz- und Währungsordnung ist inhärent fragil und nicht nachhaltig. Diese These haben wir im Rahmen der *In Gold we Trust*-Reports wiederholt erklärt und historisch belegt. Kommt man wie wir zu einem ähnlichen Schluss, so stellt sich natürlich die Frage: **Was könnte eine systemische Krise auslösen und wie ausgeprägt könnte eine solche ausfallen?**

Bevor wir uns diesen Fragen widmen, wollen wir einige Gedanken zum Thema „Expertentum“ festhalten. Experten besitzen im Allgemeinen eine besondere Aura. Ihre Einschätzungen werden respektiert und man verlässt sich unreflektiert auf ihr Urteil. **Nichtsdestotrotz sind wir der Meinung, dass keine – auch nicht unsere – Einschätzung unreflektiert angenommen werden sollte.**

Bezugnehmend auf das Eingangszitat wollen wir die Frage stellen, ob die vor kurzem aus dem Amt geschiedene Präsidentin der FED, Janet Yellen, nicht einer groben Fehleinschätzung unterliegt. Auch wenn vom derzeitigen ökonomischen Mainstream kein warnender Aufschrei ausging, stellen wir uns gegen den Strom.

Yellens kühne Aussage ist unserer Meinung nach bestenfalls naiv, schlimmstenfalls aber von einer gefährlichen Hybris geprägt. In der Vergangenheit haben schon andere Personen, die wichtige Positionen innehatten oder als Koryphäen ihres Faches galten, zur Unzeit vollkommen falsche Prognose getätigt. Eine kleine Auswahl:

- „Ich glaube an das Pferd. Das Automobil ist eine vorübergehende Erscheinung.“ Wilhelm II. (1917)
- „We will not have any more crashes in our time.“ John Maynard Keynes (1928)
- „Im Jahr 2100 werden sämtliche Rohstoffvorräte weltweit ausgegangen sein. Die Goldvorkommen werden bereits 1979 aus sein, Silber im Jahr 1983.“ Dennis Meadows (1972)

Ob sich Yellens Einschätzung in einigen Jahren in die Riege dieser Aussagen einreihen wird, wird sich zeigen. Aus unserer Sicht ist dies sehr wahrscheinlich.

Selbst wenn man davon ausgeht, dass es früher oder später wieder zu einer Krise kommen wird, so ist im Vorhinein nicht im Detail bestimmbar, wie stark deren Auswirkungen sein werden. Ebenso wenig ist voraussehbar, welche der möglichen Sollbruchstellen in einer konkreten Situation als erste nachgibt. Daher ist es unumgänglich, eine Auswahl an potenziellen Krisenauslösern ständig auf dem Radar zu haben. Vorrangig betrachten wir selbstverständlich ökonomische Entwicklungen. Doch wäre eine Konzentration ausschließlich auf ökonomische Faktoren eine gefährliche Echo-Kammer. Politische und gesellschaftliche Entwicklungen, aber auch Naturkatastrophen können so stark auf die ökonomischen Gegebenheiten durchschlagen, dass sie als Auslöser einer größeren Krise fungieren.

Das wackelige Fundament der Finanzmärkte zeigt erste Risse

„Eines Tages wird alles gut sein, das ist unsere Hoffnung. Heute ist alles in Ordnung, das ist unsere Illusion.“

Voltaire

„History has not dealt kindly with the aftermath of protracted periods of low risk premiums.“

Alan Greenspan

Wir finden dieses Zitat äußert passend für die Beschreibung der aktuellen Lage an den Märkten. Oberflächlich betrachtet scheint alles in Ordnung zu sein. Die Wahl von Präsident Trump verlängerte die konjunkturelle Partylaune und die Hausse an den Aktienmärkten. Die Arbeitslosigkeit in den USA und in der EU liegt auf dem tiefsten Stand seit 2007, während sich das Konsumentenvertrauen und die Zuversicht der CEOs auf dem höchsten Stand seit 2007 befinden. Auch die Zinsaufschläge für schlechte Schuldnerbonitäten waren zuletzt so niedrig wie seit 2007 nicht mehr.³⁴ **Wir wollen uns im Folgenden jedoch nicht vom Glanz der Oberfläche blenden lassen und wagen stattdessen einen Blick hinter die funkelnde Fassade.**

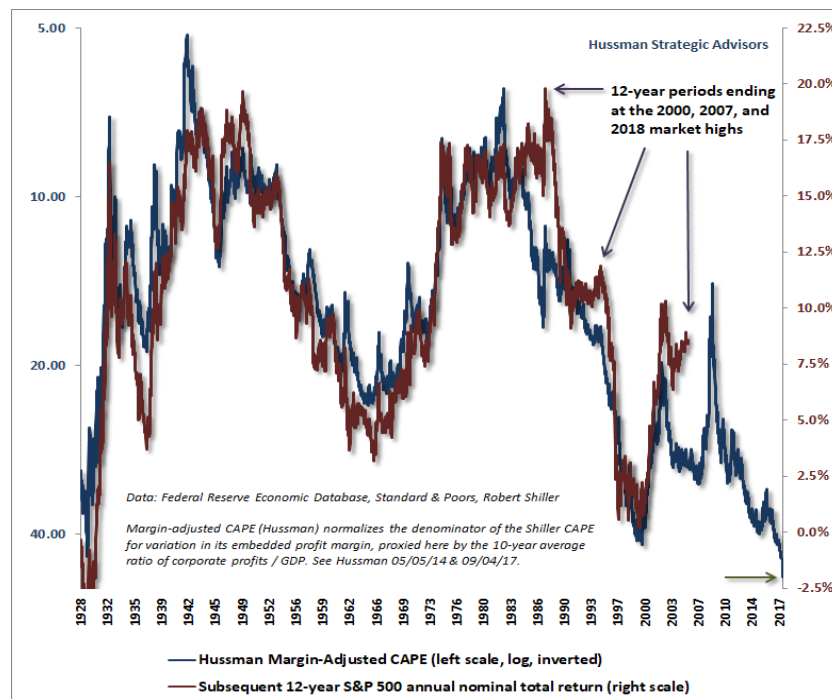
Hohe Aktienbewertungen

Man könnte meinen, das Faktum, dass Aktienmärkte teuer bewertet sind hat absolut keinen Neuigkeitswert mehr. Auch wenn die aktuellen Aktienbewertungen keine unmittelbare Aussagekraft hinsichtlich der weiteren Marktentwicklung haben, so lässt sich historisch belegen, dass bei hoher Aktienbewertung die potenzielle Fallhöhe ebenfalls höher ist. John Hussman verfasst regelmäßig umfangreiche quantitative Analysen zu diesem Thema. **In einem Marktkommentar kam er zum Schluss, dass angesichts der aktuellen**

³⁴ Vgl. „Quantex Werte Anlegerbrief“, Peter Frech, Quantex AG, April 2018

Bewertungen US-Aktieninvestoren selbst über einen Zeithorizont von 12 Jahren negative Anlageergebnisse drohen.³⁵

„Hussman CAPE“ und erwartete Aktienmarkttrendite



Quelle: www.hussmanfunds.com

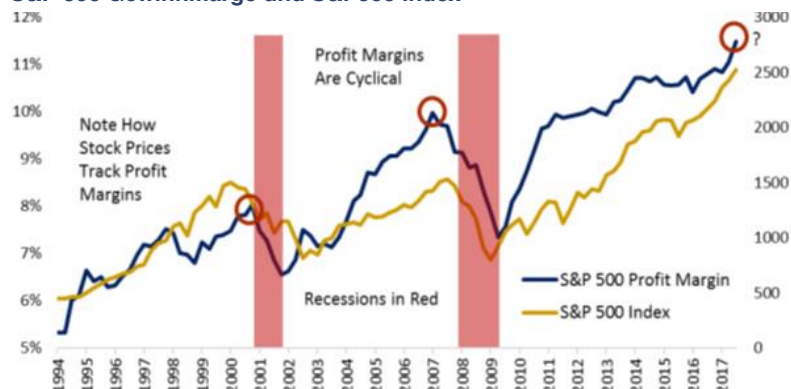
„Jeder Crash folgt immer anderen Bruchlinien...Wann genau das nächste Börsenbeben kommen wird, bleibt ungewiss. Doch die Epizentren der nächsten Finanzkrise sind schon jetzt auszumachen: Der gigantisch aufgeblähte Anleihenmarkt, der neue Schuldengigant China und die Häuslebauer in Nordeuropa, der Schweiz, Kanada oder Australien sind mit ihren Banken für sich allein schon für eine große Krise gut.“

Peter Frech

Hohe Margen und schwache Bilanzen

Die Gewinnmargen in den USA waren noch nie so hoch wie heute. Im ersten Moment klingt dieses Faktum positiv. Interessant erscheint in diesem Zusammenhang jedoch die Tatsache, dass kurz vor den letzten beiden Rezessionen ebenfalls Höchstwerte bei den Margen erreicht wurden, wobei die derzeitigen Werte alles bisher Dagewesene in den Schatten stellen.

S&P 500 Gewinnmarge und S&P500 Index



Quelle: Bloomberg, Crescat Capital

Ein wesentlicher Grund für die vorzügliche Entwicklung der Aktien in den vergangenen Jahren sind hohe Dividendenzahlungen und

³⁵ Vgl. „Measuring the Bubble“, Hussmann Funds, Februar 2018

Aktienrückkäufe.³⁶ Die folgende Tabelle zeigt, dass die beiden Positionen kumuliert den größten Posten in den Kapitalausgaben darstellen und 2018 mit 1.165 Mrd. USD einen neuen Höchststand markieren werden.

S&P 500 Mittelverwendung

\$ Billions	2015	2016	2017E	2018E
Capital Usage				
Capital Expenditures	\$662	\$618	\$620	\$690
Share Buybacks	589	550	527	650
Dividends	415	434	460	515
Cash Acquisitions	401	361	310	360
Research & Development	258	280	295	325
Total Capital Usage	\$2,324	\$2,242	\$2,212	\$2,540
% Year/Year Growth				
Capital Usage				
Capital Expenditures	(5)%	(7)%	0 %	11 %
Share Buybacks	5	(7)	(4)	23
Dividends	10	5	6	12
Cash Acquisitions	119	(10)	(14)	16
Research & Development	6	8	5	10
Total Capital Usage	13 %	(4)%	(1)%	15 %

Quelle: Goldman Sachs, Incrementum AG

Mit 3,8 Bill. USD³⁷ war der Rückkauf eigener Aktien seit 2009 die wichtigste Teilnachfrage nach US-Aktien.³⁸ Sollten die Aktienrückkäufe nachlassen, würde die Nachfrage nach Aktien einen erheblichen Dämpfer erleiden.

„Markets are adapting to a new set of rules, while most market participants are still playing by the old.“

Bob Farrel

Trotz der guten Ertragslage befinden sich die Unternehmensschulden auf Rekordniveau. Während die Schuldenstände der S&P 500-Unternehmen zum Höhepunkt der letzten Krise noch 25% betrugen und bis 2011 auf knapp 20% abgebaut wurden, haben diese 2017 die 30%-Marke erneut überschritten und weisen damit neue Höchststände aus.³⁹ Nicht zuletzt haben die erwähnten Aktienrückkäufe – ein Aktienrückkauf vernichtet Eigenkapital – deutlich zum gestiegenen Verschuldungsniveau beigetragen. Schließlich erhöht sich bei einem konstanten nominellen Schuldenstand und sinkendem Eigenkapital die Verschuldungsquote.

³⁶ Ein weiterer wenig berücksichtigter Faktor ist der stetige Rückgang der an US-amerikanischen Börsen notierten Unternehmen. Somit jagt immer mehr Geld, das veranlagt werden will, immer weniger Unternehmen, was den Börsen einen zusätzlichen Auftrieb verleiht. Seit 1997 hat sich die Anzahl der gelisteten Unternehmen mehr als halbiert. (Gustavo Grullon, Yelena Larkin und Roni Michaely)

³⁷ Vgl. „Volatility and the Alchemy of Risk“, Artemis Capital Management, Oktober 2017

³⁸ Noch eine kleine Randbemerkung: Bis in die frühen 1980er-Jahre waren Aktienrückkäufe in den USA verboten, da man befürchtete, dass das Management damit die Aktienkurse manipulieren könnte.

³⁹ Die gesamte Analyse finden Sie unter: <https://www.crescat.net/>



S&P 500 Leverage-Ratio



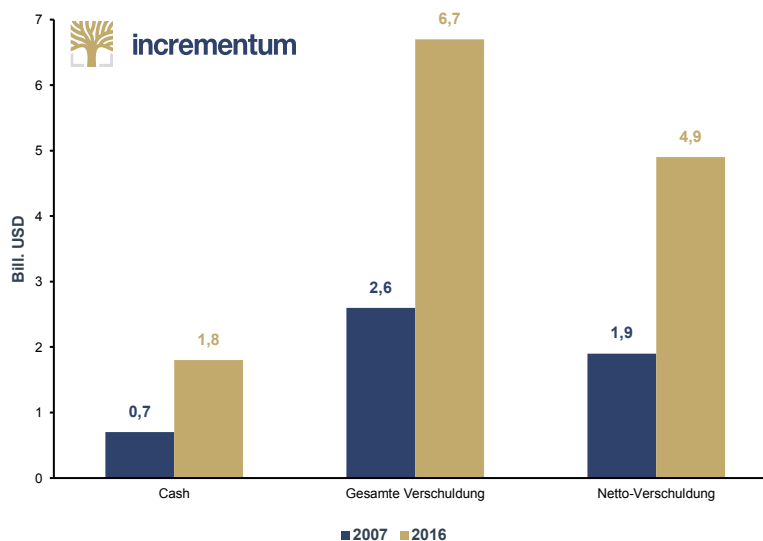
Quelle: Bloomberg, Crescat Capital

„Stock buybacks are in effect creating low volatility... Share buybacks are like a giant synthetic short-volatility position.“

Chris Cole

Im Zusammenhang mit der Unternehmensverschuldung wird gerne auf die hohen liquiden Mittel und deren mögliche Verwendung zur Schuldentilgung verwiesen. Diese Aussage wird im folgenden Chart zurechtgerückt. Der deutlichen Steigerung der Barreserven von 0,7 auf 1,8 Bill. USD steht ein noch stärkerer Anstieg der Verschuldung gegenüber, die von 2,6 auf 6,7 Bill. zulegte. **Von 2007-2016 stieg die Nettoverschuldung der US-Corporations um 158% auf 4,9 Bill. USD.**⁴⁰

Veränderung von Liquiditäts- und Verschuldungskomponenten US-amerikanischer Unternehmen



Quelle: Fasanara Capital, Incrementum AG

⁴⁰ Der Chart beruht auf Daten von Fasanara-Capital, deren Berichte wir unseren Lesern nur wärmstens empfehlen können.

Mit der Investitions-, Innovations- und Risikofreudigkeit der Unternehmen kann es folglich nicht zum Besten bestellt sein, wenn in diesem Umfang Eigenmittel an die Aktionäre retourniert statt schöpferisch investiert werden. So manches Unternehmen zieht es offensichtlich vor, den bequemen Weg zu gehen und die Aktienanzahl zu reduzieren, anstatt über wohlstandsmehrende Investitionen nachzudenken. Als Vollblutunternehmer sind wir jedoch der festen Überzeugung, dass unserer Welt die Ideen für Innovationen und neue Geschäftsmodelle niemals ausgehen werden.



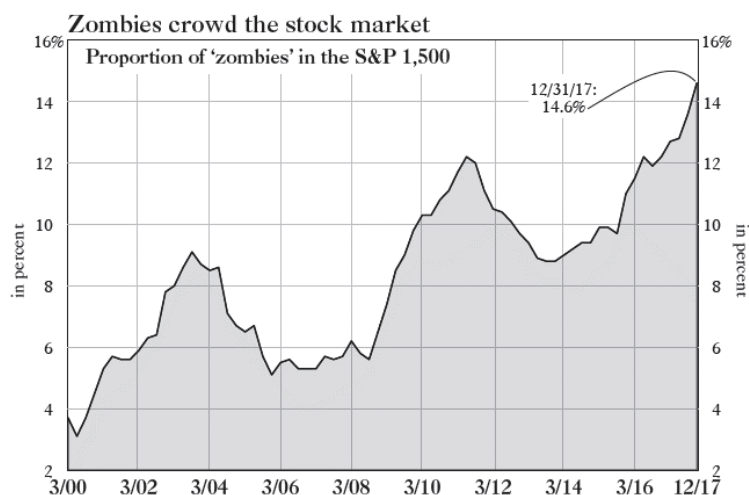
Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

„The zombie is the new, sort of, archetype of our times.“

John Lithgow

Die Wirklichkeit ist jedoch oftmals eine ganz andere als es der oberflächliche Schein vermuten lässt. Ein steigender Anteil der an der Börse notierten Unternehmen erweist sich bei näherem Hinsehen als „Zombie-Unternehmen“. Bianco Research versteht darunter Firmen, deren Zinsaufwand über dem 3-Jahres-Durchschnitt des EBIT liegt. Wie man anhand des Charts eindrucksvoll erkennt, haben wir derzeit den höchsten Anteil an Zombies seit mindestens 20 Jahren. Es ist nicht schwer sich vorzustellen, wie sensitiv diese Unternehmen auf steigende Zinsen reagieren werden.

15% des Gesamtmarktes sind mittlerweile „Zombie-Unternehmen“



Quelle: Bianco Research LLC

„The reality is that diversification has not been a good risk strategy, because correlations tend to spike just when you least want them to.“

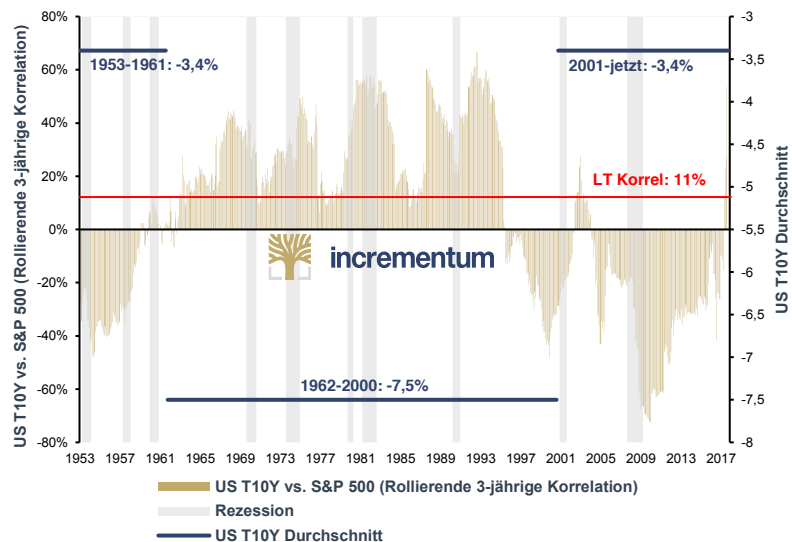
Mark Spitznagel

Korrelationen und Volatilitäten

Der Minicrash Anfang Februar 2018 war womöglich ein Vorgeschmack auf einen folgenschweren Paradigmenwechsel an den Finanzmärkten: Sehr ungewöhnlich war, dass gleichzeitig Aktien- **und** Anleihekurse fielen, während auch der US-Dollar schwächer tendierte.

Was wären nun aber die Konsequenzen, z. B. für gemischte Portfolios oder Risk Parity⁴¹-Anlagestrategien, falls die ungewöhnliche positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen weiter besteht? Der folgende Chart zeigt, dass Aktien-Anleihen-Korrelationsregime lange Zeit stabil sind, sich aber rasch umkehren können. Viele der heutigen Marktteilnehmer können sich die Auswirkungen einer möglichen Umkehr der Korrelation kaum vorstellen. Viele Anlagekonzepte bauen zudem auf einer geringen bzw. negativen Korrelation zwischen den beiden Hauptanlageklassen auf.

Rollierende 3-Jahreskorrelation zwischen S&P 500 und US T10Y



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Robert Shiller, Incrementum AG

„Risk cannot be destroyed, it can only be shifted through time and redistributed in form. If you seek total control over risk, you will become its servant.“

Chris Cole

Volmageddon

Wir haben bereits im Vorjahr auf die ungewöhnlich niedrige Volatilität an den Märkten hingewiesen und verdeutlicht, weshalb diese trügerisch sein kann.⁴² Die aktuelle Situation bringt Chris Cole folgendermaßen auf den Punkt:

„Volatility across asset classes is at multi-generational lows. But there is now a dangerous feedback loop that exists between ultra-low interest rates, data expansion, central bank stimulus, and asset volatility. And then financial engineering that’s allocating risk based on that Volatility.“

This is leading into a self-reflexive loop where lower volatility feeds into lower vol. But, in the event that we have the wrong type of shock to the

⁴¹ Risikoparität („Risk Parity“) ist eine Portfolio-Allokationsstrategie, bei der das Risiko herangezogen wird, um die Zusammensetzung eines Anlageportfolios zu bestimmen.

⁴² Zu diesem Thema empfehlen wir unseren Lesern die ausgezeichneten Publikationen von Artemis Capital und Chris Cole.

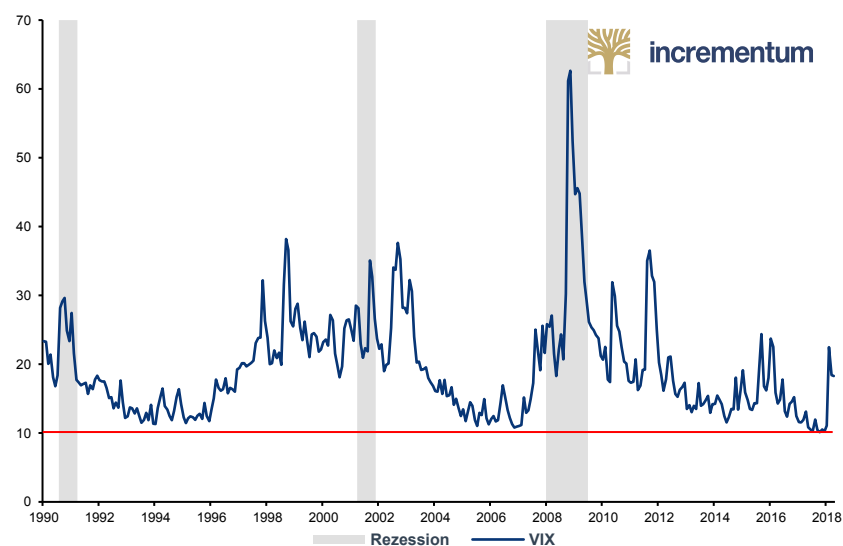
*system, I believe this can reverse violently where higher volatility then reinforces higher vol.*⁴³

„It will be a lively day on Wall Street if, in response to an upside spike in volatility, risk-parity portfolios have to unwind all at once.“

James Grant

Im Jänner/Februar 2018 gab es auf den Märkten aufgrund der Aktienrückgänge große Aufregung. Im Zuge dieser Korrektur wurde ein kleines Segment der Spitze der Vola-Pyramide, und zwar die Short-VIX-Fonds, bereits teilweise zerstört.

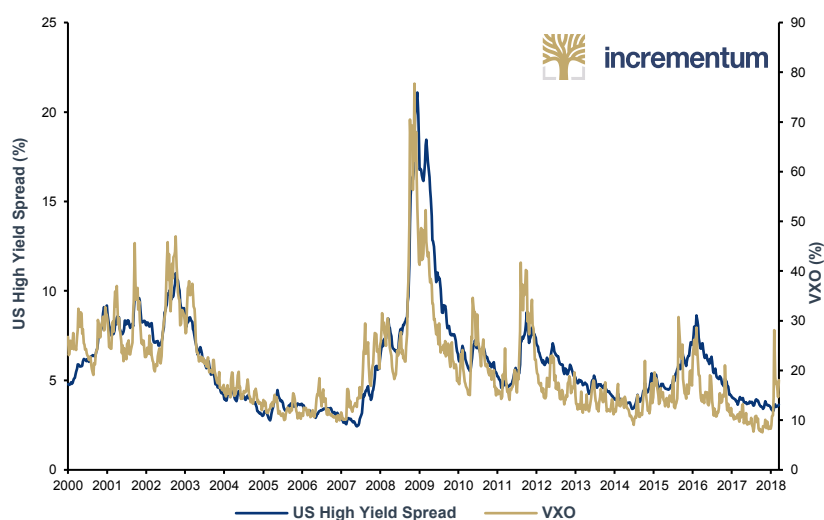
Volatilitäts-Index VIX



Quelle: Yahoo.Finance, Incrementum AG

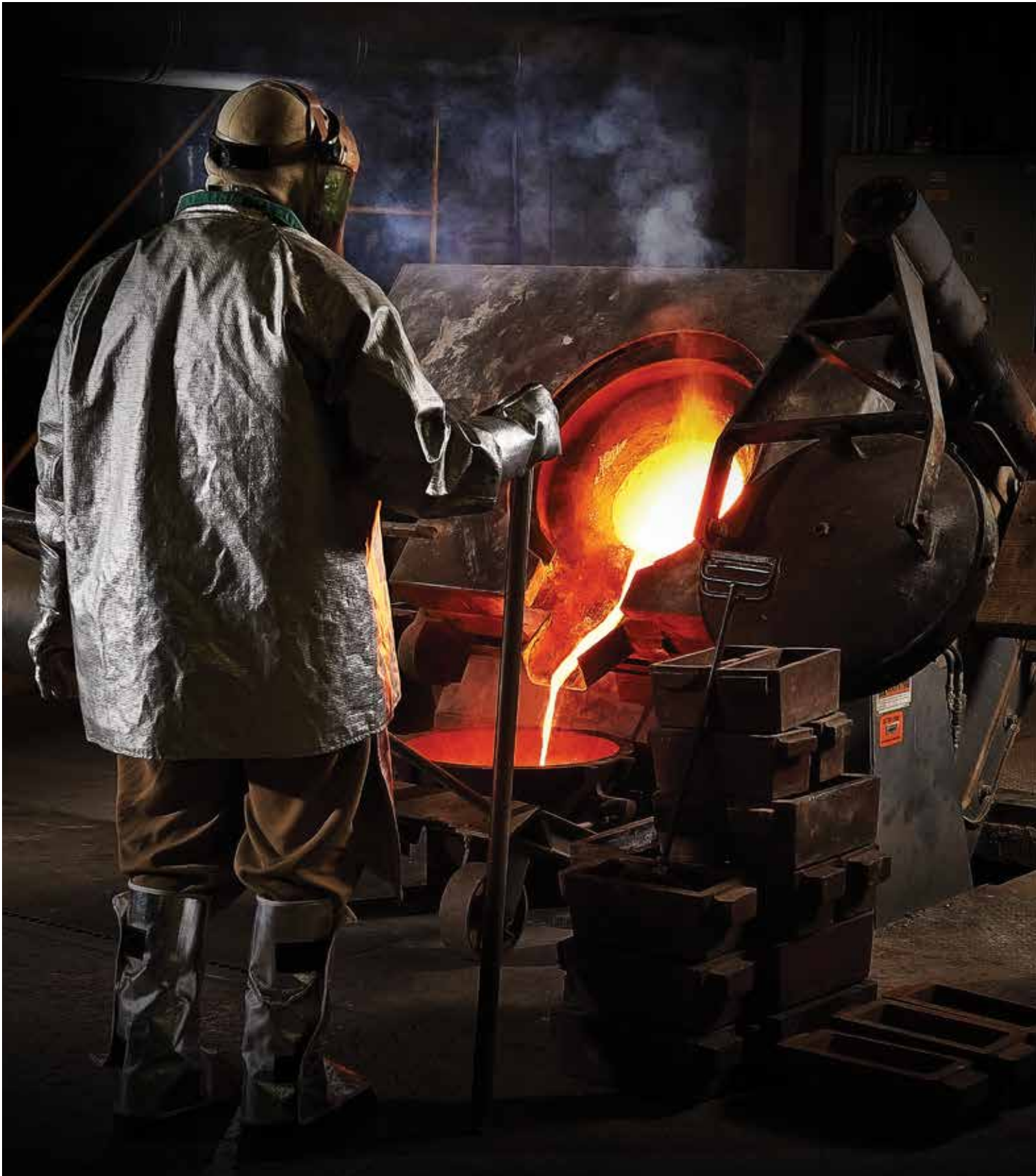
Der nächste Chart zeigt, dass die Volatilität der Aktienmärkte und der Spread zwischen High Yield- und Staatsanleihen synchron verlaufen. Bei einem starken Anstieg der Volatilität wie in den Jahren 2008/09 ist auch wieder ein deutlicher Anstieg der Credit-Spreads zu erwarten, denn gerade die zuvor erwähnten Zombie-Unternehmen werden im Zuge eines Abschwungs unter Druck kommen.

Entwicklung des US-High-Yield-Spreads & S&P 100 Volatility Index (VXO)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

⁴³ „Chris Cole: The Coming Crash Will Be Like 1987...But Worse“, Zero Hedge, 28. Jänner 2018



LEAGOLD MINING

LEAGOLD MINING IS BUILDING A
NEW MID-TIER GOLD PRODUCER
FOCUSED ON LATIN AMERICA

TSX:LMC | OTCQX: LMCNF | WWW.LEAGOLD.COM

Krisenauslöser US-Rezession

„Synchronized global growth as the financial industry claimed at the beginning of the year? Rather brace yourself for a synchronized global recession 2 years down the road.“

Franz Lischka⁴⁴

Dass eine allfällige Kontraktion der US-Wirtschaft der Auslöser einer substantiellen Krise sein könnte, ist naheliegend. Mit der Thematik möglicher Rezessionsauslöser hatten wir uns bereits im Vorjahr intensiv beschäftigt.⁴⁵ Wir sind in diesem Zusammenhang der Frage nachgegangen, ob es Anzeichen für eine nahende US-Rezession gibt. 2017 ist diese bekanntermaßen noch nicht eingetreten. Sieht man sich die Tweets des US-Präsidenten an, könnte man gar meinen, eine mögliche Rezession sei ganz und gar denkunmöglich. Getreu unserer kritischen Betrachtungsweise wollen wir uns mit derartigen Aussagen nicht zufriedengeben und nachfolgend ein Blick auf einige makroökonomische Indikatoren werfen, um so das tatsächliche ökonomische Fundament besser einschätzen zu können.

„The monetary system is the lifeblood of the economy, and therefore, artificial tampering with money, credit, and interest rates will affect the entire structure of the economy. When the credit bubble pops Austrian theory implies that it will have widespread fallout as the malinvestments are cleared.“

Seth Daniels

Steuereinnahmen

Das Wachstum der Steuereinnahmen bremste sich zuletzt deutlich ein, wohlgemerkt noch vor dem Beschluss der Steuersenkungen. Bemerkenswert in dieser Hinsicht ist der Umstand, dass erstmals seit vielen Jahren die Entwicklung der Steuereinnahmen und des S&P 500 nicht mehr parallel verläuft. Tendenziell korrelieren die Steuereinnahmen positiv mit der Entwicklung der Aktienmärkte.

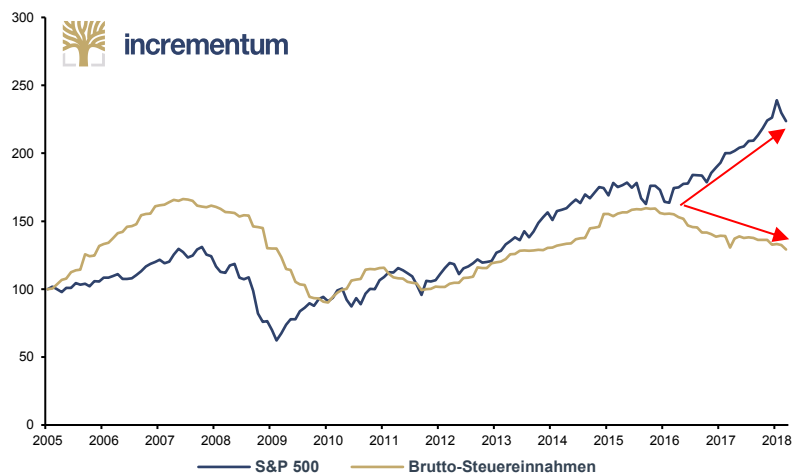
Daher ist diese Entkoppelung – nunmehr fallende Steuereinnahmen bei steigenden Aktienkursen – ein Indiz dafür, dass die wirtschaftliche Lage womöglich nicht ganz so rosig ist, wie allgemein angenommen.

⁴⁴ Die Lektüre des Blogs von Franz Lischka sei unseren Lesern wärmstens empfohlen:
<http://franzlischka.blogspot.co.at/>

⁴⁵ Vgl. „Weiße, Graue und Schwarze Schwäne“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 27-46



Entwicklung der US-Steuereinnahmen vs. S&P 500 (indexiert, 2005=100)



„When national debts have once been accumulated to a certain degree, there is scarce, I believe, a single instance of their having been fairly and completely paid.“

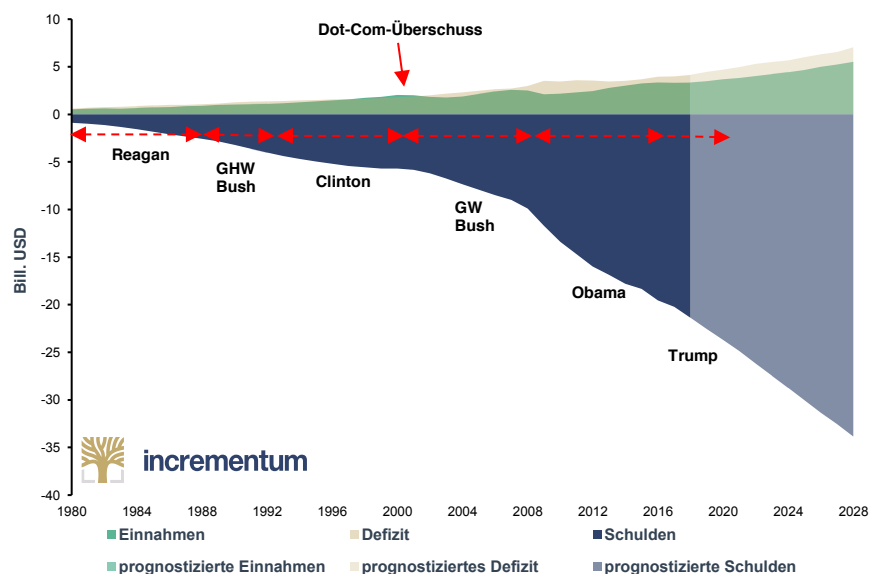
Adam Smith

US-Verschuldungskennzahlen

Insbesondere vor dem Hintergrund des nun steigenden Zinsniveaus ist der Verschuldungsgrad der einzelnen Wirtschaftsakteure ein wesentlicher Faktor. Wir wollen daher noch einmal einige Verschuldungskennzahlen der USA in Erinnerung rufen:

- Die Staatsverschuldung hat sich im vergangenen Jahrzehnt auf über 21 Bill. USD mehr als verdoppelt.
- In den beiden Fiskaljahren 2017/18 und 2018/19 wird ein Haushaltsdefizit von jeweils 1 Bill. USD erwartet.
- Für die Periode von 2018 bis 2028 erwartet das CBO Defizite in Höhe von 13,2 Bill. Dollar. Diese Zahlen basieren allerdings auf der höchst unrealistischen Annahme, dass die USA bis dahin keine Rezession erleiden.

Prognostizierte US-Verschuldung und US-Defizit bis 2028

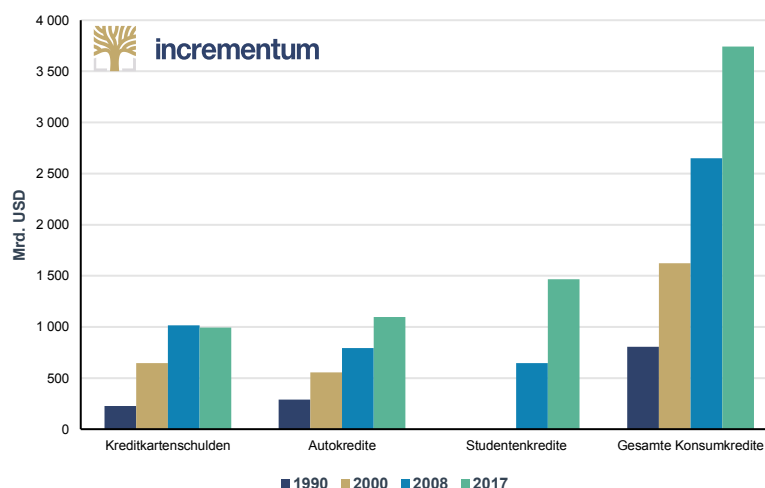


Während diesseits des Atlantiks einige Staaten wie Deutschland, Dänemark oder bald auch Österreich das günstige makroökonomische Umfeld dazu nutzen, die Staatsverschuldung zu reduzieren, ist jenseits des Atlantiks davon trotz vermeintlicher Hochkonjunktur nichts zu sehen. **Es stellt sich somit die naheliegende Frage: In welche Sphären wird das US-Defizit explodieren, sobald die USA in eine Rezession schlittern?**

Die Schuldenproblematik ist jedoch nicht nur auf den öffentlichen Haushalt beschränkt. Auch die Privathaushalte der USA eilen von einem Schuldenrekord zum nächsten. Per 31.12.2017 belaufen sich die privaten Schuldenstände auf:

- 1 Bill. USD Kreditkartenschulden
- 1,3 Bill. USD Autokredite
- 1,5 Bill. USD Studentenkredite
- 3,8 Bill. USD Konsumkredite

Schuldenstände der US-Privathaushalte



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

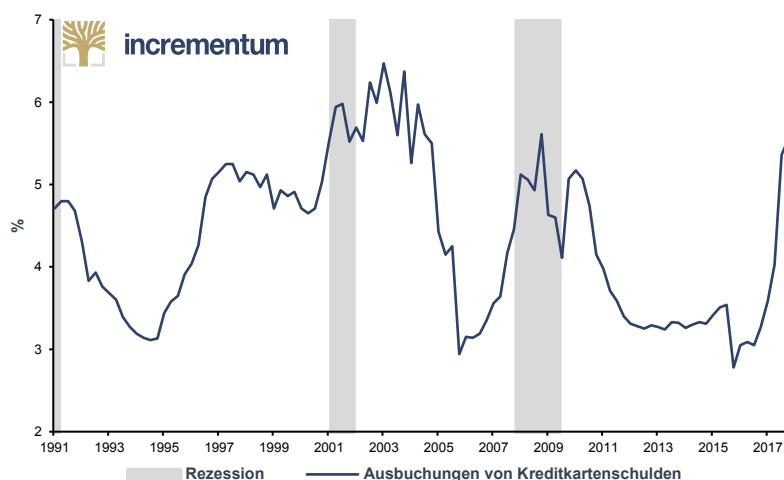
„Spending on credit cards surged 9.4% in 2017...When consumers push more of their spending into credit cards, it means they are spending beyond their means.“

Larry Jeddelloh

Die obigen Verschuldungsziffern relativieren die wirtschaftliche Erholung der letzten Jahre, denn diese ist primär einer ansteigenden Kredit- und Geldmenge geschuldet. Ähnliche Symptome sind uns bereits bei der Behandlung der Verschuldungsproblematik der US-Konzerne begegnet.

Der US-Konsum hat sich zuletzt zwar deutlich erholt, ein kleines Detail stimmt uns jedoch nachdenklich. Trotz des niedrigen Zinsniveaus steigen die Ausbuchungen von Kreditkarten-Schulden bereits deutlich an und haben mit 6,16% einen Wert erreicht, den wir zuletzt 2003 gesehen haben. Weitere Zinsanstiege wirken wie Brandbeschleuniger. Wir empfehlen daher, den Ausfallrisiken des US-Bankensektors erhöhte Aufmerksamkeit zu schenken.

Ausbuchungen von Kreditkartenschulden



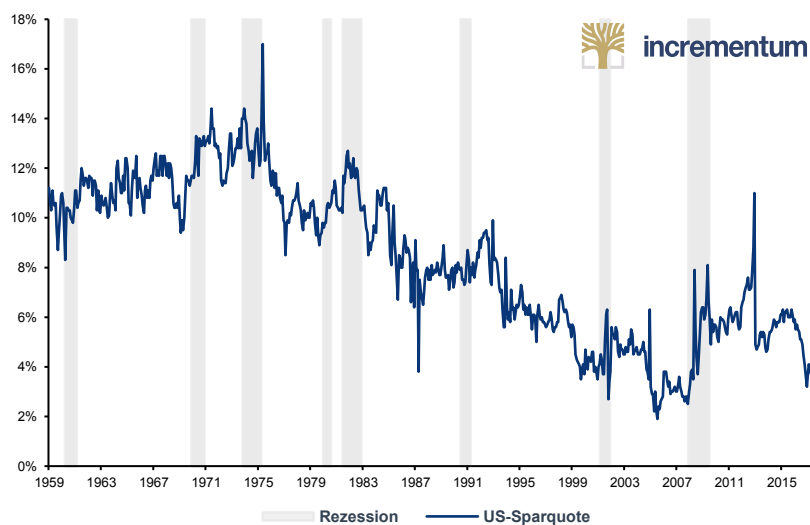
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„The reality is half of Americans can't afford to write a USD 500,- check.“

Alan B. Colberg

Auch ein Blick auf die Sparquote der amerikanischen Haushalte stimmt uns nachdenklich. Lag die private Sparquote 2013 noch auf über 10%, nähert sie sich nun wieder der 2%-Marke an. Diese Tatsache weist ebenfalls auf eine eher angespannte finanzielle Situation der US-Haushalte hin.

US-Sparquote seit 1959



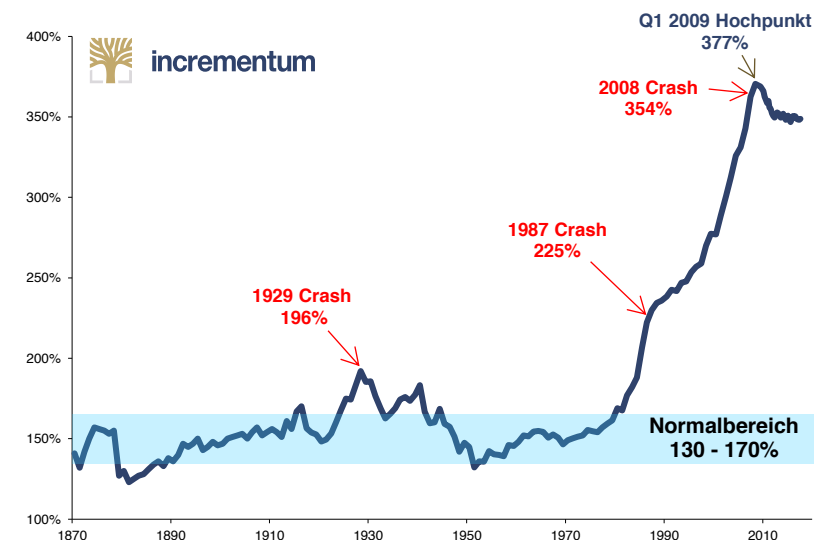
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Sehen wir uns die langfristige Verschuldungsentwicklung der USA an, so lag das Verhältnis zwischen der volkswirtschaftlichen Gesamtverschuldung und dem BIP der USA in den vergangenen 150 Jahren meist bei rund 150%. Historisch gibt es nur zwei wesentliche Ausnahmen: Einerseits die 1920er-Jahre („Roaring Twenties“), in denen durch eine starke Kreditausweitung die Grundlage für den Börsencrash und die Große Depression gelegt wurde, und andererseits die aktuelle Phase, welche in den 1970er-Jahren ihren Anfang nahm.

Während nach der Großen Depression die Gesamtverschuldung substanziell gesenkt wurde, forcierte die lockere Zinspolitik Alan Greenspans nach dem Aktiencrash 1987 eine weitere Zunahme der Gesamtverschuldung. 2009 lag die

Gesamtverschuldung bei 377% des BIP und markierte damit ein neues Allzeithoch. Seitdem findet zwar ein zartes Deleveraging statt, dennoch befinden wir uns mit einem Wert von 349% weiterhin auf ungesund hohem Niveau. **Von Schuldenabbau und Austerität ist also weit und breit keine Spur.**

Gesamtverschuldung der USA in % des BIP

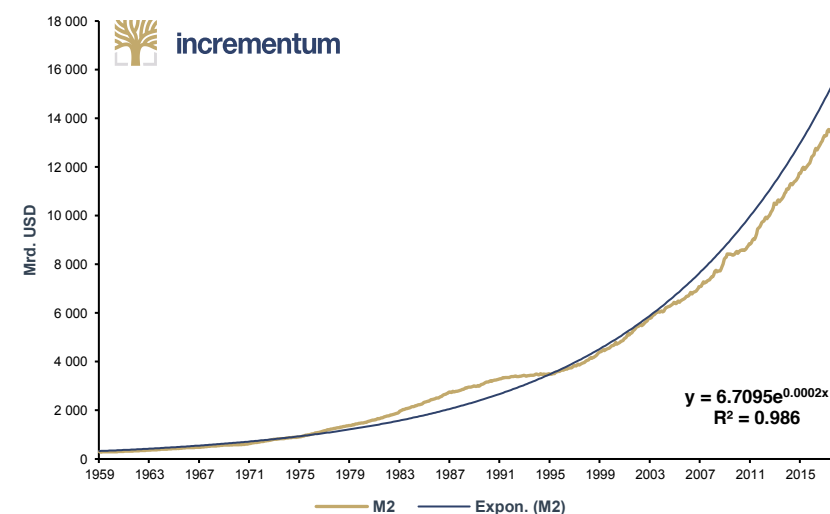


„One simple rule to follow:
Determine what is best for the
government and know that is
what the powers are working to
make happen. Inflation is what is
best for a government with
enormous debt.“

Ayn Rand

Leser unseres Reports wissen: In unserem stark gehebelten Teilreserve-Schuldgeldsystem hätte eine starke Kreditdeflation dramatische realwirtschaftliche Konsequenzen. Sollte eine substantielle Schrumpfung der Kreditgeldmenge erfolgen, würde sich diese Geldmengendeflation auf weite Teile des Bankensystems vermutlich fatal auswirken. **Die permanente Geld- und Kreditmengenausweitung wird daher für das Schuldgeldsystem zum Selbstzweck.**

Die exponentielle Inflationierung der Geldmenge M2 (Mrd. USD)



Zusammenfassend kann man getrost diagnostizieren, dass die wirtschaftliche Konstitution des Patienten USA heute wesentlich schlechter ist als vor der letzten Finanzkrise. Ein Großteil der Hilfsmaßnahmen in Form von Zinssenkungen und der Ausweitung der Geldmenge linderte in erster Linie die Symptome bereits bestehender Verzerrungen. Eine grundlegende Heilung der Krankheit wurde jedoch nicht eingeleitet. Ganz im Gegenteil. **Und dieser Umstand lässt es als wahrscheinlich erachten, dass der nächste Abschwung ein noch größeres Ausmaß als 2008/09 annehmen wird.**

Von QE zu QT – der ultimative Krisenauslöser?

„Monetary policy has become asymmetric due to over-indebtedness. This means that an easing of policy produces little stimulus while a modest tightening is very powerful in restraining economic activity.“

Lacy Hunt

„I can also definitely say that QT will be boring. It will be the policy equivalent of watching paint dry.“

Patrick Harker, President Philadelphia Fed, Mai 2017

Während die BoJ und die EZB noch weiter „behind the curve“ sind, so befindet sich die FED bereits seit geraumer Zeit auf einem ansteigenden Zinspfad. Dies ist insbesondere für die Finanzmärkte bedeutsam, nachdem die FED die Zentralbank der globalen Leitwährung ist und daher für die weltweiten Kapitalkosten maßgeblich verantwortlich ist.⁴⁶ Dass steigende Leitzinsen häufig der Vorbote einer Rezession sind, haben wir im letzten Jahr schon festgehalten. Speziell vor dem Hintergrund der gestiegenen Schuldenstände ist ein Anstieg der Zinssätze besonders kritisch zu sehen.

Zinserhöhungen mündeten fast immer in Rezessionen

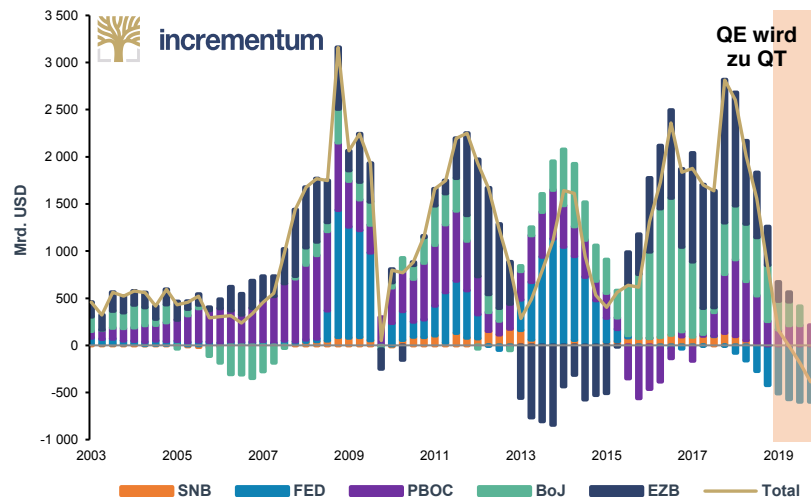


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

⁴⁶ Vgl. „Die Fed, der Dollar, das Gold“, Degussa Marktreport, Dr. Thorsten Polleit, 28. März 2018

Zu den steigenden Zinsniveaus kommt nun auch die Verkürzung der Notenbankbilanzen. Zaghaft, aber doch denken neben der Fed mittlerweile auch EZB, BoJ und BoE über ähnliche Maßnahmen nach. **2019 könnte somit eine Zäsur darstellen und als das Jahr in die Geschichte eingehen, in dem die Notenbanken erstmals seit der Finanzkrise dem Markt Liquidität entziehen.**

QE steuert 2018 den Wendepunkt an (vierteljährliche Nettoflüsse von Anleihen in Mrd. USD, annualisiert)



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

„We’ve never had QE like this before, we’ve never had unwinding like this before... When the unwind happens of size and substance, it could be a little more disruptive than people think. We act like we know exactly how it’s going to happen and we don’t.”

Jamie Dimon,
Juli 2017

Blicken wir zunächst zurück. Die drei QE-Programme der FED hatten folgende Auswirkungen auf die Finanzmärkte:⁴⁷

- steigende Aktienmärkte
- zunehmende Risikofreudigkeit
- fallende Renditeaufschläge (Unternehmensanleihen, Junk)
- fallende Zinsen
- gedämpfte Preisinflation
- rekordniedrige Volatilität

Es scheint unserer Meinung nach naheliegend, dass QT exakt die gegenteiligen Konsequenzen wie QE haben wird.⁴⁸

Das US-amerikanische QT-Programm wird nach einem fixen Fahrplan erfüllt. Gemäß dem im September 2017 präsentierten Plan wird die FED ihre Bestände an Treasuries und Mortgage-Backed Securities im folgenden Ausmaß reduzieren:⁴⁹

- 10 Mrd. USD pro Monat im dritten Quartal 2017 ✓
- 20 Mrd. USD pro Monat im ersten Quartal 2018 ✓

⁴⁷ Vgl. „Welcome to the party Powell“, TTMYGH⁴⁸ Vgl. „Advisory Board Discussion Q4 2017 – Narratives, De-Dollarization and Inflation“, 10. Oktober 2017

⁴⁸ Vgl. „Advisory Board Discussion Q4 2017 – Narratives, De-Dollarization and Inflation“, 10. Oktober 2017

⁴⁹ Vgl. „Policy Normalization“, Board of Governors of the Federal Reserve System, Letztes Update vom 9.

November 2017 ⁵⁰ Vgl. „The Endgame“, Myrmikan Research, Dan Oliver⁵¹ Eine Analogie zwischen den jeweiligen Nationalsportarten und der Außenpolitik drängt sich auf. Nationalsport der USA ist Baseball, der Chinas Go. Analog dazu verhält sich die Außenpolitik. Die Amerikaner sind für ihre kurzfristige „hit and run“-Außenpolitik bekannt, während die Chinesen eine äußerst langfristig ausgerichtete und schwer zu durchschauende Außenpolitik betreiben.

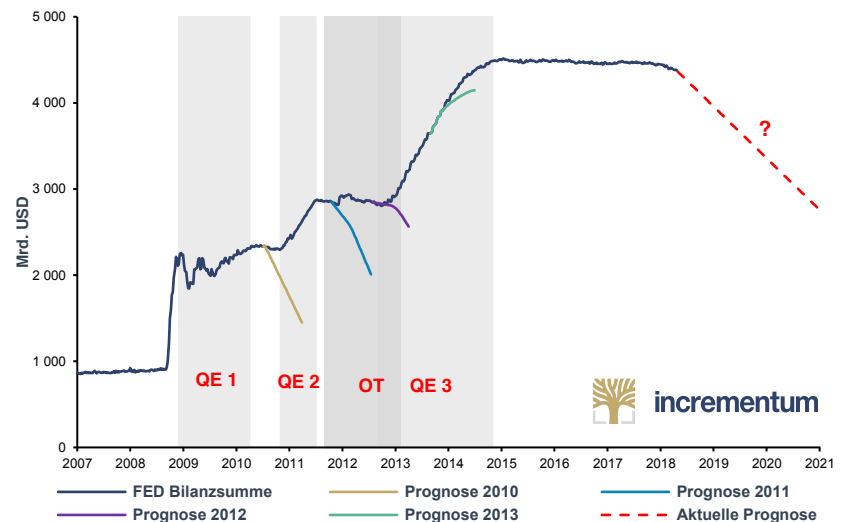
„People vastly underestimated the power of QE. And they are in danger of doing the same with QT.“

Franz Lischka

- 30 Mrd. USD pro Monat im zweiten Quartal 2018 ✓
- 40 Mrd. USD pro Monat im dritten Quartal 2018 ✗
- 50 Mrd. USD pro Monat ab dem vierten Quartal 2018 ✗

Die FED-Bilanz wird also allein 2018 um 420 Mrd. USD und 2019 um 600 Mrd. USD gestutzt. Die Zentralbankgeldmenge wird geschrumpft, indem auf der Aktivseite Anleihen veräußert bzw. auslaufende Anleihen nicht rolliert werden, während auf der Passivseite das Bargeld bzw. im Regelfall die Kontoführungsguthaben der Geschäftsbanken bei den Zentralbanken um den entsprechenden Betrag reduziert werden. Dieser Prozess wird so lange fortgesetzt, bis die FED entscheidet, dass sich die Bilanz „normalisiert“ hat oder bis die nächste Krise eine Kehrtwende erzwingt. **Bislang scheint der Plan eingehalten zu werden, die Bilanz sank zuletzt auf den tiefsten Stand seit Juni 2014.**

FED-Bilanz vs. Erwartungen



„Unlike gold, governments come and go. In a low rate, high debt world, gold is a safer bet.“

Charlie Morris

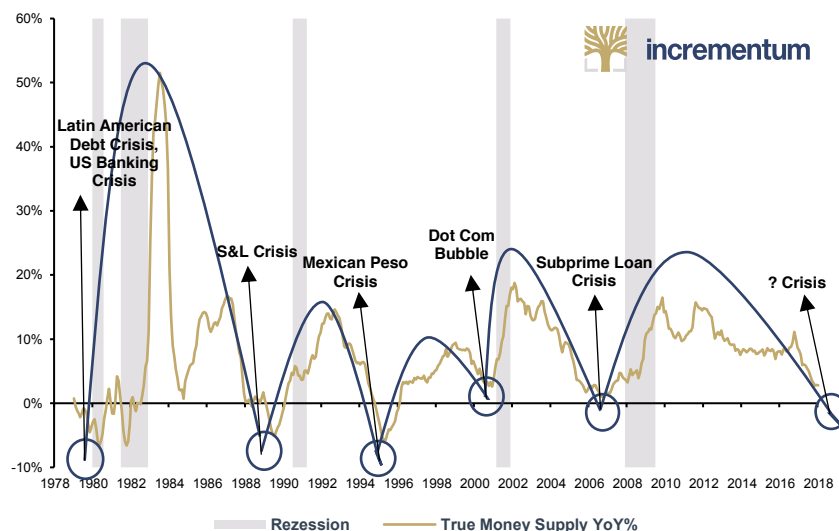
Die FED-Bilanz hat sich im Laufe der vergangenen Jahre aber nicht nur quantitativ, sondern auch qualitativ dramatisch verschlechtert. Anfang der 1970er-Jahre, also zu Beginn einer ausgeprägten Inflationsperiode, hatten 23% der US-Staatsanleihen eine Laufzeit von weniger als 90 Tagen und 1,2% aller Bonds eine Fälligkeit von mehr als 10 Jahren. Das gesamte Bond-Portfolio der US-Notenbank belief sich auf 68% der Gesamtassets, der Rest auf Bareinlagen in Abwicklung, Devisen und Gold. Alles in allem eine recht diversifizierte und solide Bilanz. Aktuell haben jedoch lediglich 6% der Bestände eine Fälligkeit von weniger als 90 Tagen und 26% eine Fälligkeit von mehr als 10 Jahren. Der Anteil der Staatsanleihen im Portfolio beträgt 55% der Vermögenswerte, weitere 40% bestehen aus MBS, also hypothekenbesicherten Wertpapieren. **Dies ist unserer Meinung nach keine belastbare Bilanz,**

insb. nicht in einem Umfeld steigender Zinsen und zunehmender Inflationsrisiken.⁵⁰

Rein technisch gesehen ist eine Reduktion der FED-Bilanz eine einfache Übung. Dennoch verwundert uns die Sorglosigkeit der Finanzmarktteilnehmer. QT bedeutet unserer Meinung nach steigende Zinsen, eine konjunkturelle Bremswirkung, eine Verschlechterung der Kreditqualität und vermutlich auch eine steigende Krisenanfälligkeit des Finanzwesens.

Der folgende Chart zeigt noch einmal die monetäre Seite der scharfen Kredit- und Wirtschaftskrisen der vergangenen Jahrzehnte, denen jedesmal ein deutliches Kreditmengenwachstum – hier gemessen mit der „True Money Supply“, der die Geldtheorie der Österreichischen Schule zugrundeliegt – vorausgegangen war. Es würde uns wundern, wenn es „this time different“ wäre.

True Money Supply YoY%



Quelle: Michael Pollaro, Incrementum AG

⁵⁰ Vgl. „The Endgame“, Myrmikan Research, Dan Oliver⁵¹ Eine Analogie zwischen den jeweiligen Nationalsportarten und der Außenpolitik drängt sich auf. Nationalsport der USA ist Baseball, der Chinas Go. Analog dazu verhält sich die Außenpolitik. Die Amerikaner sind für ihre kurzfristige „hit and run“-Außenpolitik bekannt, während die Chinesen eine äußerst langfristig ausgerichtete und schwer zu durchschauende Außenpolitik betreiben.



ASSET RICH
LEVERAGE TO GOLD, SILVER & COPPER
HIGH BETA TO GOLD

Rob McEwen
Ownership
24%

Gold Bar, Nevada

Under Construction
+60koz Gold 2019

Black Fox, Timmins, Canada

48koz Gold 2018
Strategic Land Position

El Gallo, Mexico

Silver Project
Gold - Sulfide Project

Los Azules, Argentina

Huge Copper Asset
2017 PEA - 36 Year Mine Life

San José, Argentina

+90koz Gold Eq. / Year
High Grade Silver-Gold Mine



Damoklesschwert China

„The Chinese people have understood since ancient times that nothing is free. To be happy, one must fight for it.“

Xi Jinping

Nachdem wir uns einige Finanzmarktthemen und die Situation der größten Volkswirtschaft angesehen haben, wollen wir jetzt den Fokus auf die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt richten. Zum Einstieg möchten wir ein paar Worte zum starken Mann Chinas Xi Jinping verlieren.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Der neue „Kaiser von China“ hat einen kometenhaften Aufstieg hinter sich. Er startete als einfacher Landarbeiter und ist seit kurzem der mächtigste Staatspräsident seit Deng Xiaoping. Für solch einen Weg sind Stärke, Fingerspitzengefühl und wohl eine Prise Skrupellosigkeit unentbehrlich.

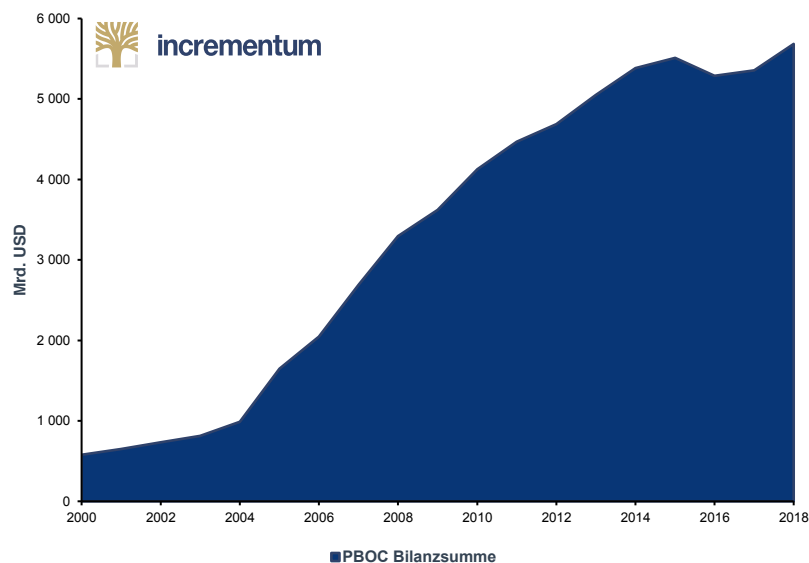
„If we're too optimistic when things go smoothly, tensions build up, which could lead to a sharp correction, what we call a Minsky Moment. That's what we should particularly defend against.“

PBoC Gouverneur Zhou Xiaochuan

Konnten die Herrscher Chinas bisher schon langfristiger planen als ihre Pendants im Westen, ist durch die neue Gesetzeslage eine noch längerfristige Planung möglich.⁵¹ Im Vergleich zu den westlichen Staaten hat China der Krise 2008 mit deutlich drastischeren Maßnahmen entgegengewirkt. Während in den USA in den Jahren nach der Globalen Finanzkrise die Bilanzsumme des Bankensystems um 4 Bill. USD anstieg, **erweiterte sich die Bilanzsumme des chinesischen Bankensystems im selben Zeitraum um 20 Bill. USD. Dies entspricht dem vierfachen BIP Japans.**

⁵¹ Eine Analogie zwischen den jeweiligen Nationalsportarten und der Außenpolitik drängt sich auf. Nationalsport der USA ist Baseball, der Chinas Go. Analog dazu verhält sich die Außenpolitik. Die Amerikaner sind für ihre kurzfristige „hit and run“-Außenpolitik bekannt, während die Chinesen eine äußerst langfristig ausgerichtete und schwer zu durchschauende Außenpolitik betreiben.

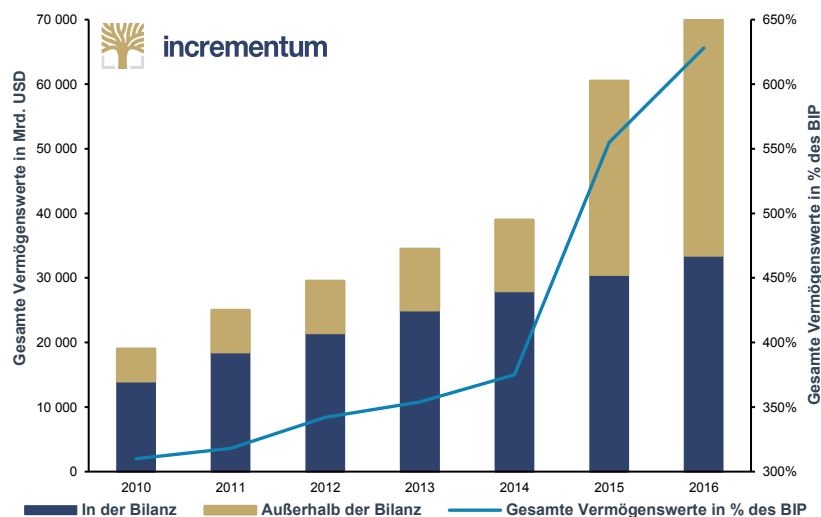
PBoC Bilanzsumme



Quelle: PBoC, Incrementum AG

Der folgende Chart zeigt die Ausweitungen der Bankbilanzsummen im Vergleich zur Wirtschaftsleistung. **Wurden von den chinesischen Behörden bei der Krisenbekämpfung überproportionale Risiken eingegangen?**

Vermögenswerte des chinesischen Bankensystems



Quelle: PBoC, China 2017 Financial Stability Report, Incrementum AG

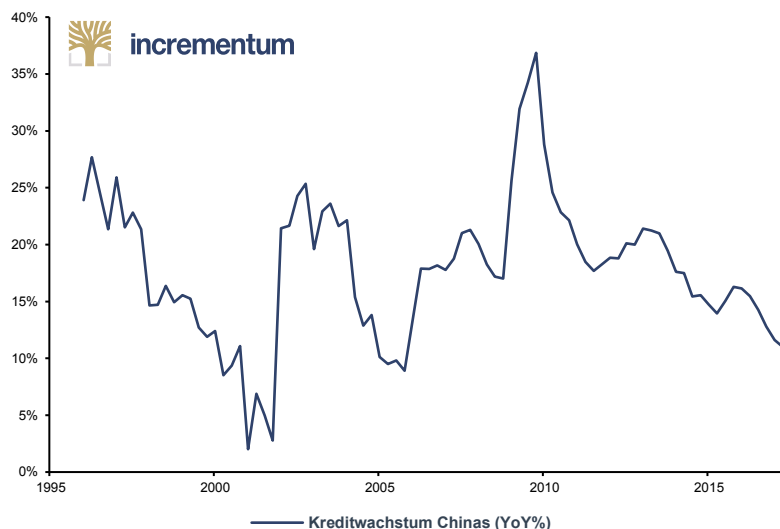
„There is nothing riskier than the widespread perception that there is no risk.“

Howard Marks

Sowohl der Umstand, dass die Bankbilanzen mehr als 600% des BIP betragen, als auch, dass sich diese in den vergangenen Jahren prozentuell verdoppelten, ist definitiv keine gesunde Entwicklung. Unsere Freunde von CondorCapital erwarten für China einen Anstieg der NPL-Quoten, die zu Ausfällen von 2,7-3,5 Bill. USD für Chinas Banken führen könnte, und das wohlgerne ohne (!) etwaige Ansteckungseffekte. Im Vergleich dazu waren die Verluste des globalen Bankensystems seit der Finanzkrise mit 1,5 Bill. USD geradezu moderat.

Die letzte Krise lehrt uns allerdings, dass die Chinesen bereit sind, drastische Maßnahmen zu ergreifen. Gegen die Finanzkrise stemmte sich China mit einer wahren Flutung der Kreditmärkte: 35 % Kreditwachstum in einem Jahr sind keine Kleinigkeit.

Kreditwachstum Chinas



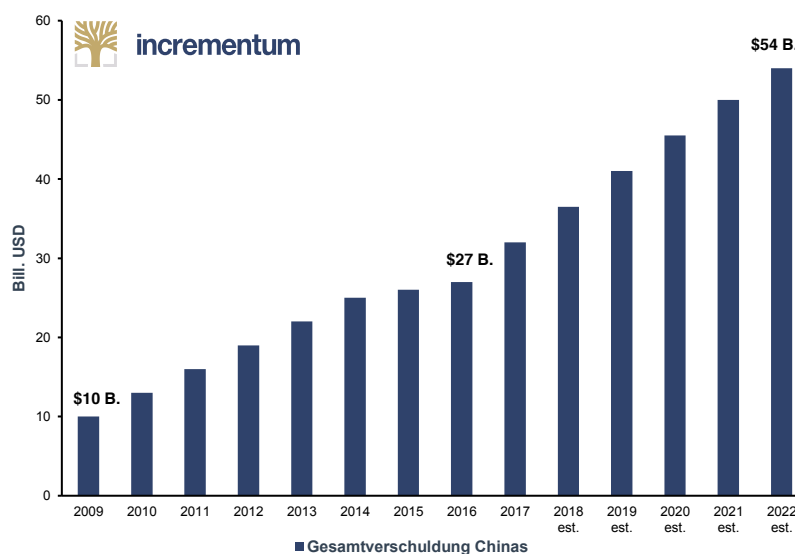
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„Chinese Companies have taken on too much debt and there needs to be less financial leverage.“

PBoC Gouverneur Zhou Xiaochuan

Wie geht es nun weiter? Der IWF prognostiziert eine weitere Verdoppelung der Gesamtverschuldung Chinas von 27 Bill. USD im Jahr 2016 auf 54 Bill. USD für 2022. Im Vergleich dazu betrug 2016 das BIP Chinas 11,2 Bill. USD. **Dieses Gesamtbild suggeriert, dass China auf dem gleichen Pfade wie der Westen wandert: schuldeninduziertes Wachstum bei abnehmendem Grenznutzen.**

Gesamtverschuldung Chinas



Quelle: CEIC, IWF, Incrementum AG

Der IWF hat in seinem aktuellen Report „Credit Booms – Is China different?“⁵² festgehalten, dass in 43 Fällen von starkem Kreditwachstum (Verhältnis Kredit/BIP wächst stärker als 30% in fünf Jahren) nur fünf Fälle weltweit ohne größeren Konjunkturerinbruch oder einer Finanzkrise ausgegangen sind. Weiters hält der IWF fest, dass sämtliche Kreditausweitungen, die bei einer Verschuldungsquote von über 100% des BIP begannen, allesamt kein gutes Ende fanden. Anzumerken ist, dass China eine hohe Binnenverschuldung ausweist, was die Situation für China sicherlich erleichtert. **Aber die Frage bleibt, wird es in China dieses Mal wirklich anders sein?**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von: Hedgeye

„No centimetre of this wonderful country will be cut off from China.“

Xi Jinping

Im Zusammenhang mit den durch die USA verhängten Strafzöllen ist folgendes historisches Ereignis von großer Bedeutung, das tief im kollektiven Gedächtnis des chinesischen Volkes verankert ist: die beiden von England lancierten Opiumkriege im 19. Jahrhundert.⁵³ Sie sind weiterhin ein fixer und wichtiger Lehrstoff im chinesischen Geschichtsunterricht. China könnte auf die Karte des Schürens von anti-westlichen Ressentiments setzen, um bei der eigenen Bevölkerung unpopuläre und harte Maßnahmen durchzusetzen. Den „Schwarzen Peter“ würde man klarerweise den Amerikanern zuspielen. Somit könnte sich eine Eskalation im Handelskrieg als Eigentor für die USA erweisen, da wir die Leidenschaft und den Zusammenhalt der chinesischen Gesellschaft als deutlich höher einschätzen als die der Amerikaner.

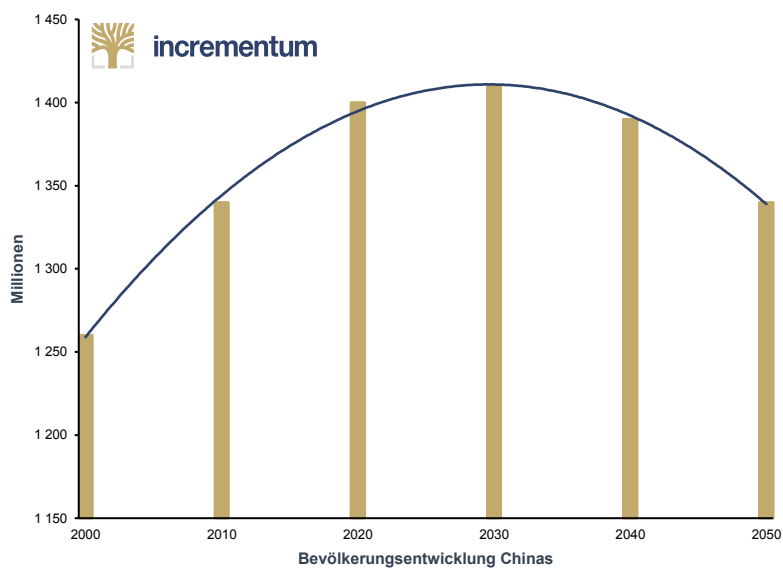
Auch die demografische Entwicklung Chinas sollte kurz erwähnt werden. Die Weltbank prognostiziert für 2028 den Bevölkerungshöchststand von 1,4 Mrd.⁵⁴

⁵² Vgl. „Credit Booms—Is China Different?“, IMF, WP/18/2, Jänner 2018

⁵³ Unsere Buchempfehlung bez. der Opium-Kriege: „The Opium Wars“ von Julia Lovell, 2014

⁵⁴ Vgl. „China Population Projection 15-50“, World Bank, DataBank – Population estimates and projections

Bevölkerungsentwicklung Chinas

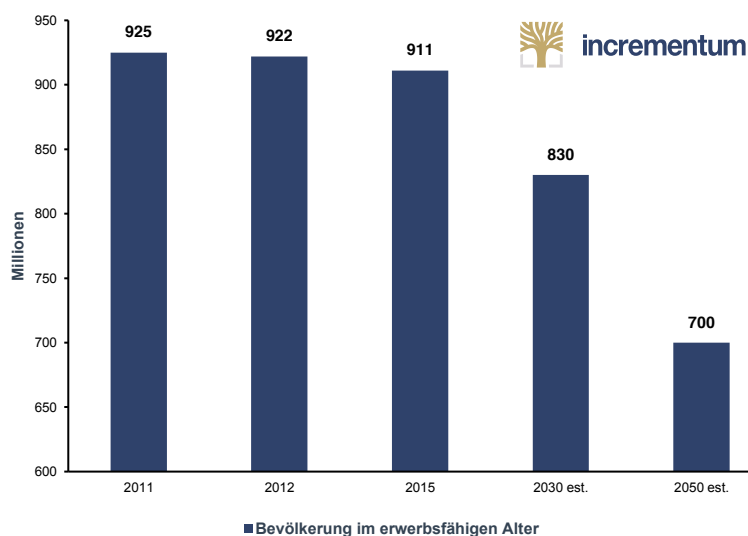


Quelle: Weltbank, Incrementum AG

„Demography is destiny.“
Auguste Comte

Die Anzahl der arbeitsfähigen Bevölkerung (Alter 16 – 59) ist bereits seit 2012 im Sinken begriffen und soll bis 2050 um knapp 25 % auf 700 Millionen zurückgehen.⁵⁵ Somit hat China wie der Westen das Problem einer stark schrumpfenden Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter.

Chinas Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter



Quelle: National Bureau of Statistics of Human Resources and Social Security, Incrementum AG

Fazit

Chinas neuer starker Mann Xi kann, im Gegensatz zu seinen Konkurrenten in der westlichen Hemisphäre, seine Langfriststrategie zielorientiert und schrittweise umsetzen. Dieses Ziel, Chinas Einfluss in der Welt zu behaupten und die dazu

⁵⁵ Vgl. „China's working-age population will fall 23% by 2050“, Weltwirtschaftsforum, 25. Juli 2016

„What we now face is the contradiction between unbalanced and inadequate development and the people's ever-growing needs for a better life.“

Xi Jinping

nötigen militärischen, wirtschaftlichen, politischen und diplomatischen Mittel einzusetzen, hat Xi bei seiner Rede beim Nationalen Volkskongress nachdrücklich unterstrichen.⁵⁶ Jeder Hoffnung, dass China Abstriche bei seiner territorialen Integrität machen könnte – Stichwort: Taiwan, Hong Kong, Tibet – erteilte er eine klare Absage.

Die rasche und mit exzessivem Kreditwachstum verwirklichte Transformation der Wirtschaft könnte allerdings zu wirtschaftlichen Verwerfungen führen, die nicht nur im Reich der Mitte zu spüren wären, sondern globale Konsequenzen hätten. Die letzten Jahre waren von einer massiven Kreditausweitung gekennzeichnet. Insofern gibt es zwischen China und den USA mehr Parallelen, als es auf den ersten Blick scheinen mag: **China baut Immobilien für eine schrumpfende Bevölkerung, investiert für einen überschuldeten Kunden (USA), der noch dazu verlangt, das bilaterale Handelsbilanzdefizit deutlich zu reduzieren und finanziert das alles mit Geld, dass es nicht hat.**⁵⁷

⁵⁶ Vgl. „Xi Jinping warns any attempt to split China is 'doomed to fail'“, BBC, 20. März 2018

⁵⁷ Abwandlung des Zitates aus dem Hollywood-Blockbuster „Fight Club“: „Von dem Geld, das wir nicht haben, kaufen wir Dinge, die wir nicht brauchen, um Leuten zu imponieren, die wir nicht mögen.“

„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.

Fazit

„Some 'overestimation' of tail risk is not irrational by any metric, as it is more than required overall for survival.“

Nassim Taleb

Wir haben in diesem Kapitel unterschiedlichste Risiken beleuchtet. Die Ausweitung der Geldmengen und die überproportionale Ausweitung der Verschuldung haben die Systemverfassung weiter fragilisiert.

Nachdem die Notenbanken auf dem steigenden Zinspfad wandern und in den QT-Modus wechseln, sind rezessive Tendenzen nur noch eine Frage der Zeit.

„Eine Krise ist ein produktiver Zustand. Man muß ihr nur den Beigeschmack der Katastrophe nehmen.“

Max Frisch

Nach der Analyse einiger „Tropfen“, die das Fass zum Überlaufen bringen könnten, stellt sich nun die Frage, inwiefern Gold eine Absicherung gegen das Eintreten der erwähnten Krisenszenarien bieten kann? Die Anti-Fragilität von Gold haben wir im *In Gold we Trust*-Report 2016 ausführlich behandelt.⁵⁸

Hinsichtlich der Beurteilung, in welchem Grade Gold antifragil ist, hatten wir folgende Gedanken angeführt:

- Der Wert des Goldes beruht auf seinem Vertrauenskapital: Dieser Aspekt gibt keinen Aufschluss darüber, ob Gold, fragil, robust oder anti-fragil ist.
- Gold war in der Vergangenheit die weltweit beständigste Zahlungsform: Obschon Gold kein vollkommen antifragiles Gut ist, hat es jedoch in der Vergangenheit in schweren Stressmomenten antifragile Züge gezeigt.
- Gold ist liquide, besonders in Stresssituationen: In diesem Aspekt ist Gold als robust einzustufen.
- Gold steht im reziproken Verhältnis zum Geldsystem: Somit ist Gold in dieser Hinsicht klar antifragil.
- Schwarze Schwäne gibt es auch im Golduniversum, doch wir erachten deren Zerstörungspotenzial als begrenzt: „Tendenziell robust“ lautete unser Urteil.

Wir sind deshalb der festen Überzeugung, dass Gold ein vieldimensionaler und durchaus antifragiler Portfoliobaustein ist. Die wichtigste Eigenheit des Goldes ist, dass es sich reziprok zum Geldsystem verhält und ein wirksamer Inflations- und Krisenschutz ist. Dies gilt gerade auch in Situationen, die nicht im Detail vorhersehbar sind.⁵⁹

⁵⁸ Vgl. „Antifragil investieren mit Gold“, *In Gold we Trust-Report 2016*, S. 117-124

⁵⁹ Vgl. „Antifragil investieren mit Gold“, *In Gold we Trust-Report 2016*, S. 117-124

Portfolioeigenschaften von Gold

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

Jim Rickards

Key Takeaways

- Goldman Sachs, PriceWaterhouseCoopers und die CPM Group bestätigten zuletzt die Erkenntnisse der *In Gold we Trust*-Reporte der Vorjahre.
- Auch 100 Jahre nach Abschaffung des Goldstandards spielt Gold als Währungsreserve eine entscheidende Rolle in den Portfolios der Zentralbanken. Diese Bedeutung nimmt nun wegen der währungspolitischen Gezeitenwende wieder zu. Seit der Finanzkrise 2008 sind die Zentralbanken der Emerging Markets zu dominanten Playern am Goldmarkt avanciert.
- Außergewöhnliche Zeiten verlangen nach außergewöhnlichen Maßnahmen: Jim Rickards' Vorschlag einer „goldpreisorientierten Geldpolitik“.

Die Analyse der Portfolieigenschaften von Gold ist stets ein fester Bestandteil unseres jährlich erscheinenden *In Gold we Trust*-Reports.

Auch in der diesjährigen Ausgabe wollen wir an dieser Tradition festhalten und unseren geschätzten Lesern wieder Einblicke in die Thematik „Gold im Portfolio“ präsentieren.

Das folgende Kapitel behandelt zunächst die Rolle von Gold für Privatinvestoren. Schwerpunkt dieser Ausgabe ist aber die Untersuchung von Gold in den „Portfolios“ der Zentralbanken. Dabei wollen wir zunächst auf die Bedeutung der Währungsreserven eingehen. Im Anschluss daran beleuchten wir die Bedeutung der Goldreserven für die Zentralbanken und werfen dabei einen Blick auf den Umfang, die Entwicklung und die Verteilung der gehaltenen Goldbestände.

Die Rolle von Gold für Privatinvestoren

„When I look at the monetary system today, it presents itself as unpredictable inevitability. It is inevitable that the system has to get reorganized but it is unpredictable as to how and when it is going to happen. So what does one do? One has to have insurance and physical gold has a proven record of being the most effective insurance available.“

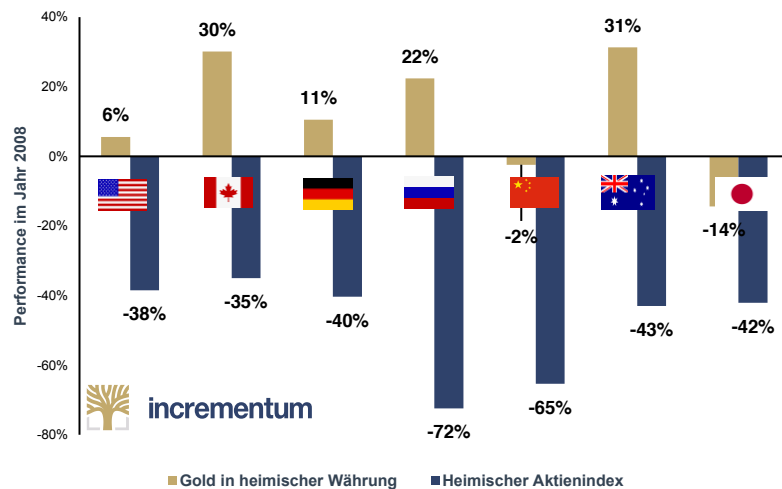
Simon Mikhailovich

„Gold: The Story of Man’s 6000 Year Obsession“

Bereits in den Vorjahren haben wir uns eingehend mit den außergewöhnlichen Portfolieigenschaften von Gold auseinandergesetzt und festgestellt, dass Gold ein wesentlicher Portfolio-Bestandteil sein sollte.⁶⁰ Im Krisenjahr 2008 hat Gold die Aktienmärkte in allen führenden Wirtschaftsnationen haushoch geschlagen.

⁶⁰ Über eine Analyse der außergewöhnlichen Portfolieigenschaften von Gold, der Beziehung zwischen Gold und Zinsen sowie den Opportunitätskosten von Gold, vgl. *In Gold we Trust-Report 2015*. Der *In Gold we Trust-Report 2016* befasste sich mit der Analyse von Gold als Portfolioversicherung. Im vergangenen Jahr lag der Schwerpunkt unserer Untersuchungen im *In Gold we Trust-Report 2017* auf der Beziehung von Gold a) zum US-Dollar, b) zu den Realzinsen und c) zu Aktien.

Gold vs. Aktienperformance im Jahr 2008 (beides in lokaler Währung)



Quelle: BMG Bullion, Goldprice.org, Yahoo.Finance, Incrementum AG

Dass Gold eine hervorragende Diversifikation in Krisensituationen darstellt, ist mittlerweile nicht nur „gold bugs“ klar, sondern wird auch von Schwergewichten des Mainstreams anerkannt. Goldman Sachs, PriceWaterhouseCoopers (pwc) und die CPM Group präsentierten zuletzt in ihren Goldstudien ähnliche Erkenntnisse wie wir. So bestätigte pwc unsere Analyse aus dem Vorjahr hinsichtlich der negativen Korrelation zwischen Gold und Aktien⁶¹:

„Among alternatives, when examining the correlation of returns with the S&P 500 index, gold is an excellent diversifier presenting the lowest correlation on a five-, ten- and twenty- year basis.“⁶²

Die renommierte CPM Group kommt in ihrer Untersuchung von 450 separaten Portfolios zu folgendem abschließenden Ergebnis:

„In conclusion, it can be said that adding gold to a portfolio of stocks and bonds has the greatest benefit to the risk return profile of a portfolio. While the addition of any precious metal or combination of precious metals improves the return to risk ratio of a portfolio, the addition of only gold to a portfolio pushed up the return to risk ratio the highest.“⁶³

„The truth is that gold cannot be simply defined as a currency, commodity, inflation hedge or safe haven. At various times it has been some/all of these things and at other times none of these things.“

Charlie Bilello

Auch Goldman Sachs scheint die Vorzüge von Gold mittlerweile anzuerkennen. In ihrem höchst interessanten „Precious Metals Primer“ bestätigt Goldman Sachs, dass Gold kein historischer Unfall ist, sondern sich aufgrund seiner physikalischen Eigenschaften ganz natürlich auf dem Markt etabliert und durchgesetzt hat. Goldman stellt weiters fest, dass sich Gold insbesondere in Zeiten hoher Preisinflation oder auch in Rezessionsphasen gegenüber anderen Assets gegenläufig entwickelt und sich deswegen hervorragend als Portfoliobestandteil eignet:

⁶¹ Vgl. „Gold und Aktien“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 135-136

⁶² „The rising attractiveness of alternative asset classes for Sovereign Wealth Funds“, PWC, 2018

⁶³ „Precious Metal Quarterly“, CPM Group, 10. Oktober 2017, S. 8

„Adding gold to a standard portfolio provides an excellent trade-off between boosting risk-adjusted returns and avoiding excessive downside.“⁶⁴

Besonders hilfreich ist die Beimischung von Gold in ein 60/40-Portfolio (60% Aktien und 40% Anleihen).

Performance-Vergleich	Portfolio-Varianten				
	Standard	+10%	+10%	+10%	+10%
	60/40 PF	Gold	GSCI	US 30Y	Cash
Annualisierte Rendite (Real):	4,62%	4,64%	5,08%	4,26%	4,33%
Annualisierte Rendite (Nominal):	8,69%	8,72%	9,35%	8,32%	8,39%
Volatilität:	9,75%	9,01%	9,35%	9,36%	8,78%
Rendite/Volatilität-Ratio:	0,89%	0,97%	1,00%	0,92%	0,96%
Abwärtstrend-Volatilität:	9,93%	9,30%	9,82%	9,53%	8,91%
Sortino-Ratio:	0,88%	0,94%	0,95%	0,87%	0,94%

Quelle: Goldman Sachs, Bloomberg, Incrementum AG

Man erkennt: Die Beimischung von Gold in das 60/40-Portfolio führt zu einer Senkung der Volatilität des Gesamtportfolios. Gegenüber Cash führt die Aufnahme von Gold in das 60/40-Portfolio zudem zu höheren nominalen Renditen. Dieser positive Effekt von Gold lässt sich vor allem darauf zurückführen, dass es sich im Vergleich zu Anleihen deutlich besser als Downside-Hedge von Aktien eignet. Die inverse Beziehung zwischen Aktien und Gold möchten wir jedoch aufgrund ihrer Bedeutung an dieser Stelle erneut ansprechen.⁶⁵

Staatsanleihen (10 Jahre)								
(Heimische Währung)				FX				
Start	Tiefpunkt	USA	DEU	Japan	CHF	JPY	Cash	Gold
Aug 56	Okt 57	-5%					0%	-4%
Dez 61	Jun 62	3%	3%			-1%	1%	-1%
Feb 66	Okt 66	-2%	-3%			-3%	0%	-3%
Nov 68	Mai 70	-15%	-13%	1%		-8%	3%	-19%
Jän 73	Okt 74	-16%	-14%	-24%	7%	-16%	-2%	100%
Sep 76	Mrz 78	-3%	21%	20%	20%	11%	-2%	40%
Nov 80	Aug 82	5%	-2%	8%	-30%	-28%	12%	-53%
Aug 87	Dez 87	0%	1%	1%	9%	7%	1%	4%
Jul 90	Okt 90	-3%	-4%	-6%	7%	11%	0%	5%
Jul 98	Aug 98	4%	4%	4%	4%	-1%	1%	-7%
Mrz 00	Okt 02	27%	14%	6%	3%	-18%	4%	6%
Okt 07	Mrz 09	21%	16%	5%	0%	16%	1%	22%
Apr 11	Okt 11	15%	14%	2%	-6%	5%	-1%	7%
Durchschnitt:		2,2%	3,1%	1,7%	1,6%	-2,1%	1,4%	7,6%
Median:		-0,3%	1,9%	2,9%	4%	-0,9%	0,5%	3,9%

Quelle: Goldman Sachs, Incrementum AG

Die obige Tabelle zeigt die Performance von Staatsanleihen, Währungen, Cash und Gold in Bärenmärkten⁶⁶ des S&P 500. Mit einer durchschnittlichen Performance von +7,6% wirkt Gold den Kurskorrekturen am Aktienmarkt effektiv entgegen und schlägt damit andere Alternativen. Die Tabelle offenbart allerdings auch, dass Gold nicht in jedem Aktienbärenmarkt haussieren

⁶⁴ „Precious Metals Primer – Fear and Wealth“, Goldman Sachs, 17. Oktober 2017

⁶⁵ Vgl. „Gold und Aktien“, *In Gold we Trust Report 2017*, S. 135-136

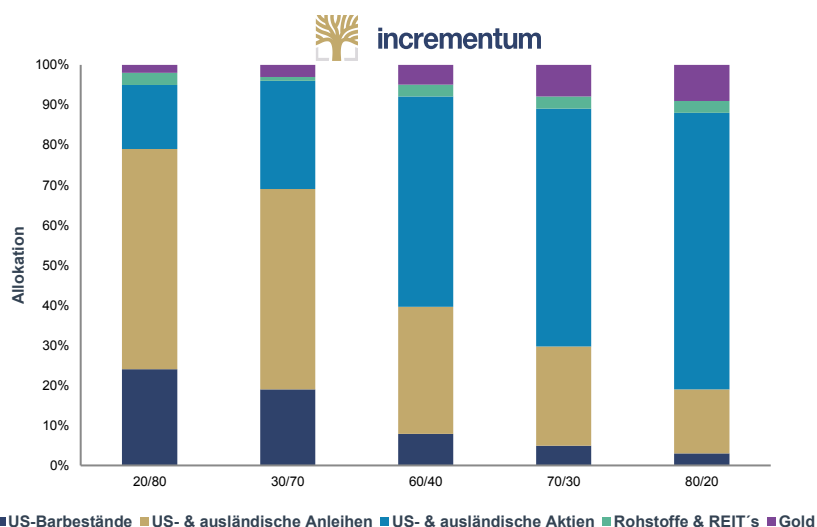
⁶⁶ Definiert als Kursrückgang von mehr als 20%.



kann. Andere spezifische Marktfaktoren beeinflussen die jeweiligen Marktreaktionen und müssen daher ebenfalls berücksichtigt werden.

Die Vorteile von Gold als Portfoliobestandteil entfalten sich nicht nur bei einem 60/40-Portfolio, sondern lassen sich bei verschiedenster Gewichtung von Aktien und Anleihen feststellen, etwa bei einem 20/80, 30/70 oder auch 70/30 bzw. 80/20 Aktien/Anleihen-Portfolio. Das World Gold Council hat dies untersucht und dabei entsprechend des Aktien/Anleihen-Portfolios Cash, Aktien, Anleihen, Gold und zu einem geringen Teil Rohstoffe gewichtet.⁶⁷

Aktien- und Anleihen Portfolios



„Gold is not a historical accident.“

Goldman Sachs

Die nachfolgende Tabelle veranschaulicht, dass eine Goldgewichtung zwischen 2% und 9% die risikobereinigten Renditen maximiert. Auch hier zeigt sich ein bekanntes Muster wieder: **Je höher der Aktien-Anteil im Portfolio, desto mehr Gold sollte dem Portfolio beigemischt werden.**

Szenario	20/80	30/70	60/40	70/30	80/20
US-Cash	24%	19%	8%	5%	3%
US- & ausländische Anleihen	55%	50%	32%	25%	16%
US- & ausländische Aktien	16%	27%	53%	60%	69%
Rohstoffe & REITs	3%	1%	3%	3%	3%
Gold	2%	3%	5%	8%	9%

Quelle: Goldman Sachs, Incrementum AG

Wie es scheint, setzt sich auf dem Markt die Erkenntnis, dass Gold ein wertvoller Portfolio-Baustein ist, langsam wieder durch. Zwar mangelte bisher oft die praktische Umsetzung dieser Erkenntnis, jedoch stimmen uns die jüngsten Publikationen namhafter Institutioneller Anleger positiv, dass sich dies in Zukunft ändern könnte.

⁶⁷ Vgl. [World Gold Council](#)

Die Rolle von Gold für Zentralbanken

„If the dollar or any other currency would be universally accepted at all times, central banks would see no necessity to hold gold at all. The fact that they do so, shows that such currencies are not a universal replacement for gold.“

Alan Greenspan

Zentralbanken haben im heutigen Fiatgeldsystem eine einzigartige Stellung. Durch ihre geldpolitischen Eingriffe und das staatlich garantierte Währungsmonopol beeinflussen sie die weltweiten Finanzmärkte und den zyklischen Konjunkturverlauf maßgeblich. Mit ihren Wortmeldungen und ihrem Verhalten steht und fällt das vorherrschende Kredit- und Währungsgefüge. Das ist Grund genug für uns, das Verhalten der vermeintlichen Währungshüter genau zu analysieren. Im folgenden Abschnitt werfen wir einen Blick auf das „Zentralbankportfolio“ und untersuchen, welche Rolle Gold hierbei einnimmt.

„So ist der Schluss unvermeidlich, daß eine echte Goldwährung das bisher einzige Beispiel einer befriedigenden internationalen Währungsordnung gewesen ist und es nicht gelungen ist, dafür einen Ersatz zu finden.“

Wilhelm Röpke

Um sich ein Bild von einem „Zentralbankportfolio“ zu machen, ist es hilfreich sich zunächst zu vergegenwärtigen, was wir überhaupt unter diesem Begriff verstehen. Konzeptionell ist das „Portfolio“ der Zentralbank die Deckung des ausgegebenen Geldes. In einem klassischen Goldstandard wären die ausgegebenen Papierwährungen zu 100% durch Gold gedeckt.⁶⁸ **Nachdem bereits über 100 Jahre vergangen sind, als der klassische Goldstandard abgeschafft wurde, und 1971 mit der Aufhebung des Bretton Woods-Systems das Goldfenster endgültig geschlossen wurde, ist es doch faszinierend zu sehen, dass Gold nach wie vor eine tragende Rolle als Währungsreserve spielt.**

Das nachfolgende Schaubild stellt eine vereinfachte Zentralbankbilanz – angelehnt an die Bilanzen der Deutschen Bundesbank und der EZB – dar.

Zentralbankbilanz: Vereinfachte Darstellung

Aktiva	Passiva
I. Gold- und Währungsreserven	I. Bargeldumlauf
II. Forderungen aus geldpolitischen Operationen	II. Einlagen von Kreditinstituten
III. Andere Forderungen	III. Kapital und Rücklagen
IV. Wertpapiere	IV. Sonstige Passiva
V. Sonstige Aktiva	

Quelle: EZB, Incrementum AG

„It was not the gold standard that failed, but those to whose care it had been entrusted.“

Heinrich Rittershausen

Die Währungsreserven befinden sich in dem Bilanzposten „I. Gold- und Währungsreserven“ auf der Aktivseite der Zentralbankbilanz. Dieser Bilanzposten fasst alle Arten der Währungsreserven zusammen und gibt den aggregierten Wert wieder. Die nachfolgende Tabelle gibt darüber Aufschluss, (a) woraus das „Portfolio“ einer Zentralbank besteht, (b) wie sich dieses im Detail zusammensetzt

⁶⁸ Die wenigsten Theoretiker haben allerdings tatsächlich eine 100% Deckung der umlaufenden gesetzlichen Zahlungsmittel gefordert. In der Praxis betrug die Deckung meist (deutlich) weniger als 50%.

und (c) zu welchem Zweck die verschiedenen Währungsreserven hauptsächlich gehalten werden.

Übersicht: Arten der Währungsreserven

Währungsreserven	Beschreibung	Funktion
Gold und Goldforderungen	Goldbestände, die sich im Eigentum der Zentralbank befinden	- Absicherung & Reserve für Krisenzeiten - Stärkung des Vertrauens in die ausgegebene Währung
Devisen	Von der Zentralbank gehaltene Fremdwährungen (USD, EUR, JPY etc.)	- Durchführung geldpolitischer Operationen am FX-Markt - Beeinflussung des Wechselkurses - Stärkung des Vertrauens in die ausgegebene Währung
Sonderziehungsrechte (SZR)	Vom IWF definiertes und herausgegebenes Buchgeld. SZR können in andere Währungen eingetauscht werden.	Mittelbare Durchführung geldpolitischer Operationen am FX-Markt
Reservepositionen	Von der Zentralbank gehaltene verzinsliche Forderungen gegenüber dem Internationalen Währungsfonds.	Durchführung geldpolitischer Operationen am Finanzmarkt
Sonstige Assets	Alle weiteren Assets, welche sich nicht in die obigen Kategorien zuordnen lassen.	Abhängig von der Art des Assets

Quelle: Incrementum AG

Während Goldreserven in der Vergangenheit zur Deckung der ausgegebenen Banknoten vorgehalten wurden, dienen die Währungsreserven in unserem derzeitigen Geld- und Kreditsystem primär zur:

- Durchführung von Interventionen an den Finanzmärkten (insb. am FX-Markt)
- Stärkung des Vertrauens in eine Währung
- Absicherung bzw. Reserve für Krisenzeiten

Gerade der Funktion der Absicherung für Krisenzeiten und der Stärkung des Vertrauens in eine Währung kommt den heutigen ungedeckten Papierwährungen eine Schlüsselrolle zu. Ihr intrinsischer Wert ist zunächst einmal Null, da sie keiner Deckung unterliegen bzw. es keine allgemeine Deckungsverpflichtung gibt. Die Werthaltigkeit des Papiergeldes hängt damit wesentlich von dem Vertrauen der Marktteilnehmer ab. Das Halten von Währungsreserven kann in diesem Zusammenhang auch als Deckung der Geldmenge interpretiert werden. Eine Funktion, die Gold aufgrund seiner physikalischen Eigenschaften und historischen Geldgeschichte bestmöglich nachkommt. Durch das Halten von Währungsreserven und hier insbesondere durch Gold, soll das Vertrauen in die Währung gestärkt werden und den Marktteilnehmern Stabilität und Planungssicherheit für die Zukunft garantieren.

Exkurs: Ludwig von Mises über die Vorzüge des Goldstandards:

„Der Goldstandard war der Weltstandard im Zeitalter des Kapitalismus, des steigenden Wohlstandes, der Freiheit und Demokratie (...) es war ein internationaler Standard, wie ihn der internationale Handel und die Kapitalmärkte der Welt brauchten (...) er trug westliche Industrialisierung, Kapital und Zivilisation in die hintersten und verlassensten Ecken dieser Welt, dabei unerhörte Reichtümer schaffend (...) er begleitete den nie dagewesenen Fortschritt des westlichen Liberalismus, um alle Staaten zu einer Einheit von freien Nationen zu schmieden, welche friedlich zusammenarbeiteten (...) Der Goldstandard ist bestimmt nicht perfekt. In menschlichen Angelegenheiten gibt es sowieso nichts Perfektes (...) Aber niemand ist in der Lage, etwas Befriedigenderes zu finden als den Goldstandard.“

Ludwig von Mises: Human Action, S. 469f.

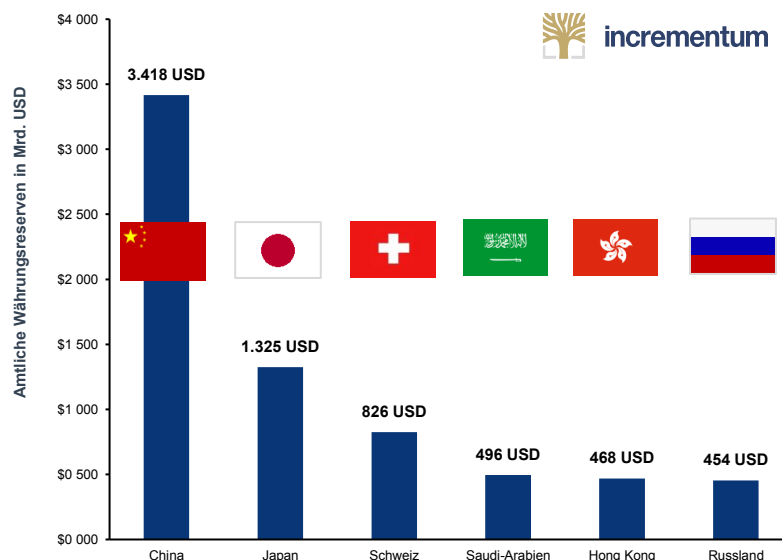
Vergleiche der Portfolios

Nachdem wir uns vergegenwärtigt haben, was sich hinter dem Begriff des Portfolios der Zentralbanken verbirgt und wie sich dieses zusammensetzt, werfen



wir nun einen genaueren Blick auf die Höhe der Währungsreserven. Der nachfolgende Chart zeigt die Höhe der offiziellen Währungsreserven der sechs Staaten mit den höchsten Währungsreserven weltweit.

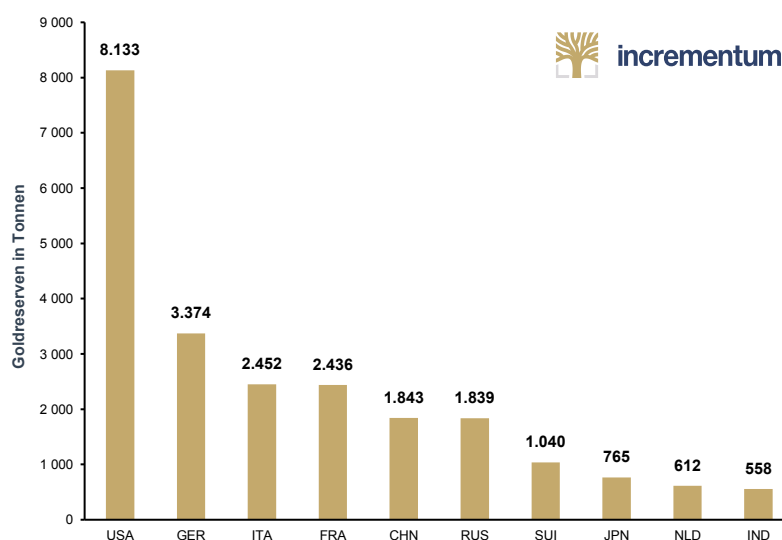
Länder mit den größten Währungsreserven in Mrd. USD



Quelle: IWF, Incrementum AG

Interessant ist einerseits, dass neben großen Volkswirtschaften wie China, Japan oder Russland auch kleinere Staaten wie die Schweiz oder Hong Kong in der Liste auftauchen. Überraschenderweise scheinen andererseits führende Volkswirtschaften wie die USA oder Deutschland in dieser Auflistung nicht auf. Wir werden auf die Gründe noch später zurückkommen. Ein gänzlich anderes Bild ergibt sich hingegen, wenn wir unseren Blick auf die Goldreserven beschränken.

Staaten mit den größten Goldreserven (in Tonnen)



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

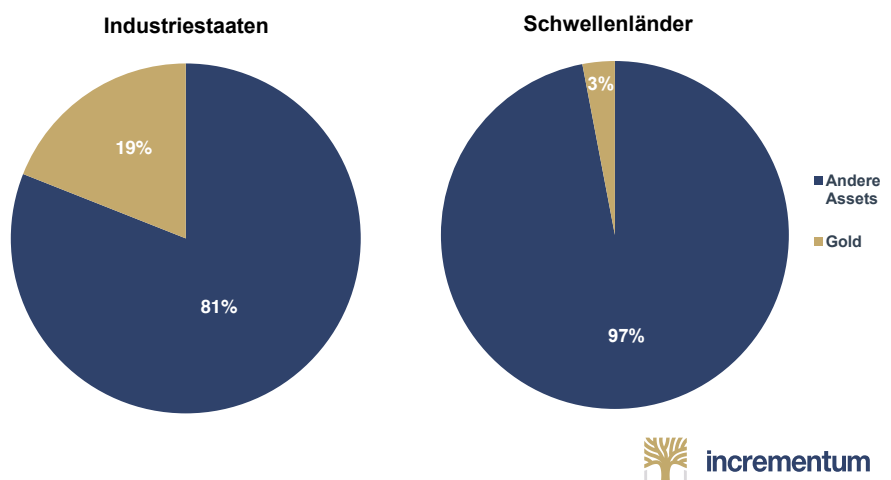
„Gold has been money for many thousands of years. Gold is mentioned repeatedly in the Bible. Every civilization and every government in history has treasured gold. (...)

It's been said that gold is built into man's DNA.“

Richard Russell

Man erkennt, dass gerade die westlichen Industriestaaten über relativ hohe Goldreserven verfügen. So weisen etwa die USA die weltgrößten Goldreserven aus, liegen aber bei den Staaten mit den größten Währungsreserven abgeschlagen hinter Ländern wie Tschechien oder Thailand. Andersherum verhält es sich mit China, das die höchsten Währungsreserven der Welt in seinen Büchern stehen hat, aber unter den Ländern mit den größten Goldreserven nur auf Platz 5 rangiert. Allgemein auffällig ist zudem, dass die westlichen Länder tendenziell über deutlich höhere Goldreserven verfügen als die wirtschaftlich aufholenden Emerging Markets. Insofern verwundert es nicht, dass Kenneth Rogoff den Emerging Markets 2016 empfahl, ihre Goldreserven massiv aufzustocken.⁶⁹

Anteil von Gold an den Währungsreserven



incrementum

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Betrachtet man den relativen Anteil von Gold an den Währungsreserven der Zentralbanken, so zeigt sich, dass in den Industrieländern der Anteil von Gold mit 19% bedeutend höher ist als der Anteil von Gold in den Schwellenländern, wo dieser gerade einmal 3% beträgt. Dieser beträchtliche Unterschied lässt sich insbesondere auf a) währungshistorische, b) finanzmarkttechnische und c) währungspolitische Gründe zurückzuführen.

a) Währungshistorische Gründe

„(...) if the gold standard were in place today we would not have reached the situation in which we now find ourselves.“

Alan Greenspan

Besonders die Zentralbanken der Industriestaaten haben derzeit noch beträchtliche Goldreserven in ihren Bilanzen, welche teilweise durch Exportüberschüsse während des Bretton Woods-Systems angehäuft wurden (wie z. B. im Falle Deutschlands) oder zum Teil noch bis zum klassischen Goldstandard und der einstigen Golddeckung der Währungen zurückreicht. Der Aufschwung und die damit verbundenen Exportüberschüsse der heutigen Emerging Markets-Economies begann jedoch erst im späten zwanzigsten Jahrhundert, als „King Dollar“ bereits herrschte. Exportüberschüsse fielen daher in US-Dollar und nicht mehr in Gold bzw. zumindest Papiergold an. Zudem ist in einer de facto US-Dollar basierten

⁶⁹ Vgl. „Emerging Markets Should Go for the Gold“, Project-Syndicate.org, Kenneth Rogoff. 3. Mai 2016



incrementum

Weltwährungsordnung das Halten der international akzeptierten Handelswährung sinnvoll. Insbesondere für Rohstoffimporteure wie beispielsweise China oder Japan ist es wichtig, US-Dollar als Devisenreserve zu halten, solange das Gros der Rohstoffe in US-Dollar gehandelt wird. Es wurden daher in den Schwellenländern seit den 1980er-Jahren bis weit in das erste Jahrzehnt des neuen Jahrtausends vermehrt Währungsreserven in US-Dollar angehäuft.

b) Finanzmarkttechnische Gründe

Eine Reservewährung setzt voraus, dass genügend Veranlagungsinstrumente mit bester Bonität und entsprechender Liquidität zur Verfügung stehen. US-Staatsanleihen gelten gemäß herrschender Finanzmarktlehre immer noch als risikofreies Instrument und verfügen über enorm hohe Liquidität. Zudem scheint aus Sicht der Zentralbanken die Investition in ein verzinstes Wertpapier attraktiv zu sein, zumindest in Zeiten positiver Realzinsen.

c) Währungspolitische Gründe

Über diese beiden Gründe hinaus halten Zentralbanken vermehrt Devisen als Währungsreserven, um Interventionen am FX-Markt durchführen zu können. Neben der russischen Zentralbank oder der PBoC ist diesbezüglich auch die SNB zu nennen, welche den Schweizer Franken durch die Koppelung an den Euro künstlich abwerten wollte. **Im Zusammenhang mit der Manipulation der Wechselkurse stehen auch die politischen Debatten über „exorbitante“ Handelsbilanzüberschüsse und -defizite.** Nicht erst seit Donald Trump das Thema aufgegriffen und erste protektionistische Maßnahmen umgesetzt hat, wird der Thematik international Aufmerksamkeit geschenkt. Institutionen wie der IWF oder die Europäische Kommission tadeln regelmäßig Staaten, deren Handelsbilanzüberschuss 6% des BIPs übersteigen. Neu ist allerdings Trumps aggressives Vorpreschen, das berechtigte Befürchtungen einer globalen Protektionismus-Spirale aufkommen lässt.

„Bullion doesn't pay interest or dividends, nor does it grow or expand by itself. That's the price you pay for tranquility.“

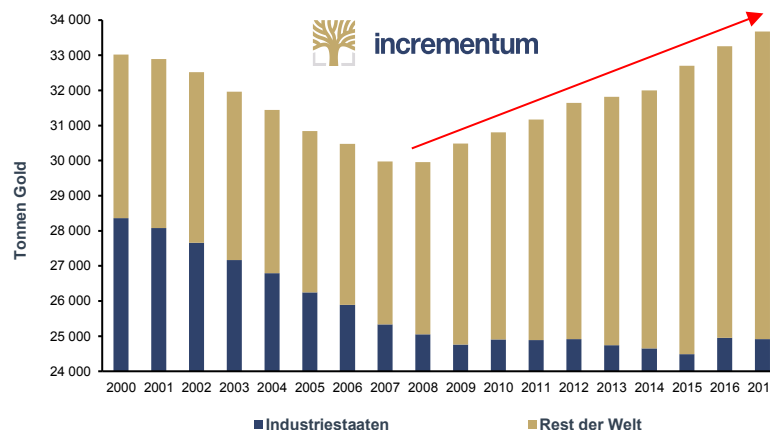
Pierre Lassonde

Ein weiterer währungspolitischer Grund für das Halten von Währungsreserven ist, dass diese vertrauensbildend für die eigene Währung sind. Dies trifft insbesondere auf relativ junge Währungen zu, die ihre mangelnde Reputation durch das Halten von Währungsreserven in reputablen Währungen zu heben versuchen. Große Währungsreserven signalisieren des Weiteren, dass die Zentralbanken über ausreichend finanzielle Mittel verfügen, die sie für geldpolitische Maßnahmen, z. B. zur Stützung der eigenen Währung am Devisenmarkt, einsetzen können. Etablierte Währungen wie der US-Dollar haben durch ihre internationale Stellung hier bereits einen deutlichen Vorteil.

Gold, die Eintrittskarte an den Verhandlungstisch einer neuen Weltwährungsordnung?

Obwohl die Industrienationen historisch über die höchsten Goldreserven verfügen, lässt sich bei den Schwellenländern eine Trendwende erkennen. Gold gewinnt für die Währungsreserven der dortigen Zentralbanken zunehmend an Bedeutung.

Entwicklung der offiziellen Goldreserven (in Tonnen)



Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG

„I never said the central bank is independent!“

Alan Greenspan

Der Chart zeigt, dass die Finanzkrise 2008 einen Wendepunkt markiert. Nahmen die Goldbestände der Zentralbanken bis 2008 noch kontinuierlich ab, so steigen sie seither wieder an. Noch bemerkenswerter ist allerdings ein anderer Punkt: Die Zunahme der Goldreserven geht ausschließlich auf das Konto der Schwellenländer. Während die von den Zentralbanken der Industriestaaten gehaltene Menge Gold um die 25.000 Tonnen Gold leicht schwankt, stiegen die Goldreserven in den Schwellenländern seit ihrem Tief im Jahr 2006 kontinuierlich an. Sie legten seitdem von 4.596 Tonnen auf 8.755 Tonnen im Jahr 2017 zu. Dies entspricht einer Zunahme um ansehnliche 90 %. **Damit waren in den vergangenen Jahren die Zentralbanken der Schwellenländer die bestimmenden marginalen Investoren.**

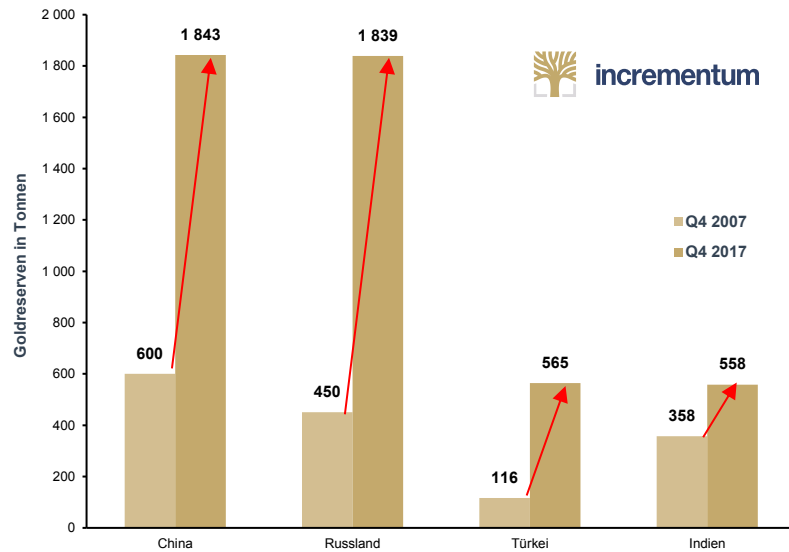
„Diplomacy is the art of telling people to go to hell in such a way that they ask for directions.“

Winston Churchill

Dieser sukzessive Aufbau von Goldreserven kann als Indiz für das steigende Misstrauen in die gegenwärtige US-Dollarherrschaft und das damit verbundene globale Geld- und Kreditsystem gewertet werden. Neben wirtschaftspolitischen Interessen spielen hier insbesondere geopolitische Überlegungen und Machtansprüche eine wichtige Rolle. Länder wie China, Russland, der Iran oder auch die Türkei haben in den letzten Jahren immer wieder die vorherrschende US-Weltwirtschaftsordnung mehr oder weniger offen in Frage gestellt. Dieses Misstrauen spiegelt sich auch im kontinuierlichen Aufbau der Goldreserven wider. Die Entwicklung der Goldreserven von China⁷⁰, Russland, Indien und der Türkei, sind im nachfolgenden Chart abgebildet.

⁷⁰ Wobei wir davon ausgehen, dass die chinesischen Goldreserven deutlich höher sind als offiziell ausgewiesen. Vgl. „China und die Bedeutung von Gold“, *In Gold we Trust-Report 2014*

Entwicklung der Goldreserven ausgewählter Schwellenländer (in Tonnen)



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

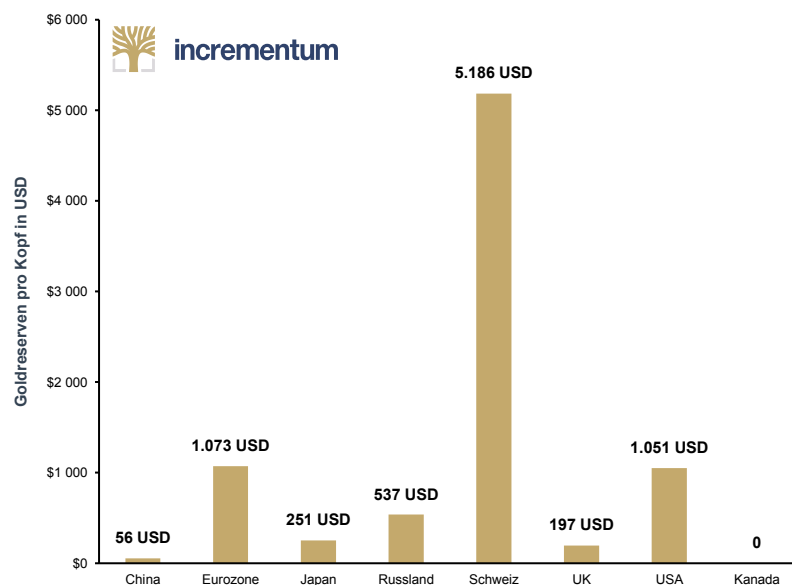
„The time has come to establish the international monetary system on an unquestionable basis that does not bear the stamp of any country in particular. On what basis? Truly, it is hard to imagine that it could be any other standard than gold.“

Charles de Gaulle

Insbesondere China, Russland und die Türkei haben ihre Zentralbankbestände an Gold seit 2007 deutlich erhöht und zwar um 307% (China), 408% (Russland) und 486% (Türkei). In Q4/2007 hielten China, Russland, die Türkei und Indien zusammen 1.524 Tonnen Gold, was 5,1% der damaligen Gesamtgoldreserven der Zentralbanken entsprach. In Q4/2017 kommen sie bereits zusammen auf 4.804 Tonnen Gold oder 14,3% der Gesamtgoldreserven der Zentralbanken.

Da absolute Werte mitunter wenig über die tatsächliche Verbreitung von Gold in einer Volkswirtschaft aussagen, werfen wir nun einen Blick auf einige relative Werte. Der folgende Chart bildet die Goldreserven der Zentralbanken pro Kopf ab:

Goldreserven der Zentralbanken pro Kopf



Quelle: Santiago Capital, Statista, Incrementum AG

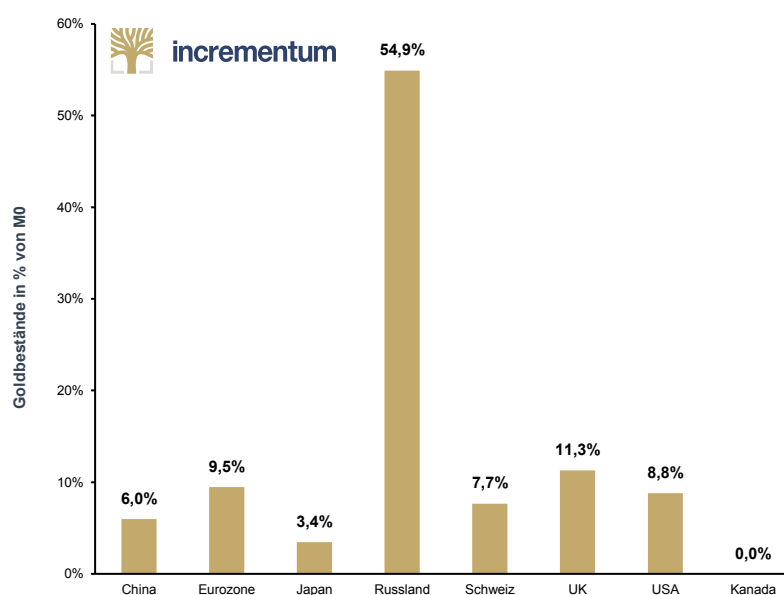
„If the United States would take this first step towards linking the dollar to gold, it would send a signal of America's commitment to restoring the integrity of the dollar as a meaningful unit of account and reliable store of value.“

Judy Shelton

Bei diesem Vergleich sticht insbesondere die Schweiz mit 5.186 USD hervor. Auch die Goldreserven pro Kopf in der Eurozone sind mit 1.073 USD oder in den USA mit 1.051 USD gegenüber den anderen Staaten noch relativ hoch. Bei der Betrachtung der Goldreserven pro Kopf haben in der Regel also wichtige Volkswirtschaften der westlichen Länder noch die Nase vorn.⁷¹

Ein weiterer äußerst interessanter Indikator ist der Deckungsgrad der Geldmenge Mo durch die von den Zentralbanken gehaltenen Goldreserven. Er zeigt an, wie viel Prozent des gesetzlichen Zahlungsmittels und der Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank durch Goldreserven der Zentralbanken gedeckt sind.

Goldreserven der Zentralbanken in % von M0



Quelle: Santiago Capital, Statista, Incrementum AG

„While I live I will never resort to irredeemable paper.“

Napoleon Bonaparte

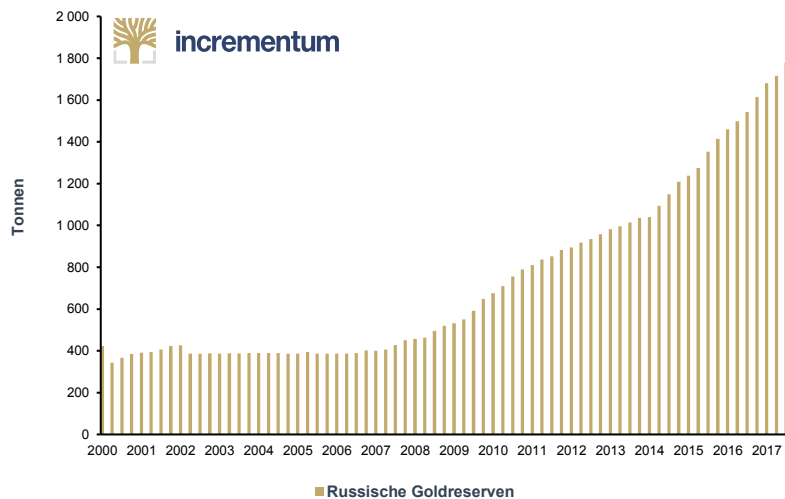
Diese Blickweise fördert Überraschendes zu Tage. So weist der russische Rubel mit knapp 55% den höchsten Golddeckungsgrad der Geldmenge Mo auf. Auch dass das Britische Pfund mit einer Deckung von 11,3% auf dem zweiten Platz folgt, mag überraschen, hatte die BoE doch zum Jahrtausendwechsel ihre Goldreserven deutlich reduziert.

Allgemein kann festgehalten werden, dass selbst das kleinstmögliche Geldmengenaggregat Mo in den meisten Währungsräumen nur zu einem Bruchteil durch die Goldbestände der Zentralbanken gedeckt ist. Der Wert des jeweiligen gesetzlichen Zahlungsmittels beruht damit größtenteils auf dem Vertrauen der Marktteilnehmer. **Auf der anderen Seite zeigt das Beispiel Russlands aber auch, dass die Höhe des Bargelddeckungsgrades durch Gold keineswegs in Stein gemeißelt ist. Besteht ein geldpolitischer Wille,**

⁷¹ Ein Nachteil der Betrachtung der Goldreserven pro Kopf ist allerdings, dass – wie im Fall des Schweizer Franken – nicht nur Inländer die Währung als Zahlungsmittel verwenden, sondern diese auch von Bürgern anderer Länder aufgrund der hohen Liquidität oder als Wertspeicher nachgefragt wird.

lässt sich hier einiges erreichen, wie der Blick auf die Entwicklung der russischen Zentralbankgoldbestände verrät.

Russischer Goldbestand in Millionen Unzen



Quelle: Bloomberg, World Gold Council, Incrementum AG

„Gold is the sovereign of all
sovereigns.“

Demokrit

Blieben die Goldreserven nach dem Fall der Sowjetunion bis 2006 nahezu konstant, so steigen sie seitdem kontinuierlich an. Insbesondere seit der Ukraine Krise und der Verhängung von Sanktionen seitens des Westens gegenüber Russland 2014, ist ein beschleunigter Anstieg der Goldbestände zu erkennen.



philoro
EDELMETALLE

Freiheit braucht Sicherheit



Mit Sicherheit glücklich. philoro.

Wer glücklich ist, kennt keine Sorgen. Legen Sie das Fundament für eine Zukunft voller Glücksmomente: Legen Sie Ihr Geld in Gold an. philoro bietet Ihnen Sicherheit bei Transaktion und Depot-Verwahrung und das zu den besten Konditionen auf dem Goldmarkt. Vertrauen Sie dem Testsieger.

Außergewöhnliche Situationen erfordern außergewöhnliche Lösungen: Goldpreisorientierte Geldpolitik

In das mögliche Revival des Goldes als Währungsreserve fällt auch jener außergewöhnliche Vorschlag, der von Jim Rickards, einem international renommierten Bestsellerautor und zugleich Mitglied unseres Advisory Boards, stammt: Eine goldpreisorientierte Geldpolitik.⁷² Eine Umsetzung dieses Vorschlags hätte gravierende Auswirkungen auf den Goldpreis und auf die Bilanzen insbesondere jener Zentralbanken, die signifikante Goldreserven ihr Eigen nennen.

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

Thorsten Polleit

Ausgangspunkt der Überlegungen von Rickards ist der Umstand, dass die unkonventionellen Maßnahmen der Zentralbanken im Gefolge der Finanzkrise 2008 zwar die zunächst auf dem Interbankenmarkt aufgetretenen Liquiditätsengpässe behoben haben. Die Zentralbanken verloren aber auch ihr eigentliches geldpolitisches Ziel nicht aus den Augen, das grosso modo auf eine Preisinflationsrate um die 2% abzielt. Diese Richtmarke ist bislang allerdings trotz einer (künstlich) boomenden Wirtschaft, sinkender Arbeitslosigkeit und historisch niedriger Zinsen nicht erreicht worden.

Einerseits zögerten die Geschäftsbanken mit der Kreditvergabe, was zahlreiche Zentralbanken dazu veranlasste, die stark angestiegenen Reserven der Geschäftsbanken bei den Zentralbanken mit Negativzinsen zu belegen. So wuchsen im Euroraum beispielsweise die Höhe der Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB (Einlagenfazilität) zwischenzeitlich auf über 800 Mrd. EUR im Jahr 2012 an. Um diese geparkte Liquidität den Märkten zur Verfügung zu stellen, wurden die Zinssätze der Einlagenfazilität sukzessive abgesenkt, bis schlussendlich negative Zinsen für diese Einlagen verlangt wurden.

„Wer auf Kredit trinkt, wird doppelt betrunken.“

Serbisches Sprichwort

Seit März 2016 müssen Kreditinstitute für ihre Einlagen bei der EZB - 0,40% Strafzinsen zahlen.⁷³ Der Negativzins sollte die Geschäftsbanken veranlassen, Kredite an die Märkte zu vergeben. Diese zusätzliche Liquidität sollte die Konsumentenpreise in Richtung der Wunschvorgabe bewegen. Doch weil andererseits die Nachfrage nach Krediten lange Zeit verhalten war, funktionierten die konventionellen Maßnahmen der Geldpolitik nicht mehr. Aus diesem Grund ist die gesamte Geldmenge trotz des rasanten Anstiegs der Zentralbankgeldmenge, prozentuell wesentlich langsamer gewachsen.

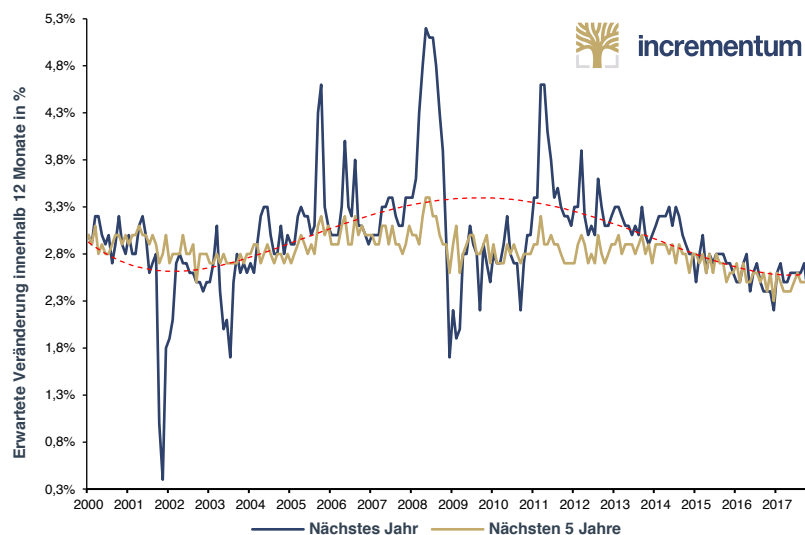
Nach Jahren der Flutung der Märkte mit Zentralbankgeld durch die verschiedenen QE-Programme, gibt es nunmehr erste zaghafte Schritte in Richtung einer Normalisierung der Geldpolitik. Diesseits des Atlantiks hat die EZB das Ankaufovolumen ihres QE-Programms mehr als halbiert, in den USA hat die FED die Zinsen bereits 6 mal erhöht und mit der Verkürzung ihrer Bilanz begonnen. Nach klassischer Lehre würde man erwarten, dass sich das in

⁷² Nähere Informationen zu unserem Advisory Board, das vierteljährlich tagt, finden Sie hier: <https://www.incrementum.li/advisory-board/>

⁷³ Siehe hierzu die offiziellen Zinssätze der EZB: <https://www.ecb.europa.eu>

den USA bereits eingeleitete QT⁷⁴ auf den Preisauftrieb negativ auswirken wird. Zusätzlich nehmen die Inflationserwartungen der Bevölkerung seit Jahren ab, was ebenfalls dämpfend auf die Preisinflation wirkt.

Inflationserwartungen der Bevölkerung



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Rickards schlägt nun vor, dass die FED ihr Inflationsziel aufgeben und stattdessen ein Goldpreisziel verfolgen soll.⁷⁵ Rickards nennt als Zielpreis einen Goldpreis von 5.000 USD. Die FED soll also solange Gold kaufen, bis der Weltgoldmarktpreis unter dieser Marke liegt und Gold aus den dadurch aufgebauten eigenen Beständen verkaufen, sobald der Goldpreis diesen Wert überschreitet. Die Geldpolitik würde also nicht mehr mittels notenbankfähiger Anleihen betrieben werden, sondern durch den An- bzw. Verkauf des Goldes über die Banken. Die (Zentralbank-)Geldmenge würde durch den bilanzverlängernden Ankauf von Gold ausgeweitet, durch den bilanzverkürzenden Verkauf von Gold vermindert werden.

„America is losing its status as the world’s hegemonic power – just as Britain did before it.“

Stanley Fischer

Die Umsetzung eines Zielpreises von 5.000 USD entspräche einer Abwertung des US-Dollar im Vergleich zu Gold um mindestens 75%. Diese Maßnahme einer „Offenmarkt-Politik“ für Gold würde, so Rickards, die Preisinflation in den USA merklich anheizen.

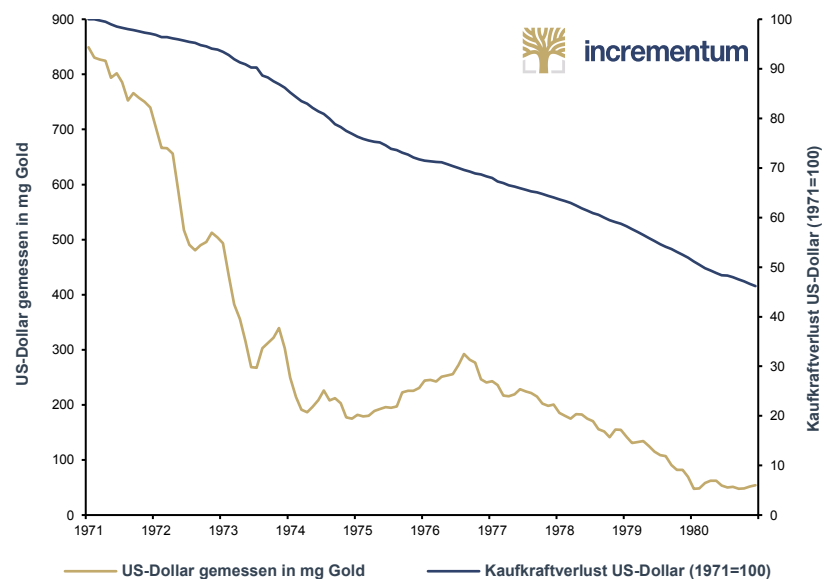
Das Ziel höherer Inflationsraten würde durch die gestiegenen Inflationserwartungen der Bevölkerung erreicht werden. Rickards identifiziert die Konsumentenpreis-inflation vorrangig als psychologisches Phänomen. Milton Friedman paraphrasierend argumentiert er: *„Inflation is always and everywhere a behavioral phenomenon.“* Höhere Inflationserwartungen würden bei den Marktteilnehmer zu Verhaltensanpassungen führen, die in weiterer Folge eine höhere Preisinflation bewirken würden.

⁷⁴ Es gibt aber auch die – nicht gänzlich unplausible – These, dass QT die Inflation erhöhen könnte. Vgl.: [Advisory Board Discussion Q4 2017 – Narrative, De-Dollarisierung und Inflation](#), 10. Oktober 2017

⁷⁵ Vgl. [„The Golden Solution to America’s Debt Crisis“](#), Jim Rickards, 15. September 2017

Als historisches Beispiel für diesen Vorschlag verweist Rickards auf die Abwertung des US-Dollar unter Franklin D. Roosevelt im Jänner 1934, als die Goldparität und damit der festgelegte Goldpreis von 20,67 USD pro Unze auf 35 USD pro Unze angehoben wurde. Dies entsprach einem Anstieg des Goldpreises um fast 70%. Als weiteres Beispiel führt er den Anstieg des Goldpreises im Gefolge der Schließung des Goldfensters unter Nixon am 15. August 1971 an. In den darauffolgenden Jahren explodierte der Goldpreis um 2.200% von 35 USD auf 850 USD und der US-Dollar verlor in den Jahren 1977-1981 gemessen am CPI 60% an Wert.

CPI 1971-1981



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum

„Inflation is a tax and those least able to afford it generally suffer the most.“

Esther George, Federal Reserve Bank of Kansas City

Rickards erwartet, dass allein durch diese Form der Abwertung die Preisinflation deutlich anwächst. Die Bevölkerung würde den signifikanten Goldpreisanstieg als Schwäche des US-Dollars interpretieren und deswegen die monetäre Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen befeuern. Auf diese Weise würde die Preisinflation Auftrieb erhalten. Die Inflationserwartung soll also steigen, weil die Bevölkerung realisiert, dass die FED den US-Dollar gegenüber Gold – und allen anderen Gütern – letztlich beliebig entwerten kann.

Der Goldmarkt, so Rickards, würde durch diese epochale geldpolitische Wende in seiner Freiheit nicht eingeschränkt werden. Im Unterschied zum derzeit eher diskretionären Auftreten der FED – und anderer Zentralbanken – am Goldmarkt, würde die FED sodann stetig Eingriffe am Goldmarkt tätigen, um den Zielpreis stabil zu halten.

Verwendungsmöglichkeiten der Aufwertungsgewinne und ihre Auswirkungen auf die Preisinflation

Seit 1973 werden die Goldreserven in der Bilanz der FED mit dem Bewertungssatz von 42,222 USD pro Feinunze⁷⁶ verbucht. Sollte Rickards Vorschlag umgesetzt werden, wäre Gold um das knapp 120fache höher am Markt bewertet, als in den Büchern der FED bzw. des Treasury. Diese enorme Diskrepanz

⁷⁶ Genau genommen sind es gemäß 31 U.S.C. § 5117 42 2/9 USD pro Feinunze. Siehe: <http://uscode.house.gov/>

könnte den Gesetzgeber dazu bewegen, eine Anpassung der Bewertungsrichtlinien der staatlichen Goldreserven vorzunehmen, um einen einmaligen Aufwertungsgewinn zu lukrieren. **Unter Anwendung dieses buchhalterischen Tricks würde sich der Buchwert der Goldreserven im Umfang von rund 260 Mill. Unzen von ca. 11 Mrd. USD auf mehr als 1,3 Bill. USD vervielfachen.**

Dieser einmalige Aufwertungsgewinn könnte für folgende Maßnahmen verwendet werden:

- 1) die Abschreibung von toxischen Anleihen bzw. von Staatsanleihen mit dem Ziel der Sanierung der Zentralbank-Bilanz bzw. der Entschuldung des Staates.
- 2) die Erhöhung der Gewinnausschüttung an Gebietskörperschaften, die diese nutzen für:
 - a) Ausgaben, die potenziell preistreibend wirken, wie z. B. im Bereich der Infrastruktur (nachfrageorientierte Wirtschaftspolitik).
 - b) den – marginalen – Abbau der Staatsverschuldung, der inflationsdämpfend wirkt.
 - c) Steuersenkungen, in der Hoffnung, dass die entlasteten Unternehmen und Haushalte ihre Investitions- und Konsumnachfrage steigern und dadurch die Preisinflation anzieht (angebotsorientierte Wirtschaftspolitik).
- 3) die Rückstellung der Buchgewinne in einen Ausgleichsposten als Vorsichtsmaßnahme für zukünftige Buchverluste wie z. B. von der EZB praktiziert, wodurch keine zusätzlichen Effekte auf die Preisinflation zu erwarten sind.
- 4) die Bereitstellung zusätzlicher Liquidität für die Geschäftsbanken. Da dieser geldpolitische Transmissionsmechanismus aber weiterhin nicht richtig funktioniert, würde das erstrebte Ziel einer anziehenden Inflation ziemlich sicher nicht erreicht werden.

„Das Markenzeichen der Schweiz heißt: Normalität.“

Paul Schibler

Ein historisches Beispiel aus nicht allzu ferner Vergangenheit für die Aufwertung der Goldreserven in der Zentralbankbilanz liefert die Schweiz. Per 10. Mai 2000 verbuchte die SNB ihre Goldreserven nicht mehr zur alten Parität von 4596 CHF:1 kg Feingold, sondern zum Marktpreis von damals 480 CHF pro Feinunze (= ca. 15 000 CHF:1kg Feingold). Die Anpassung der Bewertungsrichtlinien erhöhte den Buchwert der Goldreserven von knapp 12 Mrd. CHF auf rund 40 Mrd. CHF. Der daraus resultierende einmalige Aufwertungsgewinn wurde zum Großteil an die Kantone ausgeschüttet und häufig für – zum Teil erhebliche – Steuersenkungen genutzt.

In diesem Zusammenhang ist die Überlegung von Interesse, wie sehr Gold aufwerten würde, falls es von den Zentralbanken wieder gestärkt monetär genutzt werden würde. Zu diesem Zweck berechnen wir den so genannten Schattenpreis des Goldes.⁷⁷ Darunter verstehen wir jenen Goldpreis,

⁷⁷ In einer Studie mit dem Titel „The Backstage of Recurring Monetary Booms“ untersucht unser Freund Luis Enrique Ponce Goyochea die zyklischen Implikationen der Entwicklung des Schattenpreis-Marktpreis-Ratio von Gold aus einer speziell österreichischen Perspektive. Diese Studie ist online verfügbar unter <http://hrglobal.com.ar/>

der sich ergäbe, falls die Zentralbanken bzw. das Bankensystem eine Voll- bzw. höherprozentige Teildeckung des entsprechenden Geldmengenaggregats umsetzen würden.⁷⁸

Shadow Gold Price in USD

Deckungsgrad:	M0	M1	M2	M3
20%	2.976	2.764	10.599	15.258
40%	5.952	5.528	21.198	30.516
100%	14.879	13.820	52.996	76.291

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Kurssteigerungspotenzial von Gold in %

Deckungsgrad	M0	M1	M2	M3
20%	123%	108%	696%	1046%
40%	347%	315%	1.492%	2.192%
100%	1.017%	938%	3.880%	5.630%

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Wie realistisch ist Rickards' Vorschlag?



„The Earth revolves around the Sun, and societies revolve around Gold. Human societies are chrysocentric.“

Philip Barton

Außergewöhnliche Zeiten verlangen nach außergewöhnlichen Maßnahmen. Diese werden notwendigerweise über Nacht bzw. am Wochenende umgesetzt, um die Ausweichbewegungen der Bevölkerung möglichst gering zu halten. Sie kündigen sich zwar an, sind aber im Vorhinein schwierig zu erkennen. So werden wir vielleicht erst in vielen Jahren erfahren, ob es mit dem Besuch des US-amerikanischen Finanzministers Steven Mnuchin in Fort Knox im August des vergangenen Jahres und seinem – im Grunde selbstverständlichen – Tweet „Glad gold is safe“ etwas Größeres auf sich hat. Für Rickards war der Besuch zumindest „highly, highly unusual“. Schließlich war Mnuchin insgesamt erst der dritte Finanzminister und der erste seit 1948, der die im Eigentum des Finanzministeriums befindlichen Goldreserven der USA mit einem Kontrollgang beehrte.

Ob der unorthodoxe Vorschlag einer goldpreisorientierten Geldpolitik umgesetzt wird oder nicht, sei dahingestellt. In jedem Fall, so Rickards, würde die Lösung der Schuldenproblematik in einer höheren Inflationierung liegen, die einen grundlegenden Neustart („reboot“) oder eine Rücksetzung („reset“) des US-Dollar zur Folge hätte. Relativ zum US-Dollar würde Gold dadurch deutlich an Wert gewinnen. Die neuerliche Verhängung eines Goldverbots wie in den USA 1934 oder die Abschöpfung privater Aufwertungsgewinne durch eine Sondersteuer („windfall profit tax“) wären dann aber leider definitiv nicht auszuschließen.

⁷⁸ Weitere Informationen finden Sie in der Tabelle im Kapitel über den Schattengoldpreis im *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 88

Fazit

„Put not your trust in money, but put your money in trust.“

Oliver Wendell Homes

„Gold is simply permanent units of energy, labour, and time. Gold emanates from the canceling of those 3 but then forever represents them.“

Roy Sebag

Die vergangenen Jahre zeigen, dass das Vertrauen in die US-zentrische Geld- und Weltordnung zunehmend schwindet. Die Zentralbanken der Welt scheinen sich vermehrt auf das Motto unseres Reports zurückzubedenken und sprechen ihr Vertrauen zunehmend Gold aus. Dies äußert sich in einem Anstieg der globalen Goldreserven der Zentralbanken seit 2008. Nicht zuletzt aufgrund seiner hohen Goldreserven behält der Westen derzeit noch die Dominanz im globalen Währungssystem. Diese Dominanz wird aber zunehmend in Frage gestellt. Während die Goldreserven der Industrienationen seit 2007 weitestgehend stagnieren, haben insbesondere die Zentralbanken Chinas, Russlands, der Türkei und Indiens ihre Goldbestände seit 2007 deutlich aufgestockt. Wir erwarten, dass sich dieser Trend auch in der näheren Zukunft fortsetzen wird. Einhergehend mit der zunehmenden Verlagerung des globalen wirtschaftlichen Schwerpunkts Richtung Osten, wandert auch Gold zunehmend von West nach Ost.

Es lässt sich somit festhalten, dass gerade für die Zentralbanken der Anker Gold keineswegs an Bedeutung verloren hat, ganz im Gegenteil. Gold ist wie auch die Jahrhunderte zuvor unerlässlich für das Vertrauen in eine Währung. Die Goldbestände der Zentralbanken können in Zukunft als Pokerchips am Verhandlungstisch einer neuen Weltwährungsordnung dienen. Wer hier den einen oder anderen goldenen Trumpf ausspielen kann, ist sicherlich im Vorteil. Investoren sollten daher insbesondere die Ankündigungen und Planungen der Zentralbanken genau im Auge behalten.

„In extremis gold is always accepted.“

Alan Greenspan

Die Anteile von Gold an den Währungsreserven der Zentralbanken können für Privatanleger darüber hinaus ein geeigneter Bezugspunkt für die Gewichtung von Gold im eigenen Portfolio sein.

Interessanterweise kommen die Zentralbanken der Industrienationen mit einem Goldanteil von knapp 19% recht nahe dem 25%-Goldanteil im Permanenten Portfolio.⁷⁹

⁷⁹ Ausführliche Erläuterungen zum Permanenten Portfolio können Sie unserem Buch „Österreichische Schule für Anleger“, Abschnitt „Das Permanente Portfolio“ entnehmen.

Zum Ende dieses Kapitels haben wir noch einmal einige wichtige Kennzahlen hinsichtlich der Bedeutung der Goldreserven der Zentralbanken für den jeweiligen Währungsraum tabellarisch zusammengefasst.

	Goldreserven/Kopf	Gold in % des BIP	Gold in % von M0	Gold in % von M2	Gold in % aller Währungsreserven
China	55,75 USD	0,64%	5,98%	0,28%	2,25%
Eurozone	1.072,76 USD	3,28%	9,48%	2,65%	42,64%
Japan	251,40 USD	0,65%	3,45%	0,34%	2,41%
Kanada	0,00 USD	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Russland	537,40 USD	5,28%	54,91%	10,78%	17,09%
Schweiz	5.185,90 USD	6,58%	7,67%	4,21%	5,25%
UK	197,11 USD	0,50%	11,30%	0,39%	6,88%
USA	1.051,17 USD	1,76%	8,82%	2,45%	8,80%
Gesamt	541,42 USD	2,48%	11,96%	1,83%	13,73%

Quelle: IWF, Santiago Capital, Statista, World Gold Council, Incrementum AG

De-Dollarization – Vom US-Dollar via Yuan und Euro zu Gold?

„Die Amerikaner mögen den Euro nicht. Was hätten die bevorzugt? Einfach nichts. Kein Euro. Keine europäische Währung.“

Bernard Lietaer

Key Takeaways

- Ausgehend von China hat die Welt in den vergangenen 12 Monaten große Schritte in Richtung einer Neuordnung des Weltwährungssystems gesetzt.
- China ist aber noch weit davon entfernt, den Renminbi zu einer echten Alternative für den US-Dollar zu machen. Nur die gemeinsame Betrachtung mit dem Euro ergibt ein aussagekräftiges Gesamtbild der Situation.
- Besondere Aufmerksamkeit sollte der Behandlung des Goldes durch Europa und China gelten. Hier entsteht ein neues Währungssystem, in dem Gold eine zentrale Rolle spielt. Amerika kann mit seinen 8.133 Tonnen Goldreserven jederzeit einsteigen.
- Exklusivinterview mit Luke Gromen: „The Dollar appears to be in Zugzwang!“

Einleitung: Immer mit der Ruhe

„America is experiencing the dying years of being an empire and acting as the world's sole super power. Much of the world's countries accounting for one-quarter of global GDP no longer respect it nor wish to mimic its political structure. The group of countries centred on the BRICS/SCO and others desire a multilateral order.“

Simon Hunt

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

ZeroHedge

In unserem In Gold we Trust-Report 2017 haben wir dem Thema der De-Dollarization erstmals ein ganzes Kapitel gewidmet. Seitdem ist in diesem Bereich mehr geschehen als im vergangenen Jahr zu erwarten war. Die Etablierung eines Öl-Fixings in Renminbi darf wohl als ein Meilenstein auf dem Weg der Internationalisierung der chinesischen „Währung“ bezeichnet werden.

Gleichzeitig hat Peking erneut signalisiert, dass man keine US-Staatsanleihen mehr auftürmen will. Die Rechnung ist simpel: Je besser der Renminbi (Yuan) international etabliert und akzeptiert ist, desto weniger US-Dollar benötigt die Volksrepublik. Der Plan Chinas scheint klar zu sein. Eines Tages soll der Yuan den US-Dollar als Weltleitwährung ablösen.

Doch es gibt viele Stimmen, die dieses Vorhaben bezweifeln. Nicht zuletzt deswegen, weil eine strukturelle Verschiebung der Leistungsbilanzsalden nicht in Sicht ist. Andererseits feiern staatsnahe asiatische und russische Medien jedes gemeinsame Abkommen als wäre es der letzte Nagel im Sarg des Dollars. Da tun sich die Amerikaner leicht zu antworten: *„Stimmt doch nicht. Der Yuan wächst, ist aber noch immer unbedeutend und keine Konkurrenz für unseren King Dollar.“*

„While the dollar has been the World's Reserve currency for 40 years, that hasn't always been the case. The British pound, the Spanish Peseta, and even the Portuguese Escudo at one point in history were all as mighty in their time as the dollar is today. Throughout history, when civilizations needed to finance expansion, they were constrained by their gold reserves.“

Grant Williams

„Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession“

Was beiden Blickwinkeln fehlt ist eine dritte, neutralere Sicht der Dinge. Ausgerechnet die Europäer, die mit dem Euro den einzigen echten Gegenkandidaten zum US-Dollar aufs Spielfeld geführt haben, sind bei diesem Thema bislang sehr zurückhaltend. Wahrscheinlich deshalb, weil sie wissen, dass der Prozess der De-Dollarization noch Jahrzehnte dauern kann. Europa selbst hat mehr als vierzig Jahre gebraucht, um den Euro zu lancieren.

In diesem Kapitel wollen wir zuerst die aktuellen Entwicklungen rund um China beschreiben und den Stand der bilateralen Abkommen dokumentieren, die eine Abwendung vom US-Dollar zum Ziel haben. Dann werden wir deren Bedeutung vor dem Hintergrund des Euro-Projekts beleuchten. Zu diesem Thema haben wir auch ein ausführliches Interview mit dem von uns sehr geschätzten Analysten Luke Gromen geführt, das dieses Kapitel abschließen wird.

Der Blick auf den Euro ist auch wichtig, um die Rolle des Goldes einschätzen zu können. In unseren Augen geht es hier nicht um den Kampf US-Dollar gegen Yuan. **Es geht gar nicht um einen Kampf, sondern um den sanften und**



steten Umbau einer Währungsordnung, die sich überholt hat. Es ist die vielleicht wichtigste Story, über die niemand berichtet.

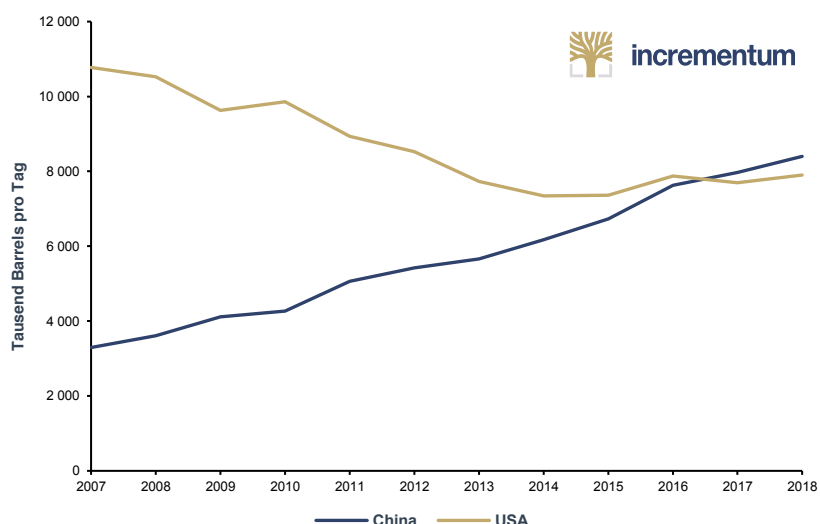
Der Aufstieg: Chinas große Schritte

„Let China sleep, for when she awakes, she will shake the world.“

Napoleon Bonaparte

Der rasante Aufstieg Chinas zu einer global bedeutenden Wirtschaftsmacht ist beeindruckend. Das Reich der Mitte importiert mittlerweile mehr Öl und mehr Gold als irgendein anderer Staat.

Ölimporte Chinas übersteigen jene der USA



Quelle: CEIC, Incrementum AG

„The Chinese in this century have been buying gold-- they virtually had nothing 12 years ago, and today, they have bought more than or as much as the annual production of gold every year. Now nobody knows how much the Chinese have, but they probably have 20,000 tons of gold.“

Egon von Greyerz

„Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession“

Angesichts dieser Entwicklung ist es nicht überraschend, dass viele Beobachter davon ausgehen, dass Peking auch auf dem Parkett der Währungspolitik eine neue Rolle spielen wird. Seit unserem letzten *In Gold we Trust*-Report ist Peking einige wichtige Schritte gegangen. **Besondere Aufmerksamkeit gebührt dem in Shanghai aufgenommenen Handel mit Öl-Futures, die in Renminbi denominiert sind:**

„China's launch on Monday of its crude futures exchange will improve the clout of the yuan in financial markets and could threaten the international primacy of the dollar, (...).

This helps cement the exchange's viability and challenges the petro-dollar system, in which oil deals are executed in dollars. This would decrease demand for the greenback and boost U.S. inflation.“⁸⁰

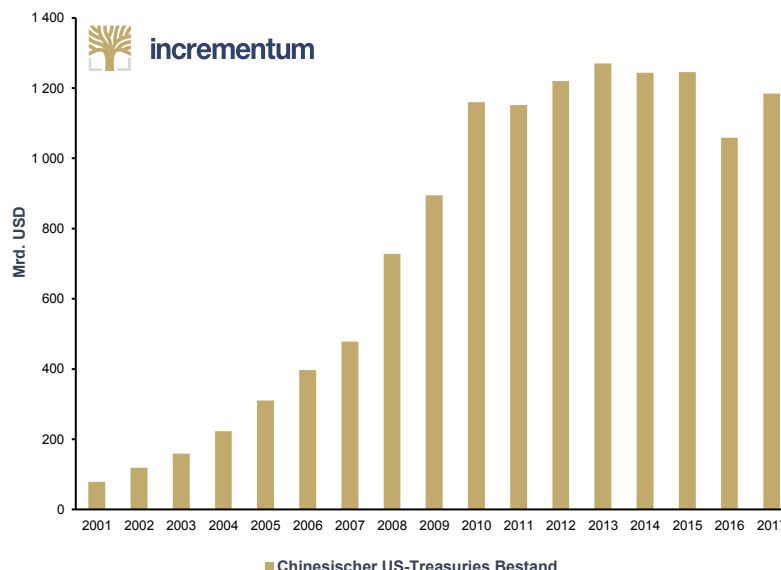
⁸⁰ „China oil futures launch may threaten primacy of U.S. dollar: UBS“, Reuters, 26. März 2018

„This is the single biggest change in capital markets, maybe of all time.“

Hayden Briscoe

China hat mehr als 20 Jahre auf diesen Moment gewartet, nachdem man 1993 mit einem ähnlichen Plan gescheitert war. Seitdem hat sich freilich viel geändert. Nicht nur ist China zur zweitgrößten Wirtschaftsmacht aufgestiegen, man ist heute mit knapp 1,2 Bill. an US-Anleihen auch der größte Gläubiger der Vereinigten Staaten.

Chinesische Holdings an US-Treasuries



„Countries that have been exporting to the US and accumulating dollars in return are increasingly getting the joke, but they aren't laughing.“

Luke Gromen

Nur wenige Wochen vor dem Start der Shanghai-Futures hat Peking – wieder einmal – durchblicken lassen, dass man die Rolle als Finanzier des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizits nur noch widerwillig spielt. Uns ist nicht entgangen, dass China derartige Neuigkeiten inzwischen gezielt bei westlichen Nachrichtenagenturen platziert, um so den maximalen Effekt zu erzielen:

„Officials reviewing China's foreign-exchange holdings have recommended slowing or halting purchases of U.S. Treasuries, according to people familiar with the matter.“⁸¹

„We are addicted to our reserve privilege, which is in fact not a privilege but a curse.“

James Grant

Auch ist auffällig, dass westliche Medien inzwischen die Bedeutung von derartigen Ankündigungen unterstreichen. Aber gleichzeitig verwundert es doch, dass Währungen und Staatsschulden immer noch isoliert betrachtet werden. Nicht einmal wenn US-Präsident Donald Trump neue Strafzölle gegen China erlässt, wird eine Verbindung zum globalen Duell zwischen US-Dollar und Renminbi gezogen. **Es stellt sich die Frage, warum nicht?**

Lassen Sie uns dieses Schweigen in einem Satz zusammenfassen:

China will nicht noch mehr US-Dollar anhäufen, weil Peking in Zukunft immer weniger US-Dollar für Importe von Öl und anderen Rohstoffen benötigen wird. Warum? Weil man sich konsequent und akribisch einen eigenen Markt rund um den Yuan bastelt. China will zum zweiten Player aufsteigen, der Öl (und anderer Rohstoffe) gegen Bezahlung in seiner eigenen

⁸¹ „China Weighs Slowing or Halting Purchases of U.S. Treasuries“, Bloomberg, 10. Jänner 2018

Landeswährung importieren kann. Es ist sicherlich kein Zufall, dass nur wenige Tage nach dem Start der Öl-Futures ausgerechnet Reuters eine „exklusive“ Story über Chinas Pläne publizierte, in der es hiess:

„Being the biggest buyer of oil, it's only natural for China to push for the usage of yuan for payment settlement. This will also improve the yuan liquidity in the global market,' said one of the people briefed on the matter by Chinese authorities.“ (...)

The plans coincide with this week's launch of the first Chinese crude oil futures in Shanghai, which many expect to become a third global price benchmark alongside Brent and West Texas Intermediate crude.

Russia and Angola are two of the top suppliers of crude oil to China, along with Saudi Arabia.“⁸²

„The west must accept its relative decline or engage in a grossly immoral and probably ruinous struggle to prevent it. That is the most important truth of our era. For this reason, above all, westerners need to consider how those in the rising powers view the world.“

Martin Wolf

„Americas aggression around the world is rooted in its aspiration to preserve US hegemony when they have already yielded economic leadership to China.“

**Sergey Glazyev,
Berater des Kremls**

Dieser Reuters-Bericht ist aus mehreren Gründen bemerkenswert. Nicht nur, weil die dominante Rolle des US-Dollar offen angesprochen wird, sondern auch gerade deswegen, weil zumindest impliziert wird, dass der langjährige US-Verbündete Saudi-Arabien das Zünglein an der Öl-Waage ist. Riad hat bisher keine Anstalten gemacht, sein Öl auch in Yuan zu verkaufen. Aber der Druck steigt, denn Russland und andere große Exporteure freuen sich über die zusätzlichen Marktanteile, die man den Saudis am chinesischen Markt abnehmen kann. **Es erscheint sogar möglich, dass China Saudi-Arabien am Ende dazu zwingen wird, Yuan anzunehmen.**⁸³

Auffällig ist der Bericht aber auch deshalb, weil der Öl-Handel in Yuan nicht ganz neu ist. Keineswegs handelt es sich um Chinas „erste Schritte“, den Yuan als Ölwährung zu nutzen, wie Reuters in der Schlagzeile behauptet. Die Rolle des Iran bleibt überhaupt unerwähnt. Dabei wurde von Teheran bereits 2016 offiziell bestätigt, dass der Iran sein Öl an China gegen Yuan verkauft – und an andere Länder gegen Euro.⁸⁴ Überhaupt ist der Iran neben China und Russland einer der wichtigsten Treiber der De-Dollarization. So handelt Teheran mit der Türkei und mit dem wichtigen US-Verbündeten Südkorea in Euro bzw. in den eigenen Landeswährungen.

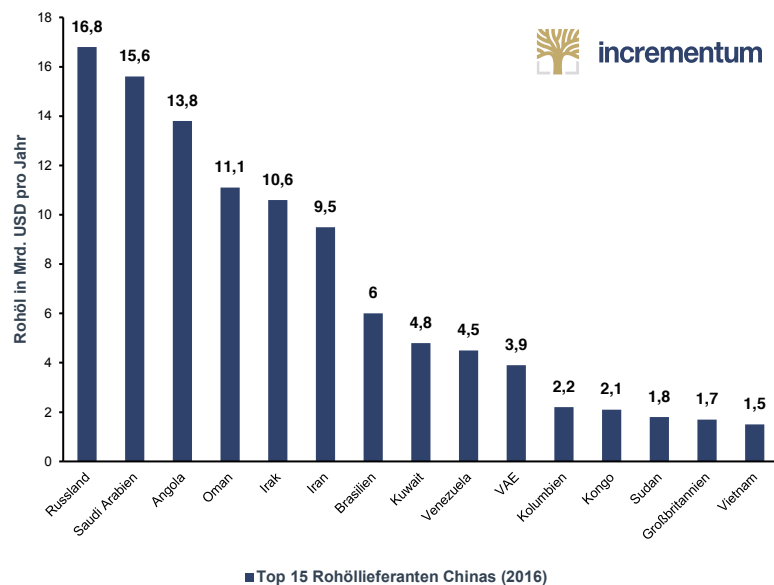
⁸² Vgl. „China taking first steps to pay for oil in yuan this year –sources“, Reuters, 29. März 2018

⁸³ Vgl. „China will 'compel' Saudi Arabia to trade oil in Yuan — and that's going to affect the US dollar“, CNBC, 11. Oktober 2017

⁸⁴ Vgl. „Iran: 'Der Euro ist unsere wichtigste Handelswährung'“, Die Presse, 28. September 2016



Rohöllieferanten Chinas



Quelle: WTEEx, Incrementum AG

„The difference between owning a paper contract or claim on gold versus holding the metal itself, while seemingly trivial, is a hugely significant one. The idea of owning a paper claim on physical gold, however, is viewed very differently in the West than it is in East.“

Grant Williams

„Gold: The Story of Man’s 6000 Year Obsession“

In jedem Fall wird 2018 als jenes Jahr in die Geschichtsbücher eingehen, das die offizielle Geburt des Petroyuan gebracht hat. Der Prozess der Etablierung der chinesischen Währung als Petrowährung (und in der Folge als Reservewährung) ist aber kein Schnellschuss und könnte noch Jahrzehnte benötigen. Es wäre auch verkürzt, ihn einfach nur als „Angriff auf den US-Dollar“ zu bezeichnen. Es ist in unseren Augen keinesfalls gesichert, dass China mit diesen Schritten die globale Währungsordnung gleichsam über Nacht auf den Kopf stellen will. Vielmehr sichert man sich Stück für Stück gezielt Vorteile durch die stärkere Verbreitung des Yuan. Dann wartet man ab und beobachtet, bevor der nächste Schritt gesetzt wird.

"SIMPLY BRILLIANT"

- STEVEN S.

"OUTSTANDING"

- ZACH H.

"LEGENDARY"

- PIETER B.

"AMAZING"

- T. SHORT

"VERY SPECIAL"

- ANDREW F.

"ABSOLUTELY GREAT"

- PIRIIT T.

"FANTASTIC SERIES"

- EDWARD C.

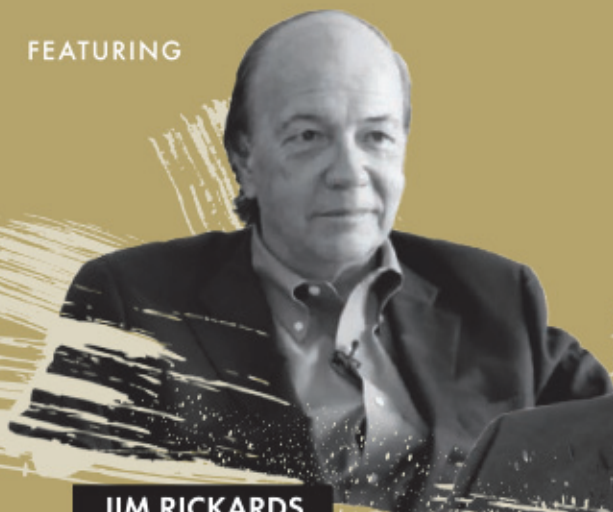
REAL VISION PRESENTS

GOLD

THE STORY OF MAN'S 6000-YEAR OBSESSION

A GROUND BREAKING 2-PART DOCUMENTARY THAT HAS INVESTORS RAVING

FEATURING



JIM RICKARDS



RICK RULE



RONALD-PETER STOEFERLE

INCLUDING GRANT WILLIAMS • LUKE GROMEN • BRENT COOK • DANIEL J OLIVER
DAVID FERGUSON • ROSS BEATY • ROSS NORMAN • AND SIMON MIKHAILOVICH

VISIT

WWW.REALVISION.COM/IGWT
TO BUY IT NOW FOR ONLY \$9.99

REAL **V** ISION

Die Zwickmühle: Wie viel Freiheit darf es sein?

„OPEC was made redundant once oil began being priced in both CNY & USD, because the position of the lowest cost producer shifts from the nation with the lowest USD production costs to the nation with the cheapest currency vs. gold.“

Luke Gromen

Die Internationalisierung des Yuan kann man auch als das Spiegelbild der De-Dollarization der Welt betrachten. Auch wenn es auf den ersten Blick so aussieht, als könne China nur gewinnen und die USA nur verlieren, so einfach ist das nicht. China hat sich selbst in eine schwierige Lage manövriert. Das fängt schon mit der grafischen Gestaltung des Renminbis an. Jeder einzelne Schein wird durch das Antlitz des „Großen Vorsitzenden“ Mao geziert, der nicht gerade für seinen ökonomischen Sachverstand bekannt ist.

Freilich, in Peking hat man seit Maos Zeiten viel gelernt. Auf Wikipedia hat man der „Internationalisierung des Renminbis“ längst eine eigene Seite gewidmet.⁸⁵ Bereits 2011 berichtete das deutsche Nachrichtenmagazin „Der Spiegel“ vom Fahrplan, dessen Ausführung wir jetzt beobachten können:

„China's long-term goal is to become a country with an anchor currency. If that happens, other countries will have to maintain reserves of the yuan instead of the current reserve currencies, the dollar and the euro. China could then use its own currency to conduct transactions, gaining more favorable terms as a result, in its global shopping spree, such as in the commodities markets.“

Years ago, Hu and the Politburo attended secret lectures in which Chinese professors explained the history of the rise and fall of major powers. During these sessions, the Chinese leaders realized that no modern country has ever become a superpower without a reserve currency.“⁸⁶

„I believe that yuan pricing of oil is coming and as soon as the Saudis move to accept it — as the Chinese will compel them to do — then the rest of the oil market will move along with them.“

Carl Weinberg

Die Herausforderung ist bis heute dieselbe geblieben und Chinas Führung kennt die Fragestellung aus vielen anderen Bereichen: Wie viel Freiheit kann und will man erlauben, um die internationale Akzeptanz des Renminbis voranzutreiben? Dabei geht es nicht nur um die Kontrolle des Wechselkurses. Langfristig muss China mit einer Aufwertung des Yuan rechnen, wenn sich dessen internationale Bedeutung verstärken soll. Die Kontrolle des Wechselkurses durch Peking ist seit langem ein Kritikpunkt des Westens, vor allem der Vereinigten Staaten.

Der chinesische Staat hat bekanntlich enormen Einfluss auf die Wirtschaft. Diese wird nicht nur durch die offiziellen Zielvorgaben der Regierung gesteuert, sondern auch durch den direkten Einfluss, den der Staat auf die Banken hat. So kann das Politbüro Investitionen dorthin lenken, wo die Führung sie haben

⁸⁵ Vgl. „[Internationalization of the renminbi](#)“, Wikipedia

⁸⁶ „[Exchange Rates and Reserve Currencies China Plans Path to Economic Hegemony](#)“, Der Spiegel, 26. Jänner 2011

„The available evidence suggests that some policy makers are very interested in the potential of the offshore renminbi market to aid in the process of dismantling capital controls and reforming the domestic financial system... Positioning of the renminbi as a major global reserve currency does not appear to be on the list of important goals.“

Arthur Kroeber

will. Brookings, immerhin jene Institution bei der die letzten beiden FED-Vorsitzenden angeheuert haben, hat die Lage schon 2013 ausführlich analysiert und ist zum Schluss gekommen, dass Chinas Ziele viel differenzierter sind, als es auf den ersten Blick scheint:

„Ultimately, the degree and depth of a currency’s internationalization depends on the openness, sophistication and depth of the host country’s financial markets. If these markets are very deep, very open and very flexible, international investors will willingly participate in them on a large scale, and hold the necessary currency balances to do so. Yet the creation of such financial markets is extraordinarily difficult, and carries with it many risks. At the simplest level, banks could be disintermediated and lose their predominant position in funding investment. This would mean the erosion of the government’s ability to influence the allocation of capital to projects it deems developmentally important.“⁸⁷

Hier wird offensichtlich, warum es sich bei Chinas Plan um einen Marathon handelt. Auch nach vielen Jahren ist China noch sehr weit davon entfernt, die notwendigen Voraussetzungen dafür mitzubringen, eine globale Reserve- oder gar Leitwährung zu besitzen. Auch wenn die Bedeutung des US-Dollar bis heute sehr stark in seiner Rolle als Petrowährung gründet, so ist das keineswegs der einzige Grund für die Dominanz der US-Währung.

Übersicht: Netto-Ölexporteure und deren Verträge mit China

Netto-Exporte		
Land	(000's b/d)	CNY Ölversorgung/Preisgestaltung
Saudi Arabien	7.016	In Richtung Preiskalkulation in CNY
Russland	5.223	Preisgestaltung von Öl in CNY
Irak	3.750	Bau einer Raffinerie mit chinesischen Firmen, Planung von 3 weiteren; Gewinnbeteiligung / Marketing-Deal
Kanada	2.897	Unterzeichnung der Vereinbarung zur Ausweitung der CNY-Handelsnutzung
Iran	2.150	Preisgestaltung von Öl in CNY
VAE	2.065	Direkter CNY / UAE Dirham Handel; Dubai Gold Exchange startete CNY Gold
Kuwait	2.025	China ist einer der größten Bohrunternehmen in Kuwait mit einem Marktanteil von 45%
Angola	1.650	CNY als Zweitwährung
Nigeria	1.598	Nigeria und China unterzeichneten 2,4 Mrd. USD Währungsswap zur Belebung des Handels
USA	1.534	
Mexiko	1.494	
Kasachstan	1.424	Massives Kashagan-Ölfeld; teilweise in chinesischem Besitz; Beginn der Verfrachtung 2016
Norwegen	1.272	
Brasilien	1.124	
UK	698	
Gesamt	35.920	

Quelle: EIA, FFTT, Incrementum AG

Der Yuan ist auch nicht die „neue Reservewährung der Welt“, wie mancherorts behauptet wird. Als internationale Transaktionswährung liegt der Renminbi gerade einmal auf Platz sechs, wie Daten von Swift belegen. Mit einem Anteil von

⁸⁷ „China’s Global Currency: Lever for Financial Reform“, Arthur Kroeber, Brookings-Tsinghua Center for Public Policy, Monograph Series Number 3, Februar 2013

1,7% muss man sich nicht nur dem US-Dollar (42%) und dem Euro (31%) geschlagen geben, sondern liegt auch hinter dem Pfund, dem Yen und dem Kanadischen Dollar.⁸⁸

Tatsächlich wäre es für China aktuell gar nicht möglich, den Großteil seiner Öl-Käufe in Yuan abzuwickeln. Dafür sind die Yuan-Märkte schlicht und einfach nicht liquide genug.⁸⁹ Auf den internationalen Währungsmärkten, wo täglich bis zu fünf Bill. US-Dollar umgesetzt werden, ist die Ungleichheit noch drastischer. Laut BIZ ist bei rund 90% aller Transaktionen der US-Dollar eine der beteiligten Währungen. Lediglich für 4% der Transaktionen werden Yuan verwendet.⁹⁰

Im Ranking der Reservewährungen sieht die Lage für China nicht besser aus. Fast 63% der Währungsreserven werden in US-Dollar gehalten, 20% in Euro, knapp 5% in Yen, 4,5% in Pfund und 2% in Kanadischen Dollar. Sogar der Australische Dollar liegt mit 1,7% noch vor dem Renminbi mit 1,2%. Freilich wird dieser Anteil mit der Bedeutung des Renminbis als Petrowährung zunehmen. **Aber andere Staaten werden sich wohl noch einige Zeit hüten, allzu große Reserven in einer Währung zu halten, die nicht frei konvertierbar ist.**

Das Comeback des Euros?

„In our experience, no opinion clears out a room quicker than questioning the pedigree of the U.S. dollar. We find Western investors remarkably closed-minded about the dollar’s reserve-currency status.“

Trey Reik,
Sprott Asset Management

„Die Amerikaner mögen den Euro nicht. Was hätten die bevorzugt? Einfach nichts. Kein Euro. Keine europäische Währung. Haben Sie schon mal jemanden getroffen, der ein Monopol hatte und dieses freiwillig abgeben will? Ich nicht.“

Bernard Lietaer

Wer auf einigen europäischen Flughäfen wie z. B. in Wien nach der Ankunft in Richtung Gepäckausgabe geht, wird von großen Werbetafeln mit dem Slogan „The World Currency“ begrüßt. Gemeint ist damit

natürlich der Renminbi. Wie wir in den vorangegangenen Kapiteln gesehen haben, ist dieses Werbestatement bisher nicht mehr als eine Behauptung. Denn China hat von Europa noch viel zu lernen, wenn es um Währungspolitik geht. Immerhin hatten sich die Europäer schon mit Washington angelegt, als Shanghai noch keinen einzigen Wolkenkratzer hatte. Der belgische Ökonom Bernard Lietaer, der als Mitarbeiter der belgischen Zentralbank die Währungseinheit ECU



⁸⁸ Vgl. „RMB Tracker“, [Swift](#)

⁸⁹ Ende 2017 lag der tägliche Ölverbrauch bei 97,8 Mio. Barrels pro Tag oder 36,5 Mrd. Barrel pro Jahr. Das Volumen des globalen Ölhandels belief sich im Vorjahr auf 2,5 Bill. USD, dies entspricht ca. der jährlichen Wirtschaftsleistung des Vereinigten Königreichs.

⁹⁰ Vgl. [„Turnover of OTC foreign exchange instruments, by currency“](#), Bank for International Settlements

mitentwickelt hat, beschreibt diese währungsgeschichtliche Episode in einem Interview so:

„Losgegangen ist es mit einem Meeting von Frankreichs Präsidenten Valéry Giscard d'Estaing und dem deutschen Kanzler Helmut Schmidt 1978 in Bremen. Damals gab es eine Phase großer Liebe zwischen Deutschland und Frankreich. Und ich hatte gerade meinen Job bei der Belgischen Zentralbank angetreten.

„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

D'Estaing ist dann zur Banque de France und hat gesagt: 'Wir müssen etwas spezifisch Europäisches machen.' Schmidt sagte zur Bundesbank: 'Macht etwas, was den Amerikanern nicht gegen den Strich geht'. Diese zwei Ansätze sind freilich nicht miteinander vereinbar.

Der Euro hat das Monopol des Dollars gebrochen, der nicht mehr die einzige Reservewährung auf der Welt ist. Als ich den damaligen Fed-Chef Paul Volcker getroffen habe, hat er sich nicht mal vorgestellt, sondern nur gefragt: 'Was zum Teufel habt ihr mit dem ECU-Ding vor? Ist der Dollar nicht mehr gut genug?'⁹¹

Eine ausführliche Historie des Euro würde hier den Rahmen sprengen. Aber wie die zuvor zitierten Zahlen zeigen, konnte sich der Euro binnen zwei Jahrzehnten als zweitwichtigste Währung der Welt etablieren. Und zwar ohne ein eigenes Gold- oder Öl-Fixing einzuführen.

Freilich hat Europa mit seinen eigenen Problemen zu kämpfen. Die einzigartige Konstruktion des Euro als Währung für 19 verschiedene souveräne Staaten bringt andere Herausforderungen mit sich, wie die Krise rund um Griechenland gezeigt hat. Dennoch würden wir frei nach Mark Twain sagen, dass die Gerüchte um den Tod des Euro bislang stark übertrieben waren.

Tatsächlich ging die Angst vor einem Auseinanderbrechen der Eurozone zuletzt wieder merklich zurück. Der sentix Euro Break-up Index markierte im März einen neuen Tiefststand. Nur noch 6,9% der Befragten erwarten ein Auseinanderbrechen der Eurozone binnen 12 Monaten. 2012 waren die Ängste vor einem Ende des Euros an ihrem Höhepunkt angelangt. Im Juli 2012 erreichte der Index einen Wert von 73%. Im selben Monat sollte EZB-Chef Mario Draghi seine berühmte „whatever it takes“-Rede halten.⁹²

In Europa hat man in der Krise einiges unternommen, um die Eurozone zu stärken. Die Errichtung einer Bankenunion unter der zentralen Aufsicht der EZB war ein Schritt in diese Richtung. Aber der nächste ist für die Bedeutung des Euro vielleicht noch wichtiger. In der EU soll eine Kapitalmarktunion entstehen.

⁹¹ „Die Amerikaner mögen den Euro nicht“, Die Presse, 21. Mai 2017

⁹² Vgl. „Euro Breakup Fears Slide to Record Low“, Bloomberg, 31. Jänner 2018

„If the Trump administration not only abandoned the strong dollar policy but were intent on pushing the dollar down aggressively to secure trade advantages, that would diminish the currency's luster as a reserve asset.”

Barry Eichengreen

Weil Europa ganz anders organisiert ist als China, nämlich eher dezentral, ist die verstärkte Nutzung des Kapitalmarkts bei der Unternehmensfinanzierung nach Vorbild der USA kein politischer Stolperstein, sondern ausdrücklich erwünscht. Anders gesagt: Europa würde die Abhängigkeit der Wirtschaft von den Banken gerne reduzieren. Das würde die Tiefe und Flexibilität des Finanzmarktes erhöhen und könnte die Rolle des Euro als Reservewährung stärken.

Überhaupt ist auffällig, dass im Zuge der gerade erfolgten Attacken der Chinesen auf den US-Dollar nicht etwa der Renminbi als internationale Währung profitieren konnte, sondern der Euro. Wie schon im Falle des Yuan sind es auch dieses Mal die US-Nachrichtenagenturen, die darüber exklusiv berichten. Bloomberg berichtete von einem zu erwartenden Anstieg des Euro-Anteils an den weltweiten Währungsreserven von 20% auf 25 %.⁹³ Der erwähnte Artikel unterstreicht, dass nicht nur der Staat, sondern auch die Unternehmen von günstigen Finanzierungsbedingungen unter der Regentschaft von „King Dollar“ profitieren konnten. Und dass die Politik der Trump-Regierung dem Dollar schaden könnte:

*„Contrast Trump's rhetoric with Europe's recent moves to forge closer trade ties with Japan, China and much of Latin America, including Mexico and Brazil. The EU's total trade with China has jumped almost 75 percent in the past decade to \$590 billion in 2016, IMF figures compiled by Bloomberg show. **On that basis, the EU is on the cusp of eclipsing the U.S. as China's biggest trade partner.**“⁹⁴*

Es hat schon seinen Grund, warum so viele Chinesen auf europäischen Flughäfen landen.

Der Brückenschlag: China, Europa und das Gold

„The smartest warrior is the one who never has to fight.“

Sun Tzu

In Europa hat man manchmal den Eindruck, dem deutschen (oder französischen) Geheimdienst sei der Coup des Jahrhunderts gelungen: Einen der eigenen Agenten ins Weiße Haus zu schleusen. Ins Oval Office. Denn während die amerikanische Öffentlichkeit sich den Kopf über Russland und Putin zerbricht, profitieren die Europäer. Cui Hongjian, der Direktor des „European Department“ des „China Institute of International Studies“ hält fest:

⁹³ Vgl. *„As Trade War Heats Up, Biggest Currency Whales Make Their Move“*, Bloomberg, 26. März 2018

⁹⁴ Vgl. *„As Trade War Heats Up, Biggest Currency Whales Make Their Move“*, Bloomberg, 26. März 2018 [eigene Übersetzung]

„The election of Donald Trump has improved the dynamics in Chinese-European relations. Europe and China share a confident view of globalization and international cooperation“⁹⁵

„No centimetre of this wonderful country will be cut off from China.“

Xi Jinping

In Europa hat es Chinas gewaltiges „One Belt and One Road“-Projekt, auch „Die neue Seidenstraße“ genannt, inzwischen in die lokalen Blätter geschafft. Kommunale Regierungen debattieren, wie sie am ehesten von dem Projekt profitieren können. Kurz gesagt: China und Europa rücken näher zusammen; zumindest im Handel und in der Diplomatie.

Stolpersteine bleiben freilich genügend. So hat Deutschland kein gesteigertes Interesse daran, dass „Made in China“ tatsächlich zu einer ernsthaften Konkurrenz auf dem Weltmarkt wird. Die Leidenschaft der Chinesen, westliche Technologie zu kopieren sowie die Idee, europäische Unternehmen in großem Stil zu kaufen, haben Europa alarmiert.

„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.“

**Sergey Shvetsov,
 Bank Rossii
 (Zentralbank der Russischen
 Föderation)**

Die EU hat bereits bewiesen, dass das ökonomische Jahrhundertprojekt nur funktionieren kann, wenn China Europa als Partner auf Augenhöhe betrachtet und beide Seiten „Ownership“ an der „Seidenstraße“ haben. Aus europäischer Sicht bedeutet dies, dass sozial- und umweltpolitische Faktoren genauso zu berücksichtigen sind wie die Transparenz. China soll sich sogar überrascht gezeigt haben, dass sich die EU in dieser Sache einig ist. Scheinbar hat man darauf gehofft, dass man im ökonomisch schwächeren Osteuropa rascher einen Fuß in die Tür setzen könnte. **Solche Stolpersteine werden das ökonomische Zusammenwachsen des Eurasischen Kontinents kaum aufhalten können.** Auch mit Russland verstärkt China die Kooperation längst nicht nur im Energiebereich sondern auch beim Goldhandel – ebenfalls mit dem Ziel, den Dollar zu umgehen.⁹⁶

Was uns wieder zu den Währungen bringt. Europäische Zentralbanken haben in den vergangenen Monaten offen signalisiert, dass man den Renminbi inzwischen als Reservewährung betrachtet. Sowohl die Bundesbank, als auch die Banque de France und die EZB haben kleine Beträge von US-Dollar in Yuan umgeschichtet, um der wachsenden Bedeutung des Handels zwischen China und Europa gerecht zu werden.

China für seinen Teil hat den Euro schon immer unterstützt. Das war bereits 2002 so, als die europäische Gemeinschaftswährung noch ein Baby war.⁹⁷ Und es war zehn Jahre später so, als die Krise den Euro zu sprengen drohte. **Diese Unterstützungsmeldungen sind freilich zu einer Zeit gekommen, in der China auch den US-Dollar durch Anleihenkäufe aktiv gestützt hat.**

Tatsächlich hat China jene Rolle übernommen, die zuvor Europa gespielt hat, nämlich die des Gläubigers und des Retters in der Not. Jetzt, da Peking klargestellt hat, dass man keine weiteren US-Staatsanleihen anhäufen will, hat die US-

⁹⁵ „International Trumpquake: Tentative Stirrings of a Beijing-Berlin Axis“, Der Spiegel, 20. April 2017

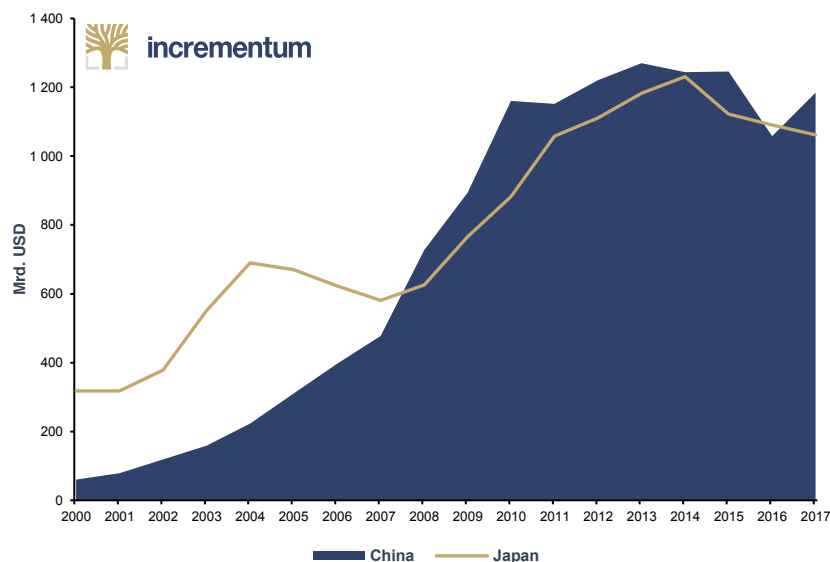
⁹⁶ Vgl. „Moscow and Beijing join forces to bypass US Dollar in global markets, shift to Gold trade“, Zero Hedge, 2. April 2017

⁹⁷ Vgl. „China backs the euro at dollar's expense“, The Telegraph, 7. Jänner 2002



Regierung sich wieder vermehrt an den privaten Sektor gewandt, um sich finanzieren zu können.

US-Treasuries-Bestand von China und Japan



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

„Gold reserve has been a key part of countries' diversified international reserves and many central banks have gold as part of their international reserves. So does China. As a special asset with properties of financial assets and commodities, gold, together with other assets, is conducive to adjusting and optimizing the overall risk and return characteristics of the portfolios of international reserves.“

SAFE – State Administration of Foreign Exchange

Der von uns sehr geschätzte Analyst und Newsletter-Autor Luke Gromen („Forest For The Trees“) hat sich mit dieser Entwicklung in seiner Arbeit intensiv auseinandergesetzt. Ein weiterer wichtiger Faktor seiner Analysen ist Gold. Gromen gehört zu einer sehr, sehr kleinen Schar an Analysten, die sich auch mit der speziellen Behandlung der Goldreserven durch die EZB auseinandergesetzt haben.⁹⁸

Wir sind mit Luke einer Meinung, dass Gold in der Neuausrichtung des Geldsystems – und nichts anders ist der Prozess der De-Dollarization – eine entscheidende Rolle spielt. Nicht nur, dass Europa mit mehr als 10.000 Tonnen die größten Goldreserven überhaupt hat. Die EZB bewertet sie in ihrer Bilanz auch viermal pro Jahr nach dem Marktwert.

China hat sich in dieser Hinsicht offenbar Europa zum Vorbild genommen. Dass Peking seine Goldreserven immer weiter ausbaut und bereits vermutlich deutlich höhere Bestände akkumuliert hat als offiziell verlautbart, ist ja bekannt. Warum die Chinesen das tun, wird aber erst klar, wenn man die Bedeutung von Gold im Eurosystem versteht. Der von uns ebenfalls sehr geschätzte Frank Knopers von marketupdate.nl hat die Situation so zusammengefasst:

„The ECB was the first central bank to value its gold reserves at market value, instead of a fixed value or weight denomination. Several countries have adopted this gold policy of marking gold reserves to market value. In 2006, Russia adopted a new strategy of buying gold and putting it on the balance sheet at the market value. This year China apparently adopted a similar

⁹⁸ Wir haben zu diesem und weiteren Themen ein ausführliches Interview mit Luke Gromen geführt, das dieses Kapitel abschließen wird.

policy regarding gold. By valuing gold reserves at market value, these central banks join the gradual shift from the current (dollar based) international monetary system to a new (gold based) monetary system.

Europe, Russia and China have aligned their gold policy. Each of these countries recognizes gold as an important element of global reserves, valuing the metal at the free market price.“⁹⁹

Fazit

„The successful remonetisation of gold by a major power such as Russia would draw attention to the fault-lines between fiat currencies issued by governments unable or unwilling to do the same and those that can follow in due course. It would be a schism in the world's dollar-based monetary order.“

Alasdair MacLeod

„We are ready to work together with our partners to overcome the excessive domination of the limited number of reserve currencies.“

Vladimir Putin

Wie am Anfang beschrieben, kann man den Prozess der De-Dollarization nicht eindimensional auf China beschränken, auch wenn die Schritte Pekings vor dem Hintergrund des aktuellen Handelsstreits den größten Teil der Aufmerksamkeit bekommen. Vielmehr haben wir es mit einem Prozess zu tun, der seit mindestens 40 Jahren läuft, spätestens seit der einseitigen und „temporären“ Aufkündigung des Bretton-Woods-Regimes durch die USA im August 1971.

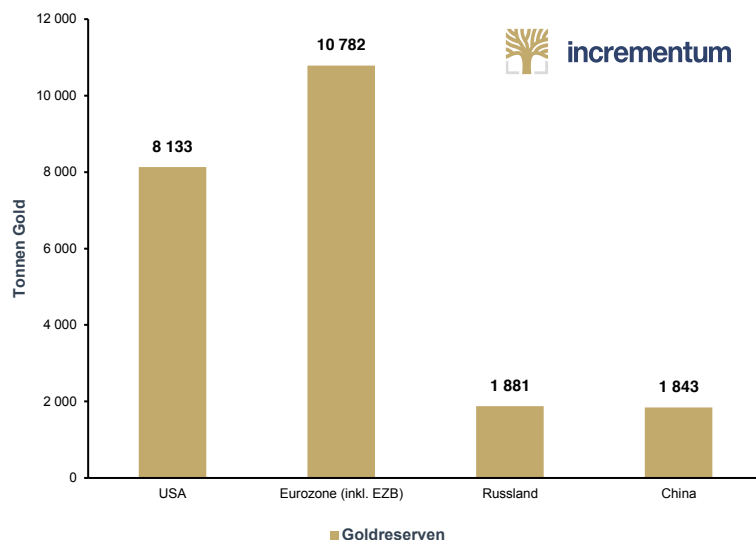
Nur vor dem Hintergrund der Euro-Einführung und ihrer Bedeutung für die internationalen Währungsmärkte lassen sich die aktuellen Schritte Chinas ins rechte Licht rücken. **Es geht nicht um einen Währungskrieg, sondern um den behutsamen Umbau eines veralteten Geldsystems in ein neues, das aus der Sicht aller großen Machtblöcke ausbalancierter ist. Ein System, das als ökonomische Grundlage einer multipolaren Weltordnung dienen wird.**

Das inkludiert auch die Vereinigten Staaten, deren Vertreter sich trotz aller kurzfristigen Nachteile über die langfristigen Vorteile des von der EU und China vorgeschlagenen Modells durchaus im Klaren sein dürften. Immerhin hat man sich bei der Abkehr vom Gold-Devisenstandard 1971 eine Hintertür offengelassen:

8.133 Tonnen Gold, die man als Startkapital in ein neues System einbringen kann.

⁹⁹ „Analysis: China marks gold reserve at market value“, Marketupdate.nl, 24.August 2015

Goldreserven: USA, Eurozone, Russland, China



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

„If it's not money, what does the US have 8-thousand tons? Why does the IMF have 3,000 tons? Why has Russia tripled its gold reserves in the last 10 years?“

Jim Rickards

„Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession“

Im vergangenen Jahr sind in China, Europa und den USA einige entscheidende Weichen für die Zukunft gestellt worden. Wir haben versucht, in diesem Kapitel die wichtigsten zu dokumentieren, um Ihnen, geschätzter Leser, einen Überblick über diesen hochkomplexen Prozess zu geben, der, ob wir wollen oder nicht, unser aller Leben auf verschiedenen Ebenen berührt. Das folgende Interview mit dem Experten Luke Gromen soll diesen Überblick ergänzen.



Truly Secure Your Wealth™

**UNTOUCHABLE BY
BAD GOVERNMENTS**

**AND COLLAPSING
FINANCIAL SYSTEMS**

Insured • Tested • Segregated • Private Property



Silver, gold, nickel & cobalt stored in Singapore



20 Jalan Afifi, Certis Cisco Centre II, #03-02A, Singapore 409179

+65 6100 3040 | sales@silverbullion.com.sg | www.silverbullion.com.sg

Exklusivinterview mit Luke Gromen: „The Dollar appears to be in Zugzwang!“¹⁰⁰



Luke Gromen ist der Gründer von FFTT („Forest for the Trees“), einer Makroresearch-Firma für institutionelle Investoren und sophistizierte Privatinvestoren.

Luke, in your work you are painting a pretty unique picture of a currency world in transition. Do people notice these changes?¹⁰¹

In the last few months I've been at conferences in Vail, Puerto Rico, Barbados, New York, Boston, Los Angeles, San Diego – and **it seems as if Monetary professionals are beginning to talk about the US fiscal problems and they have started to recognize that the Yuan-Oil contract launch has gone better-than-expected thus far.** In my experience, The US fiscal situation and what China is doing with this contract is being followed much more closely by senior level US investment professionals than you might otherwise gather by watching Twitter or listening to CNBC.

Are people alarmed? Is it an uneasy feeling? What do you see?

The thing that seems to have people most uneasy right now is Libor rising, particularly relative to European banks. That's where they seem to be the most uneasy. The way the Libor-OIS spread is rising is signalling a problem somewhere.

What is your explanation for the rise in Libor?

I think it's twofold: As with a lot of things on Wall Street there is a very good mechanical explanation. US tax reform is effectively forcing offshore US-Dollars back to the US and as that happens offshore Dollar-Markets are being squeezed and that makes Libor rise as supplies dwindle. That makes sense. Also, the FED is raising interest rates. However, that doesn't account for the broader context of what has been happening since the third Quarter of 2014 when global Central Banks stopped funding the US government on net. Global FX reserves peaked and started to decline in Q3 2014 and Libor bottomed and began rising. This entire time, Wall Street has been focused on the mechanical reasons for LIBOR rising. First it was capital regulations that forced banks to buy more treasuries, crowding out the private sector. Then we had money market fund reform which forced the US money market funds to buy more Treasuries and again shift funds away from the global private sector. All of these things are true on a mechanical level but there has been little to no contextual recognition on Wall Street that all of these regulations are being put in place because the US has been forced to fund US deficits more in the global private market after the public sector effectively cut off US deficit funding on net back in Q3 2014.

¹⁰⁰ Nach langer reiflicher Überlegung haben wir uns dazu entschieden, das Interview nicht zu übersetzen. Die Abwägung ist eine schwierige. Doch weil selbst bei der besten Übersetzung inhaltliche Feinheiten verloren zu gehen drohen, haben wir uns für die Publikation des Originals entschieden.

¹⁰¹ Das Interview wurde am 28. März 2018 geführt.

So what is the big picture here? What is happening and where are we going?

In 2008 the dollar-based system effectively blew up. Almost immediately, in 2009, China began angling for a new reserve asset, a neutral reserve asset, SDR-based. And they weren't the only ones. The cry for a new system, saying that the Dollar is the main problem, that statement has been coming from China, Russia, G20, IMF, World Bank....

It's like everybody knows it but nobody really talks about it. It's not like the Dollar was always a problem, right? The system did work at some point. If you go back to Bretton Woods there were two options discussed. There was the American option, where the Dollar is the center of the financial system and is linked to gold while everything else is linked to Dollars. And then there was Keynes' option, which was something called the Bancor: Basically, a neutral settlement asset that would float in price relative to each currency. This system would have been much more sustainable because imbalances would not have been allowed to build up over time. That was probably the better option from a purely-economic standpoint, but America had the biggest military and most of the Gold and most of the oil and most of the factories, so we basically threw our weight around and got the political outcome we got.

Does the SDR resemble the Bancor system that Keynes proposed?

It could if constructed properly.

Do you think the Americans might go back to a Bancor style SDR now or is that a ship that has sailed?

I was recently introduced to a German chess term by a friend of mine, Simon Mikhailovich: Zugzwang. It means that you have to move but every move you can possibly make is worse than your current position. And the Dollar is really in Zugzwang. Any solution that reduces the dominance for the Dollar is ultimately really good for America as a whole. But it's likely going to be bad for those people in Washington that really like to have a credit card that has no limit.

Is De-Dollarization a correct term for what is happening? Yes. But I think it requires the context. The people that say this isn't happening typically use either the latest IMF percentage of global FX reserves or the percentages of the Swift system and say: „Look, it's 70 percent Dollars and only a tiny percentage of Yuan so you're wrong.“ I understand what they are saying. But in my opinion the better question is if you look at the commodity consumption of China & ask yourself: How much longer is China going to be a really big percentage of commodity consumption but only one percent of FX reserves? De-Dollarization is of course a loaded word. Ultimately, it's about China and other countries moving away from the Dollar in regard to commodities in order to gain independence from the USD with regards to their current account & balance of payments.

How much of this is a power struggle and how much is done out of self-protection?

I think they are very closely intertwined. The way the Dollar System worked was in essence we (the US) run deficits, offshore jobs and production to other places and then they sell us goods and we give them Dollars. And then they lend us the Dollars back. And this worked. Particularly after the 1980s, after Paul Volcker raised rates. He really managed the Dollar for everybody else. **However, once the US economy needed a sustained period of negative real rates just to keep itself from collapsing in the aftermath of the GFC, the system became a dead man walking.**

The creditors cannot afford to lend at negative real rates for an extended period of time or else they will simply bleed the real wealth of their nations over to the US. It became a necessity to change the system from their view. That was reinforced in 2012 when the US weaponized the Dollar when we kicked Iran out of the Swift system. We said: If you disagree with us we are going to use the world's currency against you, which is the complete opposite of what Paul Volcker did, who raised rates into a recession and in so doing crushed the domestic US economy but stamped out inflation, so the rest of the world would trust the US to manage the Dollar as an international currency.

Isn't it short sighted to use the Dollar as a weapon? You force anybody that gets cut off from Swift to develop alternatives.

Yes, in my opinion it was an incredibly bad idea, but it speaks to this concept of Zugzwang. When you keep making short term choices based on lesser evils, sooner or later you end up in a situation like this.

Do you think that the Iraq war and other interventions were measures to keep the Dollar in its position as the main global currency?

I don't know the answer to that. However, I do think it has long been important to the US to maintain the dollar's monopoly on the pricing of oil for capital flow reasons.

What does that mean exactly?

It's all about capital flows, and more specifically, about maintaining capital flows to the US government. In other words: If oil is priced in every different currency, or the five big currencies, and many countries can print currency for oil, the world's need to hold Dollars drops drastically. And all of a sudden US deficits start to matter again because global central banks will no longer need to grow US Treasury holdings or may begin to sell them. This means the global private sector would have to fund US deficits, which would over time begin to crowd out the private sector and drive interest rates higher. If oil is priced in multiple currencies, you basically move back to a neutral reserve asset system, a balance of payments-based system. Historically that was a non-starter for the US because we were wildly short oil and a big importer and so a more balance of payments system meant the US

fiscal situation rapidly becomes unsustainable. Given what has happened with regards to shale in the last 15 years, the domestic oil security aspect of it is really not as much of an issue anymore. **If the Dollar falls against oil it's a positive for the US economy now. It's a stimulus.** We have seen that.

Europe first set up the Euro and stayed out of Iraq. But since then they have supported the US in almost anything. Did they change their minds?

Yes, they have supported the US a great deal in recent years. However, the question that comes to my mind is if Europe was always so happy with the Dollar why did they bother with the Euro in the first place and why did they put 15 percent of Eurozone reserves into Gold and mark to market that quarterly?

That construction of the Euro is a very anti-Dollar expression. In my view, if all of Europe's ruling class was happy with the Dollar they would have put all the reserves into Treasuries, funded the US deficit and earn dollars by running a significant trade surplus with the US and call it a day.

So what you're saying is that the Europeans could have set up the Euro in a way that would have kept the old system going. Why didn't Europe do that?

When you look at the some of the leaders who founded the Euro I think they were looking at the structural picture of US deficit and US entitlements and realized that by around 2020 the US System was going to be in a very difficult fiscal position. We would owe so much money in entitlements. That is very predictable. They were looking at the Dollar system and realized that the Americans someday will either have to default on the entitlements or default on managing the Dollar for the rest of the world. In plain English, what I'm saying is this: If oil is only priced in Dollars and we print 100 Trillion Dollars to pay for entitlements then the price of oil is going to go thru the roof. German factories' oil import bills would likely rise, making German factories less competitive.

But today the Chinese have an oil price or a gold price fixing. Europe doesn't. Why not?

I think we'll never know. Regardless, China is a different animal.

You talked about the ECB marking its Gold to market. What is so special about that?

To my eyes it really makes the Euro a really attractive currency to an oil exporting nation. Fiat currencies are what they are. Governments always print too much in the end. That has always been the case. The Euro tries to solve this problem by having some gold and marking those reserves to market quarterly. If I am an oil or commodity exporter and I have Euro balances I know that if the Europeans print too much Euro the price of Gold in Euro should rise and as it does, Eurozone gold reserves rise in Euro terms. That should provide stability to the Euro currency. **Because the Euro becomes more Gold backed when**



the price rises. In my eyes that makes the Euro „unsinkable“, if you will. In extremis the ECB could print Euros and bid for gold in the open market at X price. And the Euro would theoretically strengthen because that would bolster the percentage of the gold reserves.

So the way gold is treated by the Euro is essentially a communication to the world by the Euro architects was: „It's our currency and it's our problem“. While the US famously said: „It's our currency but it's your problem.“ But at the same time those Euro balances buy less gold. Correct, but those euro balances should maintain their purchasing power of other real goods and commodities in the world by virtue of the Euro's gold treatment.

Back to China. They are now openly stating that they are not going to fund the US anymore. Is that right?

I think it's fair. The Central Bank announced at the end of 2013 that it is no longer in Chinas interest to stockpile FX reserves. That was a huge moment. They were saying for the world to hear: We're not going to fund growing US deficits anymore. **And it's not appreciated by most market participants what the combination of the yuan oil- and the gold-contracts does. This creates a defense mechanism against the Dollar weapon.**

How?

Historically the way Emerging Markets run into trouble was this: They borrow a Dollars, in the beginning of the cycle. Then the US starts to raise rates and the Dollar starts to rise and the EM gets upside down in their currency, they have to burn down their FX reserves. The only lever EMs have ever had to defend themselves against the Dollar has been the FX reserves. But that's a finite pile. It's a gold standard in a way. When they run out of FX reserves then they have to devalue their currency, their economy collapses, capital flows out and Westerners come in and buy up assets on the cheap. Then we redo the cycle. We've seen this in Latin America in the 1980's, we saw it in South East Asia in the 1990's. We saw it in Russia and then in Argentina in the early 2000's. We see this over and over.

And China has seen it over and over. What they have done with the oil- and gold-contracts is to give themselves a second lever. They can do two things now. They can burn FX reserves and we saw them doing that in 2014 and 2015, but the alternative is: They can adjust the rate in which they are willing to settle gold for oil with key partners. In other words: If they start moving toward a current account deficit that would start probably because their commodity bill is rising, because that is really their biggest import. They can now go to Russia and say: Instead of settling CNY oil imports at 20 barrels an ounce let's do it at 40 or 50. And in theory the price of oil would effectively drop for China. Their current account would be rebalanced. It's also a good deal for Russia because they would redenominate their Gold reserves in barrels of oil. On the one hand their oil would buy them less gold in China. That is a bad thing for Russia. But China would have revalued the Gold that the Russians already have higher in terms of oil, which would make Russia's FX position more sustainable as well.

So that's one of the reasons why the Russians are stacking so much gold?

Possibly.

Isn't that weird? Wherever you go people will tell you gold is useless. But all the state actors who are able to are stockpiling this stuff. Western media, especially American media, are very anti gold. Why?

The reality is this: Americans won't buy anything that doesn't rise in price. We're momentum chasers. And we think that if the price isn't moving there is nothing going on. And gold prices haven't really moved for five years in dollars. Physical gold is flying east. A number of creditor nations like Germany, Netherlands, Austria have been repatriating their gold but as long as the price doesn't move we think everything is okay. But that is our political culture, and it is probably human nature too: Nothing is wrong until it is.

But why hasn't the price of gold moved?

Expansion of the paper market. The gold market is very opaque, but you get little glimpses of what is really going on from time to time. In late 2012, there were ~20 paper ounces outstanding on COMEX for every 1 physical ounce in registered inventories; by early 2016, there were 550 paper ounces outstanding on COMEX for every 1 physical ounce in registered COMEX inventory.

In 2017 so much gold was leaving the UK that it had an effect on trade statistics. Well the UK doesn't have any mines. That was all gold that was leaving UK vaults and going to China by and large. **Why is all that gold leaving? How did that not affect the price? The only answer? It was papered over.** And I've heard that from people that have been trading gold for a long time. I was recently told by one veteran trader that 20 years ago on COMEX 10 to 15 percent of the volume was at least related to physical gold. Now that number is probably 1-2 percent while average daily volume has risen meaningfully.

But if papering over the gold market works, why not just keep doing that? How does the system break?

The system can break if you get a second player. As long as it's only Dollars the system is working. But as soon as the PBoC decides that they want to make a market at a different gold/oil-ratio than in New York because that is what China's domestic economy needs, that's a problem. The manifestation of the Petrodollar system in global markets is a low gold-to-oil-ratio. Gold prices are low so it doesn't compete with the Treasury market, oil prices are high to create the Dollar surpluses needed to buy the Treasuries to fund the government. Low gold, high oil.

As the system weakens you should start to see the gold-to-oil ratio rise because you have another market now. It's only a couple of days old but China can make it so that the US can no longer have both low gold and high oil by implementing a 2nd gold/oil-ratio in CNY terms. If you have low gold, you have low oil - which means the US domestic energy sector is going to get hit. Or, if you



want expensive oil, you're going to get expensive gold. Which means the dollar must weaken. So as the gold-to-oil ratio rises it tells you something about the health of the Petrodollar system.

So it's very interesting to me, using that lens, that when the Shanghai gold-international board contract started in Q3 2014, it took 13 barrels of oil to buy an ounce of gold. And that number almost immediately went to 30. Then it pulled back to 25. In early 2016 it went to 45 barrels to buy one ounce of gold. Since it pulled back to 22 but it never went below 20 barrels per ounce which was a number that served as a ceiling for a long time before.

What you are saying is that the price of gold has been rising in terms of oil and you expect this to continue?

Over time yes.

So what options are on the table for the US?

At the same time that the Euro launched, the US began significantly expanding the interest rate and debt derivatives market. It is our belief that this was a move to support the Dollar system when European purchases of Treasuries began tapering off at that point. Another step the US took was getting China into the WTO after the creation of the Euro. After China entered the WTO in late 2001, their pile of Treasuries went from 60 billion to 1,3 trillion in less than 10 years. That was our fix when the Europeans effectively stopped funding the US deficit. Now the Chinese are moving away. That's a problem. We're 20 years later. **Our demographics are much worse, our debt position is much worse. The real US economy is not well-prepared to handle rising interest rates.**

What do you think is going to happen next?

I think one of four things is going to happen: Either we force the world to go back to the old system. China, OPEC, Europe - everyone buys growing amounts of UST's at negative real rates to finance our deficit. In my opinion, that's not gonna happen. Option Number two is that we slash our spending. 90 to 95 percent of the US federal budgets is spent on just one of three things. Entitlements, Defense and interest expense. We are spending 550 billion Dollars a year just on interest expense. While cutting these are theoretically possible, in my opinion, the window to cut any of those three things is politically closed. In my opinion, significant US government spending cuts to entitlements or defence are now politically impossible. **Option Number three is to significantly devalue the Dollar. And option Number four is for the Fed to engage in helicopter money and finance the whole thing which is just another version of option number three.**

What you are talking about should lead to hyperinflation. But you actually think it won't be so bad in the US, right?

Yes, if we were talking about Argentina or Zimbabwe or even Germany we might very well be looking at hyperinflation. America is different in a way that at the right

price of everything we can produce our own stuff. That is not to say it wouldn't be disruptive, but shale is a perfect example. Oil went from 10 Dollars to 100 Dollars and within three years we had a booming energy sector and were one of the world's top oil producers. So, what we would be talking about would be a structurally weaker USD that drives a structural rebalancing of global Balance of Payments flows. Less deficits in the US, less surpluses in China/Asia.

So what is new about the new system?

In my opinion, there will be no singular reserve currency like the Dollar anymore. The Yuan is not going to surpass the Dollar as a reserve currency. In my opinion, China doesn't want that. We will likely see some sort of neutral asset, a much more balance of payments driven system, not a national currency in the center of the system.

For thousands of years currencies traded on what I call balance of payments fundamentals: The nation with the best balance of trade and biggest pile of reserves had the best currency. After 1971 the nation with the best currency suddenly had the worst balance of trade and the lowest pile of reserves. Today everybody thinks that is normal, but it isn't. It's highly abnormal. So, I think we are just going back to the old way of doing things. If you look at the world on a balance of payments basis, the Dollar looks horrible, simply by virtue of the fact that we had to run deficits to supply the world with dollars under the Petrodollar system.

In this new world, where the Europeans can use the Euro and the Chinese can use the Yuan, do you even need a reserve currency like the Dollar is today?

In my opinion, no you don't, and that is the direction things are heading – to a multi-polar trade system. **And after a phase of rearranging things in my opinion we will see a new golden era of trade.** People will have to ask themselves: How do we compete against the Americans if the Dollar is at 70 instead of 90? What does that world look like? That's a very different world than the one we're in today.

Thank you very, very much, Luke! It was a great pleasure!

The pleasure was all mine!

Inflation vs. Deflation – Der große Showdown?

„Amerikanische Politiker stehen der Inflation mit einer Hassliebe gegenüber. Sie hassen die Inflation, aber sie lieben alles, was sie verursacht.“

John D. Rockefeller jr.

Key Takeaways

- Die Geldmengenausweitung macht sich – insbesondere aufgrund der QE-Programme – zunächst als Vermögenspreisinflation bemerkbar. Die Verbraucherpreisinflation folgt mit Verzögerung.
- Trotz des Potenzials für einen starken Anstieg der Verbraucherpreise wirken auch weiterhin deflationäre Kräfte.
- Unser *Incrementum-Inflationssignal* zeigt seit September 2017 wieder steigende Inflationstendenzen an.

Effizienzgetriebene Preis-Deflation vs. politikinduzierte monetäre-Inflation: Das ist Brutalität¹⁰²

„Someday we will look back on this period and shake our heads at how gold was literally being given away while at the same time folks were falling all over themselves to lend governments money at a discount to the actual rate of inflation, and the central banks were telling us they were determined to precipitate even more inflation. If this scenario were written in a novel, no one would believe it, but that is where we are.“

Bill Fleckenstein

„Significant increases in inflation will ultimately increase the price of gold. Investment in gold now is insurance. It's not for short-term gain, but for long-term protection.“

Alan Greenspan

„Inflation“ ist bekanntlich ein wesentlicher Einflussfaktor für den Goldpreis. Darum wollen wir diesem Thema auch heuer besondere Aufmerksamkeit widmen. Regelmäßige Leser dieser Publikation wissen bereits, dass wir im Zusammenhang mit dem Thema Inflation immer folgende sprachliche Verwirrung auflösen wollen: **Inflation im ursprünglichen Sinn steht für die „monetäre Inflation“ also Geldmengenausweitung. Preisinflation oder Teuerung ist lediglich deren Konsequenz.**¹⁰³

Um das Phänomen steigender Preise besser zu verstehen, wollen wir zunächst einen Schritt zurück gehen. Eine wesentliche Eigenschaft einer arbeitsteiligen Gesellschaft ist, dass der Wert von Leistungen und Gütern in Einheiten des Tauschmittels gemessen wird. Sofern die wichtigsten Charakteristiken einer marktwirtschaftlichen Gesellschaftsordnung vorhanden waren, war es historisch immer der Fall, dass die Produktivität aufgrund von Effizienzgewinnen stieg. Das heißt durch Arbeitsteilung, Innovation und Kapitalakkumulation wurde mit weniger Input mehr oder qualitativ höherwertiger Output generiert.

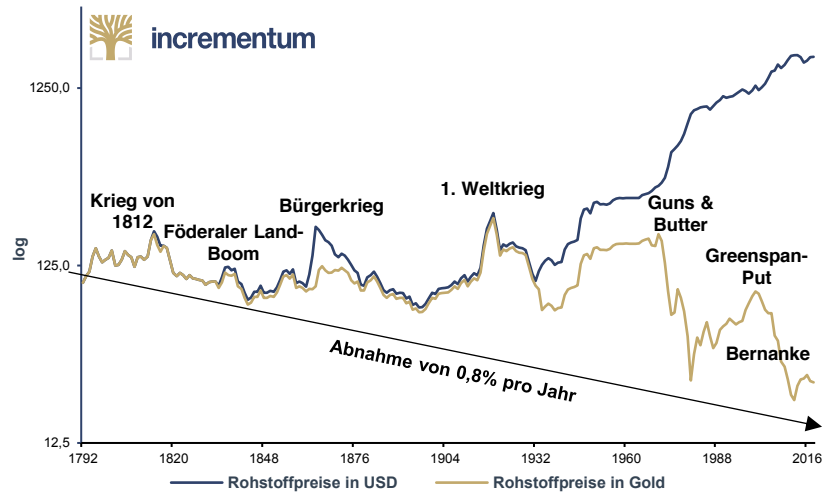
In einem Geldsystem mit (verhältnismäßig) konstanter Geldmenge manifestieren sich diese Effizienzgewinne in fallenden Preisen. Man kann dieses Phänomen als Preisdeflation oder als Vergünstigung bezeichnen. Erst ein inflationäres Fiat-Geldsystem hat die Eigenheit, dass die Preisniveaus tendenziell kontinuierlich steigen. Diese Tendenz zeigt sich eindrucksvoll, wenn man die langfristigen Rohstoffpreise gemessen in Gold und in USD miteinander vergleicht.

¹⁰² Für Nicht-Österreicher: Die Überschrift ist eine Anspielung auf das legendäre Zitat von Helmut Qualtinger, das er seiner gemeinsam mit Gerd Bronner geschaffenen Kunstfigur, dem Travnicek, in den Mund legte: „Simmering gegen Kapfenberg, das nenn' i Brutalität.“ Er bezog sich auf ein Fußballspiel zwischen den beiden Vereinen 1. Simmeringer SC und Kapfenberger SV im Oktober 1956 in der damals höchsten Fußballliga in Österreich, der Staatsliga, das besonders ruppig gewesen sein soll.

¹⁰³ Vgl. „Die missverständene Inflation“, *In Gold we Trust-Report 2016*, S 43 ff.



Langfristige Rohstoffbewertung in USD & Gold



Quelle: Dan Oliver, Myrmikan Research, Incrementum AG

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

Henry Hazlitt

Die Tragweite der Einsicht, dass ständig steigende Preise nicht der natürliche Zustand sind, sondern in erster Linie eine Konsequenz des derzeitigen Geldsystems, ist nicht zu unterschätzen. Es ist übrigens exakt diese Erkenntnis, welche die Besitzer von Gold getrost darüber hinwegsehen lässt, dass ihnen ihr „Investment“ keinerlei Zinsen beschert. Sie wissen, dass das gelbe Metall über lange Perioden mindestens die Kaufkraft erhalten konnte, und zwar ganz ohne Zinserträge.

Von der monetären Inflation zur Preisinflation: ein komplexer und langwieriger Prozess

„Our understanding of the forces driving inflation is imperfect.“

Janet Yellen

Der Begriff der Inflation bedarf aber noch einer weiteren

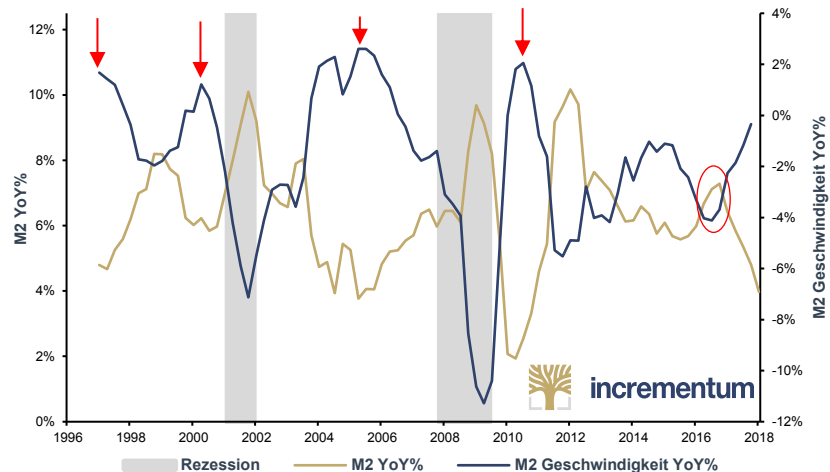
Unterscheidung. Es gilt nachdrücklich zu unterscheiden, ob mit Preisinflation die *Konsumenten*-Preisinflation oder die *Vermögens*-Preisinflation gemeint ist. Im allgemeinen Sprachgebrauch – aber auch in der Diktion der „Währungshüter“ – wird mit Inflation die Konsumenten-Preis-inflation gemeint, die gewöhnlich in einem Verbraucherpreisindex (HVPI, CPI) abzubilden versucht wird. Allerdings wirkt sich die monetäre Inflation nicht nur auf die Konsumentenpreise, sondern sehr wohl auch auf die Vermögenspreise aus. Da diese im Verbraucherpreisindex, falls überhaupt, nur rudimentär und indirekt abgebildet sind, sind sie in der öffentlichen Debatte unterrepräsentiert.

Der entscheidende Grund, dass sich eine höhere Konsumentenpreis-Inflation tatsächlich einstellt, ist aber letzten Endes ein psychologischer. Je nach Verhalten der Individuen ergibt sich eine unterschiedlich hohe Umlaufgeschwindigkeit der Währung. Sind die Marktteilnehmer stärker dazu geneigt ihre Geldhaltung zu erhöhen, kann das



Horten im Unterschied zum investiven Sparen dem Wirtschaftskreislauf vorübergehend mehr Geld entziehen, als Zentralbank oder Geschäftsbanken durch den zweistufigen Geldschöpfungsprozess in Umlauf bringen. Wie der folgende Chart zeigt, sind das Geldmengenwachstum und die Umlaufgeschwindigkeit negativ miteinander korreliert.

M2-Wachstumsrate YoY% vs. M2-Umlaufgeschwindigkeit YoY%



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„Continued inflation inevitably leads to catastrophe.“

Ludwig von Mises

Betrachtet man die Inflations-Tendenz aus Sicht der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, so enthält Murray Rothbards Werk „The Mystery of Banking“ unserer Meinung nach einige höchst interessante und aktuelle Gedanken zu den verschiedenen Phasen der Inflation. Rothbard sieht im erbitterten Kampf gegen die Deflation den Anstoß für die meisten historischen Hyperinflationen. Die dynamische Veränderung der „Neigung zur Geldhaltung“ (engl.: „demand to hold money“) ist dabei ein wesentlicher Faktor, der im ökonomischen Mainstream vielerorts unterschätzt wird. **Rothbard identifizierte drei idealtypische Phasen des Inflationierungsprozesses:**

1. **In der ersten Phase wird die Geldmenge massiv erhöht, die Preise steigen aber kaum.** Nachdem die Menschen davon ausgehen, dass es sich nur um eine temporäre Geldmengenausweitung handelt, ziehen sie es weiterhin vor, Geld zu sparen anstatt es auszugeben. Diese Phase ist für die Politik ein Schlaraffenland, denn es lassen sich (vermeintlich) ohne Konsequenzen Defizite finanzieren und Wahlgeschenke verteilen, ohne eine exzessive Preisinflation zu erzeugen.
2. **In der zweiten Phase realisiert die Öffentlichkeit langsam, dass das fortwährende Steigen der Preise der Normalzustand ist.** Die Bevölkerung beginnt den Kaufkraftverlust zu antizipieren und ihre Inflationserwartungen nach oben anzupassen. Rothbard führt aus: „Die deflationären Erwartungen der Öffentlichkeit werden durch inflationäre ersetzt (...) Statt Geld zu horten, wird die Öffentlichkeit ihr Geld schneller ausgeben, um vor Preiserhöhungen zu kaufen. In der Phase 2 der Inflation (...) wird eine fallende Nachfrage nach Geld



(Halten von Geld) die Inflation intensivieren.“¹⁰⁴

In diesem Moment steht die Politik vor einer Weggabelung. Entweder kann sie die Geldmengenausweitung stoppen und natürliche Deflation zulassen, die Exzesse schmerzhaft abbauen und eine Rezession billigen oder den Weg des billigen Geldes weiter beschreiten und damit den Eintritt in Phase 3 riskieren.

3. **Diese Phase 3 wird gemeinhin als „Crack-up-Boom“ bzw. „Katastrophenhausse“ bezeichnet.** Die Öffentlichkeit nimmt wahr, dass die Inflationsdynamik nicht zu stoppen ist und sich sukzessive beschleunigt. Die Menschen verlassen das bestehende Geldsystem und wählen alternative Währungen. Rothbard beschrieb diese Phase folgendermaßen: *„In Deutschland [des Jahres 1923; Anm.] wurde das 'Flucht in die Sachwerte' genannt. Die Nachfrage nach Geld (dem Halten von Geld) fällt fast auf null, und die Preise explodieren Richtung unendlich.“¹⁰⁵*

„Nichts hat das deutsche Volk – dies muß immer wieder ins Gedächtnis gerufen werden – so erbittert, so haßwütig, so hitlerreif gemacht wie die Inflation.“

**Stefan Zweig,
 Die Welt von Gestern**

Diese idealtypische Abfolge der Ereignisse auf die komplexe Wirklichkeit exakt übertragen zu wollen, ist schwierig bis unmöglich. Wenn man trotzdem den Versuch wagen möchte, würden unserer Meinung nach **die Jahre nach der Globalen Finanzkrise wohl am ehesten die Charakteristik der Phase 1 aufweisen.** Womöglich sahen wir in den letzten beiden Jahren den Übergang zur Phase 2.

Eine exakte zeitliche Prognose des Übergangs ist laut Rothbard jedoch unmöglich. Rothbard argumentiert, dass es keine wissenschaftlich, d. h. praxeologisch haltbare Möglichkeit gibt, jenen Zeitpunkt vorherzusagen, an dem die subjektiven Inflationserwartungen der Bevölkerung von Deflation auf Inflation kippen. Viele kulturelle Faktoren wie beispielsweise das Vertrauen in die Regierung oder die Kommunikationsgeschwindigkeit fließen in die Inflationserwartung der Bevölkerung ebenfalls ein.¹⁰⁶

¹⁰⁴ „The Mystery of Banking“, Murray N. Rothbard, 2008 [1983], S. 70 [eigene Übersetzung]

¹⁰⁵ „The Mystery of Banking“, Murray N. Rothbard, 2008 [1983], S. 72 [eigene Übersetzung]

¹⁰⁶ Vgl. „The Mystery of Banking“, Murray N. Rothbard, 2008 [1983], S. 7 [eigene Übersetzung]



Monetäre Tektonik und Vermögenspreisinflation

„Wenn man auf eine Inflation eine Deflation folgen lässt, die die Preise ungefähr wieder in die Nähe der Preise bringt, die vor Auftreten der Inflation auf dem Markte gebildet worden waren, hat man die sozialen Wirkungen der Inflation nicht behoben oder rückgängig gemacht; man hat nur die sozialen Wirkungen der Deflation hinzugefügt.“

Ludwig von Mises

Der Inflationierungsprozess läuft wie bereits geschildert äußerst komplex ab und ist im Detail nicht prognostizierbar. Was die Frage, ob uns eine Deflation oder eine (Hyper-)Inflation ins Haus steht, weiter verkompliziert, ist der Umstand, dass die Inflationierung des Systems über den Kreditmarkt erfolgt.

„Das dicke Ende der großen Weltverschuldung und damit der Weltinflation kann indessen von einer Seite kommen, die wir heute vielleicht dumpf ahnen, aber noch nicht kennen, nämlich von großen weltpolitischen Ereignissen, wie Kriege oder Revolutionen.“

Ferdinand Lips

Denn gegenwärtig gilt: Geldmengenwachstum ist Kreditmengenwachstum. In einem stark gehebelten Bankensystem wie dem unsrigen bzw. bei einem hochverschuldeten Staat droht immer auch die Gefahr eines deflationären Schocks. Wenn Geschäfts- oder Zentralbankbilanzen schrumpfen, weil ihre Vermögenswerte (Kredite oder Staatsschulden) unerwartet ausfallen, ist dies – ceteris paribus – deflationär. Das psychologische Element der Verunsicherung innerhalb der Bevölkerung, das im Rahmen eines solchen Ereignisses hinzukommt, verstärkt die deflationären Kräfte. Die Neigung zur Geldhortung nimmt extrem zu und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes entsprechend ab. Aufgrund der potenziellen Instabilität haben wir das Wirken zwischen den inflationären und den deflationären Kräften oftmals als „monetäre Tektonik“ bezeichnet.¹⁰⁷

In jüngster Vergangenheit haben in diesem Kräftemessen allerdings die inflationären Kräfte die Oberhand gewonnen. Diese Verlagerung bestätigt auch das „Incrementum Inflationssignal“, das wir im weiteren Verlauf dieses Kapitels präsentieren werden.

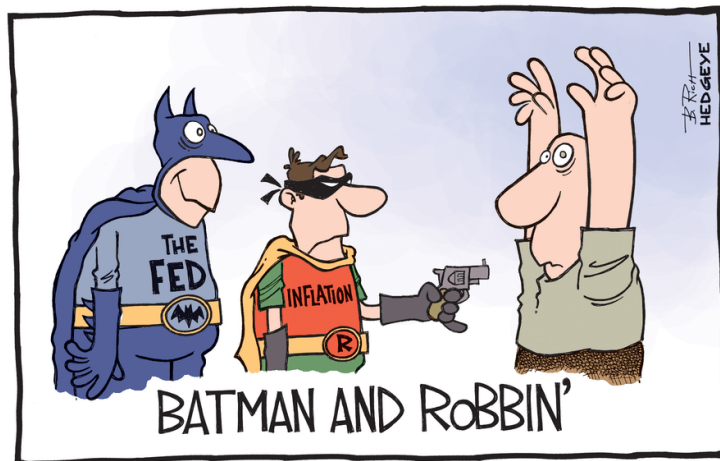
„In exactly the same way that QE was deflationary in practice when it was inflationary in theory, so will the end of QE be inflationary in practice when it is deflationary in theory.“

Ben Hunt

Zunächst zu den Entwicklungen der letzten Monate. Trotz des von der US-Zentralbank begonnenen QT darf man nicht vergessen, dass vor dieser geldpolitischen Trendwende die (Zentralbank-)Geldmenge massiv ausgeweitet wurde. Nun stellt sich die Frage, warum die Inflationierung der (Zentralbank-)Geldmenge sich nicht direkt und unmittelbar in den Teuerungsraten für Konsumentenpreisinflation (CPI, HVPI etc.) bemerkbar macht. Einen wichtigen Grund haben wir bereits genannt. Die Vermögenspreisinflation wird von den diversen Verbraucherpreisindizes nicht erfasst und spielt sich daher häufig außerhalb der Wahrnehmung der Politik und vor allem der Notenbanken ab.

¹⁰⁷ Vgl. „Chartbook – Monetary Tectonics“, Incrementum AG

Es ist wenig verwunderlich, dass der Inflationierungsprozess über so genannte „Asset Purchasing Programs“ zuerst die Preise von Vermögenswerten bewegt. Erst mit einer Zeitverzögerung daran anschließend die Verbraucherpreisinflation (=Teuerung). **Die Saat der Geldmengeninflationierung geht also in einem ersten Schritt auf im Heranwachsen der Vermögenspreisinflation, während die bittere Frucht der Verbraucherpreisinflation verzögert heranreift.**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

„Inflation made it possible to divert the fury of the people to 'speculators' and 'profiteers'. Thus it proved itself an excellent psychological resource of the destructive and annihilist war policy.“

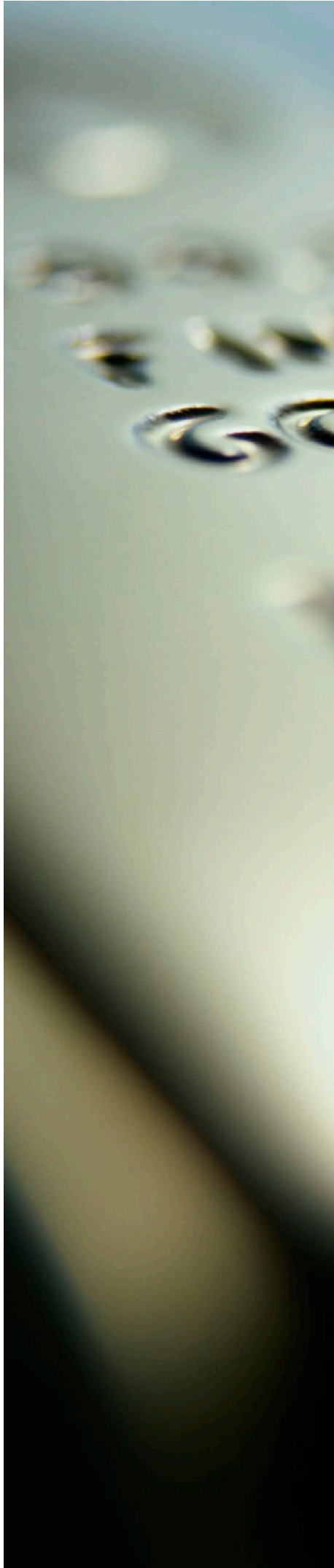
Ludwig von Mises

Die in den vergangenen Jahren stattfindende Vermögenspreisinflation ist kaum zu übersehen. Neben den substanziellen Wertzuwächsen bei Anleihen, Immobilien und Aktien stiegen auch die Preise für Luxusgüter, teure Weine, Oldtimer, ja sogar Sportler¹⁰⁸ signifikant an. Aber auch der Markt für Kunstgegenstände ist von der Vermögenspreis-Inflation betroffen. So wurde beispielsweise im Vorjahr ein neuer Rekord am Kunstmarkt aufgestellt. „Salvator Mundi“ von Leonardo da Vinci wurde für 450 Mio. USD an den saudischen (!) Kronprinzen Mohammed bin Salman Al Saud (MBS) verkauft.¹⁰⁹

Unserer Meinung nach ist es kein Zufall, dass die teuersten 14 Gemälde allesamt innerhalb der letzten 12 Jahre verkauft wurden. Die explodierenden Preise sind in erster Linie die Konsequenz der anhaltenden Geldmengen-inflationierung.

¹⁰⁸ Exemplarisch verweisen wir auf die Ablösesumme für den brasilianischen Fußballers Neymar jr. in Höhe von 220 Mio. Euro.

¹⁰⁹ Nach scharfer Kritik an dem Ankauf aus dem Umfeld von MBS, hat er das lediglich 66x46cm große Gemälde gegen eine Luxusyacht des Kronprinzen Mohammed Bin Zayed (VAE (!)) getauscht.



Sprott

Legt die Messlatte für Investitionen in Edelmetallen höher™

Wir sind ein weltweit agierender Vermögensverwalter für alternative Kapitalanlagen mit klarem Schwerpunkt bei Edelmetallen und Sachwerten.

- Vermögensverwaltung
- Ressourcenfinanzierung
- Vermögensmanagement

Kontaktieren Sie das Sprott-Team für weitere Informationen unter invest@sprott.com ▪ 888.622.1813 ▪ sprott.com/gold

Contrarian. Innovative. Aligned.™

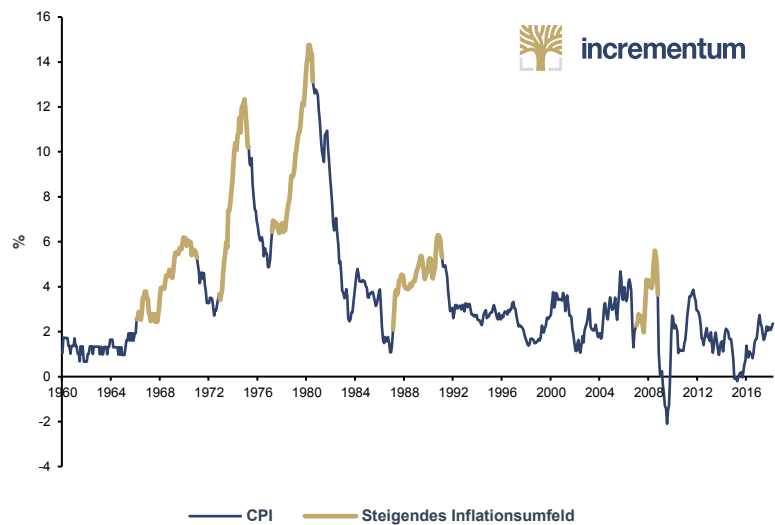
Ausbruch der Teuerung aus dem „Wohlfühl-Korridor“?

„I think that today’s head-scratcher for the world’s central banks – why haven’t our easy money policies created inflation in the real world? – will soon be replaced by a new head-scratcher – why haven’t our tighter money policies tamed inflation in the real world?“

Ben Hunt

Historisch gesehen haben Fiat-Währungen immer wieder Abwertungs-Schübe durchlebt, welche deutlich stärker ausgefallen sind, als die von den Zentralbankern angestrebten Teuerungsraten. Phasen der Entwertung folgten oftmals einer Periode strukturell laxer Geldpolitik, wenn auch teilweise mit einigen Jahren Verzögerung.

Steigendes Inflationsumfeld und Performance von Gold



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Als Investor ist eine Allokation in inflationssensitive Anlageklassen die bestmögliche Positionierung für eine solche Phase. Auch die Goldperformance war in diesen Phasen überwiegend positiv. Gut abgeschnitten hat man mit Gold bei hohen (größer als 2%) und steigenden (vier Monate in Folge nicht fallende Tendenz) Inflationsraten.

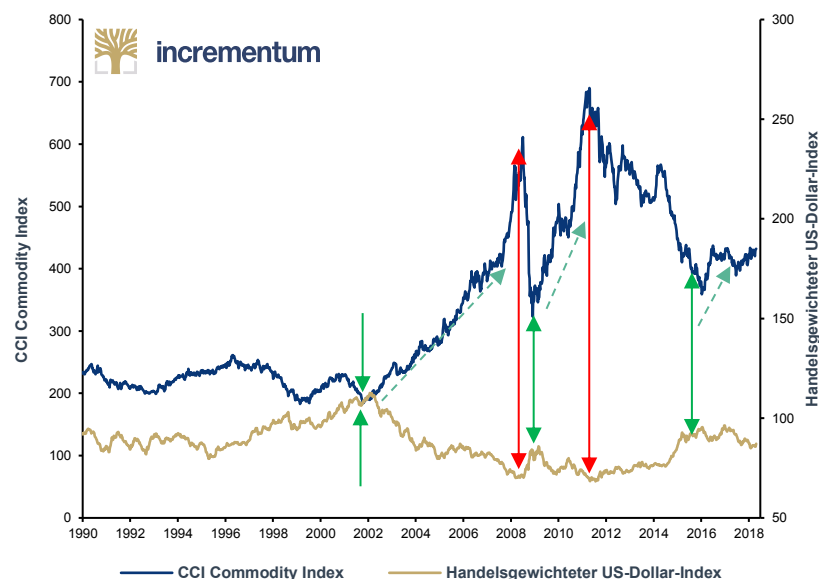
- 02.1966 – 01.1971: +8%
- 11.1972 – 04.1975: +171%
- 03.1977 – 07.1980: +335%
- 02.1987 – 02.1991: -9%
- 01.2007 – 10.2008: +29%

Um festzustellen, in welchem Inflationsumfeld sich der Markt gerade befindet, beobachten wir zahlreiche spezielle Indikatoren, aus denen wir das „Incrementum Inflationssignal“ bilden. Seit der Finanzkrise 2008 gab es folgende Sequenz der Ereignisse:

- Fallende Inflation bis März 2009
- Reflation bis Mai 2011
- Disinflation bis Jänner 2016
- seither stetig steigende Inflationstendenz

Unserer Meinung nach hat die globale Inflationstendenz im Jänner 2016 gedreht. Indizien dafür sind das Tief der langfristigen Renditen, das Tief an den Rohstoffmärkten, das Tief im Goldpreis sowie die Wende im US-Dollar, welche alle zum etwa gleichen Zeitpunkt stattgefunden haben.

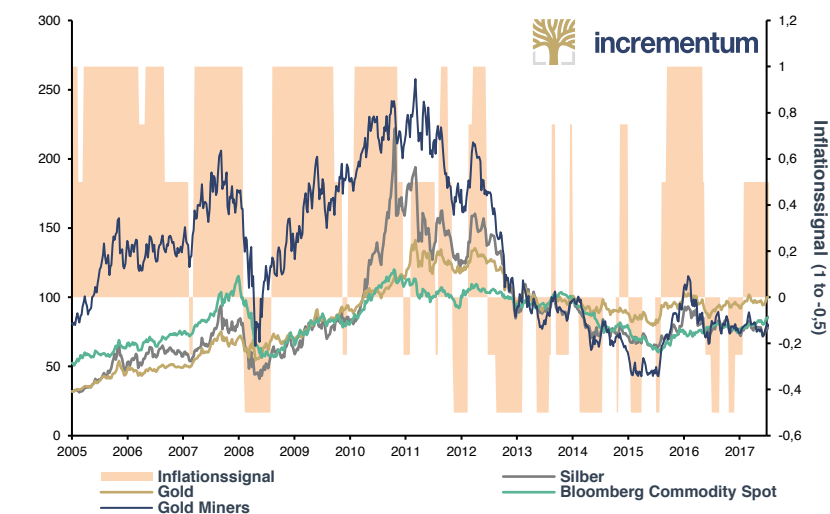
CCI Commodity Index & US-Dollar-Index



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Aktuell zeigt das *Incrementum-Inflationssignal* mit halber Ausprägung in Richtung steigender Inflationstendenz. Inflationstreibende Indikatoren sind augenblicklich die Rohstoffpreise, insbesondere Öl. Bremsend auf das Gesamtsignal wirkt aber der relativ schwache Silberpreis (= hohes Gold/Silber-Ratio).

Incrementum-Inflationssignal



„The problem of oil, it might be tersely said, is that there is always too much or too little.“

Myron Watkins

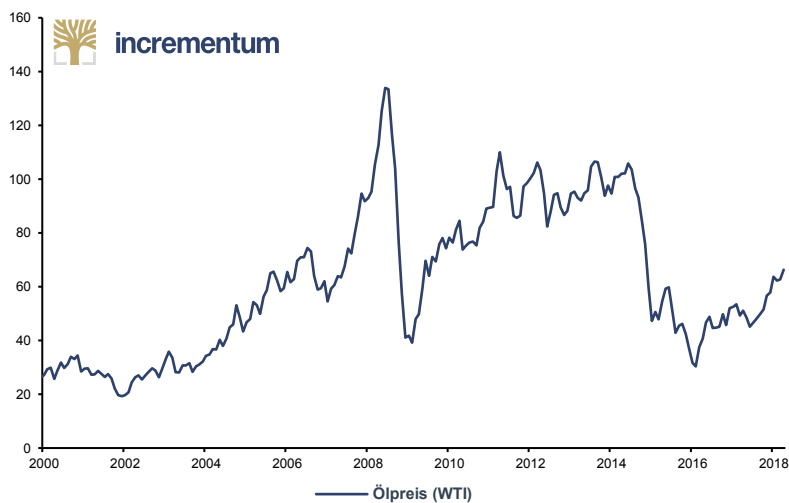
„If we continue to work the way we do, we will turn from rivals to partners.“

Vladimir Putin

Zuletzt sah es so aus, als würde der Ölpreis klammheimlich wieder in Richtung der magischen 100 USD-Marke schleichen. So rallierte der Preis für Brent-Öl seit unserem letzten Goldreport von 47 USD auf aktuell knapp 80 USD. Viele Analysten haben diesen deutlichen Anstieg ausschließlich auf Angebots- und Nachfragefaktoren zurückgeführt, was aus unserer Sicht jedoch zu kurz gegriffen scheint. Alle Verbrauchsrohstoffe sowie praktisch jede Papiergeldwährung haben im selben Zeitraum gegenüber dem US-Dollar massiv an Wert gewonnen. Diese zeitgleiche Aufwertung aller Rohstoffe kommt in unserer US-zentrischen Währungsordnung einem inflationären Erdbeben gleich, das allerdings in einigen Ländern wie z. B. im Euroraum durch die Abwertung des US-Dollar (noch) gemäßigt ausfällt.

Hinsichtlich des Ölpreises zeigen wir uns weiterhin deutlich zuversichtlicher als der Konsens. Hieß es vor einigen Jahren noch: „Ein Ölpreis unter 100 USD/Barrel ist unmöglich“, so gilt heute als Konsens: „Der Ölpreis wird im Laufe der nächsten Jahre zwischen 45 und 55 USD oszillieren.“ Ein Anstieg über 100 USD schien dem Gros der Marktteilnehmer vor wenigen Wochen noch als gänzlich denkunmöglich. Im Augenblick sind wir von der 100 USD-Marke jedoch weniger weit entfernt als vom Konsens.

Ölpreisentwicklung (WTI) in US-Dollar



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Folgende Faktoren lassen steigende Ölpreise erwarten:

- Geopolitik, insbesondere die Spannungen im Nahen Osten, die eher zu- als abnehmen und das Potenzial für einen ausgeprägten Konflikt in der Großregion haben, eventuell auch als – erneuten – offenen Stellvertreterkrieg zwischen den USA und Russland, zwischen Saudi-Arabien und dem Iran oder zwischen Israel und dem Iran. Die Kündigung des Atom-Abkommens mit dem Iran durch die USA im Mai 2018 dreht weiter an der Eskalationsspirale.
- Die Ölvorräte, die die Nachfrage der OECD-Länder abdecken, befinden sich derzeit am unteren Ende des Durchschnitts der vergangenen 5 Jahre, was einen deutlich bullischen Ausblick für Öl ergibt.¹¹⁰
- Die Reservekapazität der OPEC scheint niedriger als erwartet zu sein
- Die Zusammenarbeit zwischen OPEC und Russland intensiviert sich. Gemeinsam kontrollieren sie mehr als 50% der Ölproduktion.¹¹¹
- Börseingang von Saudi Aramco: Insofern dürfte ein hoher Ölpreis durchaus im Interesse des Königreichs sein.
- Iran-Sanktionen: Der Iran ist nach Saudi Arabien und dem Irak der drittgrößte Öl-Exporteur.

Noch haben steigende Rohstoffpreise die Teuerungsraten nicht deutlich über den „Wohlfühl-Korridor“ der Zentralbanken der Industrieländer gehoben. Ein anhaltender Aufwärtstrend des Ölpreises könnte die Teuerungsstatistiken in geldpolitisch unangenehmes Terrain bringen und auch die Öffentlichkeit aufwecken. Schließlich reagieren weite Teile des (Wahl-)Volks äußerst allergisch auf kontinuierliche Preissteigerungen an den Zapfsäulen.¹¹²

¹¹⁰ Vgl. „Rystad Energy, April 2018 Webinar – gesehen in „Crude Oil – Are you ready for triple digit oil prices“, Burggraben Holding, April 2018

¹¹¹ Diese Zusammenarbeit zwischen Saudi Arabien und Russland wurde zuletzt intensiviert, u. a. was Rüstungsprojekte sowie den Bau von Atomkraftwerken betrifft.

¹¹² Eric Cinnamond (www.ericcinnamond.com) hat zuletzt in seiner Analyse „Inflation – Subsiding or Accelerating?“ eine höchstinteressante Zusammenstellung von Quartals-Earnings-Reports-Calls präsentiert. Sie zeigt, dass sich

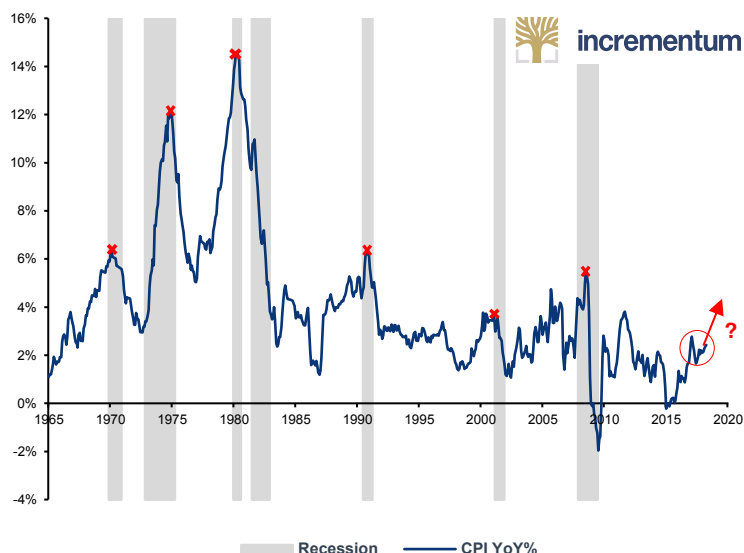
„To fight this recession the Fed needs more than a snapback; it needs soaring household spending to offset moribund business investment... Alan Greenspan needs to create a housing bubble to replace the Nasdaq bubble.“
Paul Krugman

Inflation und Rezession

Hohe Preisinflationstraten in den vergangenen Jahren

regelmäßig in Rezessionsphasen auf. Ein interessantes Detail in diesem Zusammenhang ist, dass die Preisinflation der wirtschaftlichen Entwicklung im Schnitt um 21 Monate hinterherhinkt, wie folgender Chart zeigt.

Preisinflation (CPI) und Rezessionen seit 1965



Quelle: Kessler Investment Advice, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Der Höhepunkt der Preisinflation wird somit meist erst dann erreicht, nachdem die Rezession bereits fast 2 Jahre alt ist.¹¹³ Während der letzten Rezession, die vom NBER auf den Zeitraum 12/2007-06/2009 datiert wird¹¹⁴, erzielte der CPI seinen höchsten Wert 06/2008 und damit vergleichsweise früh im Abschwung. Die intuitive Vermutung, wonach sich eine Disinflation sofort und unmittelbar in eine Rezession übersetzt, greift somit zu kurz.

CEOs durchaus besorgt über zunehmende Inflation auf allen Ebenen (Lohnkosten, Input-Kosten,...) zeigen und diese auch an den Konsumenten weitergeben werden.

¹¹³ Vgl. „Inflation is the caboose of the economy“, The Kessler Companies, Inc., 20. April 2018

¹¹⁴ Vgl. „US Business Cycle Expansions and Contractions“, National Bureau of Economic Research

Fazit

„My friend, debt is the very essence of fiat. As debt defaults, fiat is destroyed. This is where all these deflationists get their direction. Not seeing that hyperinflation is the process of saving debt at all costs, even buying it outright for cash. Deflation is impossible in today's dollar terms because policy will allow the printing of cash, if necessary, to cover every last bit of debt and dumping it on your front lawn!“

FOA¹¹⁵

„Inflation ist die Hölle der Gläubiger und das Paradies der Schuldner.“

André Kostolany

Erstmals seit langer Zeit neigte das Pendel zuletzt wieder eher Richtung Inflation. Unser „Incrementum Inflationssignal“ bestätigt diese Trendwende. Wir gehen davon aus, dass sich die Psychologie der Marktteilnehmer ändern wird. Diese veränderte Erwartungshaltung wird sich in weiterer Folge in einer steigenden Konsumentenpreis-inflation manifestieren. Steigende Teuerungs-raten erscheinen auch deswegen wahrscheinlicher, weil die folgenden gravierenden Konsequenzen einer Preis- wie Geldmengende-flation für die Politik ein Schreckens-szenario sind, das es *um jeden Preis* zu vermeiden gilt:

- Preisdeflation bewirkt eine reale Aufwertung von Schulden und eine nominelle Abwertung der Vermögenswerte.
- Die Bedienung der Schulden wird (deutlich) schwieriger.
- Gläubiger und Sparer würden nominell Geld verlieren.
- Massive Steuerausfälle für den Staat aufgrund sinkender Bemessungsgrundlagen.
- Deflation würde sich fatal auf große Teile des Bankensystems auswirken.

„Inflation is a tax and those least able to afford it generally suffer the most.“

Esther George, Federal Reserve Bank of Kansas City

Dennoch sind deflationäre Zwischenphasen nicht gänzlich auszuschließen. **Als größtes deflationäres Damoklesschwert betrachten wir das QT-Programm der FED, das dem Markt in zunehmendem Maße Liquidität entzieht und die Vermögenspreis-inflation umkehren könnte.**

Eine kurzfristig deflationäre Dynamik könnte sich aber auch schlicht aus dem Umstand heraus entwickeln, dass die Investoren in Euro/Dollar, Öl und in den 10-jährigen Treasuries derzeit extrem long positioniert sind.¹¹⁶ Zudem erwarten mittlerweile 82% jener Fonds-Manager, die von BofA/Merrill Lynch weltweit befragt wurden, binnen Jahresfrist eine höhere Inflationsrate. Dies zeigt ebenfalls einen recht starken Marktkonsens.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass das auf den ersten Blick widersprüchlich erscheinende gemeinsame Auftreten von inflationären und deflationären Kräften bei näherem Hinsehen

¹¹⁵ Der Blog FOFA (<http://fofoa.blogspot.co.at/>) zählt zu den Geheimtipps im Bereich der hochqualitativen Gold-Blogs. Wir werden in der nächsten Ausgabe des IGWT näher darauf eingehen.

¹¹⁶ Vgl. „Trio Infernale mit extremer Spekulation“, Wellenreiter-Kolumne, Wellenreiter Invest, 23. April 2018



lediglich der besorgniserregende Ausdruck der zunehmenden Fragilität des Geldsystems ist.

Unserer Meinung nach sind dies die wichtigsten inflationären und deflationären Kräfte, deren Entwicklung genau verfolgt werden sollten:

• Inflationäre Kräfte	• Deflationäre Kräfte
• Nullzinspolitik	• Bilanzverkürzungen: Unterkapitalisierte Banken sind restriktiv bei der Kreditvergabe
• Kommunikationspolitik („forward guidance“)	• Höhere Eigenkapitalvorschriften
• Quantitative Easing	• Zur Entschuldung reduzieren Verbraucher und Unternehmen ihre Kreditlast („deleveraging“)
• Operation Twist u. ä.	• Regulierung (z.B. Basel III)
• Währungsabwertungen („Währungskrieg“)	• Schuldenrestrukturierung (Griechenland, Bail-in)
• Lockerung der Zulassungskriterien für Sicherheiten („eligibility criteria for collateral“)	• Aktuell geringe Umlaufgeschwindigkeit (geringe Inflationserwartungen)
• Fiskalische Stimuli wie z. B. Infrastrukturpakete	• Produktivitätssteigerungen, insbesondere infolge technologischer Innovation
• Handelshemmnisse (Strafzölle) im Rahmen eines zunehmenden Protektionismus	• Quantitative Tightening
• Erhöhung des Inflationsziels der Zentralbanken	• Demografie

Quelle: Incrementum AG

„I think there is more of a risk of a depression than a recession.“

Ray Dalio

Schließen möchten wir mit einem Zitat Ludwig von Mises. In seinem unterschätzten Werk „Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik“¹¹⁷ (1928) beschrieb er den Inflationierungsprozess und dessen Konsequenzen wie folgt:

„Der mäßige Zinsfuß soll die Produktion anregen, doch keine Börsenhausse bewirken. Nun steigen aber zunächst die Effektenkurse, die Warenpreise aber werden anfangs noch nicht vom Aufschwung erfaßt. Es gibt Börsenhausse und Börsengewinne, doch der „Produzent“ ist noch unbefriedigt und neidet dem „Spekulanten“ den „leichten Verdienst“. Daher sind die Machthaber mit dem Stand der Dinge nicht einverstanden. Das Geld, das der Börse zufließt, fehle, meinen sie, der Produktion. Überdies berge gerade eine Börsenhausse große Krisengefahr. Darum will man der Börse das Geld entziehen, um es der 'Volkswirtschaft' zuzuführen. [...]

Wir sehen also, was es zu bedeuten hat, wenn die Zentralnotenbank die Herrschaft auf dem Geldmarkt anstrebt: entweder soll die Erweiterung des Zirkulationskredits von den Schranken befreit werden, an denen sie sich

¹¹⁷ Das Buch kann unter folgendem Link kostenlos bezogen werden: <https://mises.org/>

schließlich doch brechen muß, oder aber es soll durch besondere Maßnahmen bewirkt werden, daß die Hausse anders ablaufe, als sie ablaufen muß. Das Schlagwort von der Beherrschung des Geldmarktes hat also gerade Förderung der Haussepolitik, die in die Krise enden muß, im Auge. Wenn man Konjunkturpolitik zur Ausschaltung der Krisen treiben will, muß man darauf verzichten, den Geldmarkt beherrschen und unterjochen zu wollen. [...]

Das wichtigste Erfordernis aller Konjunkturpolitik, mag sie in der Zielsetzung noch so bescheiden sein, lautet: Verzicht auf jeden wie immer gearteten Versuch, den Zinssatz, der sich auf dem Markte bildet, durch bankpolitische Maßnahmen herabzudrücken.¹¹⁸

¹¹⁸ „Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik“, Ludwig von Mises, 1928, S. 77-81, [eigene Hervorhebung]

Finanzielle Repression: Die Schrauben wurden wieder fester gezogen

„It makes sense not to wait until the next financial crisis to develop plans and, in any event, it is time for economists to stop pretending that implementing effective negative rates is as difficult today as it seemed in Keynes' time.“

Kenneth Rogoff

Key Takeaways

- Der bekannte US-amerikanische Ökonom Kenneth Rogoff fordert ein Verbot des Bargelds, um Negativzinsen auf breiter Front durchsetzen zu können.
- Die EZB äußerte den Vorschlag, die Guthaben von ins Taumeln geratenen Banken für max. fünf Tage einzufrieren.
- Selbst ein (deutlicher) Anstieg der Nominalzinsen würde an den finanziell repressiven negativen Realzinsen wenig ändern.
- Die Forderungen nach einer Schulden- und Bankenunion verstummen nicht.

Finanzielle Repression – Gekommen, um zu bleiben

„Wir gehn nicht, aber wenn wir geh'n, dann geh'n wir in Scheiben. Entschuldigung, ich sagte: Wir sind gekommen, um zu bleiben!“

Wir sind Helden, „Gekommen um zu bleiben“

Spätestens seit den scharfen Verwerfungen der Großen Finanzkrise ist der Begriff der finanziellen Repression in aller Munde. Konzepte wie Niedrig- bis Negativzinsen, sowie das Bail-In gehören mittlerweile zum weithin akzeptierten Standardinventar (makro-)ökonomischer Folterinstrumente.

„Die aktuelle Geldpolitik geht zu Lasten der sozial Schwachen und ist auf Dauer nicht tragbar, weil sie den sozialen Frieden gefährdet.“

Gunther Schnabl

Ausgangspunkt derartiger Überlegungen ist die Erkenntnis, dass die gewöhnlichen Maßnahmen der Geldpolitik ihre Wirkung in der Bekämpfung der Finanzkrise verfehlten. Außergewöhnliche Maßnahmen wie der direkte Ankauf von Staatsanleihen im Zuge des „Quantitative Easing“ oder der Versuch der Implementierung negativer Nominalzinsen galten lange Zeit als undenkbar. Doch so schnell kann sich der Wind drehen und ehemals Verpöntes wird zum State-of-the-Art.¹¹⁹

Was waren in dieser Hinsicht nun die Tiefpunkte in den abgelaufenen 12 Monaten?

„Mit finanzieller Repression bezeichneten bereits 1973 die Ökonomen Edward Shaw und Ronald McKinnon staatliche Maßnahmen der Finanz- und Kapitalmarktregulierung, welche finanzielle Mittel aus dem Privatbereich zum Staat umverteilen.“

Norbert F. Tofall

Makroökonomischer Paradigmenwechsel: Für einen Makroökonom war die *zero bound* die unumstößliche, gleichsam naturgegebene Nominalzinsuntergrenze. Diese Gedankenschanke aufzuheben, ist Kenneth Rogoff, Professor an der Harvard University und ehemaliger Chefökonom des IWF, angetreten. In einem für das „Journal of Economic Perspectives“ verfassten Artikel mit dem Titel „Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound“ plädiert er für die Aufhebung dieses Denkverbotes.¹²⁰ Rogoff argumentiert, dass das oben genannte ökonomisch-technische Argument für die Unmöglichkeit von Negativzinsen aufgrund der fortschreitenden Verdrängung des Bargeldes durch den elektronischen Zahlungsverkehr sowie durch die Verbreitung von Fintech-Innovationen womöglich bereits obsolet ist.¹²¹

Rogoff erachtet negative Nominalzinsen als die beste Option für die Bekämpfung schwerer Rezessionen. Die Zentralbanken und Wirtschaftspolitiker wären dann nicht mehr gezwungen auf andere Maßnahmen zurückzugreifen. Dazu zählt Rogoff etwa den Mix aus exzessiven Budgetdefiziten, verzögerten Strukturreformen und der Neuverhandlung von Handelsabkommen oder die Erhöhung der Inflationsziele. Jedenfalls rät er, die nötigen gesetzlichen

¹¹⁹ Der hohen Bedeutung der finanziellen Repression entsprechend haben wir uns in den vergangenen Jahren mehrmals mit diesem wichtigen Thema auseinandergesetzt, so z. B.: „Der Kampf um das Bargeld geht in die nächste Runde“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 120-123

„Finanzielle Repression“, *In Gold we Trust-Report 2016*, S. 86-97

„Finanzielle Repression: Fluchtweg aus der Überschuldung?“, *In Gold we Trust-Report 2015*, S. 74-80

¹²⁰ Vgl. „Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound“, Kenneth Rogoff, *Journal of Economic Perspectives*, 31 (3), 217, S. 47-66

¹²¹ Vgl. „Der Kampf um das Bargeld geht in die nächste Runde“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 120-123

„Wenn Rogoff Dostojewski mit dem Satz zitiert: 'Geld ist geprägte Freiheit', so ist dem uneingeschränkt zuzustimmen. In einer Welt ohne Bargeld ist der Mensch auf einen rechtslosen Sklaven im Dienste der Regierung reduziert.“

Andreas Tögel,
Rezensent auf amazon.de

„Der Fluch unsinniger Bücher: Würde sich Rogoff aus purer Eitelkeit und Geltungsbedürfnis nicht zum Fürsprecher der Vollendung eines totalitären Fiskalstaates machen, könnte man sein Buch als das abtun, was es inhaltlich ist, nämlich eine Ansammlung von unausgegorenen Thesen, denen jedwede empirische Basis fehlt und deren Versuch, zu argumentieren, an Armseligkeit nicht zu überbieten ist.“

Leseratte,
Rezensent auf amazon.de

und institutionellen Reformen bereits jetzt umzusetzen und nicht erst beim Eintreffen der nächsten Finanzkrise.

Rogoff gilt bekanntlich auch als einer der größten Befürworter eines Bargeldverbotes. Auffällig ist die starke Divergenz in den Kritiken zu Rogoffs jüngstem Buch „Der Fluch des Geldes: Warum Bargeld verschwinden wird“ (2016).¹²² Während sich die Vertreter des Mainstreams in ihren Lobeshymnen überschlagen, scheint die „gewöhnliche“ Bevölkerung von Rogoffs Vorschlägen hingegen wenig begeistert zu sein, wie die Bewertungen – und Kommentare (siehe in der Spalte links) – auf amazon.de bzw. amazon.com belegen:

Kundenrezensionen



Quelle: Amazon^{123, 124}

Customer Reviews



Der Weg scheint vorgezeichnet: Weil die bisherigen Maßnahmen nichts fruchteten, soll jetzt das Bargeld abgeschafft werden. Denn dieses verhindert die Durchsetzung einer ausgeprägteren Negativzinspolitik. War bislang das Bargeld aufgrund seiner Unverzinstheit mit eben diesen Opportunitätskosten im Vergleich zur Einlage bei der Bank belegt, so ist in einem Umfeld von Negativzinsen Bargeld plötzlich in dieser Hinsicht attraktiver als das am Bankkonto liegende Geld. Die Welt steht tatsächlich Kopf.

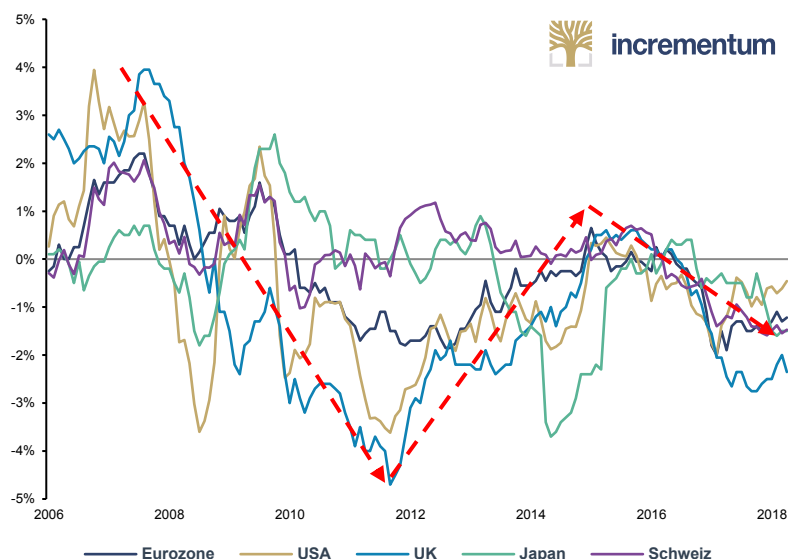
Negative Realzinsen sind in den größten Währungsgebieten mittlerweile üblich geworden.

¹²² Das englische Original lautet auf den Titel „The Curse of Cash“ (2016).

¹²³ Vgl. <https://www.amazon.de/>

¹²⁴ Vgl. <https://www.amazon.com/>

Negative Realzinsen



Quelle: BoE, BoJ, EZB, Fed, OECD, SNB, Incrementum AG

Doch selbst in einem Umfeld positiver Nominalzinsen darf man nicht der Verwechslung von Nominal- und Realgrößen zum Opfer fallen. **Oftmals wird nämlich vergessen, dass die entscheidende Variable nicht die Nominalzinsen, sondern die Realzinsen sind.** Angesichts von Inflationsraten um die 2% würde selbst ein fühlbares Anheben der Nominalzinsen nichts am Umstand negativer Realzinsen ändern. Und ein Rückgang der Intensität der finanziellen Repression ist deswegen noch lange keine Abkehr der schleichenden Enteignung der Sparer.

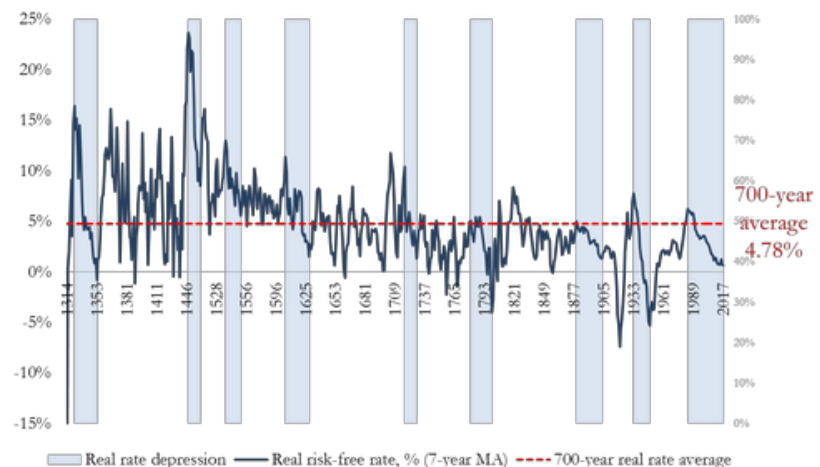
„The all-time real rate average stands at 4.78% and the 200-year real rate average stands at 2.6%...Relative to both historical benchmarks, the current market environment thus remains severely depressed.“

Paul Schmelzing

Leser unserer Reports wissen, dass wir ein Faible für langfristige wirtschaftsgeschichtliche Untersuchungen haben. In einer exzellenten Studie für die Bank of England mit dem Titel „Eight centuries of the risk-free rate bond market reversals from the Venetians to the 'VaR shock'“, berechnet Paul Schmelzing das Nominal- wie auch das Realzinsniveau seit dem Jahre 1311. Im 700jährigen-Durchschnitt lag das Realzinsniveau bei 4,78%, in den vergangenen 200 Jahren mit 2,58% deutlich niedriger. Der niedrigste jemals verzeichnete Realzinssatz lag bei -5,3% im Jahre 1948.¹²⁵

¹²⁵ Vgl. „Eight centuries of the risk-free rate bond market reversals from the Venetians to the VaR shock“, Schmelzing, Paul, BoE Staff Working Paper No. 686 (2017), S. 18.

Realzinsen seit 1311



Quelle: Paul Schmelzing, Bankunderground.co.uk

Die Studie kommt zu vier wesentlichen Schlussfolgerungen:

- Die letzten 60 Jahre, in denen die USA der Benchmark-Anleihenemittent waren, sind die inflationärste Periode des gesamten siebenhundertjährigen Stichprobenzeitraums gewesen.
- Die aktuellen Inflationsraten von knapp unter 2% sind voll im Einklang mit der Ex-post-Performance der Neuzeit, wobei die heutigen typischen Inflationsziele, gemessen an (sehr) langfristigen Trends, bereits akkommodierend sind.
- Es gab historisch keinen längeren Zeitraum ohne Preisdeflation als die Phase seit dem Zweiten Weltkrieg.
- **Wir befinden uns derzeit im drittlängsten und zweitstärksten Anleihen-Bullenmarkt der Geschichte.**

„Most of the eight previous cyclical ‘real rate depressions’ were eventually disrupted by geopolitical events or catastrophes, with several — such as the Black Death, the Thirty Years War, or World War II — combining both demographic, and geopolitical inflections.“

Paul Schmelzing

Unbeschadet des in dieser Studie ebenfalls festgestellten säkularen Trends zu niedrigeren Zinsen, wird das Ausmaß der gegenwärtigen finanziellen Repression mehr als deutlich, wenn man sich diese Zahlen vor Augen hält. Insbesondere die vergangenen 30 Jahre zeichneten sich durch – künstlich hervorgerufene – Niedrig(st)zinsen aus. **Den Sparern und Gläubigern entgehen dadurch Jahr für Jahr Milliardenbeträge, während sich die Finanzminister über den geringeren Schuldendienst dank der niedrigen Zinsen, mitunter sogar Negativzinsen freuen.**

Die Einsparungen für die Staatshaushalte der großen EU-Staaten durch die Niedrigzinspolitik bewegen sich laut einer Studie der DZ-Bank mit dem Titel „Weiter wachsende Zinseinbußen privater Haushalte in Deutschland“ im zweistelligen Milliardenbereich. Italien ersparte sich von 2012 bis 2015 rund 53 Mrd. EUR, Spanien knapp 25 Mrd. und Frankreich 7 Mrd. Sollten die Zinsen auf aktuellem Niveau verbleiben, könnten sich die Entlastungen für diese drei Staaten (I, Sp, F) und Deutschland bis 2022 auf 1,2 Bill. EUR summieren.¹²⁶

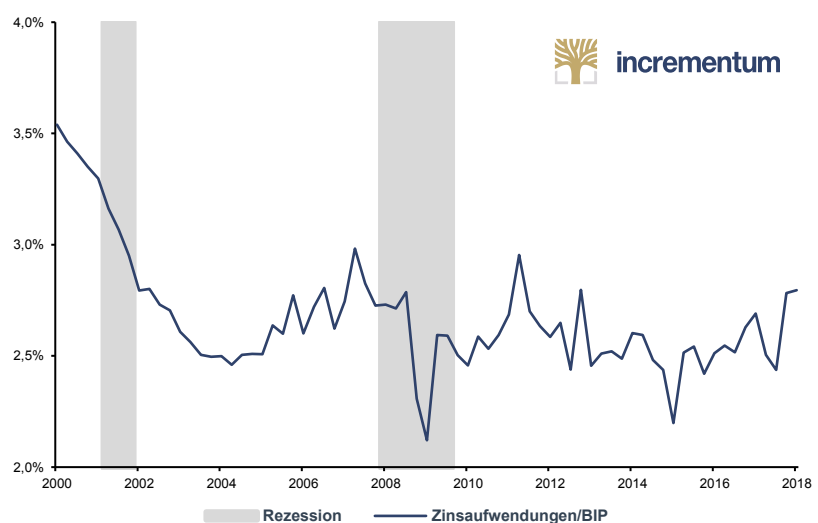
¹²⁶ Vgl. „Weiter wachsende Zinseinbußen privater Haushalte in Deutschland“, DZ Bank, 22. Mai 2017

„Capital will always go where it's welcome and stay where it's well treated.“

Wriston's Law of Capital

Deutschland hat sich seit dem Jahr 2008 290 Mrd. EUR erspart. Allein für das Jahr 2017 ergaben die Berechnungen eine Ersparnis für Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherungen in Deutschland von 50 Mrd. EUR. Der jährliche Zinsdienst gab von 40,2 Mrd. EUR im Jahr 2008 auf 17,5 Mrd. EUR nach. Von 2007 bis 2017 reduzierte sich die durchschnittliche Rendite für neu aufgenommene Schulden von 4,23% auf 1,86%.¹²⁷ Der Anteil der Zinsausgaben am Bundeshaushalt lag 2017 bei nur mehr 5,3% (1999: 16,6%).¹²⁸ Anders sieht es in den USA aus, wo zwar bis 2015 die Zinsaufwendungen in % des BIP zurückgingen, seither jedoch ein Anstieg zu verzeichnen ist. Dies ist sowohl auf die steigenden Zinsen als auch auf die steigende Staatsverschuldung zurückzuführen.

US-Zinsaufwendungen in % des BIP



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Doch was sich in Europa die Staaten an Zinszahlungen für ihre Schulden ersparen, entgehen den Sparern und den Inhabern von Staatsanleihen. **Auf sage und schreibe 436 Mrd. EUR belaufen sich laut der Studie der DZ-Bank die Einbußen für die deutschen Sparer allein bis 2015.** Nach Abzug der gesunkenen Belastung der Konsumenten durch niedrigere Zinsen beträgt das Minus immer noch 248 Mrd. EUR. Auf jeden Deutschen umgelegt bedeutet dies einen Verlust von per Saldo 3.024 EUR.¹²⁹

Zeitlich befristetes Einfrieren der Bankguthaben: Im Zuge der komplexen und langwierigen Reformen im Anschluss an die Große Finanzkrise wurde und wird an vielen Schrauben gedreht. Eine dieser Schrauben soll der EZB für eine Dauer von maximal 5 Tagen die Möglichkeit einräumen, ein Moratorium über den Abzug der Bankeinlagen zu verhängen. Dadurch soll verhindert werden, dass eine angeschlagene (Groß-)Bank vollständig kollabiert und eine negative Kettenreaktion wie seinerzeit bei Lehman Brothers auslöst. Um effektiv zu sein, müsste das Gros der Einlagen vom Moratorium erfasst werden. Ein Abziehen der eigenen Guthaben wäre dann für eine gewisse Zeit nicht möglich.¹³⁰ Angesichts der

¹²⁷ Vgl. „Deutschland spart fast 300 Milliarden Euro“, Handelsblatt, 11. Jänner 2018

¹²⁸ Vgl. „Stabilitätsprogramm 2018“, Bundesministerium für Finanzen

¹²⁹ Vgl. „EZB-Politik kostet deutsche Sparer 436 Mrd. Euro“, F.A.S., aktualisiert am 20. Mai 2017

¹³⁰ Vgl. „Bank Deposits No Longer Off Limits as ECB Seeks Power to Freeze“, Bloomberg, 14. November 2017

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

Christian Ortner

„Wenn Deutschland für die Schulden der Euro-Partner bürgt, können sich die Länder Südeuropas munter weiterverschulden. All die Probleme, die sie und ihre französischen Gläubiger haben, lösen sich zunächst in Luft auf. Doch würde dadurch eine neue Verschuldungswelle losgetreten, die langfristig die Wettbewerbsfähigkeit des ganzen Kontinents schwächen würde.“

Hans-Werner Sinn

Erfahrungen mit dem Bail-In auf Zypern, steht jedoch zu befürchten, dass bei der dem Moratorium folgenden Sanierung die Guthaben des Publikums herangezogen werden.

Lastenausgleich à la français: Der Wind der finanziellen Repression weht – wenig überraschend – auch aus Frankreich und dort aus dem näheren Umfeld von Präsident Emmanuel Macron. France Stratégie, ein direkt dem französischen Premier unterstellter Think-Tank, publizierte im Herbst 2017 die Studie „Comment assurer la résorption des dettes publiques en zone euro?“¹³¹ („Wie schafft man einen Abbau der staatlichen Schulden in der Euro-Zone?“). In dieser werden unkonventionelle Wege des Abbaus der Staatsschulden vorgestellt. Vereinfacht gesagt: Die Zwangshypothek soll in einem – leicht – anderen Gewand wiederkommen.¹³²

Schuldenunion: Ein ums andere Mal erneuert insbesondere Paris seine Forderung, die Schulden in der EU zu vergemeinschaften. Sollte diese Vergemeinschaftung tatsächlich vollzogen werden, die sich auch in der Etablierung eines Finanzministers für die Eurozone äußern würde, käme dieser Schritt für die Bürger der geringverschuldeten Länder einer erzwungenen Schuldenaufnahme und damit einem politisch oktroyierten Nettovermögensverlust gleich. Während es Ländern wie Deutschland und Österreich im aktuell äußerst günstigen makro-ökonomischen Umfeld – solides Wachstum, extrem niedrige Zinsen – gelingt, eine Schwarze Null zu schreiben, wenn nicht überhaupt Budgetüberschüsse zu erzielen, erfreut man sich bei Frankreich darüber, dass es zum ersten Mal seit 10 Jahren mit einer Neuverschuldung von 2,6% die im Vertrag von Maastricht festgelegte Höchstgrenze von 3% einhält. Zum ersten Mal seit der Einführung des Euro 1999 halten übrigens alle Mitgliedsstaaten die vorgeschriebene Defizitgrenze von 3% ein.¹³³

Bankenunion: Als eine Variante der Schuldenunion kann die geplante Bankenunion, insbesondere die geplante gemeinsame Einlagensicherung (EDIS; European Deposit Insurance System) angesehen werden. Im Herbst des vergangenen Jahres lancierte die EU-Kommission diesen Vorschlag einer EU-weiten Einlagensicherung. In Deutschland stieß dieser Vorschlag auf erheblichen Widerstand. Die Kritik an der Maßnahme ging so weit, dass von der Gefahr eines Vertrauensverlust des deutschen Sparer in diese – derzeit noch nationalen – Sicherungssysteme gesprochen wurde.¹³⁴ Schließlich läuft dieser Vorschlag auf nichts anderes hinaus, als dass die Sparer der Staaten mit einem soliden Bankensystem für die Einlagen in den Staaten mit einem labilen Bankensystem geradezustehen haben. Speziell Italien ist zu erwähnen, dessen Rate an notleidenden Krediten am Gesamtvolumen mit 15,3% exakt drei Mal so hoch ist wie das der führenden Großbanken in Europa.¹³⁵

So heftig die Ablehnung insbesondere in Deutschland war, so hartnäckig pushen die EU-Zentralisten diesen Vorschlag. Insbesondere Emanuel Macron wird nicht

¹³¹ Vgl. „Comment assurer la résorption des dettes publiques en zone euro?“, France Stratégie, 11. Oktober 2017

¹³² Vgl. „Enteignung für den Schuldenabbau“, Handelsblatt, 11. Oktober 2017

¹³³ Vgl. „Erstmals halten alle Euro-Länder die Schuldengrenze ein“, Welt, 5. April 2018

¹³⁴ Vgl. „Brüssel wagt neuen Vorstoß in der Einlagensicherung“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 6. Oktober 2017

¹³⁵ Vgl. „NPLs in Italy's banking system“, Banca d'Italia

müde, die weitere Zentralisierung zu fordern. Bei einem gemeinsamen Treffen mit der deutschen Langzeitkanzlerin Angela Merkel wurde das Thema wieder auf das Tableau gebracht. Merkel wurde im Anschluss an dieses Treffen mit folgender Aussage zitiert: „Wir sind auch bereit, in einer vielleicht nicht unmittelbaren, aber ferneren Zukunft, ein gemeinsames Einlagensicherungssystem zu machen.“¹³⁶ Eine gefährliche Drohung, insbesondere für die Sparer in den vergleichsweise soliden Staaten.

Fazit

„Eine Vergemeinschaftung der Staatsschulden innerhalb der Eurozone entspräche einer komplett missverstandenen Solidarität innerhalb der Eurozone. Vielmehr führte eine derartige Maßnahme geradezu unweigerlich zu Moral Hazard und konterkarierte schlagartig jedwede politische Bemühung, in den betreffenden Staaten (endlich!) überfällige Strukturreformen zu verabschieden.“

Leef H. Dierks

Auch 2017 brachte keine Entspannung an der Front der finanziellen Repression. Die Fortsetzung des Trends kommt allerdings wenig überraschend. Die grundlegenden wirtschaftlichen, budgetären und geldpolitischen Verwerfungen sind in den vergangenen Jahren keineswegs gelöst worden. Allzu häufig wurden nur Symptome bekämpft, ohne die Ursachen an der Wurzel zu bekämpfen. Die aktuell sehr gute Konjunktur, eine von der Niedrigzinspolitik angefachte und befeuerte Scheinblüte, verschleiert die strukturellen Fehlstellungen. Doch anstatt dieses günstige Konjunkturwetter dazu zu nutzen, diese Fehlstellungen zu korrigieren, wird der bequeme Weg der Fortschreibung des Status Quo gewählt.

Für Gold bedeutet dies zweierlei: zum einen übersetzt sich die Verlängerung der geldpolitischen Verwerfungen samt den angedrohten oder bereits realisierten Zugriffen auf die Bankguthaben in eine Erhöhung der langfristigen Kursphantasie; andererseits wird der noch immer mögliche anonyme An- und Verkauf von Gold angesichts zusehends attraktiver, wenngleich dem Golde mit den aufstrebenden Kryptowährungen eine harte Konkurrenz erwachsen ist.

¹³⁶ Vgl. „Macron und Merkel wollen europäische Bankenunion“, DiePresse, 19. April 2018

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

Währungswettbewerb & digitales Geld: Wie aktuell ist Hayeks Vorschlag?

„Die Geschichte staatlichen Umgangs mit Geld ist, mit Ausnahme einiger kurzer glücklicher Perioden, eine Geschichte von unablässigem Lug und Trug.“

Friedrich August von Hayek

Key Takeaways

- Wirtschaftskrisen sind oftmals auf den Missbrauch des staatlichen Geldmonopols zurückzuführen.
- Hayek plädiert dafür, dass sich in einem dezentralen Entdeckungsverfahren alternative Privatwährungen entwickeln können, die mit dem Staatsgeld sowie untereinander im Wettbewerb stehen.
- Die freie Währungswahl seitens der Geldnutzer würde die Anbieter sowie den Staat dazu anhalten, gutes Geld zu emittieren und Haushaltsdisziplin zu üben.
- Kryptowährungen bergen das Potenzial für die Entstehung einer wettbewerblichen Geldordnung.
- „Hayek würde Gold dem Bitcoin vorziehen“: Interview mit Dr. Richard Zundritsch, Neffe von Friedrich A. Hayek.

Das staatliche Geldmonopol – eine lange Zeit nicht hinterfragte und gleichwohl verhängnisvolle Selbstverständlichkeit

„I do not think that it is an exaggeration to say that history is largely a history of inflation, and usually of inflations engineered by governments and for the gain of governments.“

Friedrich August von Hayek

Es ist eine Binsenweisheit, dass Monopole nachteilig sind. Sie sind kosten- und qualitätsineffizient, ihre Preissetzung bringt Wohlfahrtsverluste mit sich und darüber hinaus verwenden sie mitunter erhebliche Ressourcen allein darauf, andere Wettbewerber vom Markteintritt abzuhalten.¹³⁷ Folglich werden im Rahmen einer effizienten Wirtschaftsordnung Monopole entweder unterbunden oder zumindest an die Kandare genommen.

„[Die] auf die Sicherung und den Ausbau politischer Herrschaft zielende Motivation steht letztlich hinter der gesamten Geldgeschichte, die sich als Geschichte der Geldmanipulationen lesen lässt.“
Norbert F. Tofall

Spezialfälle stellen natürliche Monopole¹³⁸ sowie Staatsmonopole dar. Letztere gründen auf der Auffassung, dass der Staat in bestimmten Bereichen die Aufgaben effektiver oder „sozialer“ erledigen kann als private Anbieter, so etwa beim Gewaltmonopol, bei der staatlichen Krankenversicherung oder in der Bereitstellung der Infrastruktur.

Ein sehr mächtiges Werkzeug, das dem Staat zur Verfügung steht, ist das Geldmonopol.¹³⁹ Und dieses ist – wie im Eingangszitat zu diesem Kapitel angesprochen – so alt wie der Missbrauch desselben.¹⁴⁰ Schon in der Antike finanzierte man Kriege, indem man den Edelmetallgehalt von Münzen systematisch verringerte, wodurch deren Materialwert immer weiter unter den Nominalwert gedrückt wurde.¹⁴¹ Der Versuchung, über Inflationierung eine höhere Seigniorage einzustreichen bzw. indirekte Steuern zu kassieren, erlagen Herrscher und Regierende aller Jahrhunderte. Sie fand ihren institutionellen Niederschlag schließlich im zweistufigen Bankensystem, wie wir es heute kennen, also der Geldproduktion durch das Zusammenspiel von Zentralbanken (Emission von Zentralbankgeld) und Geschäftsbanken (Giralgeldschöpfung über Kreditvergabe), wodurch ein Schleier über die Abschöpfung der Seignioragegewinne gespannt

¹³⁷ Eine besondere Form stellen temporale Monopole dar, die sogenannte „Pioniergewinne“ erwirtschaften. So erhalten etwa Firmen für bestimmte Innovationen Patente, die sie eine Zeitlang vor der Nachahmung ihrer Produkte durch Wettbewerber schützen. Mit einem derartigen Patentrecht schränkt der Gesetzgeber zwar den Wettbewerb zum Zeitpunkt X ein, er fördert allerdings den Wettbewerb über die Zeit, da für Unternehmen oft nur die Aussicht auf die temporären Monopolgewinne entsprechende F&E-Investitionen rentabel erscheinen lassen. Vgl. Schumpeter, Joseph: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 1911

¹³⁸ Natürliche Monopole kommen infolge einer Kostenstruktur (meist hohe Fixkosten und niedrige Grenzkosten) zustande, bei der Wettbewerber die Gesamtkosten zur Bereitstellung eines Gutes erhöhen würden. Beispiele sind die Eisenbahn, die hohe Fixkosten in Form ihres Schienennetzes aufweist, oder Anbieter leitungsgebundener Versorgungsleistungen wie Wasser und Strom.

¹³⁹ Wir werden in diesem Kapitel vom „staatlichen Geldmonopol“ schreiben, auch wenn die Geldproduktion heutzutage weniger von der Zentralbank selbst, als vielmehr von der Kreditgeldschöpfung privater Geschäftsbanken herrührt und es sich somit um eine öffentlich-private Partnerschaft handelt. Aber schließlich ist es der Staat, der festlegt, welches das gesetzliche Zahlungsmittel ist.

¹⁴⁰ Vgl. „Monetary Regimes and Inflation“, Bernholz Peter, History, Economic and Political Relationships, Cheltenham, 2003

¹⁴¹ Vgl. *In Gold we Trust-Report 2016*, „Der monetäre Aspekt beim Untergang Roms“, S. 98-103, oder „The Frogs“, Aristophanes, S. 719-737

wird.¹⁴² Nicht zuletzt fügen sich auch die Bemühungen in Reaktion auf die Finanzkrise, das Geldsystem zu stabilisieren und den Euro zu retten, nahtlos in diese Missbrauchsgeschichte ein.

Es verwundert daher kaum, dass auch die Kritik am Geld- und Finanzsystem auf eine lange Geschichte zurückblickt. **Doch selbst jene Intellektuelle, die die Freiheit der Bürger in den Mittelpunkt ihrer Überlegungen stellen, hinterfragen – aller Kritik am Geldsystem zum Trotz – das staatliche Geldmonopol so gut wie nie.**¹⁴³

Hayeks Vorschlag des privaten Geldwettbewerbs

„Das Drängen nach mehr und billigerem Geld ist ein allgegenwärtiger politischer Druck, dem Währungsbehörden nie zu widerstehen vermochten.“

Friedrich August von Hayek

„Der Gewinn, dem der Staat aus der Geldmutation erwächst, ist ungerecht [...] Jede Geldmutation, von Ausnahmen abgesehen, entzieht den Untertanen gegen ihren Willen das Geld.“

Nicolas von Oresme

Nachdem Richard Nixon 1971 die Goldanbindung des US-Dollar aufgehoben hatte und somit der Versuch eines auf dem Gold-Devisenstandard basierenden Geldsystems infolge der Herausgabe ungedeckter Geldscheine gescheitert war, fühlte sich Friedrich August von Hayek dazu berufen, die Frage nach dem Wesen einer sinnvollen Geldordnung neu zu beurteilen.¹⁴⁴ Doch es war nicht nur die Loslösung des US-Dollar vom Gold, sondern auch das grassierende keynesianische Wirtschaftsdenken, das in Hayeks Augen die Aussichten auf die Herausbildung von stabilem und nicht-inflationistischem Geld in einem staatlich festgelegten Währungssystem mit Währungsmonopol verschlechtern würde.¹⁴⁵ Im Jahr 1975 formulierte Hayek in seinem Vortrag „Choice of Currency“¹⁴⁶ schließlich die provokante Forderung nach der Abschaffung des staatlichen Geldmonopols. Im Folgejahr erschienen die beiden Schriften *Freie Währungswahl* sowie *Entnationalisierung des Geldes*, in denen er seine Überlegungen zum Wettbewerb zwischen privaten Geldanbietern genauer ausarbeitete.

¹⁴² Vgl. „Die Nullzinsfalle: Nachhaltiger Vermögensaufbau in einem nicht nachhaltigen Geldsystem“, 2018 (erscheint in Kürze)

¹⁴³ Friedrich August von Hayek merkte an, dass es in der wissenschaftlichen Literatur keine wirkliche Antwort auf die Frage gebe, weshalb ein staatliches Geldmonopol unerlässlich sei, und dass es generell an einer akademischen Diskussion mangle, die sich mit der Aufhebung dieses Monopols beschäftigt („Entnationalisierung des Geldes: Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel“, 1977, S. 26f). Die Auffassung, Staaten hätten ein quasi-natürliches Vorrecht zur Geldproduktion, führte er auf die historische Tatsache zurück, dass diese sich schon früh das Münzprägerecht einverleibten und wie selbstverständlich beibehielten (ebenda S. 28).

¹⁴⁴ Das ist insofern spannend, als dass Hayek zuvor sehr entgegengesetzte Positionen vertreten hatte: „[A] really rational monetary policy could be carried out only by an international monetary authority [...] [S]o long as an effective international monetary authority remains an Utopian dream, any mechanical principle (such as the gold standard) [...] is far preferable to numerous independent and independently regulated national currencies.“ (von Hayek, Friedrich August: „Monetary Nationalism and International Stability“, 1937, S. 93ff) Später schreibt Hayek, ein freier Währungsmarkt „is not only politically impracticable today but would probably be undesirable if it were possible.“ (von Hayek, Friedrich August: „The Constitution of Liberty“, 1960, S. 324ff) Allerdings eint die verschiedenen Positionen, die Hayek über die Zeit bezogen hat, der Anspruch, eine möglichst nicht-inflationistische Geldordnung zu finden. Ferner zeugt die Entwicklung seiner Positionen von einer wachsenden Staatsskepsis.

¹⁴⁵ Vgl. „Toward a Free Market Monetary System“, Friedrich A. von Hayek, 10. November 1977, S. 2

¹⁴⁶ „Choice of Currency: A Way to Stop Inflation“, Friedrich A. von Hayek, The Institute of Economic Affairs, 1976

„It is impossible to grasp the meaning of the idea of sound money if one does not realize that it was devised as an instrument for the protection of civil liberties against despotic inroads on the part of governments. Ideologically it belongs in the same class with political constitutions and bills of rights.“

Ludwig von Mises

Hayeks Kernthese lautet: Der permanente Missbrauch des staatlichen Geldmonopols zum Zwecke privater Bereicherung, zum Stopfen von Haushaltslöchern oder zur Finanzierung von Kriegen zeige, dass Machtbündelung beim Staat (oder einer anderen zentralisierten Instanz) nicht funktioniert. Dem Staat müsse daher die Macht über das Geld entzogen werden. Stattdessen bedürfe es einer Geldordnung, die auf konsequente Machtteilung setzt.

Doch wie würde eine dem Prinzip der Machtteilung entsprechende Ordnung aussehen und wie könnte sie entstehen? Hayek argumentiert, eine solche Ordnung würde sich herausbilden, wenn man folgende Freiheiten zuließe:

- Private Geldproduzenten könnten Geld emittieren und damit in einen Währungswettbewerb eintreten.
- Bürger könnten die Währungen, die sie nutzen, frei wählen.

Banken könnten beispielsweise ihre eigenen Währungen emittieren und zwar in jeder beliebigen Menge. **Hayek, der in gold- bzw. rohstoffgedecktem Geld den Idealfall sah, ließ explizit die Möglichkeit offen, dass Banken auch exzessive Giralgeldschöpfung betreiben könnten.** Er ging jedoch davon aus, dass diese Praxis im Wettbewerb nicht überlebensfähig wäre. Der Anreiz für Banken, ihre Geldbasis über die Summe der Ersparnisse auf der Aktivseite ihrer Bilanzen auszuweiten, wäre gedrosselt. **Denn das Verlangen der Geldnutzer nach wertstabilem Geld und möglichst unkomplizierter Verwendung würde jede Bank dazu zwingen, diese Erwartungen bestmöglich zu erfüllen.** Andernfalls würden Anbieter durch Abwanderung der Konsumenten bestraft und in weiterer Folge vom Markt verschwinden.

Der Wettbewerb hätte also eine disziplinierende Wirkung. Die Anreizstruktur wäre optimal, denn die Gesamtwohlfahrt würde steigen, indem viele konkurrierende Akteure ihr Eigeninteresse verfolgen.¹⁴⁷ Hayek schlussfolgert:

„Geld ist die einzige Sache, die durch Wettbewerb nicht 'billig' würde, weil seine Attraktivität gerade darauf beruht, dass es 'teuer' bleibt.“¹⁴⁸

Welche Rolle käme in einer solchen Wettbewerbsordnung der Zentralbank zu? Diese würde obsolet werden. Diese Konsequenz wird von Hayek begrüßt, da er gerade in der staatlichen Geldpolitik die eigentliche Quelle wirtschaftlicher Instabilität sieht. Die geschichtlich dokumentierten Wirtschaftskrisen seien laut Hayek immer wieder auf das verzerrende Wirken der staatlichen Geldpolitik und eben nicht auf Funktionsstörungen der Marktwirtschaft zurückzuführen:

¹⁴⁷ Vgl. „Entnationalisierung des Geldes: Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel“, Friedrich A. von Hayek, 1977, S. 57

¹⁴⁸ „Entnationalisierung des Geldes: Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel“, Friedrich A. von Hayek, 1977, S. 94

„Vergangene Instabilitäten innerhalb der Marktwirtschaft sind die Folge der Beseitigung des Geldes als wichtigster Regulator des Marktmechanismus, da Geld seinerseits eben gerade nicht durch einen Marktprozess geordnet ist.“¹⁴⁹

Allerdings müsste die Zentralbank nicht gleich ihre Pforten schließen. Sie könnte weiterhin (staatliches) Geld emittieren. Nur würde sie dann im Wettbewerb mit anderen Banken bzw. Geldproduzenten stehen und wäre somit dazu angehalten, den Bürgern ein wertstabiles Geld anzubieten.

Staatliches Währungsmonopol vs. wettbewerbliche Währungsordnung

Akteur	Staatliches Währungsmonopol	Währungswettbewerb
Staat	Legt das gesetzliche Zahlungsmittel (GZ) fest; Zentralbank emittiert GZ als Fiat-Geld Hat Macht, sich von der Zentralbank direkt oder indirekt GZ zu besorgen, wodurch GZ verwässern würde Hat Anreiz, GZ zu verwässern, um Handlungsspielraum zu gewinnen → Kein Anreiz zu Haushaltsdisziplin	Keine Macht über ein GZ Staatliches Zahlungsmittel (SZ) wird über die Staatsbank emittiert Hat nur begrenzte Macht, sich von der Staatsbank direkt oder indirekt SZ zu besorgen, wodurch SZ verwässern würde Kein Anreiz, das staatliche Zahlungsmittel (SZ) zu verwässern (da Abwanderung der Bürger zu befürchten) → Anreiz zu Haushaltsdisziplin und stabilem SZ
Geschäftsbanken (GB) bzw. private Emittenten (PE)	GB haben Anreiz, GZ durch übermäßige Kreditvergabe (Giralgeldschöpfung) zu verwässern, um Seignioragegewinne zu erzielen und zusätzliches Geschäft zu lukrieren → Wirtschafts- und Finanzsystem ist fragil (Krisen), Staat muss rettend einspringen und sich dafür Handlungsspielraum verschaffen, indem er Geld druckt (siehe Zeile hierüber)	PEs geben je ihr eigenes Geld heraus, das untereinander und mit SZ im Wettbewerb steht Könnten über übermäßige Kreditvergabe versuchen, Seignioragegewinne zu erzielen – Gefahr ist jedoch Bestrafung vom Bürger durch Abwanderung → Anreiz zu stabilem privaten Geld → Wirtschafts- und Finanzsystem wäre robuster bzw. antfragil
Bürger	Können Geld nicht frei wählen, müssen alle Transaktionen (Handel mit anderen Bürgern, Bankeinlagen, Kredite, Steuern) in (Forderungen auf) GZ abwickeln Einige (Netto-Schuldner) profitieren von der Verwässerung des GZ Die Mehrheit der Bürger sind Netto-Enteignete	Können Geld frei wählen Können PE und Staatsbank für schlechtes Geld durch Ausweichen auf andere Gelder bestrafen Haben nicht zu befürchten, über Inflationierung zwangsenteignet zu werden

Quelle: Incrementum AG

¹⁴⁹ „Entnationalisierung des Geldes: Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel“, Friedrich A. von Hayek, 1977, S. 102

Fazit

„Alles spitzt sich damit auf die Frage zu: Welche Ordnungsformen gewähren Freiheit?“

Walter Eucken

Hayek hat in unseren Augen sehr wertvolle theoretische Vorarbeiten für eine zukünftige, krisenresistentere Geldordnung geliefert. Um eine vollständige Freiheit für Geldproduzenten und -konsumenten herzustellen, müsste das staatliche Geldmonopol in Frage gestellt werden und die Möglichkeit bestehen, dass sich in einem dezentralen Entdeckungsverfahren Privatwährungen entwickeln können, die miteinander im Wettbewerb stehen. Weil Geldnutzer die Produzenten schlechten, d. h. inflationistischen Geldes durch Abwanderung bestrafen würden, wären sowohl staatliche als auch private Anbieter dazu angehalten, ihre Produzentenrente gering zu halten und gutes Geld zu emittieren.

Da Staaten dann nicht die Möglichkeit hätten, über Inflation ihre Schuldenlast zu mindern, wären sie in einer solchen Geldordnung wirksam zur Haushaltsdisziplin angehalten. **Die chronische Verschuldungs-Krise der Gegenwart könnte in einem solchen System gar nicht erst entstehen. Folglich wäre der Währungswettbewerb die effektivste Schuldenbremse überhaupt.**¹⁵⁰

Lange Zeit war ein solcher Währungswettbewerb undenkbar, da er vorausgesetzt hätte, dass Staaten ihr Geldmonopol freiwillig aufweichen. **Mit den Kryptowährungen wird ein Währungswettbewerb im Sinne Hayeks möglich.**

„Wenn die Politik die Kunst des Möglichen ist, dann ist die politische Philosophie die Kunst, das anscheinend Unmögliche politisch möglich zu machen.“
Friedrich August von Hayek

Das Verständnis des staatlichen Geldmonopols, der an ihm hängenden Macht sowie das Erkennen, wie diese Macht immer und immer wieder auf Kosten der Bürger missbraucht wird und ursächlich für gravierende Wirtschaftskrisen ist, kann vielleicht sogar zu der Bildung einer gesellschaftlichen Kraft führen, die auf den Wandel der Geldordnung drängt.

¹⁵⁰ Vgl. „Währungsverfassungsfragen sind Freiheitsfragen: Mit Kryptowährungen zu einer marktwirtschaftlichen Geldordnung?“, Tofall Norbert F., Flossbach von Storch Research Institute, 2018, S. 5

Exklusiv-Interview mit Dr. Richard Zundritsch – „Hayek würde Gold dem Bitcoin vorziehen“



Friedrich August von Hayek und sein Neffe Richard Zundritsch in den 1980er-Jahren in Obergurgl

Zur Person: Dr. Richard Zundritsch hat an der Universität Wien studiert und in Rechtswissenschaften promoviert. Er ist ein unabhängiger Finanzberater mit Sitz in der Schweiz und hat sich auf die Bereiche Kapitalmärkte, Vermögensverwaltung, Nachfolgeplanung und Venture Capital spezialisiert. Dr. Zundritsch ist der Neffe von F. A. von Hayek und kannte ihn persönlich. Nicht zuletzt deshalb gilt er als ausgewiesener Kenner von Hayeks Werken.

Lieber Herr Dr. Zundritsch! Sie sind der Neffe des großen F.A. Hayek und gelten als international renommierter Hayek-Experte. Mit seinen Publikationen gilt Hayek ja als Vorreiter beim Thema Währungswettbewerb. Warum ausgerechnet Hayek?

Als Hayek sein Buch *The Denationalisation of Money* 1976 geschrieben hatte, das im darauffolgenden Jahr in deutscher Übersetzung unter dem Titel *Entnationalisierung des Geldes* veröffentlicht wurde, gab es noch keine konkurrierenden Nationalwährungen wie heute, sondern viel mehr Währungskontrollen. Devisengenehmigungen waren Alltag. Deshalb forderte Hayek zuallererst einmal eine allgemeine Vertragsfreiheit, damit eine Person entscheiden kann, in welcher Währung sie einen Vertrag abschließen möchte.

Damit ist Hayek erfolgreich gewesen.

In der Tat. Heute ist diese Vertragsfreiheit gegeben. Diesen Punkt muss man vorausschicken, wenn man die Ideen Hayeks in seinem Werk zur Entnationalisierung des Geldes diskutieren will. Es ging Hayek mehr um Konkurrenz zwischen den Währungen und nicht per se um die Abschaffung staatlichen Geldes. Letztlich bedauerte Hayek, dass er seine Gedanken zu diesem Thema nicht weiterverfolgen konnte.

Hayek forderte also mehr Freiheit. Viele Bitcoin- und Krypto-Anhänger fordern dasselbe.

Das stimmt. Eines der Hauptmotive für Hayek war allerdings auch die Inflation. Sein Leben lang war Hayek von Inflation geplagt, weshalb er sich sehnlichst stabiles Geld wünschte. Dieser Wunsch liegt auch dem Bitcoin zugrunde – ironischerweise sind Bitcoin und andere Kryptowährungen bis zum heutigen Tage alles andere als wertstabil.

Der Freiheitsaspekt von Kryptowährungen würde Hayek also gefallen?

So frei, wie immer alle denken, sind die Kryptowährungen gar nicht. Der Handel von Kryptowährungen muss fast immer über zentralisierte Handelsbörsen und über staatliche Währungen gehen. Bitcoin selbst lässt sich vielleicht nicht regulieren, wohl aber die Schnittstellen an der Peripherie. Hier wäre Hayek wohl skeptisch.

Und die Volatilität von Bitcoin?

Diese würde Hayek sicherlich nicht gefallen. Sein erklärtes Ziel war klar die Geldwert-Stabilität. Auf diese legte er sehr großen Wert. Genauso war er auch ein erbitterter Gegner von jeglicher Inflation und Deflation. In Hayeks Vorstellung würden private Währungen immer von einem privaten Geldemittenten – einem Staat, einer Bank oder einem Unternehmen – ausgegeben. Die Kryptowährungen haben keinen solchen Geldemittenten, sondern basieren auf einer Technologie, der Blockchain. Diese mag zwar im Angebot beschränkt sein und kann deshalb nicht beliebig inflationiert werden, aber die Wertschwankungen können eben beträchtlich sein.

Als Inflationsgegner müsste das Hayek doch begrüßen?

Nein. Hayek geht von der Idee aus, dass der Währungsemittent ein Interesse daran hat, die Währung stabil zu halten. Im Gegenteil dazu gibt es bei den Kryptowährungen nur einen Erfinder. Ist eine Blockchain einmal in der Welt, führt sie gewissermaßen ein Eigenleben. Und niemand hat ein Interesse, die Kryptowährung unter Kontrolle zu halten. Bei der Blockchain gibt es keine Möglichkeit, den Geldwert über das Geldangebot zu steuern, wie das der private Geldemittent in Hayeks Vorstellung tun könnte.

Könnte Hayek den Kryptowährungen gar nichts abgewinnen?

Doch. Natürlich würde Hayek den Währungswettbewerb gutheißen. Gerade im internationalen Zahlungsverkehr, wo eine Transaktion heute immer noch mehrere Tage dauert und eine Stange Geld kostet, sorgen Kryptowährungen für die nötige Konkurrenz. Hayek wäre aber wohl kein Krypto-Fan, eher ein interessierter Beobachter. **Es ist davon auszugehen, dass er Gold den Kryptos vorziehen würde.**

Herr Dr. Zundritsch, vielen Dank für das hochinteressante und aufschlussreiche Gespräch!

Kryptos: Freund oder Feind?

„There is going to be one cryptocurrency that will be the online equivalent of gold and the one you'd bet on would be the biggest.“

Peter Thiel

Key Takeaways

- Bitcoin: Wie Gold lässt sich die Geldmenge nicht beliebig manipulieren, weshalb sich die Kryptowährung als gutes Wertaufbewahrungsmittel entpuppen könnte.
- Kryptowährungen sind digital und im Internetzeitalter nicht mehr wegzudenken. Sollte sich Bitcoin bewähren, könnte die Kryptowährung als digitales Gold zunehmend an Relevanz gewinnen.
- Goldgedeckte Kryptowährungen könnten eine gewisse Stabilität in die Krypto-Welt bringen und es zudem wieder einfacher machen, Gold im Wirtschaftsleben zu verwenden.

Kryptos und Gold: verwandte Anlageklassen?

„Bitcoin is about the network effects. The first network effect is speculation. People have been collecting and speculating in gold and silver and sodium bicarbonate for centuries. The second network effect is going to be merchants accepting bitcoin because people are holding it speculatively. Then merchants are going to start using it as payment themselves because they accept it.“

Trace Mayer

Die Kryptowährungen erlebten 2017 einen kometenhaften Aufstieg und ließen viele Finanzexperten aufhorchen. Woher kommen sie und warum sind sie hier? Ökonomen wie Paul Krugman und insb. der Krypto-Hater Nouriel Roubini äußerten sich immer wieder negativ zu Kryptowährungen – wohl auch deshalb, weil dieses neue Phänomen so gar nicht in die Denkschablonen jener Ökonomen paßt, die gegenwärtig als Koryphäen ihres Faches gelten.

Auch unter den Goldsympathisanten halten sich Befürworter und Kritiker in etwa die Waage. Die teilweise große Ambivalenz ist durchaus überraschend, zumal Bitcoin dem gelben Edelmetall nachempfunden sein soll. Nicht selten wird Bitcoin daher als „digitales Gold“ bezeichnet.

„30th anniversary of Black Monday, when markets dropped 23% in a day. In crypto we just call that Monday.“

Alexander Tapscott

„Aller Fortschritt der Menschheit vollzog sich stets in der Weise, dass eine kleine Minderheit von den Ideen und Gebräuchen der Mehrheit abzuweichen begann, bis schließlich ihr Beispiel die anderen zur Übernahme der Neuerung bewog.“

Ludwig von Mises

Wie wir bereits im Kapitel „In Bitcoin We Trust?“ in unserem letztjährigen *In Gold we Trust* In Gold we Trust-Report geschrieben haben ist eine Eigenschaft, die Bitcoin mit Gold teilt, dass es nicht durch eine Zentralbank inflationiert werden kann.¹⁵¹ **Zudem sind weder Gold noch Bitcoin jemand anderes Verpflichtung, weshalb sie kein unmittelbares Gegenparteirisiko aufweisen. Beide bieten sie Schutz vor Negativzinsen und vor der Demonetisierung von Fiatgeld.**¹⁵²

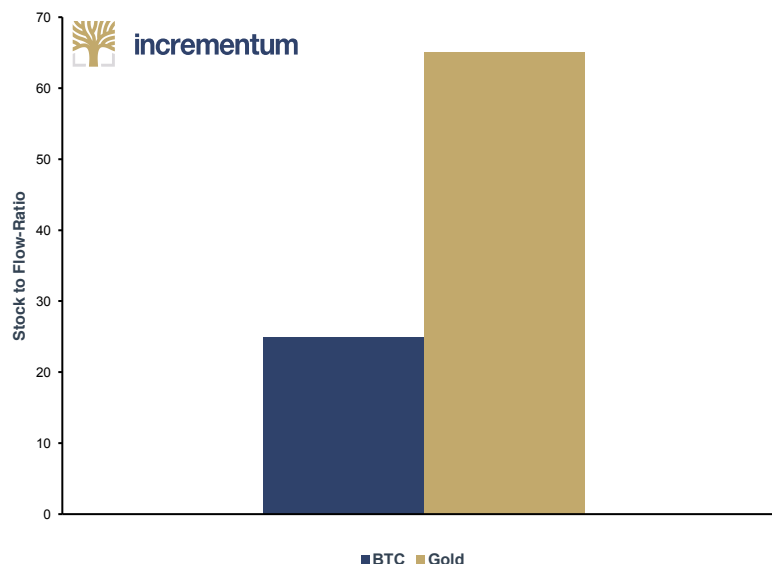
Bitcoin ist aber insofern besonders, als es als Zeichengeld angesehen werden kann, das ein Sachgeld imitiert. Ähnlich wie Gold müssen auch Bitcoins geschürft werden, nur eben auf digitale Weise. Die Herstellung neuer Bitcoins erfordert die Aufwendung von Energie, was eine Art der digitalen Knappheit durch die zeitliche Verzögerung des Schürfvorgangs sicherstellt. Im Unterschied zu Gold ist Bitcoin von vornherein auf eine absolute Gesamtmenge von 21 Millionen Einheiten begrenzt. Diese sollen allesamt im Jahre 2140 geschürft sein. Bitcoin ist so programmiert, dass ungefähr alle zehn Minuten eine gewisse Anzahl neu geschürft wird. Seit der Entstehung 2008 nimmt diese Menge neugeschaffener Bitcoins alle vier Jahr ab. Heute sind wir bei 12,5 Bitcoins alle 10 Minuten – 2020 werden es noch 6,25 sein, 2024 noch 3,125.

¹⁵¹ Vgl. „In Bitcoin we Trust“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 124-133

¹⁵² Vgl. „In Bitcoin we Trust“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 124-133

Schon vor einem Jahr haben wir auf die Ähnlichkeit von Gold und Bitcoin in Bezug auf deren jeweilige Stock-to-Flow Ratio (SFR) hingewiesen. Während Gold eine SFR von ca. 64 Jahren besitzt, liegt diejenige von Bitcoin bei ungefähr 25 Jahren.

Aktuelles Stock to Flow-Ratio: Bitcoin und Gold



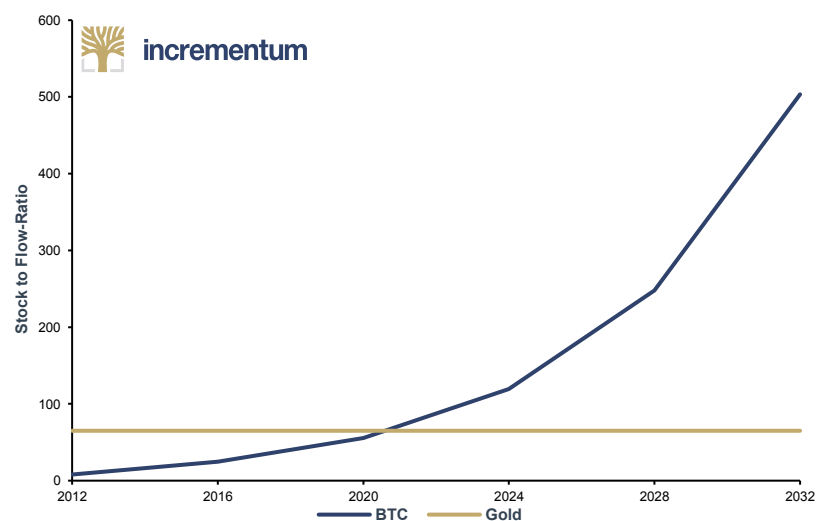
Quelle: World Gold Council, bitcoinblockhalf.com, Incrementum AG

„It's all about relative supply curves – the supply curve for bullion is far more inelastic than is the case for paper money. It really is that simple.“

David Rosenberg

Weil sich die Anzahl neugeschaffener Bitcoins alle vier Jahre halbiert, wird sich das SFR von Bitcoin im Laufe der Zeit weiter erhöhen. **Im Jahr 2024 wird es bei ca. 119 Jahren liegen.**¹⁵³ **Die SFR von Bitcoin wird dann *ceteris paribus* um etwa das Doppelte höher sein als die von Gold.** Für viele macht dieser Umstand Bitcoin zum ultimativen Wertaufbewahrungsmittel, das künftig sogar Gold überlegen sein soll.

Stock to Flow-Ratio im Zeitablauf: Bitcoin und Gold



Quelle: World Gold Council, bitcoinblockhalf.com, Incrementum AG

¹⁵³ Vgl. „In Bitcoin we Trust“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 124-133

Bitcoin: Eine Kampfansage an Gold?

„The world ultimately will have a single currency, the internet will have a single currency. I personally believe that it will be bitcoin.“

Jack Dorsey

Seit sich Bitcoin mit seinem fulminanten Preisanstieg im vergangenen Jahr ins Rampenlicht katapultiert hat, sehen einige Analysten die Stellung von Gold als sicherer Hafen bedroht. Immer wieder hört man das Argument, wonach Bitcoin Gold einen großen Teil dessen Marktkapitalisierung streitig machen könnte. Davon ist Bitcoin noch allerdings sehr weit entfernt. Die Marktkapitalisierung von Bitcoin liegt bei etwa 140 Mrd. USD, während Gold eine Marktkapitalisierung von über 7 Billionen USD aufweist.

Doch was spricht dafür, dass Bitcoin im Vergleich zur Marktkapitalisierung von Gold in Zukunft Boden gutmachen könnte – vielleicht sogar auf Kosten von Gold? Es ist der Umstand, dass unser Leben zunehmend digitaler wird. Mit der Entstehung des Internets hat sich die zwischenmenschliche Kommunikation grundlegend verändert. Heute ist die direkte weltumspannende Kommunikation in Echtzeit, wie diese von Instant-Messenger aller Art ermöglicht wird, nicht mehr wegzudenken. Auf ähnliche Art und Weise soll sich durch das Aufkommen von Bitcoin nun auch eine fundamentale Änderung ergeben, wie Menschen Werteinheiten über das Internet unmittelbar miteinander austauschen.

„If you are a millennial and you are faced with hyper-expensive equities, hyper-expensive bonds and hyper-expensive real estate, your opportunity set for wealth creation over the future is troublesome. By the invention of a new asset class that has phenomenal upside and also has a use as a reserve asset, you have given millennials an opportunity for wealth creation.“

Raoul Pal

Insbesondere die Millennials dürften hier eine entscheidende Rolle spielen. Als „digital natives“ aufgewachsen, pflegen sie einen anderen, neuartigen Lebensstil. **Genauso wie sich angeblich weibliche Millennials zum Valentinstag mehr über einen per Smartphone empfangenen digitalen Blumenstrauß freuen¹⁵⁴, könnte für diese Generation das digitale Gold in Form von Bitcoin realer sein als das echte.**

Die digitale Revolution, wie sie häufig genannt wird, geht auch an der Finanzwelt nicht spurlos vorbei. Denn die „digital natives“ von heute sind die Kunden der Finanzindustrie von morgen. Weil Bitcoin und andere Kryptowährungen die Banken in ihrer Existenz bedrohen, müssen sich diese neuen Wege überlegen, wie auf diese Entwicklung bestmöglich zu reagieren ist. Eine Möglichkeit besteht in der Integration dieser neuen Anlageklasse rund um Bitcoin in ihre Geschäftsmodelle, um die Gefahr des Kundenverlusts durch Kooptierung zu neutralisieren.

Nicht nur innovative Geschäftsbanken, auch für die Zentralbanken selbst dürfte Bitcoin künftig von Interesse sein. Noch heute halten die wichtigsten Notenbanken einen Teil ihrer Aktiva in physischem Gold. Dieses dient ihnen als Sicherheitspuffer für ihre eigenen nationalen Währungen. **Es ist nicht auszuschließen, dass Zentralbanken diesen Sicherheitspuffer in**

¹⁵⁴ Diese Entwicklung können die Autoren dieser Zeilen und vermutlich auch der Blumenhandel nicht unbedingt nachvollziehen.

Zukunft mit Bitcoin als neue Reserve-Anlage ergänzen könnten.¹⁵⁵ Mario Draghi hat bereits mit seiner Aussage aufhorchen lassen, dass europäische Banken in absehbarer Zukunft Bitcoin-Positionen halten könnten.¹⁵⁶

„Blockchain is fascinating and there are all kinds of applications for it. But the ultimate killer-app is the boring old non-dilutive reserve asset, which is bitcoin.“

Mark Hart

Aufgrund des dezentralen Aufbaus könnte Bitcoin als unabhängiges Asset zweifelsohne geopolitische Relevanz erlangen, vorausgesetzt es erweist sich über die nächsten Jahre als nicht angreifbare Wertanlage. **Für einige wenige Querdenker scheint Bitcoin diese geopolitische Komponente bereits innezuhaben.** Deren Argument lautet: Warum sonst hätte die bis heute so zögerliche US-Regulierungsbehörde die Bitcoin-Futures plötzlich bewilligt und das nur knapp eine Woche nach der Ankündigung Russlands, Chinas, Indiens und Brasiliens, eine neue Goldhandelsplattform ins Leben zu rufen? Dass China und Russland ihre Goldbestände in den vergangenen Jahren massiv aufzustocken begonnen haben und so auf eine De-Dollarization hinarbeiten, ist allgemein bekannt.¹⁵⁷ Die Querdenker halten es deshalb für möglich, dass die USA dieses Spiel durchschaut haben und deshalb in Bitcoin eine neue Alternative im geopolitischen Ränkespiel des globalen Währungswettbewerbs sehen. **Während das den USA nahestehende Japan den Kryptowährungen wohlgesinnt zu sein scheint, haben sich Russland und China eher kritisch gezeigt. Die chinesische Regierung hat sogar schon einige Male versucht, mittels Verboten und harter Regulierung gegen Bitcoin vorzugehen.¹⁵⁸** Natürlich handelt es sich hier um hypothetische Auslegungen dieser jüngsten Ereignisse, die etwas weithergeholt wirken mögen – absurd sind derartige Interpretation allerdings nicht.

Um den gleichen monetären Status wie Gold zu erreichen, wird sich Bitcoin über die nächsten Jahre noch beweisen müssen. Gold hat seine Werthaltigkeit über mehrere tausend Jahre unter Beweis gestellt und ist deshalb zur unabhängigen Reserve-Anlage aufgestiegen. Kritiker von Bitcoin weisen mit Recht darauf hin, dass die Kryptowährung bislang nur das ungewöhnliche Marktumfeld seit der letzten Finanzkrise kennt. So haben Zentralbanken in den letzten zehn Jahren – also exakt während der bisherigen Lebenszeit von Bitcoin – mit ihrer ultraexpansiven Geldpolitik für eine regelrechte Everything-Bubble gesorgt.

¹⁵⁵ Vgl. „2018: The Year Central Banks Begin Buying Cryptocurrency, Coindesk“, Eugene Etsebeth, 17. Dezember 2017

¹⁵⁶ Vgl. „European Banks Could Soon Hold Bitcoin, Admits ECB President“, CCN, 8. Februar 2018

¹⁵⁷ Vgl. „Die Große De-Dollarization: Goodbye Dollar, hello Gold?“, *In Gold we Trust-Report 2017*

¹⁵⁸ Vgl. „Trace Mayer: Bitcoin Can Become Reserve Asset“, Valentin Schmid, The Epoch Times, 19. Jänner 2018



„Bitcoin on the other hand hasn't even gone through one market cycle, having existed only in a period of rising risk assets, extreme monetary largesse and declining volatility.“

Jordan Eliseo

Von der Everything-Bubble haben die Kryptowährungen sicherlich auch profitiert. Gleichzeitig haben die Zentralbanken die Marktvolatilität in den Keller gedrückt und die Risikoeinpreisung auf den Finanzmärkten de facto eliminiert. **Wie wird sich aber Bitcoin in einer Rezession verhalten? Und wie wird der Bitcoin-Preis im Zuge eines möglichen Crashes an den Finanzmärkten reagieren?** Diesen Test müssen Bitcoin und die restlichen Kryptowährungen noch bestehen. Wir gehen davon aus, dass sich im Zuge eines solchen Crash-Umfeldes die digitale Spreu vom Weizen trennen wird.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye



Der cryptoresearch.report bietet einen umfassenden Überblick über die aktuellen Entwicklungen im Bereich Kryptowährungen. Quartalsweise, speziell für Anleger.

Alle Informationen unter www.cryptoresearch.report

Gold und Bitcoin – eine fruchtbare Symbiose?

„Unlike every previous bubble in history, bitcoin prices do not generate a supply response. Real estate bubbles cause overcapacity in real estate; government bond bubbles bring government spending and huge supplies of new government bonds. But the quantity of bitcoin increases at a steadily slowing pace. And the higher its price runs, the more it seems to validate price targets of hundreds of thousands or even millions, enticing those who own bitcoin to take them off the market.“

Dan Oliver

Die Zukunft muss allerdings nicht zwingend einen bitteren Kampf um die Vormachtstellung des ultimativen unabhängigen Reserve-Assets bringen. Gold und Bitcoin können nicht bloß koexistieren, sie lassen sich sogar kombinieren, um das Beste aus beiden Welten zu bekommen. **So gibt es zahlreiche Vorstöße, Gold, aber auch andere Edelmetalle, auf eine Blockchain zu bringen.**

„Every year since the 1970s gold has lost market share to financial assets and I think this gives it a chance to come back against those financial assets.“

Peter Grosskopf
CEO Sprott Inc.

Goldgedeckte Kryptowährungen

Das zentrale Problem ist, dass bestehende Kryptowährungen wie Bitcoin momentan großen Marktschwankungen ausgesetzt sind. Dagegen könnte eine goldgedeckte Kryptowährung Abhilfe schaffen. Gold ist bedeutend preisstabiler als Bitcoin, nicht zuletzt deshalb, weil das gelbe Edelmetall aufgrund der Schmuck- und Recycling-Industrie über einen Puffer verfügt, der die Volatilität abmildert. Damit sich der Krypto-Markt langfristig etablieren kann und Kryptowährungen auch bei Unternehmen Verwendung finden, ist er auf sogenannte Stablecoins¹⁵⁹, also preisstabile Kryptowährungen angewiesen. Goldgedeckte Kryptowährungen könnten hier eine „best of both worlds“-Lösung darstellen. **Im nachfolgenden wollen wir einige konkrete Anwendungen vorstellen.**

Vor kurzem hat TradeWind Market - ein von Sprott Inc., Goldcorp und IEX Group gegründetes Technologieunternehmen - eine neue digitale Goldhandels- und Settlement-Plattform lanciert. Mit Hilfe der Plattform soll der Goldhandel signifikant vereinfacht und beschleunigt werden und die Transaktionskosten reduziert werden. TradeWind bietet zudem ein dezentrales Register, das die Handelsabwicklung, das Account-Management und die Buchhaltung sicherstellen soll.¹⁶⁰

Perth Mint, die staatliche Münzprägestalt Australiens, hat angekündigt, eine durch Gold gedeckte Kryptowährung zu entwickeln. Die Lancierung einer goldgedeckten Kryptowährung verschafft dieser einen intrinsischen Wert, der

¹⁵⁹ Vgl. „Stablecoins: designing a price-stable cryptocurrency“, Hackernoon, 19. Februar 2018

¹⁶⁰ Vgl. „This New Blockchain Platform Aims to Give Gold a Digital Edge“, Bloomberg, 26. März 2018

„Bitcoin is an excellent idea. It fulfills the needs of the complex system, not because it is a cryptocurrency, but precisely because it has no owner, no authority that can decide on its fate. It is owned by the crowd, its users. And it has now a track record of several years, enough for it to be an animal in its own right.“

Nassim Taleb

„If gold-backed accounts or digital gold currency tokens with cryptographically secured transfers are successfully launched, users will be able to adopt a modern gold standard as easily as they can now adopt the bitcoin standard.“

Lawrence White

„A number of serious people are working very rapidly to digitize gold on the blockchain; we know, because we are talking to some of them.“

Luke Gromen

vertrauensbildend wirkt. Denn gewöhnlich sind Kryptowährungen nur durch die Technologie selbst „gedeckt“. ¹⁶¹

Die britische Royal Mint und die CME Group haben vor kurzem Royal Mint Gold (RMG) ins Leben gerufen, den sie als neuen digitalen Gold-Standard bezeichnen. Der RMG ist ein neues Anlageprodukt, das eine kostengünstige, sichere und bequeme Art ermöglichen soll, physisches Gold zu handeln. Jeder existierende RMG soll mit einem Gramm Gold gedeckt sein. Dieses Gold wird in einem Tresorraum verwahrt, der durch die Royal Mint kontrolliert und auditiert wird. ¹⁶²

Gleichzeitig soll die CME Group die Handelsplattform für den Echtzeit-Handel der RMG-Token zur Verfügung stellen. Letztlich sind die RMG-Token als elektronische Lagerempfangsscheine anzusehen, die den Inhaber berechtigen, eine entsprechende Menge an physischem Gold zu erhalten. Der Wert eines RMG-Token ist somit eng an den Goldpreis gekoppelt. Im Gegensatz zur traditionellen Goldanlage sollen keine Lager- oder Managementgebühren anfallen. ¹⁶³ Allerdings muss jeder, der sich in das RMG-System einkauft, eine – noch nicht näher definierte – Prämie bezahlen, die über dem Kassakurs von Gold liegt. Von dieser Handelsspanne profitieren die Herausgeber des RMG-Tokens. ¹⁶⁴

Über eine Blockchain soll die lückenlose Aufzeichnung und Auditierung des Goldes im Tresor der Royal Mint sichergestellt werden. Die Blockchain bringt den Vorteil, dass jedermann zu jeder Zeit mittels RMG Block-Explorer überprüfen kann, ob die Gesamtmenge aller umlaufenden RMG-Token tatsächlich mit den durch die Prüfer bekannt gegebenen Tresorgoldbeständen übereinstimmt. Die RMG-Blockchain ermöglicht es jedem Goldbesitzer zu beweisen, dass er der tatsächliche Eigentümer des gelben Edelmetalls ist. Ein weiterer Vorteil des RMG-Token-Modells sollen die niedrigen Eintrittshürden sein. Laut RMG lässt sich auch nur ein einziger Token erwerben, der mit einem Gramm Gold gedeckt ist.

Der auf einer Blockchain basierende Goldhandel verspricht zudem einen weiteren gewaltigen Vorteil. Es steht außer Zweifel, dass die Anzahl heutiger Papiergeldzertifikate die Menge an real vorhandenem Gold bei weitem übersteigt. **Der Grund dafür sind u. a. Derivative, die einen gewaltige Hebelung und eine einfache Goldpreismanipulation ermöglichen.** Wenn über eine Blockchain tatsächlich sichergestellt werden könnte, dass jede Unze physischen Goldes nur von einer Person gehalten werden kann, würde dies die Fähigkeit der Marktteilnehmer erheblich verringern, überschüssiges Papiergold zu erzeugen. Mit anderen Worten, die Digitalisierung von Gold auf der Blockchain sollte es ermöglichen, die Hebelwirkung finanzieller Akteure auf dem Papiergoldmarkt einzuschränken.

¹⁶¹ Vgl. „Cryptocurrency backed by gold being developed by Perth Mint to entice investors back to precious metals“, ABC News, 23. Jänner 2018

¹⁶² Vgl. „How it works“, Webseite der Royal Mint Gold

¹⁶³ Vgl. „FAQ“, Webseite der Royal Mint Gold

¹⁶⁴ Vgl. „Combining Bitcoin with Gold“, Foundation of Economic Education, 29. Oktober 2017



„...it could be as big a change to the gold markets as the development of ETF's, but with the added advantage of appealing to younger generations.“

**John Reade,
World Gold Council**

„But its mere existence is an insurance policy that will remind governments that the last object establishment could control, namely, the currency, is no longer their monopoly. This gives us, the crowd, an insurance policy against an Orwellian future.“

Nassim Taleb

Mit Gold bezahlen einfach gemacht

Eine Kombination von Gold und Blockchain-Technologie hat noch einen weiteren entscheidenden Vorteil. Mithilfe der neuen Technologie soll Gold wieder einfacher in die heutigen Zahlungssysteme integriert werden. Auf diese Weise könnte das gelbe Edelmetall insbesondere den bereits angesprochenen Millennials einfacher zugänglich gemacht werden. Da diese einen digitalen Lebensstil führen, ist kaum davon auszugehen, dass eine Vielzahl der „digital natives“ das Gold in Zukunft noch physisch erwerben will. Lasse sich das Gold allerdings über einen Token erwerben, stiegen wohl die Chancen, dass auch die Millennials Gold kaufen werden.

Deshalb soll Gold tokenisiert werden, wie das in Ansätzen am Beispiel des RMG-Token beschrieben wurde. Tokenisierung bedeutet, dass Goldbarren oder Goldmünzen über kryptografische Verschlüsselung mit einem Token versehen werden. Der Token seinerseits ist auf der entsprechenden Blockchain vermerkt. Auf den Token und die entsprechende Menge Gold hat nur Zugriff, wer auch über den privaten Schlüssel für diesen Token verfügt. Der Token und indirekt auch das Gold kann so gehandelt und als Sicherheit oder als Zahlungsmittel verwendet werden.

Eines der bekanntesten Beispiele für einen solchen Versuch der Tokenisierung von Gold ist das Konzept von DigixDAO.¹⁶⁵ Dabei handelt es sich um ein Open-Source-Projekt, das darauf abzielt, Vermögensgüter wie Gold über die Ethereum-Blockchain zu tokenisieren. Ein DGX-Token soll einem Gramm Gold entsprechen, wobei das Gold in einem geprüften Tresor in Singapur aufbewahrt werden soll. Der Eigentumsanspruch soll durch ein „Proof of Asset“-Protokoll sichergestellt werden.¹⁶⁶

Letztlich ist der DGX-Token als ausgabefähiger, digitaler Lagerhausschein für Gold gedacht, dessen Eigentum über die Ethereum-Blockchain zugeteilt und damit sichergestellt werden soll. Natürlich ist diese Art der Zahlung durch Übertragung von Ansprüchen auf Gold, das in Tresoren liegen bleibt und physisch den Besitzer nicht wechseln muss, ein ziemlich alter Hut. Bereits die ersten modernen italienischen Banken taten dies. Neu ist, dass es sich bei diesen Forderungen um eigentliche Lagerhaus- und nicht um Schuldforderungen handeln soll.

Die Synthese von Gold und Blockchain soll zudem dafür sorgen, dass das Edelmetall wieder einfacher ausgegeben werden kann, also umläuft. Denn es ist eine Tatsache, dass Gold heutzutage primär als Wertaufbewahrungsmittel gehortet wird. Bei Bitcoin scheint das momentan ebenso der Fall zu sein. Goldgedeckte Token sollen hier Abhilfe schaffen und Gold wieder als Zahlungsmittel etablieren.

Auch einer der bekanntesten und angesehensten Namen innerhalb der Edelmetall-Community versucht die Blockchain-Technologie zu nutzen. Goldmoney hat ebenfalls eine neue und höchst innovative Plattform ins Leben gerufen. Diese ermöglicht es den Nutzern, in den Tresoren der Royal

¹⁶⁵ Vgl. Webseite des Projekts [DigixDAO](#)

¹⁶⁶ Vgl. „DigixDao—The Future Of Gold & A Solid Investment“, Medium, 14. September 2017



„I don't think governments will introduce these things as a general rule. So the only way I can see gold really re-emerging in the currency system - and it's the cryptocurrencies have been fascinating for this - is through some form of market-driven reintroduction. And that's what the cryptocurrencies offer, right?“

David Ferguson

„Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession“

Canadian Mint gelagertes Gold zu erwerben. Die dafür getätigten Transaktionen werden in einer privaten Blockchain aufgezeichnet. Als Käufer bezahlt man eine Gebühr von 0,5% und erhält eine kostenlose Lagerung für bis zu einem Kilogramm Gold.¹⁶⁷

Goldmoney hat aber auch das Geschäft mit Bitcoin und anderen Kryptowährungen gestartet. Seit Anfang dieses Jahres bietet das Unternehmen seinen Nutzern an, direkt prüffähig und AML-konform¹⁶⁸ Bitcoin, Ethereum und bald auch Bitcoin Cash kaufen und auch lagern zu können. Goldmoney erklärt zudem, dass die Krypto-Währungsbestände der Kunden, die in einer Cold-Storage-Lösung¹⁶⁹ aufbewahrt werden, passwortgeschützt und so vor der Verwendung in Hot-Wallets¹⁷⁰ geschützt sind.¹⁷¹

Eine weitere goldgedeckte Kryptowährung, die auch als Zahlungsmittel fungieren soll, trägt den Namen OneGram. Diese Kryptowährung wurde in Dubai lanciert und ist eines der wenigen Sharia-konformen Kryptoassets.

OneGram bietet seinen Investoren zudem die Möglichkeit an, Aktionär zu werden. Es ist vorgesehen, dass wenn mehr Gold pro Aktie im vorgesehenen Tresorraum lagert, die Anleger davon profitieren werden. Der Tresor soll sich in der Dubai Airport Free Zone befinden.

Die bereits erwähnte australische Münzanstalt Perth Mint möchte ein weiteres Projekt mit Namen Ozcoin lancieren. Ähnlich wie OneGram verspricht dieses australisch-amerikanische Projekt nur eine beschränkte Anzahl an Token ausgeben zu wollen. Jeder Ozcoin-Token soll ebenfalls zu 100% mit Gold gedeckt sein. Es gibt allerdings zwei wichtige Punkte, die es in diesem Zusammenhang zu beachten gilt. Erstens, nur ein Drittel der Goldreserven wird effektiv bereits geschürft und frei verfügbar sein. Die anderen zwei Drittel werden gewissermaßen als Reserve von einem Goldminenunternehmen gehalten. Zweitens sollen die Token erst nach fünf Jahren gegen Gold eingetauscht werden können.¹⁷²

Gold für alle

Doch nicht alle goldgedeckten Token haben das erklärte Ziel, als Zahlungsmittel zu funktionieren. So will HelloGold, ein Start-up mit Hauptsitz in Malaysia, den Menschen dazu verhelfen, Ersparnisse in Gold anzulegen. Dabei stehen Länder im Vordergrund, welche in den vergangenen 20 Jahren mit massiven Wechselkursschwankungen zu kämpfen hatten. Während es für wohlhabendere Personen ein Leichtes ist, ihre Ersparnisse in Immobilien oder Aktien zu parken, wurden vor allem die ärmeren Schichten von den Wechselkursschwankungen hart getroffen. Aus diesem Grund hat es sich HelloGold zum Ziel gesetzt, eine Alternative in Form der HelloGold Token zu bieten. Auf diese Weise sollen auch

¹⁶⁷ Vgl. „Goldmoney and the Royal Canadian Mint Record Gold Transactions on Blockchain“, Cointelegraph, 22. Dezember 2016

¹⁶⁸ Anti-Money Laundering

¹⁶⁹ Dabei wird sichergestellt, dass die Krypto-Assets möglichst sicher verwahrt sind. Bei einer Cold-Storage-Lösung werden die Krypto-Assets offline aufbewahrt, was die Angriffsfläche für allfällige Hacker verringert.

¹⁷⁰ Eine Hot-Wallet ist online und eignet sich daher für die Durchführung von Transaktionen. Sie ist dafür deutlich anfälliger für Hacker-Angriffe.

¹⁷¹ Vgl. „Goldmoney Launches Ether and Bitcoin Cash Cold Storage“, Bitcoin-News, 1. März 2018

¹⁷² Vgl. Webseite von OzGold

„I'm very, very, very excited by what cryptocurrencies offer. Not just the gold world, but the whole world economy as a result of this. Because if you see the widespread adoption of a gold-backed cryptocurrency that is, you know, that people have confidence in, then you're going to see an awful lot of change.“

David Ferguson

„Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession“

die weniger wohlhabenden Menschen ihre Ersparnisse über eine goldgedeckte Kryptowährung schützen können.¹⁷³

David FergusonHelloGold hat hierfür zwei verschiedene Token ins Leben gerufen. Der eine Token, der GBT, ist mit einem Gramm Gold gedeckt, das in einem geprüften und versicherten Tresorraum in Singapur lagert. HelloGold arbeitet an einer Möglichkeit, den GBT direkt über die HelloGold-App zu kaufen. Gleichzeitig soll es auch möglich werden, Goldersparnisse, die bereits über die App gehalten werden, in GBT umzuwandeln. Der zweite Token trägt das Kürzel HGT und ist durch keinen realen Vermögenswert gedeckt. Die dadurch generierten Einnahmen dienen dazu, die Ziele der HelloGold-Foundation voranzutreiben.¹⁷⁴

An dieser Stelle wurden nur einige der Projekte diskutiert, die eine Fusion der Gold- und Krypto-Welt anstreben. Es gibt noch viele weitere Initiativen, welche hier lediglich mit Namen erwähnt werden sollen. Die etwas bekannteren sind: AnthemGold, Xaurum, Zengold,Flashmoni, GoldCrypto, Gold Bits Coin, XGold Coin, AurusGold, PureGold und Reales.¹⁷⁵

Fazit

„Finally, Bitcoin will go through hick-ups. It may fail; but then it will be easily reinvented as we now know how it works. In its present state, it may not be convenient for transactions, not good enough to buy your decaffeinated espresso macchiato at your local virtue-signaling coffee chain. It may be too volatile to be a currency, for now. But it is the first organic currency.“

Nassim Taleb

Obwohl es einige immer noch nicht wahrhaben wollen, scheint doch klar zu sein: Die Krypto-Welt rund um Bitcoin und andere Kryptowährungen ist gekommen, um zu bleiben. Die Krypto-Assets sind gewissermaßen der Trumpf, den die jüngeren Generationen, die Millennials, gegenüber den älteren Semestern haben.

¹⁷³ Vgl. Webseite von Hellogold: [FAQ](#)

¹⁷⁴ Vgl.: [I really don't get these HelloGold Tokens](#), Medium, 23. September 2017

¹⁷⁵ Vgl. [„Gold Backed Cryptocurrency“](#), The Hutch Report, sowie [„Gold-Backed Cryptocurrencies: Icing On An Already Tasty Cake“](#), Dollar Collapse, 01. Februar 2018



„Gold has always been criticized as being an inefficient product, a lazy product, a product that’s hard to transact with...It’s almost as though the blockchain were invented for gold. The marriage of the two, I think it’s going to be incredibly powerful.“

Peter Grosskopf
 CEO Sprout Inc.

„Blockchain ist eine Disruption. Sie gibt die berechtigte Hoffnung, dass der Technologiefortschritt das schafft, was ökonomischer Vernunft und ethischer Einsicht bislang nicht gelungen ist: das staatliche Fiat-Geld durch ein besseres, ein gutes Geld zu ersetzen.“

Thorsten Polleit

Ist Bitcoin also doch eine Gefahr für Gold? Oder gar allgemeiner: Sind Kryptos eher Feind als Freund? Es scheint außer Frage zu stehen, dass die zahlreichen Krypto-Projekte in den nächsten Jahren wohl mehr Aufmerksamkeit und daher auch mehr Kapital anziehen werden. Schlichtweg vor allem deswegen, weil die Kryptos im Vergleich zu den traditionellen Anlageklassen immer noch sehr klein sind und daher viel Aufholpotenzial haben. Ebenfalls scheint jedoch klar zu sein, dass Gold immer eine zentrale Stellung innerhalb des Finanzsystems einnehmen wird.

Doch wie wir in diesem Kapitel gezeigt haben, müssen Gold und Kryptowährungen nicht als Gegensätze angesehen werden. Natürlich haben beide ihre Vor- und Nachteile. Diese ergänzen sich jedoch und es gibt keinen Grund, Gold und die Kryptowährungen gegeneinander auszuspielen. Wie Gold stiftet Bitcoin Vertrauen, das allerdings nicht von einer zentralen Einheit abhängig ist. Die Vertrauensgrundlage ergibt sich letztlich durch ein dezentralisiertes Vertrauensnetzwerk.

Bitcoin und Gold sind keine Konkurrenten, sondern sind viel eher Komplementäre. Während Gold eine bewährte Konstante darstellt, ist Bitcoin zurzeit ein noch wachsender Vermögenswert. Beides ermöglicht Chancen. Die Fusion von Kryptowährungen und Gold schafft zudem eine weitere Alternative zu den staatlich kontrollierten Papierwährungen. Obschon nicht davon auszugehen ist, dass die Papierwährungen über Nacht obsolet werden, ist der Aufstieg von mit Gold unterlegten Kryptowährungen eine Entwicklung, die man aufmerksam verfolgen sollte.

Vor lauter Euphorie darf aber nicht vergessen werden, dass beim Thema der Gold hinterlegten Kryptowährungen immer noch viele Fragen offen sind. Zudem haben unsere Recherchen zu vielen der aufstrebenden Gold gedeckten Krypto-Projekte gezeigt: Die verfügbaren Informationen über die einzelnen Projekte sind nicht immer transparent und oft nur skizzenhaft ausformuliert. Auch ist man zurzeit keinesfalls vor Betrugereien gefeit, weshalb man als Investor besonders vorsichtig sein sollte. Gleichwohl sind solche Negativbeispiele kein Grund dafür, diese neue Industrie gänzlich abzulehnen. **Die Zukunft bleibt spannend und es ist nicht auszuschließen, dass sich aus den derzeitigen Innovationen wegweisende Strukturen bilden, die die Krypto- und Goldwelt nachhaltig verändern werden.**

Minenaktien – Mehr als ein Silberstreif am Horizont?

„Better three hours too soon than a minute too late.“

William Shakespeare

Key Takeaways

- **Minenaktien** tendierten im letzten Jahr bei ungewöhnlich geringer Volatilität seitwärts. Relativ zur eigenen Historie, zum Goldpreis und anderen Assetklassen sind **Minenaktien** extrem attraktiv bewertet.
- „Peak Gold“ ist aufgrund zu geringer Explorationsausgaben realistisch, wird jedoch in erster Linie Auswirkungen auf die M&A-Aktivitäten und nicht auf den Goldpreis haben.
- Nach dem längsten Bärenmarkt in der Geschichte steht der Sektor nun auf deutlich gesünderen Beinen. Aus antizyklischer Sicht gibt es wohl wenig spannendere Sektoren.
- In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns derzeit auf **Developer** und **Emerging Producer**. Besonderes Augenmerk sollte zudem auf den **Silber-Sektor** gerichtet werden.

Standortbestimmung

„Bull markets are more fun than bear markets.“

Bob Farrell

„Right now, gold has been so boring and asleep that nobody cares. It's the first time, even my schedule isn't filled.“

David Harquail
CEO Franco-Nevada

„Where one thing falls, another grows. Maybe not what was there before, but something new and wonderful all the same.“

Bambi's Mutter

Wir können Bob Farrell nur zustimmen. Der „Fun-Faktor“ hielt sich im Goldminenbereich zuletzt wirklich in Grenzen. Die Stimmung auf den Branchenkonferenzen ähnelte Beerdigungen oder Geburtstagsfeiern in einem Altersheim. Wir gehen aber davon aus, dass uns der Minensektor in Zukunft wieder mehr Freude bereiten wird. Mehr noch, die Party mag bereits begonnen haben. Warum wir ein rauschendes und langes Fest erwarten, werden wir im folgenden Kapitel beschreiben.

Zuerst aber ein kurzer Rückblick auf die vergangenen Jahre.

Goldminenaktien durchlebten von 2011 bis 2015 einen desaströsen Bärenmarkt mit einem Drawdown von 83%. Ein erstes kräftiges Lebenszeichen gab es in der ersten Jahreshälfte 2016. Als unser letzter *In Gold we Trust*-Report erschien, notierte der Gold Bugs-Index bei 189 Punkten und damit geringfügig über dem aktuellen Niveau. Trotz zwischenzeitlicher Rallys verlief das Jahr relativ unspektakulär bei – für Minenaktien – extrem geringer Volatilität.

Technisch sieht es so aus, als würde sich der Markt seit Mitte 2016 in einer Konsolidierungsphase befinden, die exakt am 61,8% Fibonacci-Retracement bei 170 Punkten einen verlässlichen Boden gefunden hat, der bereits 5 Mal erfolgreich getestet wurde. **Elliott Waver würden hier vermutlich von einer korrektiven Welle 2 sprechen, der nun eine impulsive Welle 3 folgen sollte. Welle 3 wird häufig auch als Hauptantriebswelle bezeichnet und ist meist die längste der 5 Wellen.**

HUI-Index mit Wave Counts



Quelle: D.R., MotiveWave

Sehen wir uns die Minenaktien in Relation zum breiten Aktienmarkt an, so zeigt sich, dass dem Goldsektor seit 2011 extrem viel Skepsis entgegengebracht wird. Das XAU/S&P-Ratio liegt derzeit auf dem gleichen

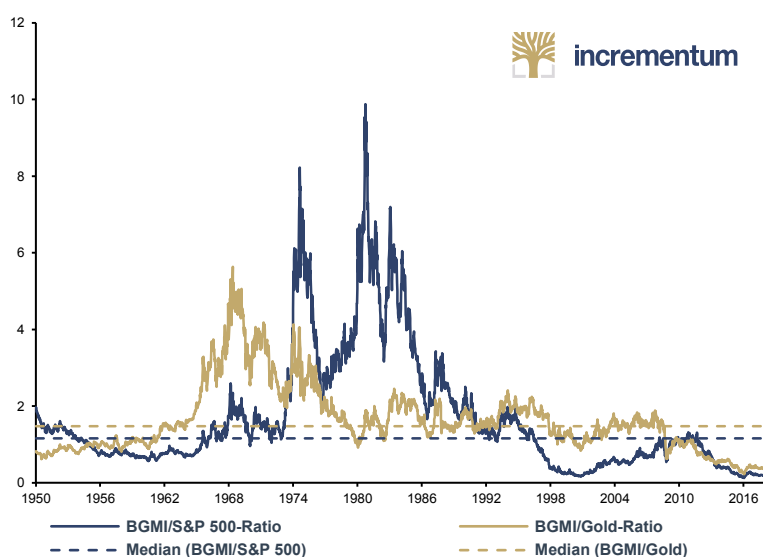
Stand wie im Jahre 2001, als der Goldpreis bei 300 USD notierte und der letzte große Bullenmarkt der Minenaktien begann.

Philadelphia Gold and Silver Index (XAU) / S&P 500-Ratio



Das Ausmaß der Underperformance wird besonders eindrücklich, wenn wir einen längerfristigen Vergleich anstellen. Der älteste verfügbare Goldminenindex, der Barrons Gold Mining Index (BGMI)¹⁷⁶, notiert derzeit relativ zu Gold de facto auf dem niedrigsten Stand seit 78 Jahren. Auch relativ zum Aktienmarkt (S&P500) handeln Goldaktien langfristig auf einem extrem günstigen Niveau. Zuletzt lag das Ratio Anfang der 2000er-Jahre auf einem ähnlich niedrigen Wert.

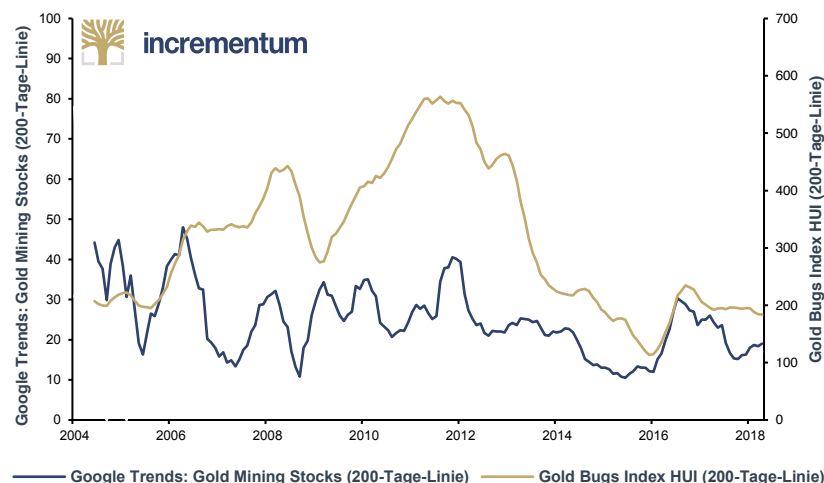
BGMI/S&P500-Ratio und BGMI/Gold-Ratio



¹⁷⁶ Der BGMI inkludiert derzeit u. a. Barrick Gold, Goldcorp, Freeport Mc-Moran sowie Kinross Gold. Der Index kann unter www.goldchartsrus.com eingesehen werden.

Das Interesse für den Minen-Sektor scheint aktuell noch gering zu sein. Die Google-Suchabfragen zeigen einen ähnlich niedrigen Stand wie bei den Lows 2009 oder Ende 2015. Man kann den Minensektor somit getrost als extremes Contrarian-Investment bezeichnen.

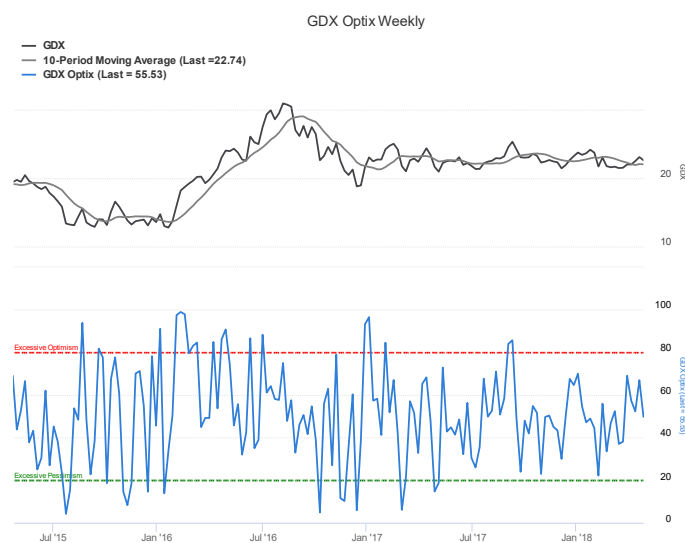
Google-Suchabfragen für „Gold Mining Stocks“ und HUI-Index



Quelle: Google Trends, Incrementum AG

Einer unserer favorisierten Stimmungsindikatoren ist der Optix-Index von Sentimentrader.¹⁷⁷ Dieser enthält die gängigsten Stimmungsindikatoren sowie Daten aus dem Futures- und Optionsmarkt. So wie jeder Stimmung Indikator ist er als Kontraindikator zu interpretieren, d. h. hoher Optimismus ist negativ zu werten und vice versa. Man erkennt anhand des Charts, dass die Stimmungslage derzeit vergleichsweise neutral ist, was angesichts der relativ lustlosen Seitwärtstendenz nicht verwunderlich ist.

GDX Optix



Quelle: Sentimentrader

¹⁷⁷ www.sentimentrader.com

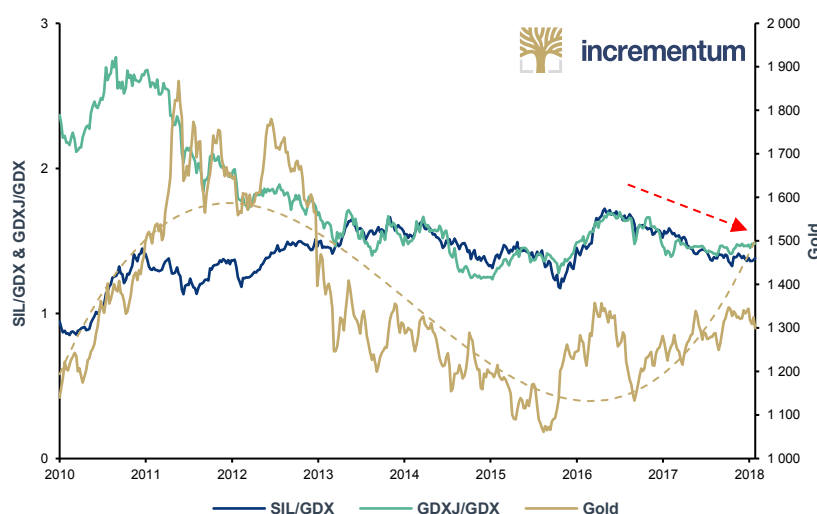
„If we become increasingly humble about how little we know, we may be more eager to search.“

John Templeton

Die von uns in den Vorjahren aufgestellte Hypothese lautet: Gold-Bullenmärkte müssen stets von den Minenaktien bestätigt werden.

Analysieren wir nun also die Dynamik innerhalb des Minen-Sektors, so scheint es, als würde der Risikoappetit langsam wieder zurückkehren. So zeigt der GDXJ-Index gegenüber dem GDX seit Mitte 2017 leichte relative Stärke.¹⁷⁸ Vergleichen wir Silberminenaktien¹⁷⁹ mit dem GDX, so zeigt sich, dass bislang noch weniger Momentum gegeben ist. **Eine starke Outperformance der Silberminer gegen den breiten Goldminenindex hielten wir für einen verlässlichen Trendbestätigungsindikator.**

SIL/GDX-Ratio und GDXJ/GDX-Ratio (linke Skala) und Goldpreis (rechte Skala)



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

Ein erstes Zwischenresümee lautet also, dass Minenaktien relativ zu Aktien, Gold und zur eigenen Historie extrem günstig bewertet sind und das Anlegerinteresse gering ist. Es scheint, als wäre der Sektor ähnlich unbeliebt wie eine Wurzelbehandlung ohne Betäubung oder wie Dauerregen im Strandurlaub. Aus antizyklischer Sicht sind dies durchwegs gute Vorzeichen.

Nach dieser eingehenden Standortbestimmung des Minensektors wollen wir uns nun dem Thema „Peak Gold“ widmen, das einige weitreichende Konsequenzen hat.

¹⁷⁸ Der GDX bildet in erster Linie großkapitalisierte Goldförderer ab, während der GDXJ die riskanteren Junior- und Small-Cap-Titel inkludiert und ein deutlich höheres Beta aufweist. Ein Anstieg des Ratios zeigt an, dass die kleineren Junior-Titel relative Stärke zeigen, was wiederum eine steigende Risikobereitschaft seitens der Investoren signalisiert.

¹⁷⁹ SIL, Global X Silver Miners ETF



The best place to find **gold**
is beside a **gold** mine...

HEART OF THE GOLDEN TRIANGLE



tudor-gold.com

TUD.V TSX Toronto

TUC. F Frankfurt

Peak Gold als Auslöser eines M&A Booms?

„If you look back to the 70s, 80s and 90s, in every of those decades the industry found at least one 50+ million ounce gold deposit, at least ten 30+ million ounce deposits and countless 5 to 10 million ounce deposits. But if you look at the last 15 years, we found no 50 million ounce deposit, no 30 million ounce deposit and only very few 15 million ounce deposits. So where are those great big deposits we found in the past? How are they going to be replaced? We don't know.“

Pierre Lassonde

„Now that we're looking deeper and deeper into the earth, it's getting much more complex to find, much more complex to recover, metallurgy, and now we have to deal with issues to do with social situations, environmental situations. So the cost of finding these things has just gone up exponentially. And the difficulty is of finding a new deposit as well.“

Brent Cook

„Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession“

In einem lesenswerten Interview warnt die Mining-Legende Pierre Lassonde davor, dass sich die geringen Explorationsausgaben der vergangenen Jahre rächen werden. Das Fördermaximum sei bereits erreicht.¹⁸⁰ Lassonde kritisierte die mangelnde Innovationskraft und den zu geringen Einsatz neuer Technologien in Exploration und Abbau. Auch Mark Bristow, CEO von Randgold, rechnet mit dem Erreichen der Förderspitze innerhalb der nächsten Jahre und begründet dies mit der fehlenden Entwicklung neuer Lagerstätten und zu geringen Investitionen in die Exploration. BMO geht davon aus, dass Peak Gold bereits 2019 eintreffen wird und die neugeschürfte Goldmenge von aktuell 3.300 Tonnen pro Jahr bis 2025 auf 2.000 Tonnen einbrechen könnte.¹⁸¹

Dies ist Grund genug für uns, das Thema Peak Gold im Detail zu untersuchen. Unter dem vielzitierten und heftig umstrittenen Begriff versteht man das Erreichen eines Fördermaximums. Der US-Geologe M. King Hubbert stellte diese Theorie bereits in den 1950er-Jahren auf und beschrieb, dass die Produktionsrate eines endlichen Rohstoffes (z. B. Öl) eine nahezu symmetrischen, glockenförmigen Verlauf nimmt. Während der Anstieg meist langsam beginnt, endet er in einem exponentiellen Wachstum bis ein Peak erreicht wird.

Als Indiz für einen baldigen Peak gibt es zahlreiche Beispiele, so zum Beispiel die für mehr als 100 Jahre größte Fördernation Südafrika. Insgesamt wurden im in Südafrika mehr als 50.000 Tonnen Gold gefördert. Seit den 1970er-Jahren fiel die Förderung um 83%, im Vorjahr belief sie sich nur noch auf 145 Tonnen.

In einer überaus lesenswerten Dissertation¹⁸² wendet Jürgen Müller die Erkenntnisse der Hubbert'schen Öl-Modellierung auf die Gold-Förderung an. Er zeigt, dass die Förderkurve einzelner Minen näherungsweise einer Glockenform entspricht. So sinken seit Jahrzehnten nicht nur der Goldgehalt der Erze, sondern es steigt auch der anfallende Abraum um ein Vielfaches. Die Verunreinigungen im Erz erhöhen sich und die Verteilung des Goldes im Erz wird immer feinkörniger,

¹⁸⁰ Vgl. „We Don't Know How to Replace the Great Big Gold Deposits From the Past“, Interview mit Pierre Lassonde, Finanz und Wirtschaft, 13. Oktober 2017

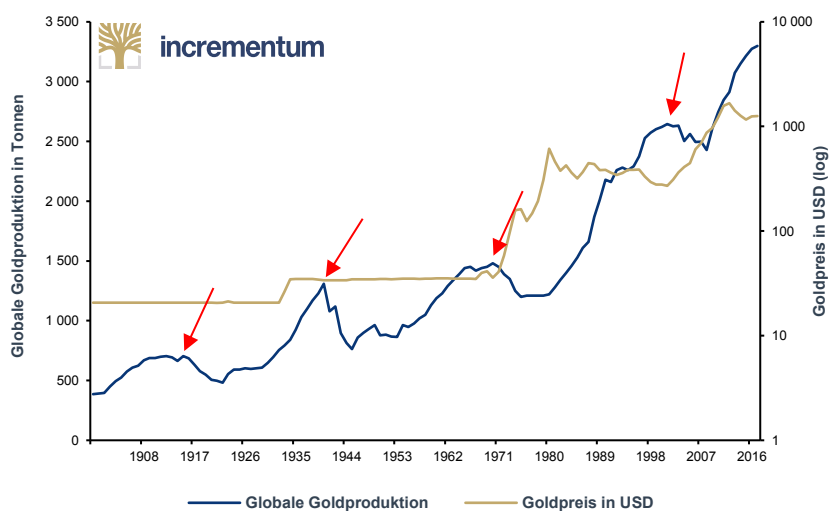
¹⁸¹ Vgl. „Gold Miners Are Running Out of Metal“, Bloomberg, 21. Dezember 2016

¹⁸² „Modellierung der globalen Goldproduktion durch Anwendung der Hubbert'schen Peak-Oil Methodik“, Jürgen Müller, Dissertation an der Universität Würzburg, 2012. In Buchform erschienen im BoD Verlag Norderstedt, 2012

was nicht zuletzt einen erhöhten Energieaufwand bei der Goldgewinnung zur Folge hat.

Generell sind wir stets darauf bedacht, keine Peak-Panikmache zu betreiben. Die weltweite Goldproduktion hat seit 1900 bereits vier Mal Höhepunkte erreicht: 1912, 1940, 1971 und 2001, wobei jeder Höhepunkt höher war als der vorherige. Der letzte Höhepunkt war 2001, als die Jahresproduktion 2.600 Tonnen erreichte und dann für mehrere Jahre zurückging. Angetrieben durch die gestiegenen Goldpreise legte die Produktion ab 2009 wieder zu und konnte seitdem in jedem Jahr gesteigert werden. 2017 lag die Förderung lt. World Gold Council bei 3.298 Tonnen. Für 2018 geht der Marktkonsens von einem leichten Rückgang der Förderung aus.

Goldförderung seit 1900 (in Tonnen) und Goldpreis (rechte Skale, logarithmische Skalierung)



Quelle: USGS, World Gold Council, Incrementum AG

Exkurs: Neo-Malthusianer vs. Cornucopians

„No matter how closely it is defined, the physical quantity of a resource in the earth is not fully known at any time, because resources are sought and found only as they are needed. Even if the quantities of a particular resource were exactly known, such measurements would not be meaningful, because humans have a near-limitless capacity for developing additional ways to meet our needs.“

Julian Simon, The Ultimate Resource

„It's unpriced optionality then because there's going to be an M&A wave at some point. There has to be because the largest companies have been spritzing reserves hand over fist and will have to come to the market „

Ned Naylor-Leyland

„Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession“

Julian Simon ist einer der berühmtesten Vertreter der „Cornucopians“ und übte massive Kritik an den klassisch-malthusianischen Szenarien und den Peak-Auguren. Gemäß (Neo)-Malthusianern ist ein globaler Kollaps aufgrund der Beschränktheit der natürlichen Ressourcen unvermeidbar, sofern die vorherrschenden Wachstumstrends der Weltbevölkerung und der globalen Ökonomie nicht durch (politische) Interventionen gebrochen würden. Bevölkerungszuwachs führt lt. Malthusianern zu Überkonsumation von Rohstoffen und endet zwangsläufig im Kollaps.

Lt. „Simon's Axiom“ ist hingegen nicht *trotz*, sondern gerade *wegen* des Bevölkerungswachstums die Lebensqualität und die Lebenserwartung in den letzten Jahrzehnten deutlich gestiegen. **Kurzzeitprobleme würden einen bedrohlichen Druck schaffen, der durch kreative Innovationskraft zu verbesserten Lösungen führt.**

Simon argumentiert, dass in Folge der Verknappung eines Rohstoffes und der damit verbundenen steigenden Preise langfristig immer wieder die Erschließung neuer und besserer Rohstoffe gelang. Er verweist auf die Verknappung von Brennholz im 16. Jahrhundert, Kohle im 19. Jahrhundert und nun des Öls. All diese Krisen haben zur Entdeckung neuer Technologien geführt, die wiederum neue Energieträger oder effizientere Abbaumethoden hervorbrachten.¹⁸³ De facto werden Ressourcen immer erst durch menschlichen Erfindergeist wertvoll. So war für die alten Ägypter das Öl unter der arabischen Halbinsel nutzlos, da es keine Technologie gab, um es zu nutzen. Erst nach der Erfindung von Verbrennungsmotoren wurde Öl zu einer wertvollen Ressource.

Unsere Vorstellung von zunehmender Ressourcenknappheit ignoriert, so Simon, die langfristig sinkenden inflationsbereinigten Rohstoffpreise. In seinem hervorragenden Buch „The Ultimate Resource“ erklärt Simon, wieso natürliche Rohstoffe langfristig immer zu ähnlichen Preisen verfügbar sind. Er erforschte dabei die Preisentwicklung von Rohstoffen über lange Zeiträume und kam zum Schluss, dass diese im langjährigen inflationsbereinigten Mittel kaum ansteigen, teilweise sogar fallen.

¹⁸³ Vgl. „Alles wird gut, Julian Simon und die Pessimisten“, NZZ Folio 1995

„The mining industry has been a hard industry to operate in for the last 30 years. And the aura of respect surrounding mining is somewhere below that surrounding garbage collection. And the consequence of that is that many competent people would choose a job in any career other than mining.“

Rick Rule

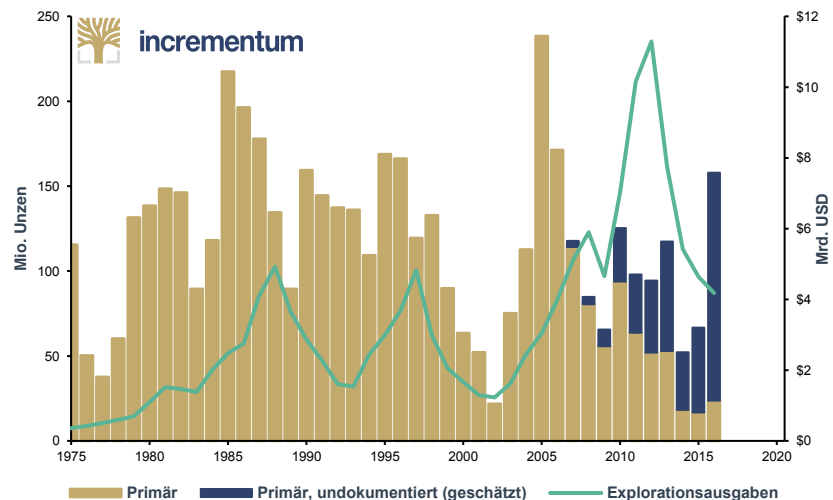
„Gold: The Story of Man’s 6000 Year Obsession“

Berühmt wurde diese These durch die „Simon-Ehrlich Wette“, in der er mit Paul Ehrlich, einem Insektenkundler, der durch besonders drastische Voraussagen über Hungersnöte und Verknappungstheorien bekannt geworden war, eine öffentliche Wette abschloss, wonach die inflationsbereinigten Rohstoffpreise auf Sicht von 10 Jahren fallen würden.¹⁸⁴ Die Wette ist symptomatisch für die unterschiedlichen Auffassungen und Diskussionen zwischen Malthusianern und Cornucopians, Umweltschützern und Ökonomen, Extrapolisten und Contrarians sowie Zukunftsforschern und Historikern.¹⁸⁵ Julian Simon gewann die Wette übrigens.

Was bedeutet dieses Konzept nun für „Peak Gold“?

Der nächste Chart veranschaulicht das derzeitige Dilemma der Goldbranche.¹⁸⁶ Selbst in den Boomjahren, als die Explorationsausgaben drastisch ausgeweitet wurden, wurden kaum nennenswerte neue Lagerstätten entdeckt. Anschließend setzte der Bust ein, was zu drastischen Kürzungen der Explorationsbudgets führte. **Insofern gehen wir davon aus, dass es gut möglich ist, dass wir uns kurz vor einem (zwischenzeitlichen) Peak der Goldförderung befinden.**

Entdeckung primärer Goldlagerstätten (Mio. Unzen) und Explorationsinvestitionen seit 1975



Quelle: Schodde, RC „Long term trends in global exploration – are we finding enough metal?“, Keynote presentation for the Fennoscandian Exploration and Mining (FEM) Conference, Levi, Finland, October 2017, Incrementum AG

¹⁸⁴ Vgl. „Simon-Ehrlich Wette“, Wikipedia

¹⁸⁵ Vgl. „The Natural Resource Curse“, Jeffrey Frankel, NBER Working Paper No. 15836, März 2010

¹⁸⁶ Anmerkung: Die „estimated unreported discoveries“ beziehen sich auf die Verzögerung zwischen der Entdeckung und der Publikation einer neuen Lagerstätte. Insb. große Diversified Miner verzögern die Bekanntgabe der Entdeckung von neuen Lagerstätten häufig, während Juniors naturgemäß rascher publizieren. In der Regel dauert es 3-5 Jahre bis eine erste Resource veröffentlicht wird. In „Recent trends in gold discovery“ wird dieses Verzögerung von Richard Schodde auf den Seiten 38 bis 43 erklärt.



„The boom in Exchange Traded Funds has changed the capital markets in a huge way: Companies that are part of an ETF get treated like chosen sons. But when you're not in an ETF you're getting marginalized. You become an orphan and the junior companies in particular have been completely orphaned.“

Pierre Lassonde

Ein weiterer wesentlicher Grund für die stockenden Explorations-erfolge war die zunehmende Passivierung des Sektors infolge der boomenden Mining-ETFs. Zur Veranschaulichung: 2007 lag das tägliche Handelsvolumen aller Mining-ETFs bei 790 Mio. USD pro Tag. 2016 wurden bereits 2,4 Mrd. USD täglich in ETFs umgesetzt.¹⁸⁷ Nolan Watson, CEO des Royalty- und Streaming-Unternehmens Sandstorm Gold, weist darauf hin, dass im vergangenen Jahr bereits 30% seines Unternehmens von passiven Investoren gehalten wurden, 2014 gab es noch keinen einzigen passiven Investor.¹⁸⁸

Diese signifikante Zunahme der passiven Investoren hat grundlegende Auswirkungen auf die gesamte Branche. Früher wurden Kapitalerhöhungen durch eine Vielzahl von Brokern und Banken vermittelt. Heute wird dies durch die Passivierung des Kapitals und den Rückzug der Broker und Banken erschwert, was insbesondere für Juniors zu Finanzierungsproblemen führt. Diese sind für das Auffinden neuer Lagerstätten jedoch besonders wichtig. In den letzten 20 Jahren wurden 70% aller neuen Deposits von Junior-Minern gefunden. Gewinner dieser Situation sind u. a. „Royalty und Streaming“-Unternehmen¹⁸⁹, deren Bedeutung und Marktkapitalisierung in den letzten Jahren merklich gestiegen sind.

Fazit

In den kommenden Jahren wird wohl die Vernachlässigung der Exploration ihren Tribut zollen. 2017 war die Goldförderung bei fünf der zehn größten Goldproduzenten im Vergleich zum Vorjahr rückläufig. Diese sukzessive Verschlechterung der Produktionsprofile dürfte sich fortsetzen. Für 2018 wird prognostiziert, dass sogar 7 der größten 10 Produzenten weniger als im Vorjahr fördern werden. Die größten Einbußen musste Barrick Gold vermelden, sodass Newmont Mining heuer zum größten Goldproduzenten aufsteigen wird.

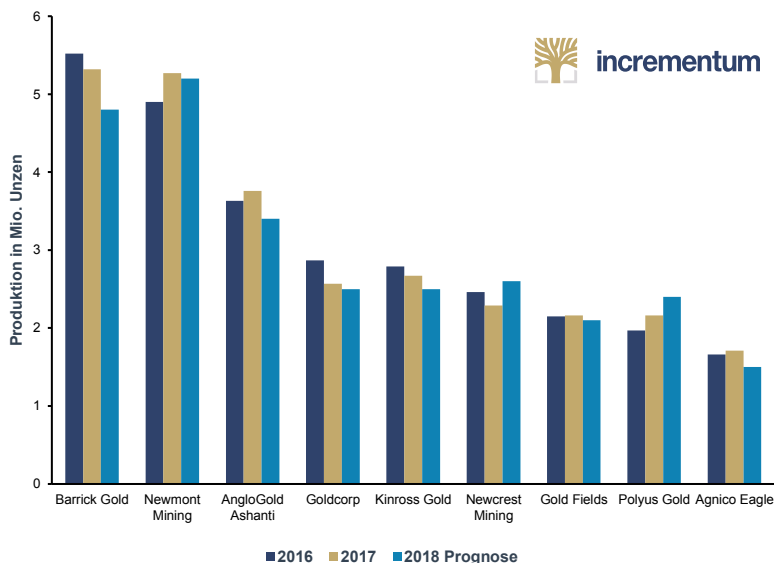
¹⁸⁷ Vgl. „Precious Metals & Minerals Weekly Valuation Table, Chart of the Week: Growing influence of passive investment vehicles on trading dynamics“, RBC Capital Markets, 1. Mai 2018

¹⁸⁸ Das gesamte Interview über den Wandel in der Finanzierung von EM-Unternehmen ist absolut empfehlenswert: <https://www.youtube.com/>

¹⁸⁹ „Royalty und Streaming“-Unternehmen besitzen selbst keine eigenen Minen, sondern erwerben lediglich Rechte für die zukünftige Gold- und Silberminenproduktion.



Goldförderung der größten Produzenten (in Mio. Unzen): 2016, 2017 und 2018e



Quelle: Company Reports, Mining.com, Mining Intelligence, Incrementum AG

„Gold has been money for 4,000 years. And one of the fascinating things about that is that nobody knew why gold was money until about 100 years ago. Everyone just did it. ..No one decided let's use gold...It just came out of the market.“

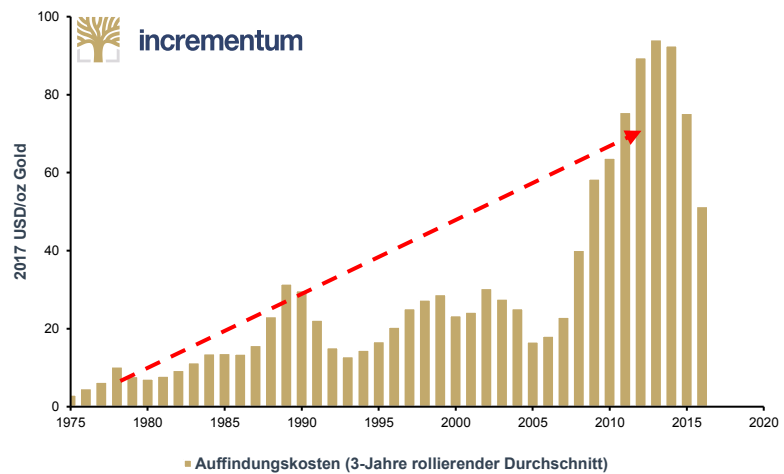
Daniel J. Oliver

„Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession“

Die Thesen von Julian Simon sind, so unsere Auffassung, mittel- bis langfristig auch für den Goldsektor anwendbar. Insofern erachten wir die „Peak Gold“-Panikmache für etwas übertrieben und sehen in erster Linie folgende Konsequenzen:

- Analog zum Ölsektor muss die Innovationskraft des Sektors gestärkt werden, insbesondere hinsichtlich der Effizienz der Exploration.
- Die Mittel für Greenfield-Exploration müssen deutlich ausgeweitet werden. Dies wird realistischerweise jedoch nur auf deutlich höheren Goldpreisniveaus stattfinden.
- Die Auffindungskosten werden langfristig steigen. Richard Schodde von MinEx Consulting rechnet mit einem Anstieg der Auffindungskosten je Unze von 10 USD pro Dekade.

Auffindungskosten je Unze Gold 1975-2016



Quelle: Schodde, RC „Long term trends in global exploration – are we finding enough metal?“, Keynote presentation for the Fennoscandian Exploration and Mining (FEM) Conference, Levi, Finland, October 2017, Incrementum AG

Wir interpretieren „Peak Gold“ allerdings nicht als Argument für einen höheren Goldpreis, denn das hohe Stock-to-Flow-Ratio sorgt dafür, dass eine rückläufige Goldförderung vom hohen Bestand kompensiert wird.¹⁹⁰ **Auf die Minenbranche hat Peak Gold dennoch immense Auswirkungen, weil zu erwarten ist, dass der Akquisitionsdruck signifikant steigen wird.**

„It’s time to get back out in the field and start drilling!“

Richard Schodde

Bislang scheint der Akquisitionsdruck allerdings noch nicht allzu groß zu sein. Die teilweise desaströsen Übernahmen der Boomjahre und die anschließenden Wertberichtigungen in den Bust-Jahren dürften noch tief in den Knochen vieler CEOs und Investoren stecken. **So fiel das Akquisitionsvolumen im Vorjahr um 35% auf 8,95 Mrd. USD und damit auf den niedrigsten Wert seit 12 Jahren.**¹⁹¹ Zum Vergleich: 2011 lag das Transaktionsvolumen noch bei 38,7 Mrd. USD.

Wir erwarten in den nächsten Jahren eine deutliche Beschleunigung der Übernahmeaktivitäten. Produzenten werden ihre schrumpfenden Reserven mittels Übernahmen und Fusionen auffüllen müssen, insbesondere Explorer und Developer mit Projekten in politisch stabilen Regionen werden Übernahmetargets sein. Die jüngsten Übernahmen wie z. B. Richmont Mines durch Alamos Gold, Klondex durch Hecla, Brio Gold durch Leagold oder Lundin Gold durch Newcrest bestätigen diese Annahme.

¹⁹⁰ Vgl. dazu die Kapitel zu den „Stock-to-Flow“-Ratios in den *In Gold we Trust-Reports* 2013, 2014 und 2015.

¹⁹¹ Vgl. *„Disastrous Deals Sideline Gold-Mining M&A as Metal Rises“*, Bloomberg, 17. Jänner 2018

Minenaktien im Aktien-Bärenmarkt

„John Paulson has shut down his gold (and credit) fund, so it would be perfectly in keeping with the perversity of markets to have that outcome mark an important low in the price of gold. It doesn't matter that this news involves gold and Paulson. It could be any market and any big player. I just point it out for the educational value of the potential irony.“

Bill Fleckenstein

Aufmerksame Leser unserer Goldstudien wissen, dass wir stets zwischen „Sicherheitsgold“ (physisches Gold) sowie „Performancegold“ (Aktien, Minenfonds etc.) unterscheiden. Wir werden nicht müde auf das inhärente Aktienmarktrisiko hinzuweisen, das eine Anlage in *Minenaktien* mit sich bringt. Insofern stellt sich die Frage, wie sich *Minenaktien* entwickeln könnten, wenn es zu einem Einbruch am breiten Aktienmarkt kommen sollte.

„The biggest misconception about gold is that it's no longer money. The idea that a bureaucrat, a president, could say in 1971 that gold's not money and therefore it isn't. After 4,000 years, that the bureaucrats control money, is an absurdity to anyone who studied history and understands economics.“

Daniel J. Oliver

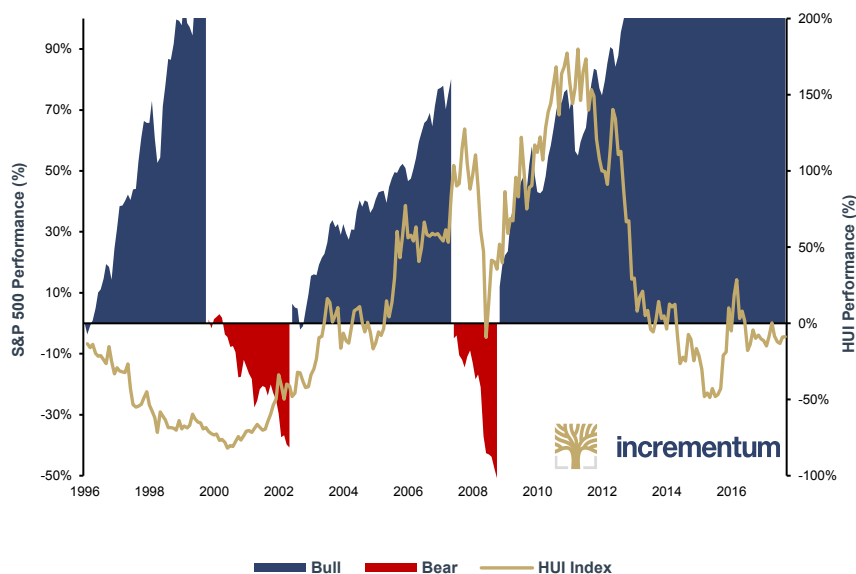
„Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession“

Dafür wollen wir uns ein Beispiel aus der Vergangenheit ansehen. Im Jahre 2008 brachen die *Minenaktien* (HUI) von Juli bis Oktober um 67% ein.¹⁹² Der Goldpreis fiel im gleichen Zeitraum um vergleichsweise geringe 26%. Allerdings waren die *Minentitel* auch der erste Sektor, der sich nach dem Einbruch wieder erholte, und rasch relative Stärke aufbaute. Die *Minenaktien* markierten ihr Low 6 Monate vor dem Low im S&P500.

Aktuell ist die Situation jedoch grundlegend anders. Der Bärenmarkt von September 2011 bis Jänner 2016 war der längste und brutalste Bärenmarkt der Geschichte. **Insofern gehen wir davon aus, dass eine Aktienmarktschwäche nur initial zu Kursverlusten bei Minern führen würde und diese bei Weitem nicht so dramatisch wie 2008 ausfallen würden.** Zudem könnte die Abkopplung vom Gesamtmarkt relativ rasch erfolgen.

¹⁹² Zur Ehrenrettung der *Minenaktien* sei betont, dass *Minenaktien* 2008 ein Allzeithoch erreichten und im Bullenmarkt davor um mehr als 1.100% gestiegen waren.

Bull- und Bärenmarktphasen im S&P und Performance des HUI-Index



Quelle: Palisade Research, Robert Shiller, Incrementum AG

„The great financial success stories are people who had cash to buy at the bottom.“

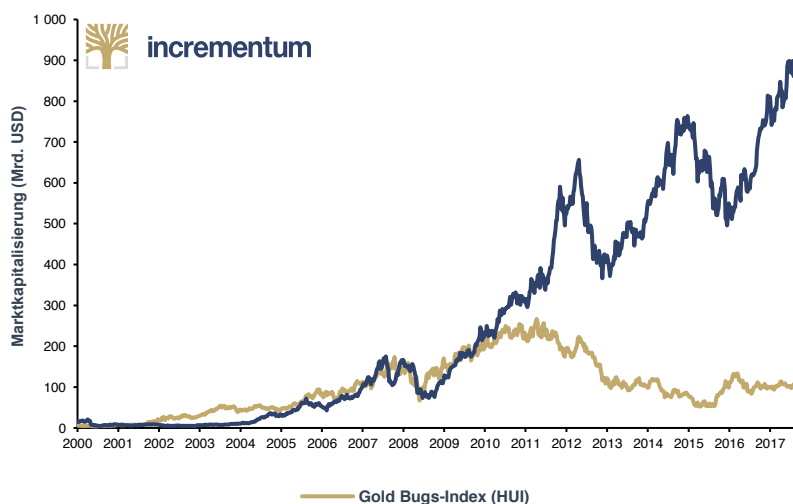
Russell Napier

Ein Blick auf die Marktkapitalisierung der Goldminenunternehmen zeigt eine beträchtliche Bewertungsdiskrepanz gegenüber anderen Anlageklassen, die es 2008 noch nicht in dieser Ausprägung gab.

Derzeit wird der Gold Bugs-Index, der die 16 größten ungehedgten Goldproduzenten umfasst, mit lediglich 107 Mrd. USD bewertet. Diese Summe beträgt 0,37% der Marktkapitalisierung aller Titel im S&P 500 Index. Allein Apple ist aktuell 8 Mal so hoch bewertet wie alle 16 Unternehmen aus dem HUI-Index.

Eine weitere interessanter Aspekt hinsichtlich Minenunternehmen: Allein mit dem derzeitigen Cash-Bestand von Apple in Höhe von 285 Mrd. USD könnte man entweder fast 3 Mal den Gold Bugs Index oder wahlweise auch 6.750 Tonnen Gold kaufen. Nach den USA wäre Apple gemäß dieses Gedankenspiels somit der zweitgrößte Goldhalter der Welt.

Marktkapitalisierung: Gold Bugs-Index (HUI) vs. Apple, in Mrd. USD

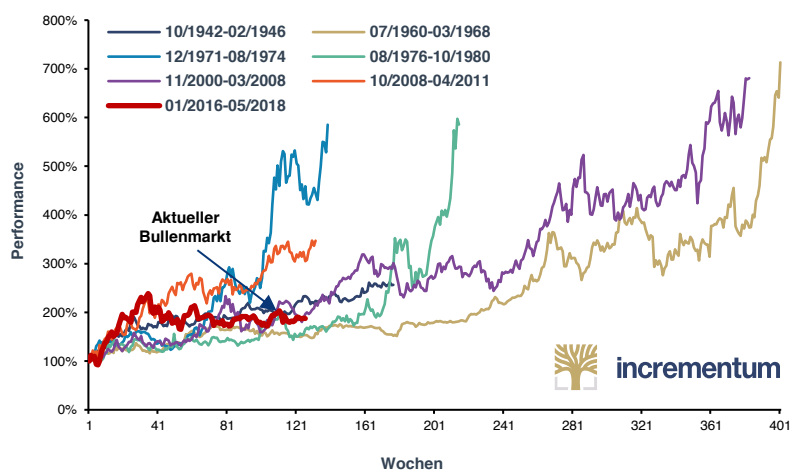


Quelle: Bloomberg, Incrementum AG



Werfen wir nun einen Blick auf eine der beliebtesten Grafiken des letzten Goldreports. Der Chart zeigt alle Bullenmärkte des Barrons Gold Mining-Index (BGMI) seit 1942. Man erkennt, dass der aktuelle Aufwärtstrend im Vergleich zum vorangegangenen Bullenmarkt noch relativ kurz und schwach ausfällt. Sollten wir uns wirklich am Beginn einer ausgeprägten Trendphase bei den Minen befinden – wovon wir ausgehen – so dürfte noch ausreichend Aufwärtspotenzial vorhanden sein. Zudem erkennt man, dass jeder Bullenmarkt stets mit einem parabolischen Aufwärtstrend endete, der im Schnitt 9 Monate dauerte und zumindest eine Kursverdopplung mit sich brachte.

Bullenmärkte im Vergleich: BGMI Bullenmärkte seit 1942



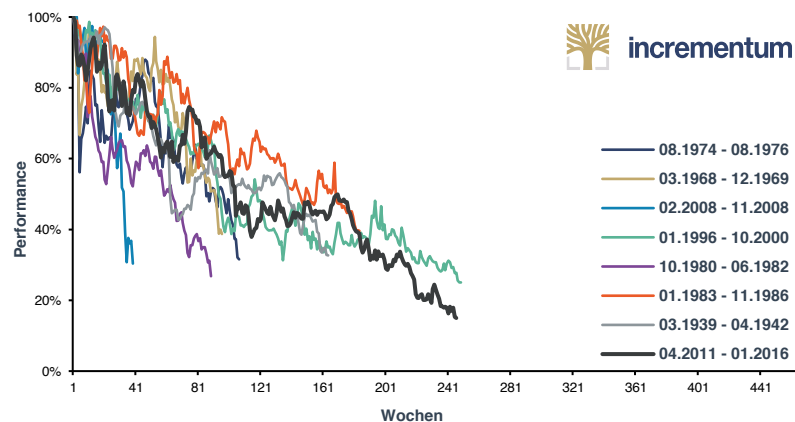
Quelle: Nowandfutures, TheDailyGold.com, Barrons, Incrementum AG

„A speculator is a man who observes the future, and acts before it occurs.“

Bernard Baruch

Auch anhand des nächsten Charts erkennt man, dass der vorangegangene Bärenmarkt historisch einzigartig war.¹⁹³ Eine Grundprämisse der technischen Analyse lautet, dass ein Bullenmarkt oft ein Spiegelbild des vorangegangenen Bärenmarktes ist (und vice versa). Insofern sollte der folgende Bullenmarkt ebenfalls klar überdurchschnittlich ausfallen.

Bärenmärkte im Vergleich: BGMI Bärenmärkte seit 1942



Quelle: Nowandfutures, TheDailyGold.com, Barrons, Incrementum AG

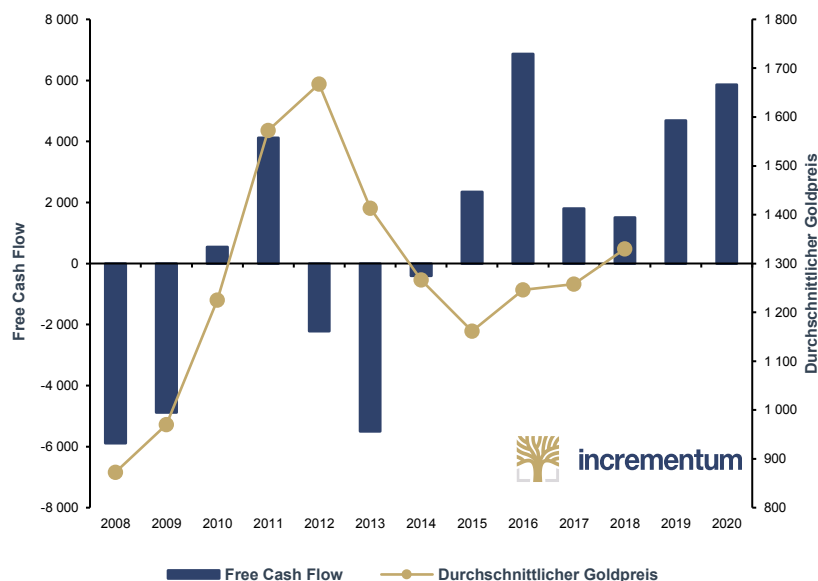
¹⁹³ Vgl. „The Bearish Bull“, Jordan Roy-Byrne, TheDailyGold.com

„Life's not about how hard of a hit you can give... it's about how many you can take, and still keep moving forward.“

Rocky Balboa

Was die operativen Ergebnisse betrifft, so zeichnet sich ein klar positiver Trend ab. Die Branche dürfte gelernt haben, mit den niedrigen Preisen zu leben. 2012 und 2013 wurde von den Unternehmen im HUI-Index noch signifikant negativer Free Cash-Flow erwirtschaftet. Die Ertragslage hellt sich aktuell deutlich auf. Der Analystenkonsens erwartet für 2019 einen Free Cash-Flow in der Rekordhöhe von 4,6 Mrd. USD und 5,8 Mrd. USD in 2020. **Das bedeutet, dass die Unternehmen im HUI in Zukunft signifikant mehr verdienen werden, als bei einem Goldpreis von über 1.900 USD und einem HUI-Indexstand von 600 Punkten.**

Free Cash-Flow Gold Bugs Index (in Mio. USD) und durchschnittlicher Goldpreis



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Bei aller Zuversicht, die wir hinsichtlich der Miner an den Tag legen, sollte jedoch auf folgende Tatsachen nicht vergessen werden:

„Strength does not come from winning. Your struggles develop your strengths.“

Arnold Schwarzenegger

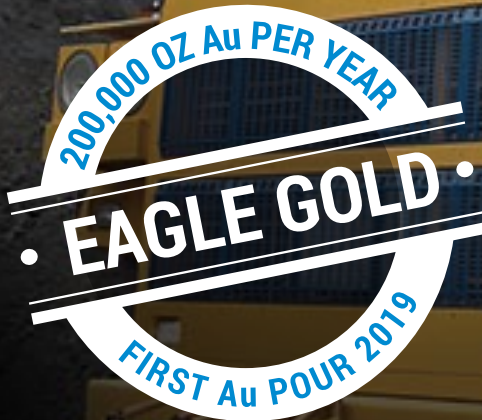
- Die Goldproduzenten schafften es in den letzten Jahren durch umfangreiche Einsparungsmaßnahmen die Förderkosten deutlich zu senken. Geholfen haben in diesem Zusammenhang sicherlich auch die deutlich gefallen Energiepreise, die traditionell einen signifikanten Anteil an den reinen Förderkosten ausmachen. Die steigende Tendenz des Ölpreises sollte somit auch langsam Auswirkungen auf die Förderkosten und somit die Profitabilität haben.
- Der Return on Equity hat sich zuletzt gebessert, liegt aber immer noch deutlich unter den Werten von 2011 (damals 10%).
- Obwohl in den Vorjahren ein Schuldenabbau stattfand, sind die Titel im Gold Bugs-Index mit insgesamt 15 Mrd. USD weiterhin hoch verschuldet. Im Hoch im Jahre 2014 lag die Verschuldung jedoch bei 28 Mrd. USD.

TSX.V VIT | VITGOLDCORP.COM



Victoria

GOLD CORP



**FROM A RICH HISTORY
A PROMISING FUTURE
BUILDING CANADA'S NEXT GOLD MINE**

Fazit

„No, I don't own Bubble FANG. I own Golden FANG (Franco-Nevada, Agnico-Eagle, New Gold and Goldcorp) – the ones that are so hated, underowned, underpriced and are in the early stages of a new bull market.“

Fred Hickey

„Am Ende wird alles gut. Wenn es nicht gut wird, ist es noch nicht das Ende.“

Oscar Wilde

„Currently, the redeployment of a portion of general U.S. equity exposure to gold shares represents a non-consensus portfolio allocation with highly compelling logic.“

Trey Reik

Wir sind wir weiterhin der festen Überzeugung, dass der vierjährige Bärenmarkt dazu geführt hat, dass ein Großteil der Mining-Unternehmen nun auf einem solideren Fundament steht. Die Produzenten sind nun schlanker, haben die immense Verschuldung abgebaut und werden in Zukunft stärker von steigenden Goldpreisen profitieren.

Des Weiteren stimmt uns zuversichtlich, dass es im Moment wenige Sektoren gibt, die seitens der Investment-Community stärker untergewichtet werden als der Mining-Sektor. Dies beweist die beinahe zwerghafte Marktkapitalisierung der Minenaktien. Insofern rechnen wir damit, dass die Minenunternehmen – und deren leidgeprüfte Aktionäre – nach einer zermürbenden Durststrecke in den nächsten Jahren eine reiche Ernte einfahren werden. **Jetzt gilt es jedoch für die Branche, die Versprechungen der letzten Jahre einzulösen und neues Vertrauenskapital gegenüber den Investoren aufzubauen.**

Aktuell scheint es, als würden viele Unternehmen langsam eine aggressivere Strategie einschlagen und vom Bärenmarkt- in den Bullenmarktmodus wechseln.

Bärenmarkt – Survival Modus	Bullenmarkt – Growth Modus
Kostensenkungen – Abbau von Angestellten – verringerte Explorationsbudgets – Dividenden werden gestrichen – Stärkung der Bilanz	Fokus auf Produktionswachstum, meist via (überteuerter) Akquisitionen, Explorationsbudgets werden wieder erhöht
Review der Assets – Abschreibungen, Development-Projekte werden ad acta gelegt, Non-Core Projekte verkauft	Keine oder geringe Ausschüttungen an die Aktionäre
Finanzierungen werden teurer	Günstige Finanzierungen über Banken oder den Kapitalmarkt
Qualitätsführer sind die Ersten beim Turnaround	

Quelle: Randgold Company Presentation, Incrementum AG

In diesen Zusammenhang sei wieder einmal auf die mögliche Einteilung von Unternehmen in die drei Kategorien fragil, stabil und antifragil verwiesen. Obwohl Nassim Nicholas Taleb bereits 2012 den

Ausdruck Antifragilität prägte, findet dieser in der Investment-Praxis kaum Eingang.¹⁹⁴

- **Fragile Unternehmen:** Potenzieller Gewinn im Aufschwung gering und potenzieller Schaden im Abschwung immens, schwach finanziert, von hohem bzw. steigendem Goldpreis und von wenigen Assets abhängig, politisches Risiko hoch.
- **Stabile Unternehmen:** Geringer Gewinn bei stabilem Goldpreis, durchschnittliches Produktionswachstum.
- **Antifragile Unternehmen:** Maximaler Gewinn bei Erfolgen und minimaler Schaden bei Misserfolgen, solide Finanzierung, hohe Produktivität und Effizienz, meist Technologieführer. Können im Abschwung Marktanteile ausweiten und günstig Assets zukaufen.

„Every champion was once a contender who refused to give up.“

Rocky Balboa

„Ever tried. Ever failed. No matter. Try again. Fail again. Fail better.“

Samuel Beckett

Ist das Konzept der Anti-Fragilität praxistauglich? Aus unserer Sicht:

Ja. Im Edelmetall-Bereich wurde es erfolgreich durch die Firmen im „Royalty und Streaming-Bereich“¹⁹⁵ umgesetzt, was zu steigenden Marktkapitalisierungen und Firmenneugründungen in diesem Segment führte.¹⁹⁶ Ihr Wachstum wurde durch Wandel und kreative Zerstörung im Minenbereich begünstigt. Aber auch zahlreiche Produzenten und Developer, die früher durchaus als fragil zu bezeichnen waren, haben in den letzten Jahren ihre Hausaufgaben vorbildlich erledigt und können heute als stabile oder gar antifragile Unternehmen eingestuft werden.

Antizyklische Investoren finden im Edelmetallsektor auf Sicht der nächsten Jahre eine attraktive Nische mit einem hervorragenden Chance-Risiko-Verhältnis vor. Der Fokus sollte weiterhin auf konservative Unternehmen gesetzt werden, die nicht nur Wachstum um jeden Preis auf der Agenda haben, sondern bei denen die Interessen der Aktionäre im Vordergrund stehen.

In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns weiterhin auf Developer und Emerging Producer. Ausgehend von unserer Prämisse, dass sich Gold nun wieder im Bullenmarkt befindet, rechnen wir mittelfristig mit einem fallenden Gold-Silber-Ratio. **In diesem Szenario müssten sich besonders bei Silberminern herausragende Investmentopportunitäten ergeben.**

¹⁹⁴ Weiterführende Informationen unter den Links:

http://contrarianedge.com/part_1 & http://contrarianedge.com/part_2

¹⁹⁵ Als Beispiel wollen wir hier Franco Nevada nennen. Franco zeichnet sich durch exzellente Bilanzkennzahlen – keine Schulden, hohes Working Capital, niedrige Fixkosten und nach Erstinvestition keine zusätzlichen Investitionskosten – aus. Die Antifragilität des Unternehmens zeigt sich gut am Beispiel der Vereinbarung mit Glencore/Antapaccay. Nachdem Glencore durch die niedrigen Rohstoffpreise und die hohe Verschuldung in Bedrängnis kam, konnte Franco Nevada Glencore 2015 antifragil unterstützen, was beiden Unternehmen zum Vorteil gereicht.

¹⁹⁶ Vgl. „Minenaktien“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 145-153



Technische Analyse

„In investing, what is comfortable is rarely profitable.“

Robert Arnott

Key Takeaways

- Das Gold-Sentiment oszilliert weiterhin zwischen Desinteresse, Agonie, Pessimismus und leichter Zuversicht.
- Der CoT-Report hat sich bei Gold und insbesondere bei Silber zuletzt verbessert und signalisiert nur noch relativ geringe Abwärtsrisiken. Der finale Shake-Out im Bereich von 1.280 USD dürfte derzeit stattfinden.
- Gold, Silber und Minenaktien weisen eine ausgeprägte Saisonalität auf, die man im kurz- und mittelfristigen Trading nutzen kann. Der Juni stellt sich dabei als äußerst günstiger Einstiegszeitpunkt heraus. Insbesondere die Wochentags-Saisonalität – Freitag hui, Dienstag pfui – erscheint uns bemerkenswert.
- Midas Touch Modell: Gold ist seit Anfang Mai im „Sell-Modus“: Finales Tief im Bereich 1.250 bis 1.280 USD in den nächsten ein bis drei Monaten. Aufsteigendes Dreieck dürfte Gold mittelfristig bis auf 1.500 USD steigen lassen.
- Gold/Silber-Ratio vor Umkehr?

Technische Analyse

„I look for opportunities with tremendously skewed reward-risk opportunities. Don't ever let them get into your pocket – that means there's no reason to leverage substantially. There's no reason to take substantial amounts of financial risk ever, because you should always be able to find something where you can skew the reward risk relationship so greatly in your favor that you can take a variety of small investments with great reward risk opportunities that should give you minimum draw down pain and maximum upside opportunities. „

Paul Tudor Jones

Nach unserer umfassenden makroökonomischen, (geo-)politischen und fundamentalen Analyse darf auch heuer eine technische Betrachtung des Goldpreises keinesfalls fehlen. Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle geschrieben: *„Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns zu einer positiven technischen Einschätzung kommen. Aus Sicht des Terminmarktes hat eine spekulative Bereinigung stattgefunden, die ein gesundes Fundament für weitere Kursanstiege bieten sollte (...) Unserer Meinung nach ist in den nächsten Wochen nur ein recht schwaches Aufwärtsmomentum zu erwarten. Dies liegt in erster Linie an der Saisonalität, andererseits aber auch an einigen Oszillatoren, die sich noch im bearishen Terrain befinden.“*¹⁹⁷ **Diese Einschätzung hat sich als weitgehend korrekt herausgestellt.**

„Men, it has been well said, think in herds; it will be seen that they go mad in herds while they recover their senses slowly and one by one.“

Charles Mackay

Wie sieht nun aktuell unsere technische Bewertung des Goldpreises aus? Für die langfristige Standortbestimmung ziehen wir erneut die Coppock-Kurve und damit einen verlässlichen Momentum-Indikator heran.¹⁹⁸ Als Kaufsignal gilt, wenn der Indikator unter der Nulllinie nach oben dreht, also eine positive Steigung annimmt. Der Vorteil dieses Indikators liegt darin, dass man große Trendwechsel verlässlich erkennt. Seit Anfang 2014 steht der Indikator auf Kauf und bewegt sich seitdem sukzessive nach oben. Anfang 2018 setzte der Coppock auch wieder erfolgreich auf der Null-Linie auf und bestätigte damit sein positives Setup. Auch der MACD steht seit Anfang 2016 auf Kauf und schleicht sich langsam nach oben. **Zudem zeigt sich aber auch, dass das 38,2% Fibonacci-Retracement im Bereich von 1.350 USD weiterhin einen massiven Widerstandsbereich darstellt.**

¹⁹⁷ Vgl. „Technische Analyse“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 164

¹⁹⁸ Konkret handelt es sich um zwei zeitlich gewichtete Momentum-Kurven, die addiert werden und deren langfristiger Moving Average die Coppock-Linie darstellt. Wir verwenden einen etwas modifizierten Coppock mit etwas längeren Periodizitäten.

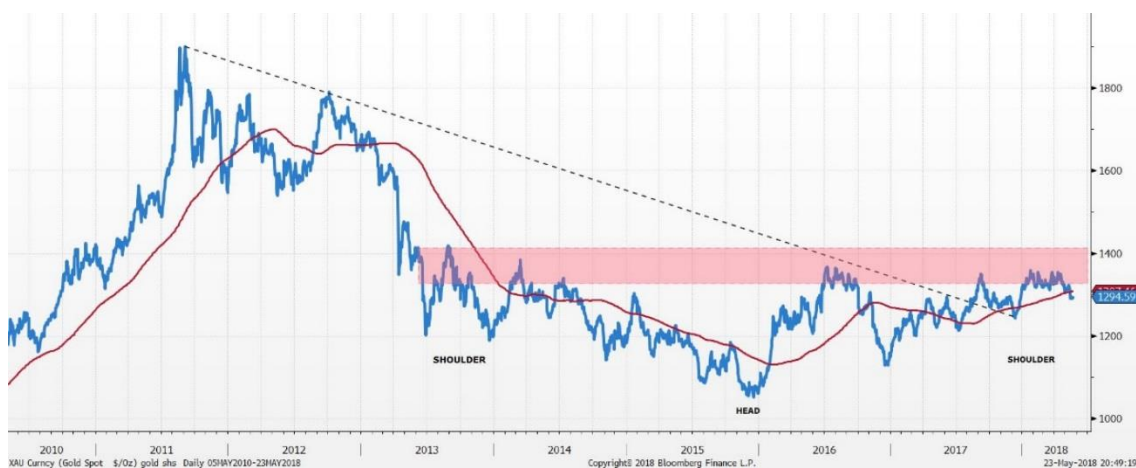


Gold, MACD und Coppock-Indikator (monthly) seit 2001



Am nachfolgenden Chart ist klar zu erkennen, dass der impulsive Anstieg von 280 USD auf 1.920 USD seit dem Jahre 2011 korrigiert wird. **Im Rahmen dieser korrektiven Bewegung bildet sich seit 2013 eine imposante inverse Schulter-Kopf-Schulter Formation aus, die explosiv nach oben hin aufgelöst werden könnte.** Aktuell erscheint allerdings negativ, dass der Preis bereits einige Male an der Nackenlinie im Widerstandsbereich von 1.360-1.400 USD gescheitert. **Sollte das Durchbrechen dieser Widerstandszone gelingen, würde dies einen Zielpreis von 1.800 USD bedeuten, der sich aus der Distanz von Kopf zu Nackenlinie, die nach oben projiziert wird, berechnet.**

Gold (200d Moving Average): Schulter-Kopf-Schulter Formation



Sentimentanalyse

„The one who follows the crowd will usually get no further than the crowd. The one who walks alone, is likely to find himself in places no one has ever been.“

Albert Einstein

„Nothing is more obstinate than a fashionable consensus.“

Margaret Thatcher

Die Stimmungslage bezüglich Gold schwankt weiterhin zwischen Desinteresse, Agonie, Pessimismus und leichter Zuversicht. Bloomberg zufolge ist der Analysten-Konsens weiterhin ohne starke Meinung. Für 2021 wird ein nahezu lächerlicher Anstieg auf 1.342 USD erwartet. Diese Seitwärtsbewegung ist jedoch eine Entwicklung, die – sofern man sich mit Marktzyklen beschäftigt – äußerst unwahrscheinlich erscheint. Allerdings sollte auch erwähnt werden, dass keiner der knapp 30 befragten Analysten langfristig von Preisen *unter* 1.000 USD ausgeht. Dies ist aus antizyklischer Sicht durchaus besorgniserregend. **Andererseits gibt es auch nur einen Analysten, der langfristig Preise über 2.000 USD erwartet. Der erwähnte Analyst ist übrigens der Verfasser dieser Zeilen.**

Bloomberg: Analysten-Konsensus für Gold und Silber: Q2 2018-2021

	Sent.	Spot	Q2 18	Q3 18	Q4 18	Q1 19	2018	2019	2020	2021 -
Gold \$/t oz		1311	1320	1321	1330	1340	1325	1355	1400	1444
Forecast (Median)			1325	1325	1314	1297	1315	1325	1306	1342
Diff (Median - Curr)			+5	+4	-16	-44	-10	-30	-95	-102
Silver \$/t oz		16.44	16.47	16.51	16.67	16.80	16.59	17.01	17.59	18.13
Forecast (Median)			17.00	17.00	17.07	17.20	17.00	17.60	18.75	20.00
Diff (Median - Curr)			+0.53	+0.49	+0.40	+0.40	+0.41	+0.59	+1.16	+1.87

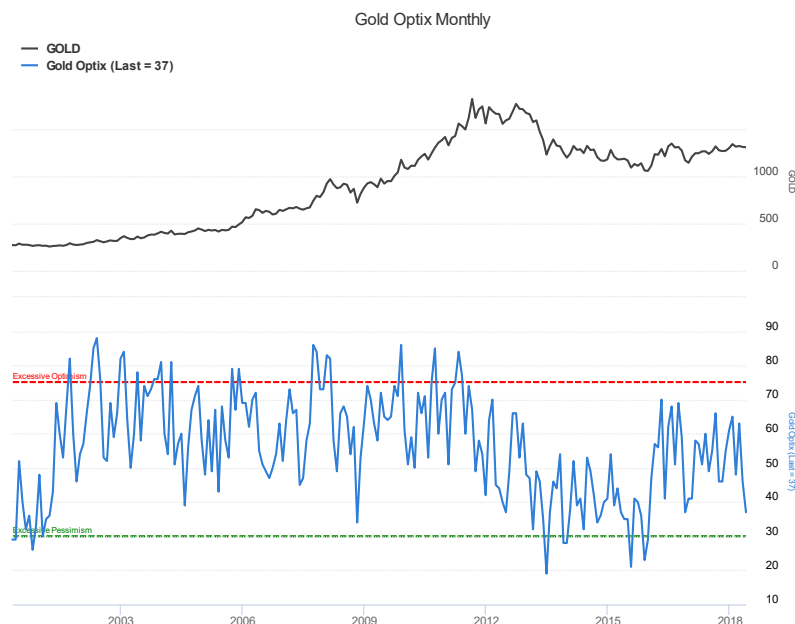
Quelle: Bloomberg

„Bull markets are born on pessimism, grow on skepticism, mature on optimism, and die on euphoria.“

John Templeton

Wie bereits erwähnt, ist einer unserer favorisierten Sentimentindikatoren der Optix-Index von Sentimentrader. Die diesem Stimmungsbarometer zugrunde liegende Logik ist eine denkbar einfache. Wenn die öffentliche Meinung einen starken Konsens bildet, ist dieser breite Konsens ein guter Kontraindikator. Der Markt ist meist zu bullish, wenn die Preise bereits (stark) gestiegen sind und zu bearish, wenn sie bereits gefallen sind. Wenn der Optix über die rot gestrichelte Linie bei 75 Punkten steigt, so gilt es, vorsichtiger zu werden. Liegt er bei 30 Punkten oder darunter ist der Pessimismus hingegen ausgeprägt und das Downside-Risiko limitiert. **Aktuell notiert der Optix bei 38 und damit in der Nähe des Niveaus, das bislang hervorragende Kaufopportunitäten lieferte.**

Optix-Indikator und Goldpreis seit 2000



„The last leg of a bull market always ends in hysteria; the last leg of a bear market always ends in panic.“

Jim Rogers

Fazit

Die Kombination aus weiterhin relativ geringem Interesse der Investoren und der mangelnden Kursphantasie der Analysten bildet unserer Meinung nach ein gutes Fundament für eine Fortsetzung des langsamen, aber stetigen Aufwärtstrends seit Anfang 2016. **Eine finale Kapitulation der letzten Bullen hat bislang jedoch noch nicht stattgefunden. Diese könnte im Bereich von 1.250-1.280 USD erfolgen.**

Saisonalität

„Timing the market is a fool's game, whereas time in the market is your greatest natural advantage.“

Nick Murray

Dass Gold eine ausgeprägte Saisonalität besitzt, haben wir bereits in den vergangenen Ausgaben unseres *In Gold we Trust*-Reports beschrieben. Dank der Unterstützung unserer Freunde von Seasonax¹⁹⁹ konnten wir einige Spezifika der Saisonalität analysieren, die bislang kaum thematisiert wurden.

¹⁹⁹ Die saisonalen Charts wurden uns dankenswerterweise von Dimitri Speck, Gründer und Chef Analyst von Seasonax, zur Verfügung gestellt. Alle Leser des Goldreports haben die exklusive Möglichkeit, saisonale Muster von Gold, Silber und einzelnen Bergbauunternehmen zu analysieren. Nutzen Sie diese Einblicke um wiederkehrende Muster von über 10.000 weiteren Finanzinstrumenten wie Währungen, Rohstoffen und Einzelaktien zu identifizieren. <https://app.seasonax.com/ingoldwetrust>

„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

Sehen wir uns zunächst den saisonalen Jahresverlauf des Goldpreises an. Es zeigt sich, dass Gold typischerweise von Anfang Juli bis Ende Februar steigt. In diesen 8 Monaten wurde mit 7,5% fast der gesamte mittlere Jahresgewinn erzielt. In den übrigen Monaten wurden hingegen saisonal kaum Kursgewinne verzeichnet. Im Mittel stieg Gold in diesem Jahresdrittel lediglich um 0,3%. Daraus lässt sich schließen, dass der Einstiegszeitpunkt einige Wochen nach der Veröffentlichung des *In Gold we Trust*-Reports hervorragend sein dürfte.

Goldpreis in US-Dollar, saisonaler Verlauf, ermittelt über 50 Jahre



Quelle: app.seasonax.com/ingoldwetrust

Die Mid-Term Election-Jahre, wie das heurige Jahr eines ist, sind übrigens tendenziell sehr gute Jahre für Gold, zudem ist die Saisonalität in diesen Jahren deutlich stärker ausgeprägt. Hier sehen wir den idealen Einstiegszeitpunkt Mitte Juni.

Goldpreis in USD, saisonaler Verlauf in Midterm Election Years



Quelle: app.seasonax.com/ingoldwetrust

„The early bird gets the worm,
 but the second mouse gets the
 cheese.“

Willie Nelson

Und wie sieht es bei Silber aus? Silber steigt typischerweise zum Jahresbeginn rasant an. Vom ersten Handelstag des Jahres bis Ende Februar legt Silber im Mittel um 9,8% zu und steigt damit in bloß zwei Monaten mehr als im ganzen Jahr. Auch hier scheint das Chance-Risikoprofil ab Mitte/Ende Juni hervorragend zu sein.

Silberpreis in USD, saisonaler Verlauf, ermittelt über 50 Jahre



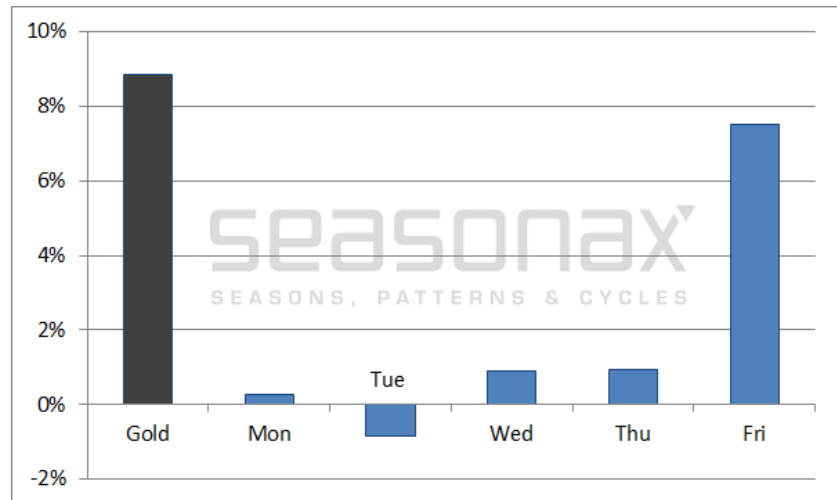
„It is impossible to produce a
 superior performance unless you
 do something different from the
 majority.“

John Templeton

Doch nicht nur die Jahres-Saisonalität ist äußerst aufschlussreich, sondern auch die kürzerfristige Perspektive. Eine Analyse der Wochentags-Performance zeigt, dass ein Wochentag besonders heraussticht, nämlich der Freitag. Mit einer annualisierten Rendite von 7,5% wird am letzten Wochentag beinahe die gesamte annualisierte Rendite von 8,8% generiert. Nachdem der Beobachtungszeitraum mehr als 4.600 Handelstage umfasst, dürfte das Muster kein Zufall sein.²⁰⁰

²⁰⁰ Vgl. „The Strange Behavior of Gold Investors from Monday to Thursday“, Seasonax, Dimitri Speck, 8. November 2017

Gold: Performance nach Wochentagen, 2000 bis 2017



Quelle: app.seasonax.com/ingoldwetrust

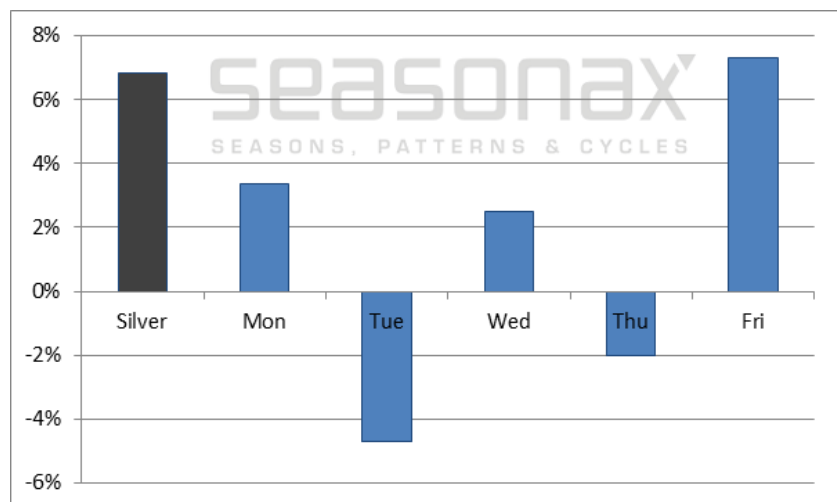
„The best thing about the future
is that it comes one day at a
time.“

Abraham Lincoln

Zudem findet sich diese extreme Wochensaisonalität auch bei Silber.

Mit einer annualisierten Performance von 7,3% ist das Freitags-Muster sogar noch ausgeprägter als bei Gold. In diesem Zusammenhang fällt des Weiteren der tieferste Dienstag mit einem durchschnittlichen Verlust von 4,7% auf. **Die Wochentags-Anomalien sind also sowohl bei Gold als auch bei Silber sehr stark ausgeprägt, weshalb sie insbesondere für das kurzfristige Trading als äußerst relevant erscheinen.**

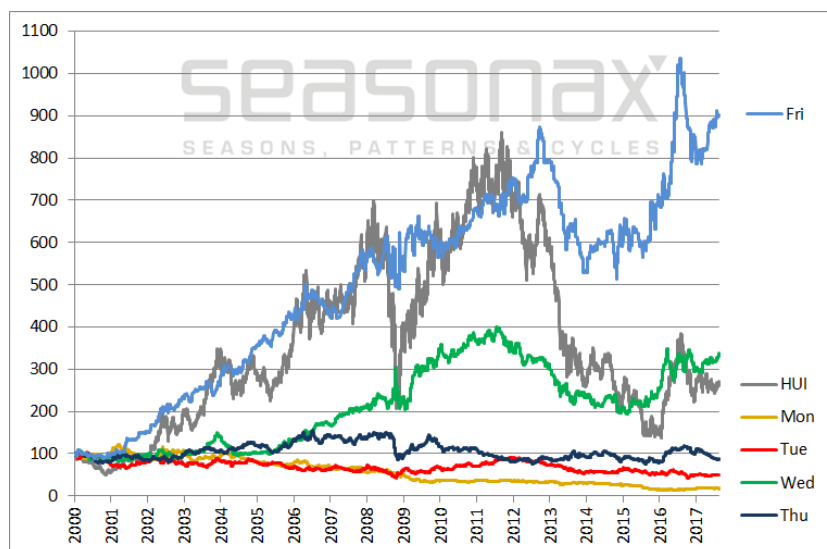
Silber: Performanceverlauf je Wochentag, 2000 bis 2017



Quelle: app.seasonax.com/ingoldwetrust

Auch Minenaktien weisen eine enorm starke Wochentags-Saisonalität auf, wobei ebenfalls der Freitag die mit Abstand beste Performance markiert. Dies belegt der nächste Chart, der die indexierte Entwicklung der Erträge des HUI-Goldminenindex nach Wochentagen aufgeschlüsselt zeigt.

Goldaktien (HUI): Saisonalität der Wochentage seit 2000



Quelle: app.seasonax.com/ingoldwetrust

Fazit

Gold, Silber und Minenaktien weisen eine ausgeprägte Saisonalität auf, die man im kurz- und mittelfristigen Trading nutzen kann. Juni stellt sich dabei als äußerst günstiger Einstiegszeitpunkt heraus. Insbesondere die Wochentags-Saisonalität erscheint uns bemerkenswert, ihr sollte in der taktischen Allokation vermehrt Beachtung geschenkt werden.

Exkurs: Das Midas Touch Gold Model™²⁰¹

„We forget that Mr. Market is an ingenious sadist, and that he delights in torturing us in different ways.“

Barton Biggs

Ein rational und holistischer Ansatz, um den Goldmarkt zu analysieren

Das erklärte Ziel des „Midas Touch Gold Model“, ist es, den Goldmarkt aus möglichst vielen Perspektiven zu analysieren, um aus den Ergebnissen ein einfaches, kurz- bis mittelfristiges Signal abzuleiten. Obwohl dem Modell sehr viele Daten zugrunde liegen, gelingt es diesem in relativ kurzer Zeit, eine umfangreiche Analyse kompakt und übersichtlich zu erstellen.

Wie sieht das Modell konkret aus?

Der erste Baustein des „Midas Touch Gold Model“ ist ein Trendfolgeindikator auf dem Monatschart. Dieser hat Mitte August 2017 ein Kaufsignal geliefert. Mit dem Wochen- und Tageschart zoomt das „Midas Touch Gold Model“ tiefer in das kurzfristige Preisgeschehen hinein. Mit dem 15. Mai 2018 hat der Wochenchart auf bearish gedreht und deutet damit

²⁰¹ Wir bedanken uns bei Florian Grummes für diesen Exkurs. Florian ist Gründer und Geschäftsführer von Midas Touch Consulting (<http://www.midastouch-consulting.com>). Unsere Leser können sich auf folgendem Link für kostenlose Updates und den dazugehörigen Newsletter eintragen: <http://bit.ly/1EUdt2K>



bereits an, dass der Goldpreis vermutlich noch mehr Zeit benötigt, bevor die starke horizontale Widerstandszone um 1.350 bis 1.375 USD überwunden werden kann.

Danach wird die Volatilität analysiert. Hier gilt, dass steigende Volatilitäten vor allem in Abwärtsbewegungen auftreten, während in Aufwärtstrends meist eine niedrige Volatilität beobachtet werden kann. Die zugrundeliegende Formel bezieht sich aber vor allem auf die jeweilige Preisrichtung, die gleichzeitig von steigender oder fallender Volatilität begleitet wird. Aktuell ist die Volatilität extrem niedrig und zeigt damit an, dass derzeit kaum spekulatives Interesse am Goldmarkt vorhanden ist.

Mit den CoT-Daten und dem Sentiment folgen zwei antizyklische („contrarian“) Signale. Die Profis, d. h. die kommerziellen Händler, haben zuletzt ihre kumulierte Shortposition deutlich reduziert, so dass derzeit eine neutrale Einschätzung vorliegt. Ideale Einstiegchancen ergeben sich immer in einem extrem pessimistischen bzw. panischen Umfeld.

Ratios und ETF-
Bestandsveränderungen

Als Nächstes fließen eine Reihe von Ratios in das „Midas Touch Gold Model“ ein. Neben dem Klassiker Dow Jones/Gold-Ratio, das nach wie vor die Aktien gegenüber Gold favorisiert, scheint das Gold/Silber-Ratio endlich gedreht zu haben. Dies könnte mittelfristig den gesamten Edelmetallsektor beflügeln. Das „Midas Touch Gold Model“ enthält zudem das Gold/Öl-Ratio sowie das Ratio von Gold gegenüber anderen Rohstoffen. Kann Gold die anderen Rohstoffe klar outperformen, ist vermutlich die „Sicherer Hafen“-Funktion des Goldes aktiviert. In solchen Situationen sind oft steile, irrationale Preisanstiege zu beobachten. Stellvertretend für die Investmentnachfrage analysiert das Modell darüber hinaus die wöchentlichen Bestandsveränderungen des größten und wichtigsten Gold-ETFs, des SPDR Gold Shares (GLD).

Multipolare Goldwelt

Des Weiteren liefert das „Midas Touch Gold Model“ zwei Trendfolgesignale abhängig von der Goldpreisentwicklung in chinesischen Renminbi sowie in indischen Rupien. Schließlich stehen China und Indien mittlerweile für mehr als 50% der weltweiten physischen Goldnachfrage. Natürlich dürfen auch die Goldminenaktien nicht fehlen. Hierfür wird ein Trendfolgechart auf den Minen-ETF „GDX“ sowie das dazugehörige Sentiment verwendet. Die Minenaktien laufen dem Goldpreis oft voraus und aktuell verhalten sich die Minenaktien bereits etwas besser als der Goldpreis. Damit deuten sie möglicherweise an, dass der laufende Abverkauf am Goldmarkt nicht nachhaltig ist. Abgerundet wird das Modell durch die Entwicklung des US-Dollar und dessen Konstellation am Terminmarkt sowie die Entwicklung der Realzinsen in den USA.

Das „Midas Touch Gold Model“ war seit Februar neutral und ist seit dem 15. Mai bearish

Midas Touch Gold Modell™ vom 21. Mai 2018			Version 1.2
Gold USD - Monatschart	1.284,67US\$	Kaufsignal 18.08.2017, Umkehrsignal @ 1.213,51US\$	Bullisch
Gold USD - Wochenchart	1.284,67US\$	Verkaufssignal 01.05.2018, Umkehrsignal @ 1.361,13US\$	Bärisch
Gold USD - Tageschart	1.284,67US\$	Verkaufssignal 15.05.2018, Umkehrsignal @ 1.314,93US\$	Bärisch
Gold Volatilität CBOE Index	11,11	Seit Monaten extrem niedrige Volatilität am Goldmarkt	Neutral
Gold CoT-Report	-118.089	Kommerzielle Shortposition neutral	Neutral
Gold Sentiment	38	Sentiment zu pessimistisch, aber (noch) keine Panik	Neutral
Gold Saisonalität	Mai	Statistisch -0,153%, Saisonalität bis Anfang Juli negativ	Bärisch
Ratio DowJones/Gold	19,14	Verkaufssignal 25.11.2016, Umkehrsignal @ 17,42	Bärisch
Ratio Gold/Silber	78,47	Kaufsignal 18.04.2018, Umkehrsignal @ 83,05	Bullisch
Ratio Gold/Öl	18,09	Verkaufssignal 21.03.2018, Umkehrsignal @ 21,35	Bärisch
Ratio Gold/Rohstoffe (GNX)	2,64	Verkaufssignal 29.03.2018, Umkehrsignal @ 2,96	Bärisch
SPDR Gold Trust Bestände (GLD)	855,28t	Minus 2,36 Tonnen in der letzten Woche	Bärisch
Gold in \$, €, £, ¥	2 von 4	Auf Monatssicht: Zugewinne gegen Euro & Pfund, Verluste gegen US-Dollar & Yen	Neutral
Gold in indischen Rupien	87.384₹	Verkaufssignal 17.05.2018, Umkehrsignal @ 89.189₹	Bärisch
Gold in chinesischen Renminbi Yuan	8.206,3¥	Verkaufssignal 15.05.2018, Umkehrsignal @ 8.358,7¥	Bärisch
GDx Goldminen ETF - Tageschart	22,19US\$	Verkaufssignal 15.05.2018, Umkehrsignal @ 23,01US\$	Bärisch
GDx Goldminen ETF - Sentiment	39	Sentiment zu pessimistisch, aber (noch) keine Panik	Neutral
US-Dollar - Tageschart	93,54	Kaufsignal 16.05.2017, Umkehrsignal @ 92,22; starker US-Dollar ist negativ für Gold	Bärisch
US-Dollar CoT-Report	-4.685	Kommerzielle Händler fast neutral auf den US-Dollar positioniert	Neutral
US Realzinsen	-0,273%	3-Monatiger T-bill Zins (1,91%) - 3 Monats Durchschnitt des jährl. CPI (2,18%)	Bullisch

| Das Gold-Modell ist seit dem 15. Mai 2018 im bärischen Modus | | | |
| © 2018 Midas Touch Consulting/Florian Grummes | | | MIDAS TOUCH CONSULTING |

Insgesamt hat das „Midas Touch Gold Model“ bisher hervorragende Dienste geleistet. Während der letzten drei Monate war das „Midas Touch Gold Model“ neutral und konnte damit die trickreiche und verwirrende Seitwärtskonsolidierung am Goldmarkt vermeiden.

Am 1. Mai ist das „Midas Touch Gold Model“ das erste Mal seit langer Zeit in den bearishen Modus gewechselt. Obwohl der Goldpreis bereits relativ stark überverkauft ist, liefert das „Midas Touch Gold Model“ damit ein klares Verkaufssignal. Wir erwarten daher ein finales Tief im Bereich von 1.250 bis 1.280 USD in den nächsten ein bis drei Monaten und raten weiterhin zur Geduld.

Aufsteigendes Dreieck dürfte Gold mittelfristig bis auf 1.500 US-Dollar steigen lassen

Im größeren Bild jedoch läuft der Goldpreis weiterhin unbeirrt in ein aufsteigendes und damit bullisches Dreieck. Gold sollte daher „nur noch“ die aufsteigende Trendlinie testen und im Anschluss wieder nach oben drehen. Mit einem derartigen Rücksetzer sollten die schwachen Hände abgeschüttelt werden können. Dies wiederum würde dann die perfekte Konstellation für eine weitere Attacke auf die entscheidende Widerstandszone 1.350-1.375 USD in diesem Sommer ermöglichen.

Für die zweite Jahreshälfte sollten sowohl Gold als auch insbesondere Silber eine starke Sommerrally aufs Parkett legen können, die möglicherweise auch den lange erwarteten Ausbruch mit sich bringt. In diesem Fall sollte der Goldpreis im Anschluss bis auf ca. 1.500 USD und Silber bis auf ca. 26 USD ansteigen können.

Fazit

Auch wenn das „Midas Touch Gold Model“ wie jedes Modell gewisse Vereinfachungen vornimmt und damit gewisse Unschärfen aufweist, spart es doch erheblich Zeit und verschafft Investoren und Tradern einen professionellen Überblick über die Lage am Goldmarkt. Das „Midas Touch Gold Model“ wird

wöchentlich aktualisiert und kann auf der Website von Midas Touch verfolgt werden.



Technische Analyse des Silberpreises

„Cash combined with courage in a time of crisis is priceless.“

Warren Buffett

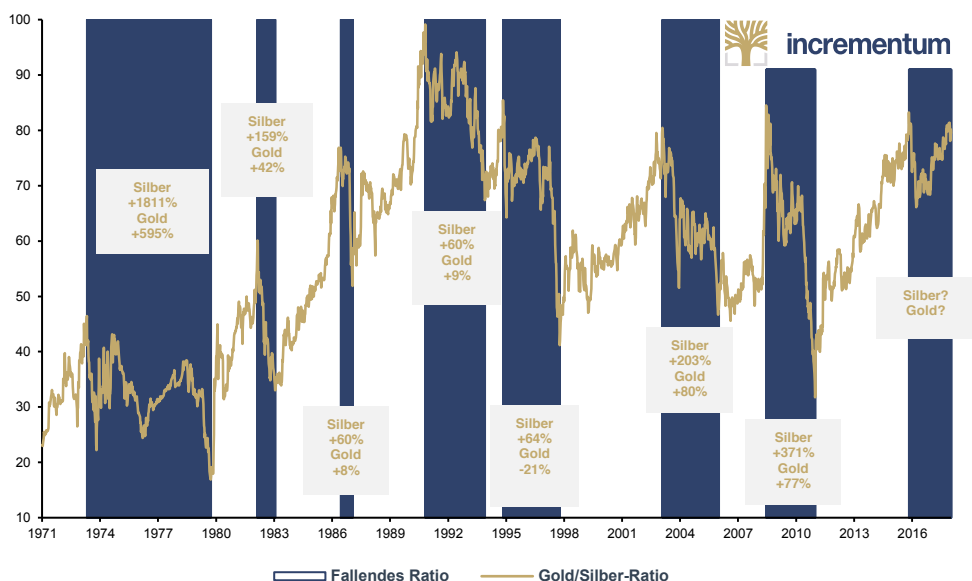
Das Gold-Silber-Ratio haben wir in den vergangenen *In Gold we Trust*-Reporten bereits ausführlich analysiert. Gemäß unserer statistischen Auswertungen ist ein nachhaltiger Goldpreisanstieg bei einem gleichzeitig steigenden Gold/Silber-Ratio äußerst unwahrscheinlich. Ein fallendes G/S-Ratio erhöht hingegen die Wahrscheinlichkeit für einen Bullenmarkt in Gold deutlich.

Wie zuvor bereits erwähnt, erscheint das technische Bild von Silber aus Contrarian-Perspektive besonders spannend. Die „smart money“ Hedger halten aktuell – in Relation zum Short Interest – ihr niedrigstes Short-Exposure seit Beginn der Aufzeichnungen. Lt. Sentimentrader war dies erst zwei Mal der Fall und zwar im Juli 1997 und im Juni 2013, anschließend folgten Rallies mit Kursanstiegen von 77% bzw. 35%.²⁰²

Der nachfolgende Chart zeigt, dass das G/S-Ratio in Goldbullen-Märkten meist gefallen ist. Mit anderen Worten: Silber verzeichnete stärkere Zuwächse als Gold.

²⁰² Vgl. „Major Volatility As Gold/Silver Ratio Climbs“, Jason Goeptert, Sentimentrader.com, 27. März 2018

Gold/Silber-Ratio: Fallendes Ratio

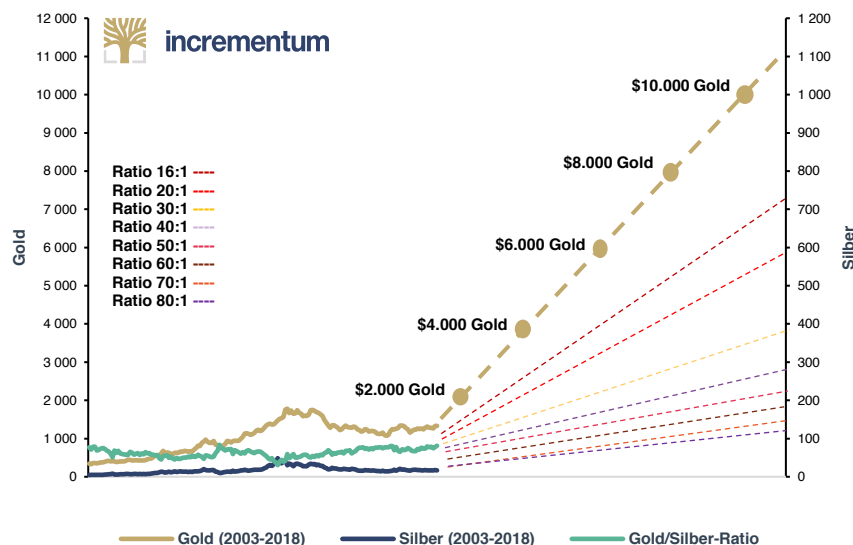


Quelle: GoldSilver.com – Mike Maloney, Bloomberg, Incrementum AG

Aus obigem Chart wird ersichtlich, dass das G/S-Ratio im Zeitverlauf größeren Schwankungen unterliegt. Um 1980 können wir einen Tiefpunkt bei einem Ratio von 16 erkennen, während es 1991 beinahe die Marke von 100 erreichte. Gegenwärtig scheint es, als wäre das Ratio nach einem fast siebenjährigen Aufwärtstrend wieder an einem potenziellen Trendwendepunkt angelangt. **Das Ratio „klopft“ nun bereits 5 Mal in Folge am oberen Widerstand von 80 an.**

Der nachfolgende Chart zeichnet verschiedene Szenarien für den Silberpreis auf Basis unterschiedlichster Goldpreise sowie verschiedener Gold/Silber-Ratios. Sollte sich unsere Grundannahme einer drehenden Inflationstendenz als zutreffend erweisen, ist Silber wohl eine der besten Anlagemöglichkeiten, um in den kommenden Jahren von der steigenden Inflationstendenz zu profitieren. **Bei einem Goldpreis von 2.300 USD und einem Gold/Silber-Ratio von 40 – das uns bei steigender Teuerung durchwegs realistisch erscheint – ergäbe sich ein Silberpreis von 57,5 USD.**

Gold- und Silberpreis in unterschiedlichen G/S-Ratio-Szenarien



Quelle: www.goldchartsrus.com, Nick Laird, Mike Maloney, Bloomberg, Incrementum AG

Commitment of Traders-Report²⁰³

„In short, it helps to have an edge. And by definition, the mass financial media cannot give you that edge. You may think you're pretty smart by subscribing to the financial cable channel CNBC. Think again.“

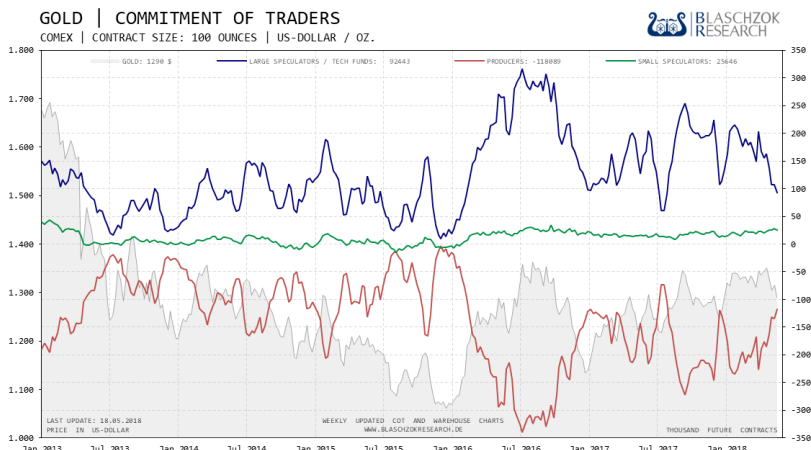
Tim Price

Gold: Aktuelle Situation und Ausblick

Aktuell ist der Terminmarkt im bullischen Bereich. Die Gruppe der Large Speculators hat ihre Long-Positionen zuletzt weiter reduziert, während die Commercials ihre Short-Positionen abbauten. Der erwartete Rücksetzer auf die Marke von 1.280 USD führte dazu, dass bereits viele Bullen das Handtuch warfen. Ein finaler Sell Off wäre jedoch noch möglich. Die aktuell extrem einseitige Spekulation am Terminmarkt für den USDX und den Euro ist ein Indiz dafür, dass der US-Dollar für den Rest des Jahres zur Stärke neigen könnte. Folgt auf den Bärenmarkt des US-Dollar nun ein Bullenmarkt, so dürfte der Goldpreis in den kommenden Monaten zumindest in US-Dollar eher ohne Trend seitwärts verlaufen.

²⁰³ Wir bedanken uns bei Markus Blaschok (www.blaschokresearch.de) für die Zurverfügungstellung der Charts und der CoT-Interpretationen.

Gold: Commitment of Traders Report



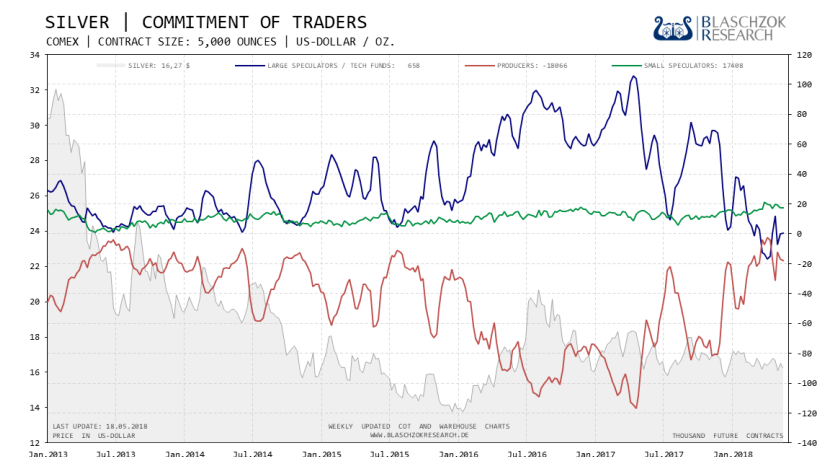
Quelle: www.blaschzokresearch.de

Silber: Kapitulation der Bullen

Der Silber-Terminmarkt hat sich zuletzt stark bereinigt. Die Spekulanten haben eine extrem einseitige Position auf fallende Preise eingenommen. **Die Gruppe der großen Spekulanten (Non-Commercials) hatte kurzzeitig sogar eine Rekordmenge von 17.000 Kontrakten auf fallende Preise gesetzt, was die völlige Kapitulation der Bullen zeigt.**

Das Risiko für Kursrückgänge scheint bei dieser einseitigen Positionierung begrenzt zu sein. Silber bleibt aber weiterhin von den Kursbewegungen des Goldes abhängig und eine bullische Eigendynamik scheint mittelfristig unwahrscheinlich zu sein. Erst mit einem erneuten Kaufsignal bei Gold und einem darauffolgenden Anstieg des Goldpreises, werden auch die Spekulanten den Silberpreis nach oben treiben können.

Silber: Commitment of Traders Report



Quelle: www.blaschzokresearch.de

Fazit der CoT-Analyse

Die ersten vier Monate des Jahres waren von einer fundamentalen Stärke am Goldmarkt und einer fundamentalen Schwäche am Silbermarkt geprägt. **Der Terminmarkt dürfte bei Gold mittlerweile zu 85% bereinigt sein, bei**

Silber etwa zu 95%. Diese Bereinigung am Silber-Terminmarkt in den letzten Wochen war von relativer Schwäche und somit von einem physischen Überangebot geprägt. Eine Umkehr der fundamentalen Angebots- und Nachfragesituation lässt sich daraus jedoch nicht ableiten.

Es ist möglich, dass sich die Stärke bei Gold und die Schwäche bei Silber fortsetzen wird. Dies wäre im Rahmen eines zunehmend disinflationären oder gar deflationären Umfeldes wahrscheinlich. **Die Nachfrage nach Gold scheint hingegen robust zu sein und ein Test der Vorjahrestiefs im Bereich 1.200 USD erscheint kurzfristig unwahrscheinlich.**

Fazit

*„Generally, the greater the stigma or revulsion,
the better the bargain.“*

Seth Klarman

Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns zu einer positiven technischen Einschätzung kommen. Am Terminmarkt hat bereits eine spekulative Bereinigung stattgefunden, die ein gesundes Fundament für weitere Kursanstiege bieten sollte, wenngleich ein finaler „Wash-Out“ unter der Unterstützung bei 1.280 USD als nicht gänzlich unwahrscheinlich erscheint. Der Coppock-Indikator hat Ende 2015 ein langfristiges Kaufsignal generiert, das Sentiment scheint allerdings weiterhin überwiegend skeptisch zu sein. Der CoT-Report signalisiert ein limitiertes Abwärtsrisiko. Insofern scheint das Chance-Risiko-Profil für Gold und insbesondere Silber aktuell äußerst attraktiv zu sein.

Fazit

„Invest in things that have never happened before, hedge for regression to the mean, and plan for the unimaginable.“

John Burbank

Key Takeaways

- Drei Gezeitenwenden vollziehen sich vor unser aller Augen:
 - 1) Die geldpolitische Gezeitenwende: QT statt QE und das Ende der Niedrigstzinspolitik bringen die Liquiditätsflut des vergangenen Jahrzehnts langsam zum Verebben.
 - 2) Die währungspolitische Gezeitenwende: Auch wenn der US-Dollar noch die Weltleitwährung Nr. 1 ist, sieht er sich mit immer größeren Herausforderungen konfrontiert. Seit der Lehman-Krise wird Gold für die Reserven der Zentralbanken wieder bedeutsamer.
 - 3) Die technologische Gezeitenwende: (gold-gedekte) Kryptowährungen, die sich anschicken, staatlichen Fiat-Währungen Konkurrenz zu machen.
- Die Rezessionsgefahren im Zuge der monetären Gezeitenwende werden klar unterschätzt. Gold ist einer der wenigen Rezessions-Profiteure.
- Wir zeigen uns zuversichtlich für Gold, Silber und Minenaktien.

*„Come gather 'round people
Wherever you roam
And admit that the waters
Around you have grown
And accept it that soon
You'll be drenched to the bone.
If your time to you
Is worth savin'
Then you better start swimmin'
Or you'll sink like a stone
For the times they are a-changin'.“*

Bob Dylan

*„People today are still living off
the table scraps of the sixties.
They are still being passed
around - the music and the
ideas.“*

Bob Dylan

„The Tides They are a-Changin“ – mit dieser leicht abgewandelten Version des Hits von Bob Dylan wollen wir das Resümee unseres diesjährigen In Gold we Trust-Reports beginnen. Quantitative Tightening, De-Dollarization und die Kryptos scheinen, dieses Mal die Klänge von R.E.M. widerhallend, „It's the End of the World as We Know It“ einzuläuten. Je mehr wir uns auf diese grundlegenden Änderungen einstellen, desto besser wird es gelingen, von diesen Umwälzungen zu profitieren. **Entlang der drei von uns festgestellten Gezeitenwenden wollen wir die Schlüsseleinsichten des diesjährigen In Gold we Trust-Reports zusammenfassen.**

1) Geldpolitische Gezeitenwende

Die Wende von QE zu QT hat in der öffentlichen Debatte erstaunlich wenig Aufmerksamkeit erregt. Die Folgen der geldpolitischen Gezeitenwende könnten jedoch dramatisch sein. Denn das monetäre Aufputzmittel, mit dem in der post-Lehman Ära jeder Rückfall in die Krise zu verhindern versucht wurde, hat zahlreiche Nebenwirkungen.

*„Emancipate yourselves from
mental slavery;
None but ourselves can free our
minds.“*

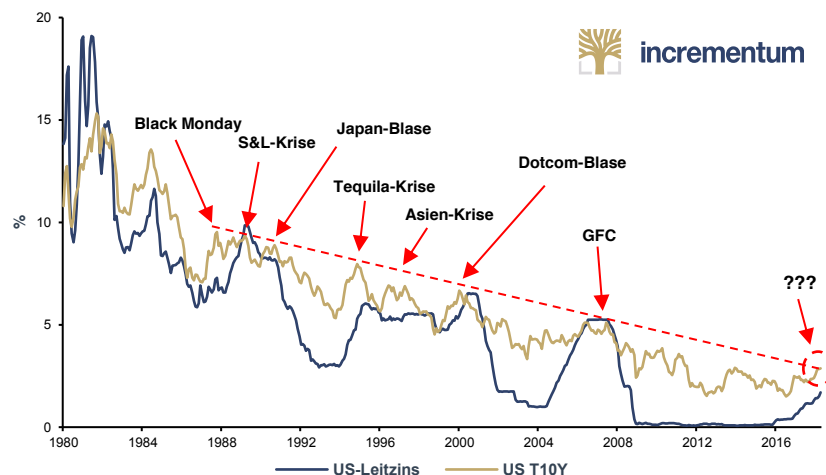
**Bob Marley
Redemption Song**

Einerseits bewirkte die Medizin ein da capo der globalen Verschuldungsorgie. Südeuropäischen Staaten hätte durch Mario Draghis „Whatever it takes“-Politik Zeit für strukturelle Reformen und eine Schuldenreduktion gekauft werden sollen – soweit die Theorie. In der Praxis waren die fallenden Zinsen jedoch der ideale Anreiz für ein weiteres Auftürmen der Schuldenberge.

Andererseits haben Investoren das vermeintlich risikoarme Kapitalmarktumfeld kennen und lieben gelernt. Nun ziehen langsam die ersten dunklen Wolken am Zinshorizont auf. Nicht nur die FED, sondern auch die EZB vollzieht langsam aber sicher und mit großem zeitlichen Rückstand die geldpolitische Gezeitenwende.²⁰⁴ Dass eine baldiger Ausbruch einer erneuten Krise nicht unwahrscheinlich erscheinen lässt, illustriert nachfolgender Chart.

²⁰⁴ Jan Smets ein Mitglied des EZB-Rats einen möglichen Termin für den Euro-QExit in den Raum gestellt. Nach der turnusmäßigen Ratssitzung Ende Juli könnte die EZB den schrittweisen Ausstieg aus dem Anleihenkaufprogramm tatsächlich vollziehen. Vgl. [„Jan Smets Says ECB Could Take Steps to Phase Out QE This Summer“](#), Wall Street Journal, 7. Mai 2018

US-Leitzins & US T10Y



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

2) Währungspolitische Gezeitenwende

Die De-Dollarization bzw. die Umformung der unipolaren in eine multipolare Weltordnung schreitet weiter voran. Zugegeben, die Schritte sind klein und viele davon kaum wahrzunehmen. Der Trend ist dennoch eindeutig.

„The future's in the air
I can feel it everywhere
Blowing with the wind of
change.“

**The Scorpions
Wind of Change**

Dieser Prozess geht einher mit einer geopolitischen Polarisierung und einer Rhetorik, die stärker das Trennende als das Einende betont. Mit der Wahl von Donald Trump hat diese Tendenz einen neuen Höhepunkt erreicht. Speziell europäische Politiker, die aus ihrer tiefsitzenden Antipathie gegenüber dem Immobilien-Tycoon im Weißen Haus kein Hehl machen, versuchen die Gunst der geopolitischen Stunde zu nutzen, um sich aus den Klammern der USA – zumindest ein wenig – zu lösen. Forderungen nach dem Aufbau einer EU-Armee sind ein Ausdruck dieser Emanzipationsbewegung, so wie es die Etablierung des Euro ebenfalls war.

„Are markets discounting a
Currency war, Trade war, or
Shooting war? Our view is
markets appear to have begun
discounting the first two and
may be acknowledging the
growing probability of a
shooting war.“

Luke Gromen

Zusätzlich zu dem schon vor einiger Zeit ausgerufenen Währungskrieg droht nunmehr ausgehend von den USA ein veritabler Handelskonflikt auszubrechen. Auch wenn dieser Wirtschaftskrieg vorerst noch großteils mit Platzpatronen geführt wird²⁰⁵, so verunsichern die immer martialischere Rhetorik und die zunehmende Irrationalität handelspolitischer Entschlüsse. Unbeschadet dessen betreffen die bisher tatsächlich beschlossenen Maßnahmen nur einen äußerst kleinen Teil der Wirtschaft. Als politischer Wink mit dem Zaunpfahl sind sie jedoch nicht zu unterschätzen.²⁰⁶

Von einigen wenigen Ausnahmen abgesehen, steigt – nicht zuletzt aufgrund der Geldpolitik der letzten Jahre – aller Ortens die Verschuldung, trotz der oberflächlich robusten Konjunktur. Für die USA könnte der schleichende Verlust des hegemonialen Status der Weltleitwährung weitreichende Konsequenzen haben. Eine sinkende Nachfrage nach US-Dollar und

²⁰⁵ Vgl. „Der globale Wirtschaftskrieg wird noch mit Platzpatronen geführt“, Josef Urschitz, Die Presse, 8. März 2018

²⁰⁶ Wir verweisen hier auf unser Advisory Board Mitglied Jim Rickards, der stets auf die Sequenz „Currency War – Trade War – Shooting War“ aufmerksam macht.

„I am not in danger. I am the danger!“

Walter White,
Breaking Bad

„Oft geschieht im Augenblick,
was nicht im Jahr gehofft wird.“
Kaiser Ferdinand I.

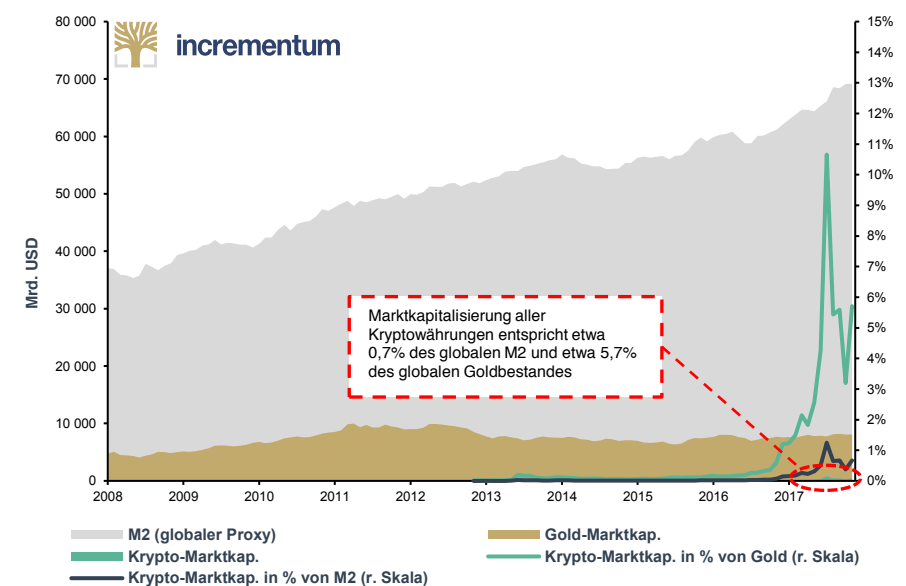
Treasuries könnte den US-Dollar deutlich abwerten lassen, die heimische Preisinflation befeuern und die Zinsen weiter nach oben treiben.

Wie sich die Schuldenproblematik auf die währungspolitische Gezeitenwende auswirken wird, wird sich weisen. Zumal auch in diesem Bereich eine unerbittliche Wahrheit von niemandem auszuschalten ist: Des Einen Forderung ist des Anderen Verpflichtung. Wer eine Streichung nomineller Schulden vorschlägt, muss sich bewusst sein, dass im selben Augenblick und Ausmaß Vermögenswerte reduziert werden. Die (geo-)politische Sprengkraft eines derartigen Schuldenschnitts etwa bei den US-Treasuries braucht nicht extra betont zu werden.

3) Technologische Gezeitenwende

Rasant und dennoch lange Zeit praktisch unbemerkt vollzieht sich ein epochaler technologischer Wandel. Immer mehr Finanztransaktionen werden mit dem Smartphone oder über das Internet getätigt. Mit der Erfindung von Kryptowährungen erfährt die Digitalisierung des Geldes eine weitere Beschleunigung. Faszinierend dabei ist, dass das Aufkommen der neuen Technologien einen „hayekianischen“ Wettbewerb entfacht hat, der magnetisch innovationsfreudiges Finanz- und Humankapital anzieht.

M2, Gold- und Krypto-Marktkapitalisierung in Mrd. USD und in % von M2



Wir sind mit Blick auf die Kryptowährungen von dreierlei überzeugt: 1) Es ist nicht alles Krypto, was glänzt; 2) Die Kryptowährungen, und insbesondere die „Decentralized Ledger Technologien“, sind gekommen, um zu bleiben. Beide werden das Wirtschaftsleben und womöglich auch die währungspolitische Realität maßgeblich, wenn nicht gar grundlegend verändern.²⁰⁷ 3) **Gold und die Kryptowährungen stehen sich nicht feindlich gegenüber, sondern**

²⁰⁷ Die Marshall-Inseln haben im Februar 2018 ein Gesetz zur Einführung einer Kryptowährung, den SOV, beschlossen, die gleichberechtigt neben dem derzeitigen alleinigen gesetzlichen Zahlungsmittel, dem US-Dollar, als solches fungieren wird. <https://www.cnbc.com/>. Venezuela hat eine staatliche Kryptowährung, den Petro bzw. Petromoneda, im Februar 2018 bereits in Umlauf gebracht.

können ihre jeweiligen Stärken im kooperativen Miteinander noch stärker ausspielen.

Jede dieser drei von uns identifizierten Gezeitenwenden hat das Potenzial, die Welt und das Währungsgefüge fundamental zu verändern. Doch was bedeuten diese langfristigen Gezeitenwenden für Gold und dessen kurz- und mittelfristige Preisentwicklung?

Ein Blick auf die aktuelle Situation an den Finanzmärkten zeigt, welcher rauer Wind dem Gold derzeit entgegenweht:

- Aktien nach wie vor beliebteste Anlageklasse und nahe ihrer Allzeithochs
- Volatilität auf weiterhin relativ niedrigem Niveau
- Immobilien (aka „Betongold“) gelten vielerorts als „alternativlos“
- Robustes globales Wirtschaftswachstum
- Vertrauen in Finanzsystem, Politik und Banken wieder gestärkt
- Weiterhin relativ geringe (Preis-)Inflation
- Steigende US-Zinsen
- Notenbanken werden wieder hawkisher – QT statt QE
- Kryptowährungen stehlen Gold die Show

„I think people expect too much from gold.“

Adrian Day

Auch hat uns folgender Satz unseres geschätzten Kollegen Adrian Day lange Zeit beschäftigt. Er meinte: *„People expect too much from gold! Whatever scenario you're in, everyone expects gold to react more than it does...But when you think about what gold has done, I think it has done very well this year.“*²⁰⁸ **Mit anderen Worten: Goldfreunde sollten nicht dem Fehler verfallen, die Kurserwartungen zu hoch zu schrauben.**

Auf ein Novum an den Finanzmärkten müssen wir in unserer Schlussbetrachtung noch hinweisen. Was die aktuelle Phase markant von früheren großen Börsencrashes (1929, 1987, 2000, 2008 etc.) unterscheidet, ist die gleichzeitige Extrembewertung von Aktien UND Anleihen. In früheren Zeiten halfen negativ korrelierte Bonds, um etwaige Verluste an den Aktienmärkten zu lindern. Aktuell ist die Bond-Party jedoch weit fortgeschritten, vermutlich ist es schon 4 Uhr in der Früh. Auch rein mathematisch gesehen sind weitere Kursgewinne bei Anleihen kaum noch möglich, vorausgesetzt es wird kein Schritt in Richtung dramatischer Negativzinsen gesetzt.

²⁰⁸ *„People expect too much from Gold“*, Kitco.com Interview mit Adrian Day, 18. September 2017

„So while there are no obvious triggers for historically high global asset valuations to correct, while they remain this high there is always a risk of a sudden correction that could be destabilising to a financial system and global economy that seems to require such elevated asset prices.“

Jim Reid

„The only permanent truth in finance is that people will get bullish at the top and bearish at the bottom.“

Jim Grant

„Out on the edge you see all kinds of things you can't see from the center. Big, undreamed-of things – the people on the edge see them first.“

Kurt Vonnegut

Wie die höchst lesenswerte „Long-Term Asset Return Study“ der Deutschen Bank²⁰⁹ eindrucksvoll zeigt, befindet sich ein gleichgewichteter Index aus Aktien und Anleihen aktuell auf dem höchsten Stand seit dem Jahre 1800. Die Bewertungsniveaus sind demnach historisch betrachtet alles andere als auf Schnäppchenniveau. Früher oder später werden die Finanzmärkte wohl den Gesetzen der Gravitation gehorchen müssen und die Rückkehr zum Mittel antreten. **Eine Rückkehr zum Mittel, die viele Portfeuille auf dem falschen Fuß erwischen könnte.**

Was passiert jedoch, wenn nun Aktien UND Anleihen in einen Bärenmarkt abtauchen? **Was wird der Safe Haven sein, wenn sich das traditionelle Korrelationsmuster plötzlich verändert? Cash, Immobilien, Bitcoin oder wieder einmal Gold? Wir sind davon überzeugt, dass in einem solchen Szenario Gold jedenfalls zu den größten Profiteuren zählen wird.**

Unsere Ausführungen haben des Weiteren gezeigt, dass Gold in einem dynamischem Umfeld der grundlegenden Veränderung profitieren dürfte. **Doch wie sieht es kurz- und mittelfristig für den Goldpreis aus?**

Im vergangenen Jahr hatten wir mehrere Szenarien für den Goldpreis ausgearbeitet, die auf die Dynamik des BIP-Wachstums sowie auf den weiteren Verlauf der US-Geldpolitik abgestimmt wurden. Als Zeithorizont hatten wir die Amtsperiode der derzeitigen US-Administration (2017-2021) herangezogen, in welcher die geldpolitische Normalisierung umgesetzt werden soll.

Amtsperiode ist geprägt von	Wachstum	Geldpolitische Normalisierung	Goldpreis in USD
Szenario A: Aufschwung	Reales Wachstum > 3% p.a.	Geglückt; Reales Zinsniveau >1,5%	700-1.000
Szenario B: Muddling Through	Wachstum & Inflation 1,5-3% p.a.	Weiterhin nicht vollständig geglückt	1.000-1.400
Szenario C: Wachstum mit Inflation	Wachstum & Inflation > 3% p.a.	Weiterhin nicht vollständig geglückt	1.400-2.300
Szenario D: Adverses Szenario	Stagniert / Kontrahiert <1,5%	Gestoppt bzw. Umkehr der Geldpolitik	1.800-5.000

Quelle: Incrementum AG

Der Pfad des Goldpreises bewegt sich bislang im Bereich von „Szenario B“ bzw. „Szenario C“. Die tatsächlichen Wachstums- und Inflationszahlen spiegeln diesen Pfad gut wider. Entscheidend wird nun sein, ob das Kunststück der geldpolitischen Normalisierung gelingt und ob in den kommenden Jahren „Szenario C“ oder „Szenario D“ eintreten wird. **Eine Rezession wäre überfällig, die geldpolitische Gezeitenwende könnte diese in den kommenden 6-24 Monaten auslösen.**

Wie verhält sich der Goldpreis im Umfeld einer Rezession? Kurze Antwort: positiv! Einerseits suchen Anleger in Krisenzeiten nach sicheren Häfen und hierfür ist Gold der Klassiker schlechthin. Andererseits antizipieren

²⁰⁹ Vgl. „Long-Term Asset Return Study: The Next Financial Crisis“, Jim Reid, Deutsche Bank Research, 18. September 2017

viele Anleger auch monetäre und fiskalische Stimuli und suchen in Gold einen Inflationsschutz.

Dekade	Gold Start (USD/oz)	Gold End (USD/oz)	Veränderung in %
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

Auf unserem diesjährigen Parforceritt durch die Goldwelt stießen wir noch auf folgende weitere Schlüsselaussagen:

- **Die technische Analyse lässt uns zu einer positiven Kurseinschätzung kommen. Uns erscheint das Chance-Risiko-Profil für Gold und insbesondere für Silber aktuell äußerst attraktiv.**
Durchaus bemerkenswert ist die ausgeprägte Wochentags-Saisonalität von Gold, wobei der Freitag die beste, der Dienstag mit Abstand die schlechteste Performance aufweist.
- **Ebenfalls ein hervorragendes Chance-Risiko-Verhältnis stellen wir für den Minensektor fest.** Ausgehend von unserer Prämisse, dass sich Gold nun wieder im Bullenmarkt befindet, rechnen wir mittelfristig mit einem fallenden Gold-Silber-Ratio. In diesem Szenario müssten sich besonders bei Silberminern herausragende Investmentopportunitäten ergeben. In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns weiterhin auf Developer und Emerging Producer. „Peak Gold“ erachten wir als ein realistisches Szenario, jedoch erwarten wir in erster Linie Konsequenzen auf die M&A-Aktivität.
- **Um nicht auf dem falschen Fuß erwischt zu werden, haben wir unterschiedlichste Krisenauslöser analysiert.** Eine der allgemeinen Schlußfolgerungen ist, dass sich Gold reziprok zum Geldsystem verhält und ein wirksamer Inflations- und Krisenschutz ist, gerade auch in Situationen, die nicht im Detail vorhersehbar sind.²¹⁰

„Whether we’re talking about socks or stocks, I like buying quality merchandise when it is marked down.“

Warren Buffett

„No one can possibly know what is about to happen: it is happening, each time, for the first time, for the only time.“

James A. Baldwin

²¹⁰ Vgl. „Gold als Portfolioversicherung“, *In Gold we Trust-Report 2016*, S. 117-125

„A friend asked me to choose one investment that I would want to leave to my great-great-grandchildren. I immediately answered that it would be gold coins. The reason I explained is as follows – corporations can disappear, stocks can collapse, governments can change and they can fall, booms and recessions come and go – but gold is intrinsic money, and no man or nation has ever doubted its value. And they never will.“

Richard Russell

- **Seit jeher untersuchen wir die Portfolioeigenschaften von Gold.**

Dieses Jahr legten wir den Schwerpunkt auf die Bedeutung der Goldreserven für die Notenbanken. Bemerkenswert ist, dass seit der Finanzkrise 2008 der Trend zur Reduktion der Goldreserven nicht nur gestoppt wurde, sondern seither die Goldreserven der Notenbanken deutlich zulegten. Insbesondere die Zentralbanken Chinas, Russlands, Indiens und der Türkei stockten ihre Goldreserven – zum Teil deutlich – auf. Diese Rückbesinnung auf Gold ist auch ein Ausdruck des schwindenden Vertrauens in die US-zentrische Geld- und Weltordnung.

- **In der großen Auseinandersetzung zwischen den inflationären und deflationären Kräften sehen wir, dass die inflationären Kräfte im vergangenen Jahr an Stärke gewannen.**

Auch unser „Incrementum-Inflationssignal“ zeigt seit September 2017 wieder steigende Inflationstendenzen an.

„It's the End of the World as We Know It“ – den titelgebenden Beginn des Refrains des großen Hits von R.E.M. haben wir bereits am Anfang des Fazits angestimmt, um den sich vollziehenden Gezeitenwechsel musikalisch zu untermalen. Vielsagend setzt dann der Refrain fort: „And I feel fine.“ Zu diesem Wohlfühlen inmitten der monetären Gezeitenwenden trägt Gold sicherlich bei. Gold trotzt gleichermaßen den Sturmfluten wie der Ebbe.

Festzuhalten bleibt: Der weltweite Boom, angetrieben durch niedrige Zinsen und ein unaufhörliches Ausweiten der Kredit- und Geldmengen, steht auf tönernen Füßen.

Die Wahrscheinlichkeit, dass der Boom zum Bust wird, ist hoch, zumindest deutlich höher als vom Mainstream vermutet.

Wir erwarten in den kommenden Jahren deutliche Umbrüche mit spürbaren Auswirkungen auf den Goldpreis. Diese Geschehnisse werden wir – wie Sie es von uns schon seit vielen Jahren gewohnt sind – aufmerksam verfolgen, fundiert analysieren und regelmäßig kommentieren.

www.ingoldwetrust.report



Über uns

Ronald-Peter Stöferle, CMT



Ronnie ist Partner der Incrementum AG und zuständig für Research und Portfolio Management.

Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der Wirtschaftsuniversität Wien und sammelte während des Studiums praktische Erfahrung am Trading-Desk einer Bank. Nach seinem Studienabschluss arbeitet er bei der Erste Group im Research, wo er 2007 erstmals den *In Gold we Trust* Report publizierte. Im Laufe der Jahre avancierte die Goldstudie zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation.

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch „Österreichische Schule für Anleger“ und 2018 soll das Buch „Die Nullzinsfalle“ erscheinen. Zudem ist er Advisor für Tudor Gold, einem kanadischen Explorationsunternehmen mit Projekten im legendären Golden Triangle (British Columbia).

Mark J. Valek, CAIA



Mark ist Partner der Incrementum AG, zuständig für Portfolio Management und Research.

Berufsbegleitend studierte Mark Betriebswirtschaftslehre an der Wirtschaftsuniversität Wien und ist seit 1999 durchgehend in den Bereichen Finanzmärkte und Asset Management tätig. Vor der Gründung der Incrementum AG war er zehn Jahre lang bei Raiffeisen Capital Management tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments. Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der philoro Edelmetalle GmbH sammeln.

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch „Österreichische Schule für Anleger“, 2018 soll das Buch „Die Nullzinsfalle“ erscheinen.

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.

Danksagung

Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Personen für ihre tolle Unterstützung bei der Erstellung des *In Gold we Trust 2018*:

Gregor Hochreiter, Richard Knirschnig, Christoph Neubauer, David Holzinger, Heinz Blasnik, Niko Jilch, Atle Willems, Hans Fredrik Hansen, Pascal Hügli, Marc Waldhausen, Tobias Müller, Demelza Hays, Yannick Möhring, Lars Haugen, Bawerk.net, Philip Barton, Brent Johnson, Florian Grummès, Markus Blaschzok, Elizabeth und Charley Sweet, Florian Hulan, Tea Muratovic, Dimitri Speck, Luis Enrique, Carsten Ringler, Dr. Richard Zundritsch, dem ganzen Team des World Gold Council, Georg Bühler, Christian Niedermüller, Luke Gromen, der gesamten Incrementum-Familie und insb. Thomas Vesely für die tatkräftige Unterstützung!

Kontakt

Incrementum AG
Im alten Riet 102
9494 – Schaan/Liechtenstein
www.incrementum.li
www.ingoldwetrust.li
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: 2018 Incrementum AG. All rights reserved.

