

Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?

„... obwohl die Dorfbewohner den Schrei hörten, rannten sie dieses Mal nicht zu ihm, um ihm zu helfen. ‚Er kann uns nicht noch einmal täuschen‘, sagten sie. Der Wolf tötete sehr viele Schafe des Jungen und schlich sich dann in den Wald davon.“

Æsop

Key Takeaways

- Geldpolitik und Fiskalpolitik haben terra incognita betreten. Alle Regeln vernünftigen Finanzgebarens scheinen gebrochen zu sein.
- Die jüngsten geldpolitischen Entwicklungen legen nahe, dass die 2020er-Jahre wie schon die 1970er-Jahre eine Ära der Stagflation werden könnten.
- Die wirtschaftliche Ungewissheit hat die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes vermindert. Der Durchbruch beim Covid-Impfstoff wird nun zu einer sukzessiven Rückkehr von Zuversicht führen. Die Umlaufgeschwindigkeit sollte in diesem Umfeld steigen und die Inflation stimulieren.
- Die extreme Kreditausweitung im Jahr 2020, die Rallyes bei Anleihen, Immobilien, Rohstoffen und Aktien signalisieren, dass wir uns in der ersten Phase eines „Crack-Up-Booms“ befinden.
- Ein neues Inflationsparadigma erfordert eine gründliche Überprüfung der traditionellen Portfoliotheorie. Angesichts der jüngsten Entwicklungen sollten sich Anleger verstärkt Gedanken über Inflationsgefahren machen.



Der Wolf tötete viele Schafe des Jungen und schlich sich dann in den Wald davon.

Kenne Deinen Feind: Inflation verstehen

Die außergewöhnlichen Ereignisse des Jahres 2020 haben uns dazu motiviert, ein *In Gold We Trust*-Special über das erhöhte Risiko steigender Inflationsraten herauszugeben.¹ **Das Leitmotiv entstammt der klassischen Fabel von Äsop „Der Junge, der Wolf rief“².**

Warum haben wir uns für dieses Leitmotiv entschieden? Die Geschichte handelt von einem Schafhirtenjungen, der zweimal scherzhaft „Wolf“ ruft. Nachdem er zweimal ins Dorf zurückgekehrt ist, beschließen die Einheimischen, nicht zu reagieren, als der Junge erneut vor einem Wolf warnt. Die Dorfbewohner wussten nicht, dass der Wolf dieses Mal die Schafe *tatsächlich* angriff.

In ähnlicher Weise hat das globale Paradigma der letzten Jahrzehnte durch seine wiederholten Warnungen vor Inflation die Disinflation konsequent verstärkt. Jetzt, da Populismus und institutionelles Misstrauen zunehmen, werden die zunehmend aggressiveren und direkteren Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik ein neues Inflationsparadigma erwecken.

Wir vermuten, dass die geld- und währungspolitischen Entwicklungen des Jahres 2020, verbunden mit dem Paradigmenwechsel, die Inflationsraten deutlich in die Höhe treiben könnten. Es scheint jedoch, dass die Marktteilnehmer zögern, höhere Teuerungsraten als mögliches Szenario zu bedenken. Das jahrzehntelange deflationäre Paradigma hat sie blind gegenüber einem möglichen Angriff der Wölfe gemacht: einem sprunghaften Anstieg der Inflationsraten.

Schon jetzt beeinflusst ein kollektiver Mentalitätswandel die Vermögenspreise. Die Märkte scheinen sich auf die Rückkehr des Inflationsrisikos einzustellen. Inflationserwartungen werden durch inflationsgeschützte Staatsanleihen (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS) signalisiert. Zwischen dem 23. März und dem 28. August, dem Tag nach der geldpolitischen Wende der Federal Reserve hin zu einer symmetrischen Interpretation des Inflationsziels (Average Inflation Targeting, AIT), fiel die Rendite der TIPS um 140 Basispunkte auf -1,4%.

Having a little inflation is like being a little pregnant.

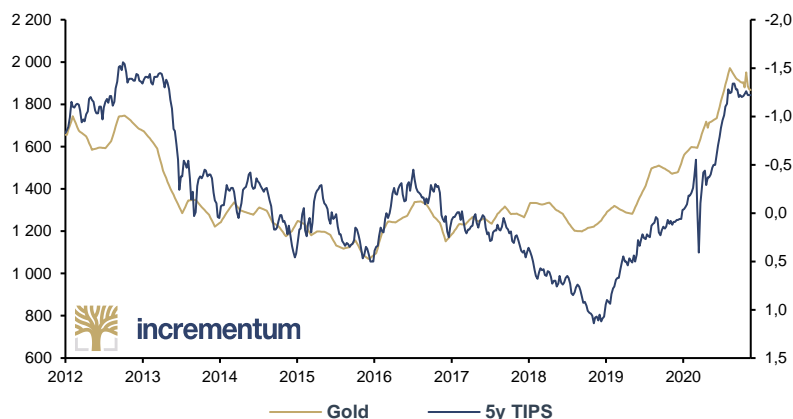
Leon Henderson

Gleichzeitig hat der Goldpreis neue Allzeithochs markiert. Kurz vor dieser Ankündigung hatte Gold erstmals die 2.000-Dollar-Marke durchbrochen. Obwohl Gold nun in eine Korrekturphase eingetreten ist, notiert es deutlich höher als zu Beginn der Covid-19-Krise. **Aufgrund der anhaltenden wirtschaftlichen Unsicherheit und der steigenden Inflationsraten scheint Gold für eine weitere Rally bereit zu sein.**

¹ Unser besonderer Dank für seine tatkräftige Mitarbeit an diesem *In Gold We Trust*-Special gilt Kalon Boston.

² Vgl. Äsop: „[Der Junge, der Wolf rief](#)“

Gold (lhs), in USD, und 5y TIPS (invertiert, rhs), in %, 01/2012-11/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wie den regelmäßigen Lesern unseres *In Gold We Trust*-Reports bekannt ist, widmen wir jedes Jahr mindestens einen Abschnitt der Analyse der aktuellen Inflationsdynamik.³ In diesem *In Gold We Trust*-Special gehen wir der Frage nach, warum die Inflationsraten – insbesondere bei den Verbraucherpreisen – seit der Großen Finanzkrise 2007/2008 weitestgehend in Schach gehalten wurden. Dann sehen wir uns die Entwicklungen der letzten Monate genau an, die möglicherweise den Wechsel zu einem neuen Inflationsparadigma beschleunigt haben. Unsere Schlussfolgerung lautet, dass es an der Zeit ist, das Portfolio sorgfältig auf Inflationsrisiken hin zu prüfen.

Wie man sich der Inflation nähern sollte

Um die jüngsten Entwicklungen in der globalen Inflationsdynamik zu verstehen, müssen wir uns zunächst mit den richtigen Definitionen vertraut machen. Unsere Leser wissen, dass wir die Inflationsdefinition der „Österreichischen Schule der Nationalökonomie“ für zutreffend erachten. Inflation ist definiert als eine Zunahme der Geldmenge in einer Volkswirtschaft, die über eine Erhöhung des physischen Bestands der als Währung genutzten Ware, d. h. Gold in Zeiten eines Goldstandards, hinausgeht.⁴ Da die letzten Überreste des Goldstandards 1971 beseitigt worden sind, sollte jede seitdem erfolgte Erhöhung der Geldmenge als inflationär betrachtet werden.

Dagegen wird heutzutage Inflation üblicherweise als Anstieg des allgemeinen Preisniveaus definiert.⁵ **Es gibt drei wesentliche Probleme mit dieser Mainstream-Definition:**

- **Problem 1:** Der US-amerikanische Verbraucherpreisindex wurde seit 1980 mindestens zwanzig Mal substanziell überarbeitet. Selbst wenn ein

True knowledge is known by causes.

Sir Francis Bacon

³ Alle unsere früheren Ausgaben des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie in unserem Archiv unter <https://ingoldwetrust.report/archiv/>.

⁴ Taghizadegan, Rahim, Stöferle, Ronald und Valek, Mark: *Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, 2014

⁵ Ein klassisches Beispiel für die Mainstream-Definition findet sich auf der Webseite der EZB: „[Was ist Inflation?](#)“

Preisniveauindex die richtige Definition von Inflation wäre, wurde seine Berechnung so stark verändert, dass Inflation einfach nicht mehr gleich definiert wird wie vor fünfzig Jahren.

- **Problem 2:** Ähnlich wie das Problem der Neudefinition ist das Problem der hedonischen Preisberechnung, die versucht, qualitative Verbesserungen der Technologie zu berücksichtigen. Die hedonische Preisberechnung suggeriert fälschlicherweise, dass die qualitativen Verbesserungen eines Fernsehers die Preissteigerungen bei Lebensmittelpreisen ausgleichen. Untersuchungen deuten darauf hin, dass die hedonische Preisberechnung die ausgewiesene Inflationsrate signifikant gedrückt hat.
- **Problem 3:** Wenn man Inflation mit dem VPI gleichsetzt oder als „Preisniveauaggregat“ versteht, ist das Konzept für Investoren im Allgemeinen wenig nützlich, denn der VPI wird ausschließlich anhand historischer Daten berechnet. Der VPI blickt gleichsam durch den Rückspiegel und aggregiert Preisniveautrends über einen Index von Konsumgütern. Investoren versuchen jedoch, den Markt durch die Windschutzscheibe zu erkennen. Daher bietet der VPI Anlegern nur wenige Informationen für deren Investmententscheidungen.

Aufgrund dieser Probleme beginnt die korrekte Analyse der Geldmengenentwicklung mit einem richtig gestellten Verständnis von Inflation. Inflation ist die Zunahme der Geldmenge in einer Volkswirtschaft. Der Anstieg des allgemeinen Preisniveaus ist daher nur eine der Folgen der Inflation.

Einblicke in die Geldgeschichte

„The law of unintended consequences is the only real law of history.“

Niall Ferguson

Um das gegenwärtige monetäre Umfeld zu verstehen und die Zukunft zu antizipieren, ist es von größter Bedeutung, mit der Geldgeschichte vertraut zu sein. Volkswirtschaften werden von sozialen und historischen Paradigmen beherrscht. Seit die Stagflation in den USA in den frühen 1980er-Jahren besiegt wurde, ist das globale Paradigma disinflationär. Wir erwarten, dass die Covid-19-Krise der Beginn eines neuen inflationären Paradigmas darstellt. Wer die Anzeichen der heraufziehenden Inflation nicht beachtet, ignoriert das Heulen des Wolfes.

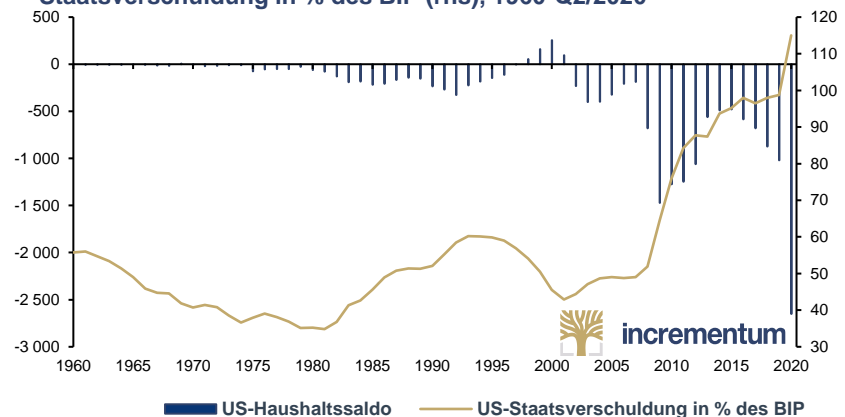
Vom Goldstandard zum Schuldenstandard

1971 wurde das Bretton-Woods-System von US-Präsident Richard Nixon beendet.⁶ Obwohl er die Entscheidung zunächst als lediglich *vorübergehende* Aussetzung der Goldeinlöseverpflichtung darstellte, kehrten die Vereinigten Staaten nie zu einem metallischen oder bimetallischen Standard zurück. **Infolgedessen wandelte sich die US-Wirtschaft von einer goldgestützten in eine schuldengestützte: Die öffentliche Verschuldung der USA im Verhältnis zum BIP stieg kontinuierlich von 33,7% im Jahr 1972 auf 105,7% Ende 2019 an und wird voraussichtlich in diesem Jahr auf 120 % anschwellen.** Die Pandemiepolitik hat das US-Haushaltsdefizit im Fiskaljahr 2019/2020 auf 3,1 Bill. USD ansteigen lassen.⁷ Dies ist mehr als eine Verdreifachung im Vergleich zum Vorjahr und entspricht etwa 16% der durch die Covid-19-Rezession deutlich verminderten Wirtschaftsleistung.

Selig sind die Jungen, denn sie werden die Staatsschulden erben.

Herbert Hoover

US-Haushaltssaldo (lhs), in Mrd. USD, und US-Staatsverschuldung in % des BIP (rhs), 1960-Q2/2020



⁶ Vgl. „Nixon Ends Bretton Woods International Monetary System“

⁷ Vgl. CBO: „An Update to the Budget Outlook: 2020 to 2030“

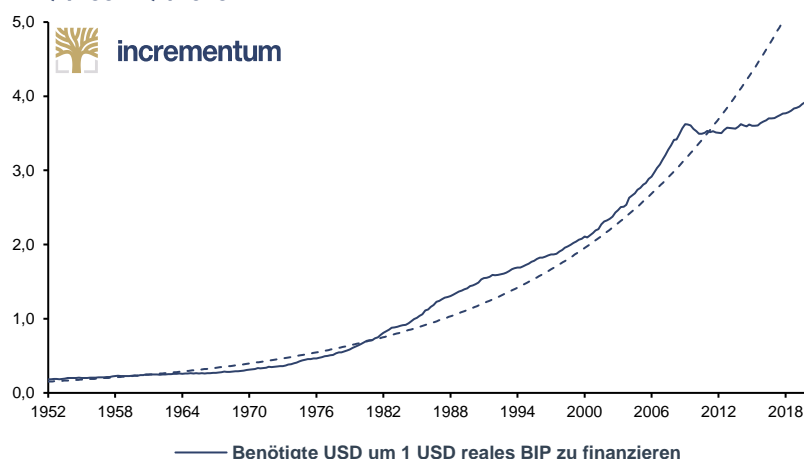
Ein historischer Vergleich verdeutlicht das unfassbare Ausmaß der jüngsten Schuldenexplosion. Im Juni 2020 verschuldeten sich die USA in etwa in der gleichen Höhe wie in den ersten beiden Jahrhunderten ihres Bestehens zusammen (!!!). Von 1776 bis 1976 gaben die USA Schulden in Höhe von etwas mehr als 1 Bill. USD (nominal) aus.⁸ Allein im Juni 2020 nahm das US-Finanzministerium Schulden in Höhe von 864 Mrd. USD auf.

The fragile wants tranquility, the antifragile grows from disorder, and the robust doesn't care. Debt always fragilizes economic systems.

Nassim Taleb

Schon vor der Covid-19-Pandemie hatten viele Volkswirtschaften rund um den Globus mehr und mehr Ähnlichkeit mit der Roten Königin aus Lewis Carrolls Fortsetzung von „Alice im Wunderland“, die unter dem Titel „Through the Looking Glass, and What Alice Found There“ bekannt ist. Um „nur auf demselben Platz zu bleiben“ und nicht in eine Rezession abzurutschen, benötigen die Volkswirtschaften immer mehr Schulden. **Ein Beispiel für den abnehmenden Grenznutzen der Schulden ist der sprunghafte Anstieg der Schuldenquote von 45% des BIP im Jahr 2001 auf 76% des BIP im Jahr 2019 allein für die Industriestaaten. Insbesondere die USA fallen mit einer großen Aufspreizung zwischen BIP-Wachstum und Schuldenwachstum auf: Der Schuldenstand ist viermal so schnell gewachsen wie das BIP.**

Benötigte USD an Schulden, um 1 USD reales BIP zu finanzieren, Q1/1952-Q4/2019

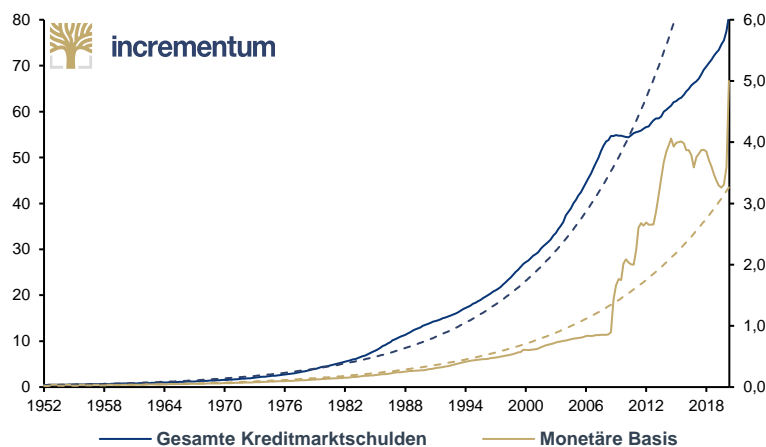


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Das US-Haushaltsdefizit stieg von 2,8 Mrd. USD im Jahr 1970 auf knapp 1 Bill. USD im Haushaltsjahr 2018/19. Aufgrund der Maßnahmen zur Bekämpfung der Covid-19-Pandemie explodierte es im Haushaltsjahr 2019/2020 auf 3,3 Bill. USD. Die Gesamtverschuldung am Kreditmarkt ist von 1,6 Bill. USD im Jahr 1970 auf über 80 Bill. USD im Jahr 2020 gestiegen.

⁸ Mehr zu diesen historischen Zahlen findet sich in: Pantera Capital: „Two Centuries of Debt in One Month: Pantera Blockchain Letter“, July 2020

Gesamte Kreditmarktschulden (lhs), in Bill. USD, und Monetäre Basis (rhs), in Bill. USD, Q1/1952-Q2/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

What is certainly clear is that again and again, countries, banks, individuals, and firms take on excessive debt in good times without enough awareness of the risks that will follow when the inevitable recession hits.

Carmen Reinhart

Die globale Schuldenexplosion – insbesondere die Defizitfinanzierung der USA – ist der Schlüssel zum Verständnis der ängstlichen, fast schon panischen, Haltung der Politik gegenüber Deflation. Während wir davor gewarnt haben, dass der wahre Wolf der Geschichte die Inflation ist, bestehen die politischen Entscheidungsträger darauf, dass das wahre Raubtier die Deflation ist. Ihre Bedenken sind aufgrund der strukturellen Verschuldung des Währungssystems in gewisser Weise gerechtfertigt. In einem kreditbasierten System ist die Furcht der Schuldner vor Deflation nachvollziehbar. Allgemein wird jedoch behauptet, dass die Verbraucher – in Erwartung niedrigerer Preise zu einem späteren Zeitpunkt – ihren Konsum aufschieben und damit die Gesamtnachfrage drücken werden. Diese Begründung ist realitätsfremd und abstrahiert deutlich zu stark.

Wie könnte die Weltwirtschaft aus ihrer Überschuldung überhaupt herauskommen? Im Wesentlichen gibt es einen guten und viele schlechte Auswege aus der Schuldenproblematik. Der gute Weg aus der Schuldenfalle ist reales Wachstum. Dafür benötigt man 1) einen wenig verschuldeten Konsumenten mit einer hohen Konsumnachfrage; 2) eine demographische Dividende mit einem raschen Wachstum der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter; 3) einen Produktivitätsboom, damit eine höhere Inflation nicht zu einem hohen Wachstum der Lohnstückkosten führt, was wiederum den Aufschwung zunichtemachen könnte; 4) die politische Kontrolle der Zentralbank, damit die Kreditkosten nicht durch die „bond vigilantes“ in die Höhe getrieben werden.⁹ **Ein „Herauswachsen aus dem Schuldenproblem“ erachten wir jedoch als höchst unwahrscheinlich.**

⁹ Vgl. Man Institute: [Inflation Regime Roadmap](#), Juni 2020

Inflation als Besteuerung

Wo liegen angesichts der stark steigenden Verschuldung und der Anti-Deflations-Narrative die Interessen des Staates, des bei weitem größten Schuldners? Sind Etatisten der wahre Wolf in dieser Geschichte?

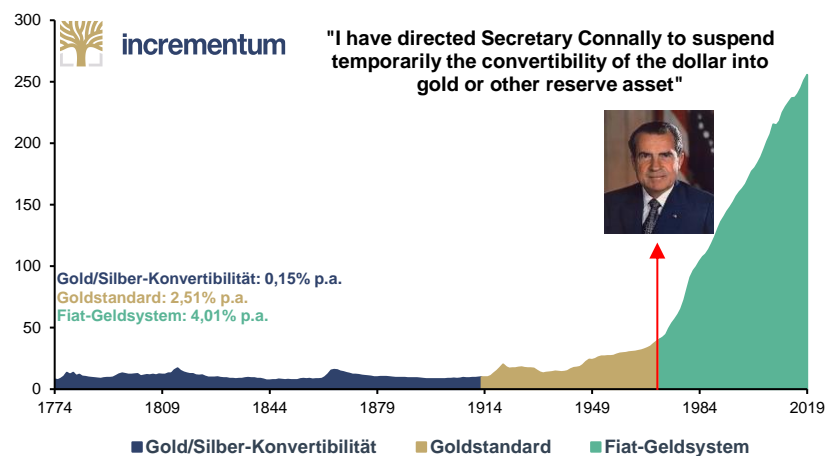
It is a way to take people's wealth from them without having to openly raise taxes. Inflation is the most universal tax of all.

Thomas Sowell

Da der Staat in erheblichem Maße verschuldet ist und oft Druck – sei es implizit oder explizit - auf die Geldpolitik ausübt, muss die Psychologie hinter dem Inflationismus die Dynamik zwischen Verschuldung und Inflation einbeziehen. Wenn das Preisniveau steigt, sinkt die Schuldenlast und damit die Belastung für den Schuldner. Somit dient die Inflation als politisches Instrument zur Reduzierung der realen Zinszahlungen, indem sie die Sparer still und leise besteuert. Die strukturelle Abhängigkeit der US-Wirtschaft von Schulden ist der Schlüssel zum Verständnis der extremen Abneigung der politischen Akteure gegen Deflation.

Mit seinem offenen – teilweise rüpelhaft vorgetragenen – Tadel an Jerome Powell hat Donald Trump einen Tabubruch begangen. **Eine Analyse von Bloomberg zählt 60 öffentliche Kritiken, die Trump allein bis Ende 2019 an Powell oder der Federal Reserve geübt hat.**¹⁰

CPI unter den verschiedenen Währungsregimen, 1774-2019



Inflation is as violent as a mugger, as frightening as an armed robber and as deadly as a hit man.

Ronald Reagan

Die USA hatten vor der Einrichtung der Federal Reserve im Jahr 1913 wiederkehrende Phasen der Inflation und der Deflation. Während dieser Zeit betrug die durchschnittliche jährliche Inflationsrate lediglich 0,5%. Nach der Gründung der Federal Reserve und vor 1971 lag die durchschnittliche jährliche Inflationsrate bei 2,5%. Seit der Beendigung des Goldstandards im Jahr 1971 verzeichneten die USA schließlich eine durchschnittliche jährliche Inflationsrate von 4,3%.

¹⁰ Für die vollständige Liste der Kritiken, vgl. „[Kev Trump Quotes on Powell as Fed Remains in the Firing Line](#)“, Bloomberg, 17. Dezember 2019

Governments are likely to continue printing money to pay their debts with devalued money. That's the easiest and least controversial way to reduce the debt burdens and without raising taxes.

Ray Dalio

Warum jetzt?

Wie der Titel dieses In Gold We Trust-Specials andeutet, sind wir für unsere besorgte Haltung gegenüber dem Inflationismus bekannt. Wir haben häufig auf die Möglichkeit steigender Inflationsraten in den westlichen Volkswirtschaften, ihre Auswirkungen auf traditionelle Portfolios und auf die Maßnahmen hingewiesen, die Anleger ergreifen können, um sich gegen eine steigende bzw. hohe Inflation zu schützen, und bieten umfangreiche Expertise und Investmentlösungen in diesem Bereich an.¹¹

Während in den 2010er-Jahren eine Inflation der Vermögenspreise („Asset Price Inflation“) zu verzeichnen war, waren die Verbraucherpreise einem disinflationären Druck ausgesetzt.¹² **Viele der strukturellen Dynamiken in den Volkswirtschaften haben das disinflationäre Paradigma über mehrere Jahrzehnte hinweg verstärkt:**

- **Digitalisierung:** Ersetzung von manueller Arbeit durch Maschinen infolge der Automatisierung von manuellen Prozessen.
- **Globalisierung:** Lieferketten sind zunehmend transnational und transkontinental organisiert, weil viele Länder, allen voran China, ihre Volkswirtschaften geöffnet haben.
- **Monopsie:** In städtischen Gebieten gibt es im Vergleich zur Erwerbsbevölkerung relativ wenige Arbeitgeber. Das drückt die Löhne.¹³
- **Demographische Entwicklung:** Die westlichen Volkswirtschaften setzen sich zunehmend aus alternden Bevölkerungen zusammen, die weniger konsumieren.
- **Geringere Umlaufgeschwindigkeit des Geldes:** Die Nachfrage nach Geldhaltung nahm zu, und daher ist die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes gesunken. Die neu geschaffene Liquidität fand nicht den Weg in die Realwirtschaft, sondern strömte in die Finanzmärkte.
- **Kapitalismus:** Die westlichen Volkswirtschaften sind halbkapitalistische Systeme. Der Kapitalismus treibt den technischen Fortschritt und Innovationsgeist an. Daher sollte die natürliche Tendenz des Kapitalismus die Deflation sein.

Diese Trends dauern an und werden weiterhin deflationären Druck ausüben. Wie wir bereits in der Vergangenheit darauf hingewiesen haben, hat das kollektive Misstrauen gegenüber Institutionen neue Rekordhöhen erreicht. Wir vermuten, dass das wachsende Misstrauen die Hauptursache für den laufenden Paradigmenwechsel ist.¹⁴

Das Konzept der ökonomischen Paradigmen kann verwendet werden, um die Dynamik der Wirtschaft nach der Großen Finanzkrise 2007/2008 zu erklären. Vielerorts wurde erwartet, dass die Maßnahmen im Rahmen der Großen Finanzkrise zu einer markanten Preisinflation führen werden. Von 2008 bis 2015

¹¹ Incrementum AG: [Incrementum Inflation Diversifier Fund](#)

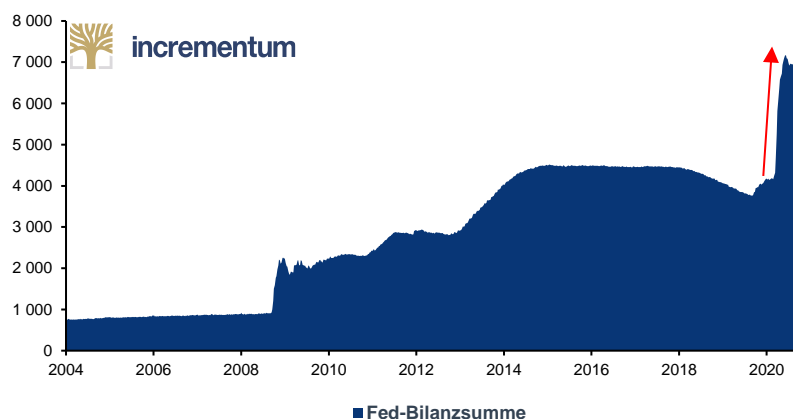
¹² Vgl. Koyfin Research: „[The Key Macro & Equities Themes of the Last Decade In Ten Charts](#)“, 16. Dezember 2019, insbesondere Abbildung 3, die die Performance von Aktien detailliert darstellt.

¹³ Vgl. Tepper, Jonathan und Hearn, Denise: [The Myth of Capitalism](#), 2018

¹⁴ Vgl. „[Quo vadis, aurum?](#)“, In Gold We Trust-Report 2019

lag die Federal Funds Rate bei 0%. Da es der Geldpolitik nicht gelang, die Wirtschaft zu stimulieren, verfolgte die Federal Reserve eine „unkonventionelle Geldpolitik“: Quantitative Easing (QE). **QE ist der Ankauf längerfristiger Vermögenswerte durch die Federal Reserve, der die Bilanz der Federal Reserve auf ein bisher nicht gekanntes Niveau gebracht hat.**

Fed-Bilanzsumme, in Mrd. USD, 01/2004-11/2020



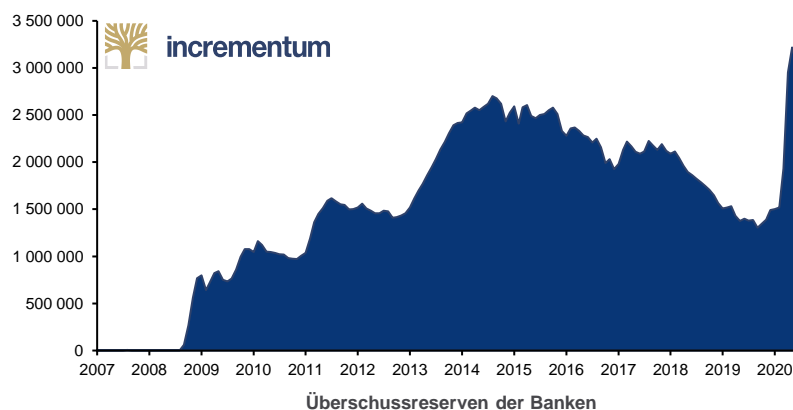
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Negative rates would not help fight deflation but withdraw liquidity from the market because people would rather hoard cash than invest or deposit it in a bank account.

Jeff Gundlach

Im 2. Quartal 2008 lag die Bilanzsumme der Federal Reserve noch bei 891 Mrd. USD. Sechs Jahre und drei QE-Runden später, im 4. Quartal 2014, hatte sich die Bilanzsumme der Federal Reserve auf fast 4,5 Mrd. USD nahezu verfünffacht.¹⁵ **Trotz des Umfangs dieser Programme gelang es QE weitestgehend nicht, die Realwirtschaft zu stimulieren. Das Scheitern von QE wird durch die in die Höhe schnellenden Überschussreserven der Banken belegt. Im gleichen Zeitraum explodierten diese um 1.215% von 1,9 Mrd. USD auf 2,5 Bill. USD.**

Überschussreserven der Banken, in Mio. USD, 01/2007-08/2020



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Die Geldmengenausweitungen durch QE erhöhten die Reserven der Geschäftsbanken, trugen aber wenig zum Wirtschaftswachstum bei. Aufgrund der

¹⁵ Vgl. Federal Reserve Bank St. Louis: „Quantitative Easing Explained“, Economic Information Newsletter, April 2011

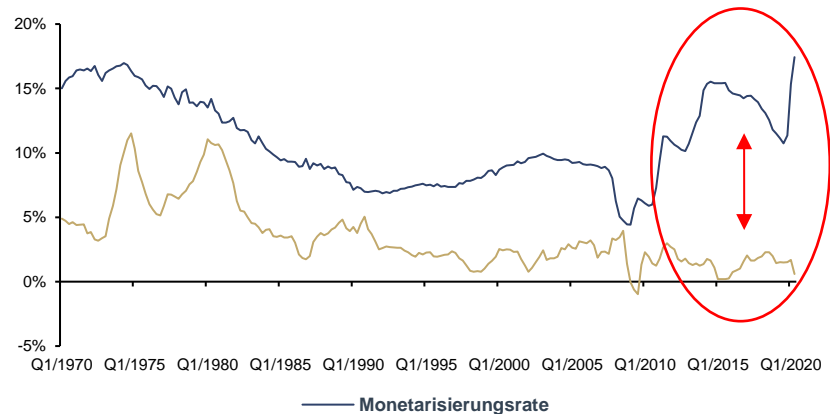
unbeabsichtigten Auswirkungen der Geldpolitik hatten in den 2010er-Jahren die disinflationären Kräfte die Übermacht über die Verbraucherpreise. Tatsächlich **hat die Federal Reserve ihr Inflationsziel von 2% jedes Jahr verfehlt, seit sie diese Zielgröße 2012 zum geldpolitischen Ziel ernannt hatte.**¹⁶

Blaming speculators as a response to financial crisis goes back at least to the Greeks. It's almost always the wrong response.

Larry Summers

Das Scheitern der Geldpolitik kann anhand des geringen Geldmengenwachstums des Geschäftsbankenbereiches, der Monetarisierungsrate (Prozentsatz der von der Öffentlichkeit gehaltenen Schulden, die in gesetzliches Zahlungsmittel umgewandelt werden) und der Inflationsrate (PCE) weitergehend verstanden werden. In der Vergangenheit war die Monetarisierungsrate mit der PCE-Inflationsrate korreliert. Wenn die Monetarisierungsrate ansteigt, nimmt die Geldmenge zu. Unter der Annahme, dass die Zinsdifferenz zwischen Reserven und Staatsverschuldung beträchtlich bleibt, werden Geschäftsbanken das Halten von ertragreichen Anleihen gegenüber nicht ertragreichen Reserven bevorzugen. **In den frühen 1970er-Jahren, als die 10-Jahres-Rendite der USA zwischen 6% und 8% gelegen ist, machte diese Korrelation Sinn. Seit der Großen Finanzkrise ist die Rendite der 10-jährigen Treasuries die meiste Zeit über nahe null geblieben, und die Korrelation hat sich aufgelöst.**

Monetarisierungsrate, und PCE-Inflationsrate, Q1/1970-Q2/2020



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Wenn wir diese Dynamik verstehen wollen, müssen wir uns überlegen, wie QE zur disinflationären Entwicklung bei den Verbraucherpreisen beigetragen haben könnte. Dieser wenig intuitive Zusammenhang hat seine Wurzeln in *Überkapazitäten*. Da QE auf einige wenige Sektoren beschränkt war, stimulierte es in diesen Sektoren Investitionen unverhältnismäßig stark, was auf Kosten von Otto Normalverbraucher, renditesuchenden Großunternehmen und Banken zugutekam. **Im Gegenzug übertraf die Produktionskapazität in einigen Sektoren die nachgefragte Menge, was die relative Nachfrage nach Bargeld erhöhte.**

¹⁶ Vgl. Macro Musings Blog: „[Is Low Inflation Really a Mystery?](#)“, 16. April 2019

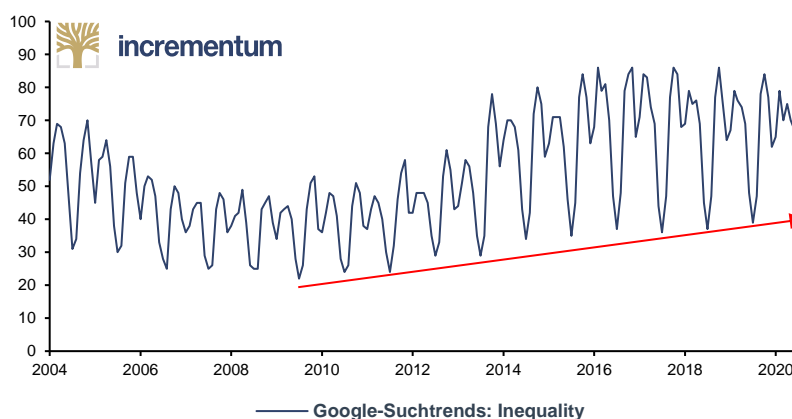
Die ungleiche Verteilung der Auswirkungen der Geldpolitik hat auch Folgen für die wirtschaftliche Ungleichheit. Wenn neues Geld in den Wirtschaftskreislauf gelangt, erfahren diejenigen, die es zuerst erhalten, einen Anstieg des Einkommens, während diejenigen, die es zuletzt erhalten, einen Rückgang der Kaufkraft erleiden. Die zusätzliche Geldmenge tritt, wie der irische Ökonom Richard Cantillon beschrieben hat, an bestimmten Punkten in den Wirtschaftskreislauf ein, zum Nutzen der einen und zum Schaden der anderen. Die damals wie heute weit verbreitete Vorstellung, wonach zusätzliches Geld lediglich das Preisniveau im Gesamten anhebt, die relativen Preise aber unberührt lässt, ist eine gefährliche Illusion. Denn die durch die Ausdehnung der Geldmenge verursachte Umverteilung liegt dann außerhalb des Auges des Betrachters. **QE schadet in besonderer Weise den Sparern und denjenigen, die keinen Zugang zu Geldvermögen haben. Daher ist die Inflation eine zentrale Quelle der Ungleichheit.**

Today, many investors are what my late father-in-law used to call "handcuff volunteers". They are doing what they have to do, not what they want to do.

Howard Marks

Diese Dynamik führt uns zurück zu den Wurzeln des jüngsten Paradigmenwechsels. Die Ungleichheit, die durch eine dysfunktionale Geldpolitik hervorgerufen wird, ist politisch nicht tragbar. Die Öffentlichkeit wird zunehmend unzufriedener mit dem Status quo. Jenseits des öffentlichen Misstrauens gegenüber Institutionen zeigt ein kurzer Blick auf Google Trends, dass der Begriff der *Ungleichheit* heute doppelt so oft gegoogelt wird als noch 2010.

Google-Suchrends: Inequality, 01/2004-08/2020



Quelle: Google Trends, Incrementum AG

Ungleichheit ist ein Hauptfaktor des weltweit aufkeimenden Populismus. Mit der Wahl von Präsident Trump festigte der US-amerikanische Populismus seinen Einfluss. Trumps Handelskrieg mit China symbolisiert das neue deglobalisierende und inflationäre Paradigma. Die Rückkehr des Protektionismus verstärkt die preisinflationären Tendenzen. Die Lieferketten werden kürzer und robuster, aber auch teurer. Die Folgen einer zunehmenden De-Globalisierung wären für Wirtschaftswachstum und Wohlstand erheblich.

*You almost feel like capitalism
died in in this last month.*
Chris Cole, April 2020

Fazit

Der Aufstieg des Populismus, die Anti-Globalisierungshaltung und der chinesisch-US-amerikanische Wirtschaftskrieg bedeuten zusätzlichen Rückenwind für das neue Inflationsparadigma. **Die Covid-19-Krise hat zu einer Politik und Dynamik geführt, die den inflationären Paradigmenwechsel weiter verstärkt:**

- **Historische Ausweitung der weiten Geldmengenaggregate**
- **Average Inflation Targeting**
- **Finanzielle Repression**
- **Erhöhte/beschleunigte Verschuldung**
- **Stark inflationäre Ansätze wie MMT, Helikoptergeld etc. gewinnen immer mehr an Zuspruch**

Wir vermuten, dass diese Entwicklungen auf ein drittes, gut begründetes Wolfsgeheul hinauslaufen. Da sich die disinflationären Kräfte zurückziehen und inflationäre Kräfte an ihre Stelle treten, lohnt es sich, ins Dorf zurückzukehren, um die Konsequenzen inflationärer 2020er-Jahre zu beleuchten.

Inflation am Horizont? Inflation am Horizont!

„History shows that the economy and financial markets are dominated by long-term regimes that at some point come to a break point, where one regime gives way to a new one. This shift may not be easy to detect. Trapped in their comfort zones, with a short-term perspective, few may see it coming.“

Pascal Blanqué

It follows that the coming-to-be of anything, if it is absolutely necessary, must be cyclical – i.e. must return upon itself. For coming-to-be must either be limited or not limited: and if not limited, it must be either rectilinear or cyclical.

Aristoteles

Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon.

Milton Friedman

Jede Wirtschaft basiert auf einem langfristigen Paradigma. Jedes Paradigma gerät früher oder später unweigerlich ins Wanken und weicht einem neuen Paradigma. Seitdem die Stagflation in den frühen 1980er-Jahren besiegt wurde, leben wir unter einem „volckerianischen“ Paradigma deflationärer, globalisierender Kräfte. Mit einer kurzen Ausnahme in den 1990er-Jahren hat die Disinflation fast vierzig Jahre lang dominiert.

Es ist schwierig zu prognostizieren, wann genau sich diese langfristigen Paradigmen verschieben, aber die Verschiebungen treten meist dann ein, wenn Gesellschaften die Toleranz für politische Funktionsstörungen verlieren. Wir vermuten, dass der Politik- und Gefühlswandel des letzten halben Jahrzehnts den Samen für ein neues Inflationsparadigma gesät hat. Diese Saat beginnt nun im Zuge der Covid-19-Krise auszutreiben. **Immer häufiger drängt sich einem der Eindruck auf, als wären 2020 alle Dämme gebrochen. Sowohl auf politischer, fiskalpolitischer, geldpolitischer, aber auch gesellschaftlicher Ebene.**

Der Inflationszyklus

Um unsere Analyse theoretisch zu fundieren, greifen wir auf die Theorien von Murray Rothbard, einem der bekanntesten Vertreter der „Österreichischen Schule der Nationalökonomie“, zurück. In seinem Buch „The Mystery of Banking“ beschreibt Rothbard einen Drei-Phasen-Zyklus der Inflation:¹⁷

- **In Phase 1 wird der Wirtschaft in erheblichem Umfang neues Geld zugeführt.** Die Preise steigen womöglich ein wenig. Die allgemeine Stimmung der Menschen ist jedoch, dass die Preise wieder sinken werden, sobald sich die Wirtschaft wieder normalisiert. Daher bleiben die Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau verankert. Die Geldnachfrage bleibt ebenfalls stabil.
- **Die Phase 2 des Inflationszyklus ist die Übergangsphase.** Sie ist durch einen öffentlichen Stimmungsumschwung gekennzeichnet, die Inflationserwartungen ziehen deutlich an. Da die Preise hoch bleiben und die

¹⁷ Vgl. Murray Rothbard: *The Mystery of Banking*, 2008 [1983]; der Inflationszyklus wird auf den Seiten 66-74 behandelt.

Man kann sagen, dass es, abgesehen von Kriegen und Revolutionen, in unseren modernen Zivilisationen nichts gibt, was an Bedeutung mit der Inflation vergleichbar wäre.

Elias Canetti

Geldmenge weiter zunimmt, setzt sich nach und nach die Erwartung durch, dass das Preisniveau weiter steigen wird.

Eine Volkswirtschaft kann die Phase 2 auf unterschiedliche Weise verlassen. Der erste Weg führt über eine Periode natürlicher Deflation, in der Fehlinvestitionen schonungslos aufgedeckt und bereinigt werden, und der exzessive Kreditüberhang auf ein vernünftiges Niveau zurückgefahren wird. Das erste Szenario ist zwar anfänglich schmerzhaft, aber langfristig gesehen reinigend und stärkend. Im zweiten Szenario setzt sich die Ausweitung der Geldmenge bis zu dem Zeitpunkt fort, zu dem die öffentliche Meinung eine höhere – im Extremfall eine immer höhere – Inflation erwartet. Theoretisch ist jedes der beiden Szenarien möglich. Die jüngsten Entwicklungen in unserem Geldsystem deuten jedoch auf das zweite Szenario als wahrscheinliches Ergebnis hin. Weiter zu Phase 3.

- **Phase 3 ist der so genannte Crack-up-Boom, die**

Katastrophenhauser oder die stark inflationäre Periode. Nachdem sich die öffentliche Erwartungshaltung in ausreichendem Maß von disinflationär auf inflationär verschoben hat, verstehen die Verbraucher, dass die Kaufkraft ihrer Währung fortlaufend sinken wird. Rothbard beschrieb diese Phase anhand der deutschen Hyperinflation 1923 wie folgt: „A frantic rush ensues to get rid of money at all costs and to buy anything else. In Germany this was called a ‘flight into real values’. The demand for money falls precipitously almost to zero, and prices skyrocket upward virtually to infinity.“¹⁸ An diesem Punkt bricht die Nachfrage nach der Währung und damit ihre Kaufkraft völlig zusammen.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Der Inflationszyklus liefert keinen vollständig wissenschaftlichen Beweis dafür, wann disinflationäre in inflationäre Erwartungen umschlagen werden. **Die extreme Kreditausweitung im Jahr 2020, die Rallyes bei Anleihen, Immobilien, Rohstoffen und Aktien signalisieren jedoch, dass wir wahrscheinlich in die erste Phase des Crack-up-Booms eingetreten sind.** Von Mises erklärt die Folgen des Booms in seinen Memoiren: „Die österreichische Währung ist nicht zusammengebrochen wie die deutsche 1923. Der Crack-Up-Boom fand nicht statt. Dennoch musste das Land viele Jahre lang die zerstörerischen Folgen der anhaltenden Inflation tragen. Seine Banken-, Kredit- und Versicherungssysteme hatten Wunden erlitten, die nicht mehr heilen konnten, und dem Kapitalverbrauch konnte kein Einhalt geboten werden.“¹⁹

Die Politik übernimmt die Kontrolle über die Kreditschöpfung
Die bedeutendste inflationäre Entwicklung des Jahres 2020 könnten die jüngsten politischen Veränderungen im Zusammenhang mit dem Geldschöpfungsprozess sein.²⁰ Die Fiskalpolitiker haben die Geldpolitiker ausmanövriert und damit eine neue Form der finanziellen Repression etabliert.
Am 27. März 2020 beschlossen die USA Darlehen in Höhe von 350

¹⁸ Rothbard, N. Murray: *The Mystery of Banking*, 2008 [1983], S. 72

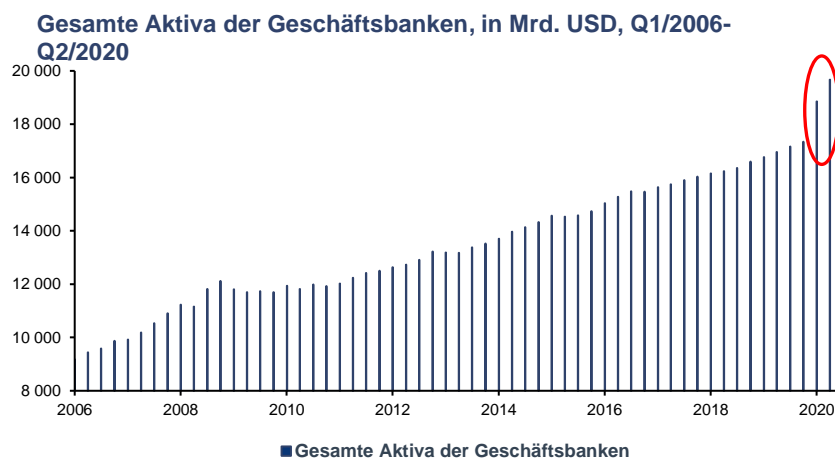
¹⁹ Ludwig von Mises: *Memoirs*, 2009 [1978], p. 63f., eigene Übersetzung

²⁰ Für ein Interview mit dem Makrostrategen Russell Napier, das sich auf das Problem der finanziellen Repression konzentriert, vgl. „Die Zentralbanken sind irrelevant geworden“, *the market*, 30. September 2020

Mrd. USD für kleine Unternehmen und 500 Mrd. USD für Großunternehmen. Die Darlehen werden direkt vom Finanzministerium abgesichert, sollen aber eine breitere Palette von Mitteln aus dem privaten Sektor in Höhe von etwa 2-4 Bill. USD freisetzen.

...we have the first bank credit book in a recession in history, because the state has taken over a portion of the bank's books. That portion of the book is divorced from any considerations of credit quality and divorced from any relation to the shape of the yield curve.
Russell Napier

Der nächste Chart veranschaulicht den Erfolg dieser Maßnahmen. Die Gesamtkreditvergabe für Handel und Industrie belief sich Anfang März auf etwa 2,4 Bill. USD. Bis Mitte Mai 2020 schnellte sie um 25% auf 3 Bill. USD in die Höhe. **Die neue Kontrolle der Regierung über die Kreditschöpfung ist einerseits inflationär, andererseits befördert sie aber auch Zombieunternehmen.²¹ Diese zusätzliche Wirkung könnte zu einer schleppenden wirtschaftlichen Erholung führen und Inflation in Stagflation verwandeln.**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Der Trend „From Financial to Fiscal QE“ hat sich auch diesseits des Atlantiks entfaltet. So hat etwa Großbritannien eine Bounce-Back-Kreditinitiative ins Leben gerufen. Auch auf breiterer, supranationaler Ebene wurden fiskalische Anreize in Billionenhöhe beschlossen. Im Juli 2020 wurde der EU-Konjunkturfonds eingerichtet. Der Fonds beläuft sich auf über 1,82 Bill. EUR und wird sich auf den Wiederaufbau einer „grünen“ und „digitalisierten“ EU nach der Pandemie konzentrieren. **Aufgrund der durch die Pandemie hervorgerufenen Unsicherheit könnte die finanzielle Repression auf unbestimmte Zeit andauern und auf größere Teile der Weltwirtschaft ausgeweitet werden.**

Investoren sollten beim Übergang vom finanziellen zum fiskalischen QE wachsam bleiben. Das QE nach der Großen Finanzkrise ist weitgehend mit einem Schuldenabbau der Haushalte einhergegangen. Im Falle eines fiskalischen QE zapft der Staat die Zentralbanken an, die Schulden werden monetarisiert, und die Kredite werden direkt an die Haushalte vergeben, wobei die Geschäftsbanken weitgehend übergangen werden. **Häufig wird diese Art der Kreditvergabe**

²¹ Eine ausführliche Darstellung dieses Phänomens bietet: Stöferle, Ronald, Taghizadegan, Rahim und Hochreiter, Gregor: *Die Nullzinsfalle: Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird*, 2019

zur Finanzierung öffentlicher Bauprogramme verwendet. Besonders in der Rhetorik der grünen und linken Parteien werden massive Ausgaben für „grüne“, „Infrastruktur“- und „New Deal“-Projekte aller Art gefordert.

New York Fed's recent publication on its Liberty Street blog of a short (and instructive!) history of yield curve control in the post war period. It is a veritable "how to" manual of financial repression, and it is very unlikely that it was posted without a broader subliminal message being published with it: "Treasury Department, we at the Fed have got your back".

Ben Funnell

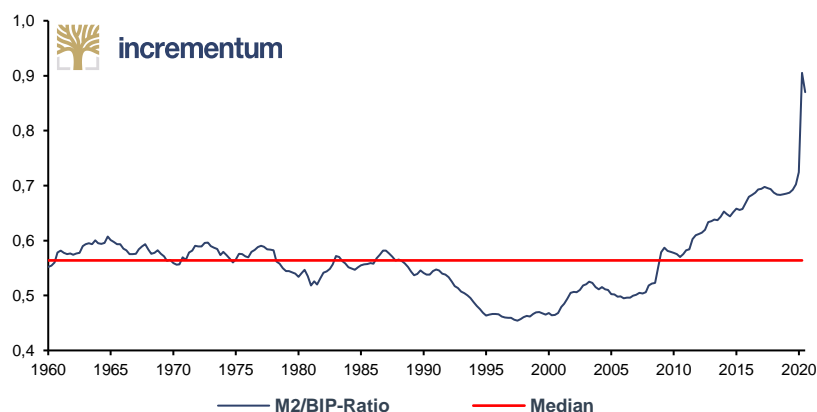
Monetary policy does not work like a scalpel but more like a sledgehammer.

Liaquat Ahamed

Historisch einzigartige Geldmengenausweitung

Die Maßnahmen zur Bekämpfung des Abschwungs im Jahr 2020 gehen weit über die Maßnahmen der Großen Finanzkrise hinaus. Die erste QE-Runde lief in den USA von November 2008 bis Mitte April 2009. Sie trug wenig zur Erhöhung des Geldumlaufs bei, geschweige denn zur Stimulierung der Produktion. **Die Wirtschaft nach der Großen Finanzkrise kann als eine „M2/BIP-Tretmühle“ bezeichnet werden, ähnlich wie die Schulden-Tretmühle, auf die wir am Beginn dieses In Gold We Trust-Specials hingewiesen haben. Wie aus dem nachstehenden Chart hervorgeht, hat die geldpolitische Lockerung seit der Großen Finanzkrise deutlich an Wirksamkeit verloren.**

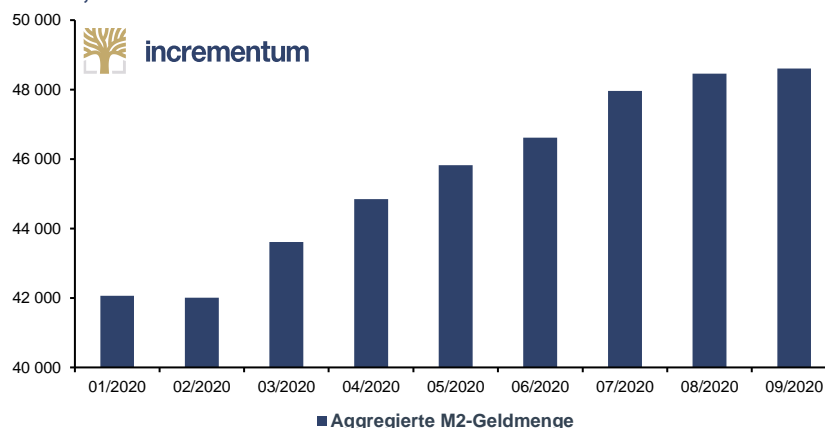
US M2/BIP-Ratio, Q1/1960-Q3/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wegen des abnehmenden Grenznutzens dieser Maßnahme wurde QE – ursprünglich als „unkonventionelle Geldpolitik“ bezeichnet – konventionalisiert. Die Federal Reserve kündigte Mitte März, zu Beginn der Covid-19-Krise, ihre Absicht an, 700 Mrd. USD für eine nächste Runde QE bereitzustellen. Von Anfang März bis Oktober legte M2 um 23,3% von 15 Bill. USD auf 18,5 Bill. USD zu. In Verbindung mit dem jüngsten Anstieg der Verbraucherpreise sollte die Explosion der Geldmenge in den USA unmittelbare Inflations Sorgen hervorrufen. Die Volkswirtschaften der Eurozone und Großbritanniens waren einer ähnlichen, wenngleich auch nicht so stark ausgeprägten Ausweitung der Geldmenge ausgesetzt. M2 legte in der Eurozone von Anfang Februar bis Ende September um 17,4% zu, im demselben Siebenmonatszeitraum im Vereinigten Königreich um 10,5%.

Aggregierte M2-Geldmenge der USA, Eurozone, Japan & UK, in Mrd. USD, 01/2020-09/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

And I sincerely believe, with you, that banking establishments are more dangerous than standing armies.

Thomas Jefferson

Wie oben gezeigt, erfolgte der Anstieg der Geldmenge M2 in den vergangenen Monaten in einem schwindelerregenden Tempo. Von Februar bis September legte M2 in den führenden Volkswirtschaften um 15,7% zu. **Trotz dieser historischen monetären Entwicklungen scheinen die Zentralbanken immer noch mehr über ein deflationäres als ein inflationäres Szenario besorgt zu sein.** Als während der Großen Finanzkrise QE gestartet wurde, riefen die stark ansteigenden Inflationsraten eine gewisse Besorgnis hervor. Im Jahr 2012 kündigte die Federal Reserve an, dass sie eine jährliche Inflationsrate von 2% anstreben werde. Jetzt wird dagegen ein symmetrisches Inflationsziel implementiert. Um in der Bildsprache des Leitmotivs zu sprechen: Die Zentralbanken glauben nicht daran, dass die aktuelle Warnung vor dem Wolf, also vor der Inflation, einen Bezug zur Realität hat.

Lebwohl 2% Inflationsobergrenze, Servus symmetrisches Inflationsziel

Während die Fiskalpolitik ihre Macht ausweitet, indem sie den Kreditschöpfungsprozess übernimmt, scheinen die Geldpolitiker ihre Rolle kampflos aufzugeben. Am 28. August 2020 verkündete Jerome Powell, auf der (virtuellen) Jackson-Hole-Konferenz, dass die Federal Reserve die Inflationsobergrenze zugunsten des „Average Inflation Targeting“ (AIT) aufgibt.²² **Dies hat gravierende Auswirkungen darauf, wie die Federal Reserve in Zukunft auf eine höhere Inflationsrate reagieren wird.**

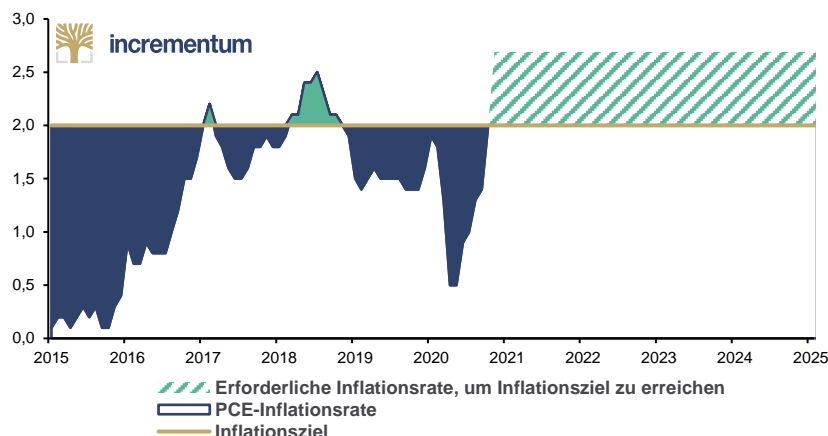
In the past couple of decades, the 2% inflation target behaved like a ceiling. In the next twenty-years, the 2% inflation target will become a floor.

Kevin Muir

Was sind nun die Folgen dieser Umstellung? Wenn die Wirtschaft im Jahr 1 eine Inflationsrate von 1,5 % aufwies, begann die Federal Reserve im Jahr 2 bei ihren Versuchen, das 2%-Ziel einzuhalten, wieder bei null. Im Rahmen des AIT kann die Federal Reserve allerdings den unterschließenden Fehlbetrag von 0,5% aus Jahr 1 verwenden, um das Inflationsziel im Jahr 2 um genau diesen Betrag zu überschießen. **Anstatt ihre Geldpolitik zu straffen, kann sie unter AIT ihre lockere Geldpolitik fortsetzen.**

²² Vgl. Federal Reserve: [„Why does the Federal Reserve aim for inflation of 2 percent over the longer run?“](#)

Inflationsguthaben der Fed, in %, 01/2015-09/2020



Quelle: FvS, Reuters Eikon, Incrementum AG

It is well enough that people of the nation do not understand our banking and monetary system, for if they did, I believe there would be a revolution before tomorrow morning.

Henry Ford

AIT wird umso problematischer, je länger der Zeitrahmen für die

Mittelwertbildung ist. Nehmen wir zum Beispiel an, die Federal Reserve beschließt, über das Jahrzehnt seit Einführung des 2%-Ziels eine durchschnittliche Inflationsrate von 2% zu erreichen. Das Ziel wurde 2012 festgelegt, wir ziehen also die Jahre 2013 bis 2022 für unser Gedankenexperiment heran. Von 2013 bis 2019 lag die US-Inflationsrate im Durchschnitt bei etwa 1,5%. Wenn die US-Notenbank in diesem Jahrzehnt (2022) eine durchschnittliche Inflationsrate von 2% anstrebt und das Jahr 2020 mit der prognostizierten Inflationsrate von 1,1% endet, ergibt sich eine Inflationsobergrenze von 4,2% für die nächsten beiden Jahren bis Q2/2022. **Wir können daraus schließen, dass die Federal Reserve ihr Versprechen, „nicht einmal daran zu denken“²³, eine Zinserhöhung durchzuführen, mit Sicherheit einhalten wird.**

Weil sie die Wirtschaft aus der Perspektive der Geldpolitik betrachtet, missversteht die Federal Reserve die Inflationsdynamik grundlegend. Wie wir gezeigt haben, gibt es Grund zu der Annahme, dass die Strukturen der heutigen Wirtschaft inflationäre Kräfte verstärken. Wir haben den Verdacht, dass die Federal Reserve, ähnlich wie bei ihrer Reaktion auf die Große Finanzkrise, die Inflationsdynamik von Anfang 2020 grundlegend falsch eingeschätzt hat. **Während sich die Federal Reserve mit falschen Deflationswarnungen beschäftigt, hat sie den Wolf aus den Augen verloren: eine stark anziehende Inflationsrate.**

Die Gefahren der „Modern Monetary Theory“

Während das Vertrauen in unsere Institutionen weiter schwindet, sind die derzeit aufkommenden Ideen und Bewegungen radikal etatistisch. **Die „Modern Monetary Theory“ (MMT) ist ein inflationäres Bündel an Ideen, das auf beunruhigende Weise populär geworden ist. Die MMT hat bei den deutlich linksstehenden Politikern der USA und ihren Anhängern enormen Zustrom erfahren.**

In reality, if we do get MMT, it will creep up on us.

Ben Funnell

²³ Vgl. „Powell says Fed ‘not even thinking about thinking’ about rate hikes“, Financial Review, 11. Juni 2020

MMT is the theoretical justification for the economic policies of every potential Democratic presidential candidate in 2020. Because with MMT, you CAN have it all. You can pay for wars without end. You can pay for universal single-payer healthcare. You can pay for everyone to go to college.

Ben Hunt

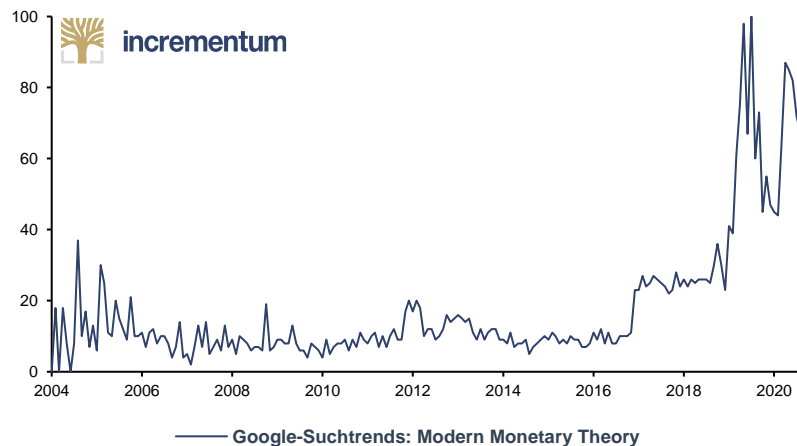
Aber was ist MMT? Wikipedia definiert die MMT folgendermaßen:

„Bei der Modern Monetary Theory (auch: Modern Money Theory, oft abgekürzt: MMT) handelt es sich um eine Strömung des Postkeynesianismus, in der die Analyse des Geldsystems zentral ist.

Zur Anwendung kommt die Methode der doppelten Buchführung, mit deren Hilfe u. a. die Kreditschöpfung, die Instrumente der Zentralbank und die fiskalischen Operationen analysiert werden. Grundpfeiler sind die Theorie der sog. endogenen Kredit- oder auch Geldschöpfung, nach der Banken gegen Sicherheiten Kredite gewähren, ohne dass sie dafür auf Ersparnisse zurückgreifen, sowie die Theorie des von Georg Friedrich Knapp begründeten Chartalismus, nach der ein Staat erst Geld in Umlauf bringt, bevor er es durch Steuern wieder vernichtet. Ebenfalls wesentlich ist die Bilanzsichtweise mit T-Konten und die auf die Arbeiten von Wynne Godley zurückgehende Aufteilung der Wirtschaftssektoren in staatlich, privat (Haushalte und Unternehmen) und extern (Rest der Welt).“²⁴

Der Begriff „Modern Monetary Theory“ ist allerdings eine eklatante Fehlbezeichnung: Um Staatsdefizite zu finanzieren, wurde zu allen Zeiten inflationiert. Daher ist diese Theorie alles, nur nicht „modern“. Deshalb ist die zunehmende Popularität in der westlichen Welt beunruhigend. Allerdings wurde MMT schon vor der Covid-19-Krise immer populärer.

Google-Suchttrends: Modern Monetary Theory, 01/2004-09/2020



Quelle: Google Trends, Incrementum AG

When there's already a lot of red ink, Keynes does not work.

Woody Brock

Die politischen Fantasien der Politik sind eine Sache. Was sind aber die Eckpfeiler der MMT, die im Falle einer vollständigen Umsetzung die Wirtschaftspolitik grundlegend verändern würde? Für die Vertreter der MMT bestimmt die Nachfrage nach Geld, näherhin nach Krediten, das Geldangebot. Dagegen behaupten Monetaristen und Vertreter einer Warentheorie

²⁴ Wikipedia-Eintrag: „[Modern Monetary Theory](#)“

des Geldes, dass das Geldangebot der Wirtschaft entweder von der Zentralbank oder dem Angebot der als Geld verwendeten Ware zur Verfügung gestellt wird.

Die folgenden praktischen Schlussfolgerungen können gezogen werden:

- Die Höhe der Staatsverschuldung spielt keine Rolle, sofern diese in der Währung des eigenen Landes denominiert ist.
- Weil nach Ansicht der MMT der Staat der Schöpfer des Geldes ist, finanzieren Steuern den Staat nicht, sondern die Ausgabe staatlichen Geldes ermöglicht überhaupt erst die Zahlung von Steuern.
- Weil die Steuerpolitik hauptsächlich der Inflationssteuerung dient, ist der heute wichtige Aspekt der Einnahmengenerierung nur mehr von untergeordneter Bedeutung.
- **Die Gefahr eines Missbrauchs dieses Ansatzes für exzessives Schuldenmachen liegt auf der Hand.** Das Postulat der MMT, wonach gesunde Finanzen wichtig für Haushalte und Unternehmen sowie untergeordnete Gebietskörperschaften sind, nicht aber für Staaten, die Geld drucken können, werden Politiker in der für die Politik typischen Verkürzung als Aufruf zum Schuldenmachen wahrnehmen. Die Büchse der Pandora des unlimitierten Schuldenmachens würde unweigerlich geöffnet werden, selbst wenn Vertreter der MMT die Ausgabenpolitik des Staates durch die Vermeidung zu hoher Inflationsraten begrenzt sehen wollen. Realpolitisch sind Ausgabenkürzungen viel schwieriger durchzusetzen als – schuldenfinanzierte – Mehrausgaben.

This discovery of the ‘magic money tree’ allows governments to push funds to smaller businesses and households. This, ultimately, will be seen as the route to fund all sorts of politically necessary ventures including green initiatives, because guarantees cost governments nothing beyond a contingent liability, should the assets turn bad.

Russell Napier

Eine rechtliche Hürde behindert derzeit noch die Anwendung der MMT in den USA. **Die Verbindlichkeiten der Federal Reserve müssten zum gesetzlichen Zahlungsmittel gemacht werden. Dies könnte dadurch erreicht werden, dass das Finanzministerium Treasuries direkt an die Federal Reserve verkauft.** Der Ertrag würde dem Finanzministerium gutgeschrieben werden, und das Finanzministerium würde dann Schecks gegen diese Einlagen ausstellen. In diesem Fall würde die Federal Reserve de facto die Ausgaben des Finanzministeriums direkt finanzieren. Die jüngsten Entwicklungen machen ein derartiges Szenario zunehmend wahrscheinlicher.

In den letzten Monaten scheint die Kombination aus finanzieller Repression und der Wahl Joe Bidens zum nächsten Präsidenten der USA die Wahrscheinlichkeit einer von MMT inspirierten Politik erhöht zu haben. Auf den ersten Blick erscheint Biden moderat. Allerdings gab er dem weit links stehenden Flügel seiner Partei das Versprechen, dass er Bernie Sanders, ein sich selbst als sozialistisch bezeichnender US-amerikanischer Senator, eine Beraterfunktion zugestehen wolle, sollte er die Präsidentschaftswahl gewinnen. Als Geste zur Erfüllung seines Versprechens richtete Biden eine Biden-Sanders-Task Force ein. Dem Team gehört Stephanie Kelton an, deren Buch „The Deficit Myth:

Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy“ während der Covid-19-Krise als Blaupause für das Wiederhochfahren der US-amerikanischen Wirtschaft veröffentlicht wurde. Die in dem Buch vorgeschlagene Fiskal-/Geldpolitik basiert auf der MMT. Es ist erstaunlich, wie schnell eine Theorie, die bislang nur am Rand des politischen Spektrums diskutiert wurde, möglicherweise bald im prominentesten öffentlichen Amt der freien Welt eine Heimat finden wird.

Frühe Anzeichen von Inflation

Nach der Großen Finanzkrise führte die Inflationspolitik letztlich nur zu einem deutlichen Anstieg der Vermögenspreise („Asset Price Inflation“). Dieses Mal werden wir allerdings Zeuge werden, wie sich diese Politik auch auf die Verbraucherpreise auswirkt.

Bereits im Juli und August haben wir einen sprunghaften Anstieg der Verbraucherpreise gesehen, einschließlich der Lebensmittelpreise. Im April stiegen die Lebensmittelpreise in den USA um 2,6%, das ist die größte Monatsveränderung seit 46 Jahren. Dies stellte gleichzeitig die höchste Inflationsvolatilität der letzten 30 Jahre dar.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Im Juli 2020 verzeichneten die USA den größten monatlichen Anstieg der Kerninflation, d.h. der Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie, seit 1991. Die Vorhersage für das gesamte Jahr lag mit 1,6% um 0,5 Prozentpunkte höher als die erwarteten 1,1%.²⁵ Warum also die Überraschung? Die Fehleinschätzung ist wahrscheinlich auf ein veraltetes Denken zurückzuführen, das davon ausgeht, dass ein stagflationäres Szenario völlig unmöglich ist. Wie wir sehen werden, ist das nicht der Fall.

Es wird allgemein angenommen, dass eine hohe Arbeitslosigkeit die Inflation niedrig hält. Das Argument, wonach eine Stagflation unmöglich ist, blendet die Realität zugunsten eines alten Konstrukts, der so genannten Phillips-Kurve, aus. Die Phillips-Kurve postuliert eine inverse Beziehung zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation. Während diese Beziehung vor den 1960er-Jahren bestanden hatte, brach die Phillips-Kurve nach den 1970er-Jahren zusammen, just als begonnen wurde, sie als Grundlage für politische Entscheidungen zu verwenden.

Aufgrund dieses Zusammenbruchs sollten bei Vorhersagen über die künftige Entwicklung des Preisniveaus die jüngsten Ereignisse berücksichtigt werden. Berücksichtigen die Argumente der meisten Inflationisten wirklich Entwicklungen wie die finanzielle Repression, die historisch einmalige Expansion der Geldmenge und den zunehmenden Protektionismus? **Wir halten die anhaltende Deflationssorge für gänzlich unbegründet. Der Politik- und Paradigmenwechsel legen nahe, dass die 2020er-Jahre eine Rückkehr der Stagflation sehen könnten.**

²⁵ Vgl. „US Inflation Exceeds Expectations in July“, Forex News, 12. August 2020

We now have the worst of both worlds - not just inflation on the one side or stagnation on the other, but both of them together. We have a sort of 'stagflation' situation.

Iain MacLeod

Fazit

Die jüngste Geldmengenausdehnung, das neue inflationistische Regime der finanziellen Repression und die Einführung eines symmetrischen Inflationsziels sowie des jüngsten Anstiegs der Verbraucherpreise bringen uns zu dem Schluss, dass den westlichen Volkswirtschaften in den 2020er-Jahren ein Inflationsschub bevorstehen könnte. Die Entwicklungen der letzten Monate weisen eine unheimliche Ähnlichkeit mit jenen auf, die zu Beginn verheerender Inflationszyklen beobachtet wurden. **Aus diesem Grund sollten Anleger die Inflationsresistenz ihres Portfolios auf Herz und Nieren prüfen.**

Die Bedeutung der Inflation aus Portfoliogesichtspunkten

„In the absence of the gold standard, there is no way to protect savings from confiscation through inflation. There is no safe store of value...“

Alan Greenspan

Der Wolf unserer globalen Wirtschaft heult an diesem Punkt auf. Ein Wiederaufleben der Inflation ist deutlich wahrscheinlicher geworden und die Wahrscheinlichkeit wird in dem Maße zunehmen, in dem die Regierungen größere Teile des Kreditschöpfungsprozesses kontrollieren. Das Risiko für das eigene Portfolio, das von Inflation und finanzieller Repression ausgeht, werden wir im nächsten Schritt analysieren.

The expected returns and correlation dynamics change in different inflation regimes. In (hyper) inflationary regimes, in fact, both bonds and equities have not delivered well in real terms and have exhibited higher correlation.

Pascal Blanqué

Während sich ein Großteil unserer Aufmerksamkeit auf den Wolf konzentriert hat, der am Rande des Dorfes lauert, haben wir bislang wenig über das kostbare Schaf gesprochen: Ihr Portfolio. Gemäß einer kürzlich durchgeführten Umfrage liegt das Durchschnittsalter eines Portfoliomanagers bei 49 Jahren. Das bedeutet, dass sie während der letzten Stagflationsphasen in den 1970er-Jahren noch keine Portfolios verwaltet haben. Das Gros der Investmentmanager könnte im Rahmen eines Paradigmenwechsel hin zu Inflation bzw. Stagflation deshalb auf dem falschen Fuß erwischt werden.²⁶

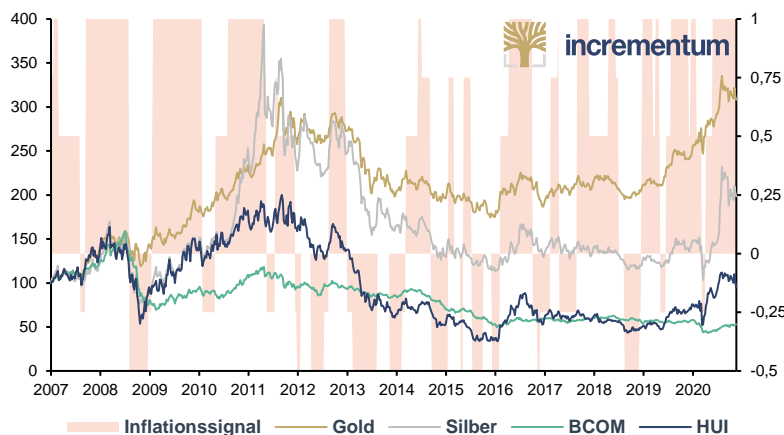
Das Incrementum-Inflationssignal:

Wenn man sich ein Bild über die globalen Inflationstendenzen machen möchte, ist es hilfreich, sich die Preisentwicklungen inflationssensitiver Anlageklassen wie z. B. Gold, Silber, sonstiger Rohstoffe (BCOM) oder auch Goldminenaktien anzusehen. Diese eignen sich für eine Prognose über die Inflationstendenz auf kurz- und mittelfristige Sicht, während herkömmliche Inflationsstatistiken stets nur die vergangene Inflationsentwicklung abbilden, also in den „Teuerungs-Rückspiegel“ blicken.

Wir haben deshalb ein proprietäres Inflationssignal entwickelt, mit dem wir den aktuellen Inflationstrend analysieren. Das so erhaltene Inflationssignal ist ein Schlüsselement unseres Assetallokationsprozesses im Rahmen unserer Inflationsschutz-Strategien.

²⁶ Vgl. „Young investment guns: Ranking the world's top portfolio managers, age 40 and under“, yahoo!finance, 7. März 2017

Inflationssensitive Anlagen (lhs), indiziert 01/2007 = 100, und Incrementum Inflationssignal (rhs), 01/2007-11/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wie aus obigem Chart ersichtlich ist, waren in den letzten 13 Jahren folgende Inflationsphasen zu beobachten:

- Inflationäre Phase bis August 2008
- Disinflationärer/deflationärer Schock im Gefolge der Großen Finanzkrise 2007/2008 bis März 2009
- Reflation bis 2011/2012
- Disinflationärer Trend bis Ende 2015
- Seitwärtsphase seit Anfang 2016
- Kurzer deflationärer Schock Q1/2020
- Leicht steigende Inflation seit April 2020

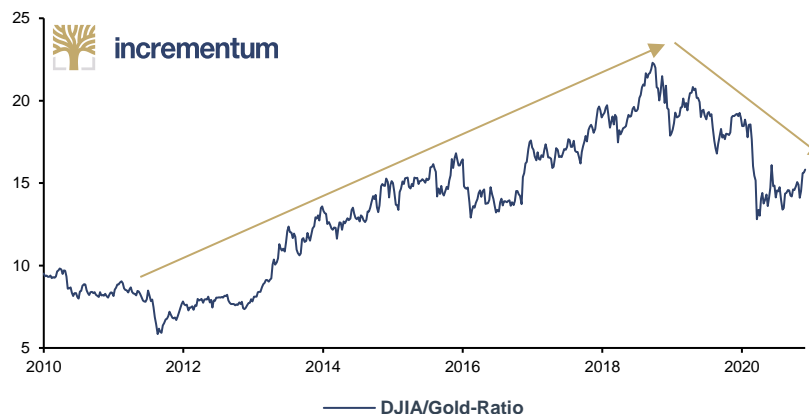
Whether initially deflationary or ultimately inflationary, this profound shift ends the long period of disinflation, but it also creates the necessity for much more aggressive financial repression in the developed world.

Russell Napier

Vor der Corona-Krise zeigte unser Inflationssignal im Zusammenhang mit der „Risk off“-Bewegung in Q4/2018 die letzte ausgeprägte, deflationäre Marktbewegung an. Die damalige Korrektur am Aktienmarkt erwies sich als Vorbote der zunehmenden Wirtschaftsabkühlung, welche sich im Jahr 2019 sukzessive ausprägte. **Entscheidend war jedoch, dass diese Marktbewegung der Grund** für die Wende in der US-Zinspolitik war, da die Federal Reserve ihre vielbeschworene geldpolitische Normalisierung aufgeben musste. Die Zinswende führte nicht nur zu einer Erholung an den Aktienmärkten, sondern beflügelte auch inflationssensitive Anlagen.

Q4/2018 markierte schließlich den letzten Höchststand des Dow/Gold-Ratio, das seitdem immer weiter fällt. Inflationssensitive Anlagen wie Gold, Silber, Rohstoffe, aber auch Goldminen-Aktien hatten ein starkes Jahr 2019 und konnten erstmals seit langem die breiten Aktienindizes outperformen. **Unser Inflationssignal hatte die Stärke frühzeitig angezeigt und veranlasste uns in unserem „Incrementum Inflation Diversifier“ zu einer Übergewichtung der inflationssensitiven Anlagen. Im Zuge der „Corona-Krise“ schwächte sich das Inflationssignal dramatisch ab. Der erneute „Risk-off“ erfasste zunächst auch den krisenresistenten Rohstoff Gold.**

DJIA/Gold-Ratio, 01/2010-11/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wie wir ausführlich diskutiert haben, wurde den deflationären Tendenzen mit extremen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen begegnet. Bemerkenswert ist jedoch, dass der breite Rohstoffmarkt sowohl vor als auch nach der Covid-19-Krise, innerhalb inflationssensitiver Anlagen weiterhin unterdurchschnittliche Ergebnisse erzielt hat. Wir interpretieren die Outperformance von Gold- und Goldminenaktien als Vorbote einer deutlich höheren Inflation auf mittlere Sicht. **Silber war bis vor kurzem ein relativer Underperformer. Mit dem Einsetzen stärkerer inflationärer Tendenzen würden wir erwarten, dass Silber eine signifikante Outperformance erzielt und die breiten Rohstoffindizes einen großen Bullenmarkt beginnen.**



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Nun werden wir skizzieren, wie ein typisches Portfolio unter den Folgen des Wolfsangriffs leiden kann, wenn man die Schreie des Dorfjungen ignoriert. Der Erfolg des 60/40-Portfolios beruht auf der negativen Korrelation zwischen Aktien und Anleihen. Diese ist jedoch nicht in Stein gemeißelt und war überwiegend in der jüngeren Vergangenheit zu beobachten. In den vergangenen 100 Jahren waren Aktien und Anleihen dagegen meist positiv korreliert.

Bei jedem Paradigmenwechsel ändert sich die Dynamik der Erträge und der Korrelationen grundlegend in Übereinstimmung mit der Politik und der Stimmung der Massen.²⁷ **Die verschiedenen Inflationsraten-Kontexte aus den 2010er-Jahren zeigen, dass sich im Vergleich zu anderen Vermögenswerten und Sektoren reale Vermögenswerte bei höheren Inflationsraten besser entwickelt haben. Rohstoffe, Energie und Grundstoffe (Materials) schnitten bei steigenden Inflationsraten im Allgemeinen besser ab.**

²⁷ Weitere Informationen zu einigen der Ideen, die wir in diesem Abschnitt behandeln, vgl. Blanqué, Pascal: „[The Road Back To The 70s Implications for Investors](#)“, Amundi Asset Management, 11. Juni 2019

Korrelationskoeffizient zwischen der Veränderung der 10-Jahres-Breakeven-Inflationsrate gegenüber dem Vorjahr und der Veränderung verschiedener Sektoren/Assetklassen in den letzten 10 Jahren

Sektor/Assetklasse	Korrelation
Rohstoffe	0,70
Energie	0,67
Grundstoffe	0,54
Industriesektor	0,48
S&P 500	0,48
Finanzsektor	0,45
Nicht-Basiskonsumgüter	0,40
Technologiesektor	0,27
Kommunikationsdienste	0,22
Immobilien	0,13
Gesundheitssektor	0,08
Basiskonsumgüter	-0,04
Versorgungsunternehmen	-0,11
U.S. Dollar	-0,44
Langlaufende Treasuries (Ertragsbasis)	-0,50

Quelle: Bloomberg, Rosenberg Research

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 Oliver

Abgesehen von der Inflationsgefahr sollten wir uns auch auf ein stagflationäres Szenario vorbereiten. Es besteht Grund zu der Annahme, dass uns mehrere Jahre mit stagnierender Wirtschaftsentwicklung bevorstehen könnten. Vor der Covid-19-Krise gab es bereits mehrere Signale, die darauf hindeuteten, dass wir 2020 in eine Rezession fallen werden. Die berühmteste Periode der Stagflation waren die 1970er-Jahre. Verwendet man die Definition von Stagflation, „hohe Inflationsraten bei niedrigem/negativem Wirtschaftswachstum“, so ergeben sich vier Stagflations-Perioden.

Historische Performance von Anlageklassen während Stagflationsperioden

Start	Ende	S&P 500	US-Dollar	Landwirtschaft/ Viehzucht	Gold	Silber	WTI-Öl	US T10Y
Q4/1969	Q1/1971	13,2%		8,9%	10,5%	-10,1%	6,3%	-198
Q4/1973	Q3/1975	-5,7%	11,6%	10,0%	37,2%	64,7%	158,9%	158
Q2/1979	Q2/1981	32,7%	22,6%	22,8%	77,4%	4,3%	139,7%	472
Q1/1982	Q1/1983	42,9%	6,8%	1,6%	29,7%	48,7%	7,5%	-356
Durchschnittliche nominale Rendite		20,8%	13,7%	10,8%	38,7%	26,9%	78,1%	19
Durchschnittliche reale Rendite		7,0%	-0,1%	-3,0%	24,9%	13,1%	64,3%	

Quelle: Bloomberg, Rosenberg Research

Die Geschichte lehrt, dass die besten Vermögenswerte während der Stagflation die Edelmetalle sind. Darüber hinaus hat Gold Silber sowohl in Bezug auf die Volatilität als auch auf den realen Ertrag übertroffen. Es wird allgemein angenommen, dass sich Rohstoffe in Zeiten der Stagflation gut entwickeln sollten. Allerdings wiesen Rohstoffe insgesamt eine gemischte Performance auf. Öl springt als lohnende Alternative hervor, das Ergebnis ist jedoch maßgeblich durch die beiden Erdölkrisen beeinflusst.

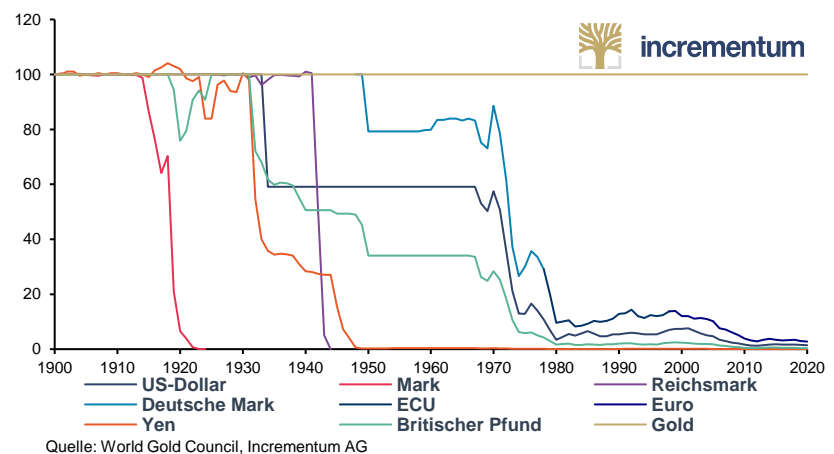
Die Gewinner des neuen Paradigmas werden die realen Vermögenswerte sein, denen es gelingt, aus den teureren Lieferketten, den steigenden Rohstoff- und Edelmetallpreisen und der Kostenflexibilität Gewinne zu erzielen. Das ist das Prinzip der „realen Vermögenswerte“ des neuen Investmentparadigmas.

Currencies don't float, they just sink at different rates
Clyde Harrison

Inflation und Cash

Die glanzlose Entwicklung von Bargeld mag intuitiv sein, aber es lohnt sich, den Bogen der Währungsabwertung nachzuzeichnen, um ein Gefühl dafür zu bekommen, wie zerstörerisch die Inflation wirklich ist. **Gemessen an Gold hat der US-Dollar seit der Gründung der Federal Reserve im Jahre 1913 etwa 98% seines ursprünglichen Wertes verloren.**²⁸

Fiat-Kaufkraftverlust gegenüber Gold, 1900 = 100, 1900-2020



Ein Blick in die Geschichte zeigt, dass Währungen immer wieder entwertet wurden, meist zur Finanzierung exorbitant hoher Staatsschulden (ähnlich wie im gegenwärtigen Regime?).²⁹ **Gold sollte stets als ultimative Währung und keineswegs als Rohstoff betrachtet werden.**

²⁸ Vgl. „Visualizing the Purchasing Power of the Dollar Over the Last Century“, howmuch.net, 5. September, 2019

²⁹ Vgl. Taghizadegan, Rahim, Stöferle, Ronald und Valek, Mark: Österreichische Schule für Investoren: Österreichisches Investieren zwischen Inflation und Deflation

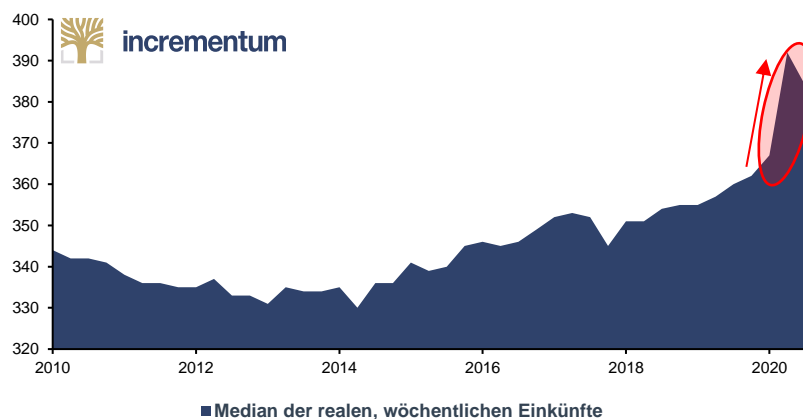
For investors today, with long term bond yields at historic lows, it is a reminder that real assets, including stocks, real estate and precious metals can serve an important, although long redundant role, in protecting a portfolio against the risk of inflation.

David Kelly

Doch anders als Gold sind Währungen in einer modernen, inflationären Wirtschaft ein problematisches Wertaufbewahrungsmittel, auch wenn sie nicht völlig kollabieren. Asset-Price-Inflation erzeugt das illusorische Gefühl von papiernem Reichtum. Im englischen spricht man treffenderweise von „paper wealth“.

Es ist wahrscheinlich, dass sich die frühen Phasen dieses Prozesses bereits entfaltet haben: **Die Covid-19-Krise hat das Verbraucherpreisniveau kurzzeitig nach unten gedrückt, und die Medianlöhne in den USA sind gestiegen. Im Jahr 2019 lag der Median der Wochenlöhne bei etwa 360 USD. In Q2/2020 ist diese Zahl sprunghaft auf 392 USD angestiegen.** Diese seltsame Dynamik ist eine Folge der Entlassungen von Arbeitnehmern mit niedrigerem Einkommen in Verbindung mit den Vorteilen des CARES-Gesetzes. Diese Faktoren werden sich auf lange Sicht als Illusionen erweisen und die Reaktionsfähigkeit des Marktes und die Wirtschaftsleistung beeinträchtigen.

Median der realen, wöchentlichen Einkünfte, Q1/2010-Q3/2020



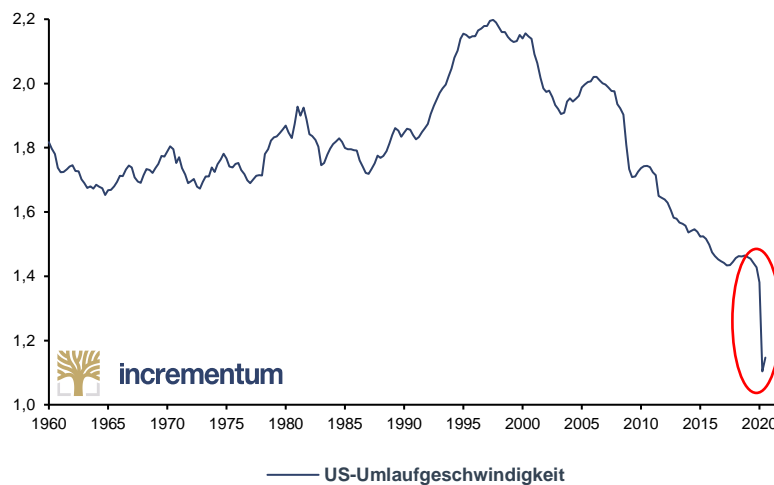
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

When all the experts and forecasts agree – something else is going to happen.

Bob Farrell, Rule #9

Nun wollen wir uns der Geldumlaufgeschwindigkeit widmen. Seit der Großen Finanzkrise ist die Umlaufgeschwindigkeit von M2 in den USA deutlich zurückgegangen. Seit der Lockdown-Politik und der Lockerung der Geldpolitik im Frühling 2020 hat sich der Rückgang noch weiter beschleunigt. In Q2/2020 betrug die Umlaufgeschwindigkeit von M2 lediglich 1,15, nachdem sie seit 2015 im Durchschnitt noch zwischen 1,45 und 1,53 gelegen war.

US-Umlaufgeschwindigkeit, Q1/1960-Q3/2020

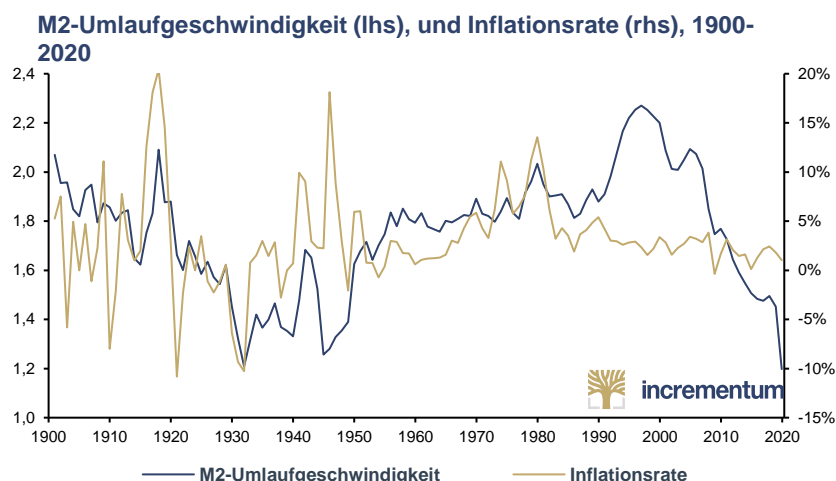


Das Konzept der Umlaufgeschwindigkeit wurde am besten durch die Österreichische Schule der Nationalökonomie erklärt. In seiner grundlegenden Abhandlung „Nationalökonomie“ charakterisiert Ludwig von Mises das Konzept der Umlaufgeschwindigkeit als eine zu starre Formalisierung des menschlichen Handelns, das von der Bedeutung der Intention absieht.³⁰ Die „Umlaufgeschwindigkeit“ hat keinen ursächlichen, mechanischen Einfluss auf die Kaufkraft. Der Zusammenhang zwischen Kaufkraft und Konsumausgaben ist – wie alles andere in der Ökonomie – *zielgerichtetes* menschliches Verhalten.

*Der Irrsinn ist bei
 Einzelpersonen etwas Seltenes.
 Aber in Gruppen, Parteien,
 Nationen und im Alter ist er die
 Regel.*
Friedrich Nietzsche

In einer Wirtschaft mit wachsender Geldmenge werden Einzelpersonen reale Güter der zunehmend reichlich vorhandenen und daher relativ weniger wertvollen Währung vorziehen. Die Geschwindigkeit als ein mechanisches Konstrukt darzustellen, das die Preise in die Höhe treibt, ist eine Rückwärtslogik. **Ein richtiges Verständnis der Re-Normalisierung der Umlaufgeschwindigkeit erkennt an, dass die Individuen ihre Ausgabengewohnheiten mit einem größeren Bargeldangebot wieder aufnehmen werden, sobald die Volkswirtschaften dauerhaft aus dem Lockdown herausgekommen sein werden. Dieses Bargeld wird relativ weniger wertvoll sein, sodass die Menschen Waren verstärkt bevorzugen werden.**

³⁰ Vgl. Mises, Ludwig von: [Human Action](#), 1949, S. 396-398



Die abnehmende Umlaufgeschwindigkeit ist eine Folge der Lockdown-Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus. Auf der einen Seite fehlt es den Verbrauchern an Möglichkeiten, Geld auszugeben, und Unternehmen, Investitionen zu tätigen. Auf der anderen Seite führt die zunehmende Unsicherheit über die Zukunft zu einem erheblichen Anstieg des „Vorsorgesparens“. Sobald die Zuversicht zurückkehrt – wenn z. B. der Einsatz des Covid-19-Impfstoffes beginnt – und die Geschäfte wieder öffnen, wird sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wieder normalisieren, d. h. die Nachfrage nach Bargeld sinkt und die Konsumausgaben steigen. In diesem Fall wird die Inflation merklich anziehen. **Die Zentralbanken sollten aber in dem Maße, wie die Ungewissheit schwindet, dem System Liquidität entziehen. Unserer Meinung nach ist dies jedoch so wahrscheinlich wie ein Sieg auf der Kitzbüheler Streif eines holländischen Abfahrers.**

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

Was wird daher im Vergleich zum wirtschaftlichen Umfeld vor der Krise anders sein, wenn die Konsumausgaben wieder anziehen? Zunächst einmal eine um mehr als 3 Bill. USD höhere Geldmenge M2 und fast 900 Mrd. USD mehr an Kreditgarantien. Die psychologische Dynamik des Inflationszyklus wird sich selbst verstärken: Der Einzelne empfindet mehr Wohlstand, aber die Produktion bleibt niedrig. Daher werden die Individuen relativ mehr ausgeben, und die Preise werden in die Höhe getrieben. Die Nachfrage nach Bargeldhaltung wird weiter sinken, wenn die Verbraucher den relativen Wertverlust erkennen. Dies wird wahrscheinlich der entscheidende Meilenstein auf dem Weg zu Phase 3 des Inflationszyklus sein.

Inflation und Aktien

Das Jahr 2020 hat der Geschichte der Börsenmanien ein weiteres Kapitel (vielleicht sogar zwei oder drei!) hinzugefügt. Der S&P 500 schloss am 19. Februar mit einem Rekordhoch von 3.386 Punkten. Am folgenden Tag ging er in den freien Fall über. Am 23. März schloss er bei 2.237 Punkten, dem niedrigsten Wert seit über drei Jahren. **Dies geschah natürlich vor dem Hintergrund sowohl deflationärer als auch inflationärer Kräfte: Die Inflationsrate ging von**

Februar bis April um 2 Prozentpunkte zurück, während die Geldmenge rasch ausgeweitet wurde.

Es ist allgemein bekannt, dass eine moderate Inflation die Performance von Aktien erhöht, der „Wohlfühlkorridor“ der Inflationsraten für den Aktienmarkt liegt zwischen 0,5% und 2,5%. Die Frage, die wir uns stellen sollten, lautet: **Wie hoch können die Inflationsraten steigen, bevor sie sich negativ auf Aktien auswirken?**

Während der Stagflation der 1970er teilten sich die Gewinne aus Aktien im Verhältnis 30:70 zwischen Kursgewinnen und Dividenden auf. Warren Buffett schrieb 1977 darüber einen höchst lesenswerten Artikel. Er stellte fest, dass bei steigenden Inflationsraten die Dividenden im Gleichschritt mit der Wirtschaftsleistung zurückgingen. In diesem Sinne fungieren Aktien als eine Art „Equity Bond“, deren „Rendite“ durch die Geldentwertung verbrannt wird.³¹ **Eine Rate jenseits von 3%-4% in Verbindung mit einer stagnierenden Wirtschaftsleistung ist nahezu eine Garantie für eine schwache Entwicklung der „Equity Bonds“.**

Wer nicht weiß, was vor seiner Geburt geschehen ist, wird auf immer ein Kind bleiben.

Cicero

Die meisten Anleger erinnern sich nicht an die Ära, bevor die Federal Reserve die Inflation „besiegte“. **Der vielleicht berühmteste Moment in der Geschichte der Deflationspolitik ereignete sich am 6. Oktober 1979, als Volcker sein „Saturday-Night-Special“ entfesselte und der US-Geldmenge eine Obergrenze auferlegte.**³² Das ließ die Zinssätze in die Höhe schnellen und führte zu einem großen öffentlichen Aufschrei. Wegen der Auswirkungen der hohen Zinsen auf Autokredite wurden Volcker Särgе geschickt, die mit Schlüsseln von unverkauften Autos gefüllt waren.

Es erscheint uns wichtig darauf hinzuweisen, dass es Volckers Mission war, die Inflation einzudämmen. Der Unterschied zu den gegenwärtigen Zielen der Notenbanker könnte größer nicht sein. Das Ziel der Geldpolitik ist es nun, die Inflationsraten zu erhöhen, und zwar „whatever it takes“.

Successful financial repression requires a widespread belief that conventional government bonds are safe.

Peter Warburton

Neben dem jüngsten Inflationsanstieg haben die Eurozone und die USA einen Rückgang ihres BIP um 9,5% bzw. 12,1% verzeichnet, während die jeweilige Arbeitslosenquote 14,7% bzw. 7,6% erreicht hat. Aktuelle Prognosen zeigen, dass die Wirtschaftsleistung nicht vor Ende 2022 das Niveau von vor dem Ausbruch der Coronaviruspandemie erreichen wird.³³ **Das bedeutet, dass ein Inflationsszenario vermutlich eine Stagflation nach sich ziehen wird. Aktien verzeichnen in Zeiten der Stagflation oftmals Gegenwind.**

Maßgeblich für den Erfolg eines Unternehmens wird es sein, ob man über „pricing power“ verfügt. Was bedeutet das? Die Fähigkeit,

³¹ Vgl. Buffett, Warren: „How Inflation Swindles the Equity Investor“, Fortune, May 1977

³² Vgl. Medley, Bill: „Volcker’s Announcement of Anti-Inflation Measures“, Federal Reserve History, 22. November 2013

³³ Zu den Erwartungen an den Zeitplan für die Erholung der Produktion unter Ökonomen, vgl. „U.S. economic outlook darkens, job recovery risks reversing: Reuters poll“, Reuters, 24. Juli 2020

Preisanpassungen vorzunehmen, hängt stark davon ab, ob ein Unternehmen in der Lage ist, höhere Preise am Markt durchzusetzen, oder ob aufgrund starker Konkurrenz ein starker Margendruck herrscht. **Die Positionierung entlang dieser Achse lässt sich anhand folgender Kennzahlen vornehmen:**³⁴

- Durchschnittliche Gewinnmarge (hoch ist gut)
- Anteil der Arbeitskosten an den Gesamtkosten (niedrig ist gut)
- Herfindahl-Index (ein Maß für die Marktkonzentration)
- Rohstoffproduzent (positiv) vs. Rohstoffkäufer (negativ)
- Die nominale Verschuldung wird durch eine höhere Inflation weginflationiert; daher könnten Unternehmen mit einem hohen Anteil festverzinslicher Schulden am Eigenkapital profitieren.
- Stark zyklische Werte werden im Vergleich zu defensiven Titeln verlieren.

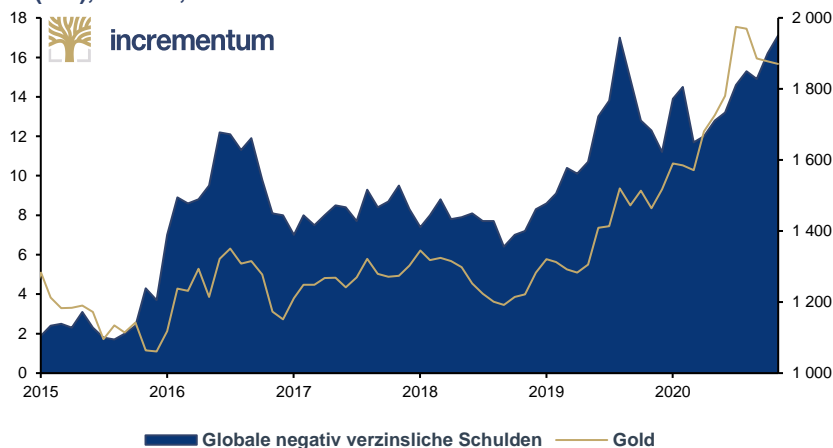


Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Inflation und Anleihen

Als Nächstes wenden wir unsere Aufmerksamkeit den Anleihen zu. Die Portfoliotheorie empfiehlt gemäß Lehrbuch eine Kombination aus Aktien und Anleihen im Verhältnis 60/40. Unsere gegenwärtigen Zeiten lassen jedoch keine Lösungen gemäß Lehrbuch zu. Wie wir gezeigt haben, versagt die traditionelle Theorie bei Aktien in stagflationären Zeiten. Es ist wahrscheinlich, dass das Grundproblem der traditionellen, „nominalen“ Vermögenswerte bei Anleihen noch stärker ausgeprägt ist. Da Gold und Staatsanleihen als sichere Häfen angesehen werden, haben Gold und Staatsanleihen mit dem Beginn der Covid-19-Krise Anfang dieses Jahres neue Höhen erreicht.

Globale negativ verzinsliche Schulden (lhs), in Bill. USD, und Gold (rhs), in USD, 01/2015-11/2020



Bonds are guaranteed certificates of confiscation.

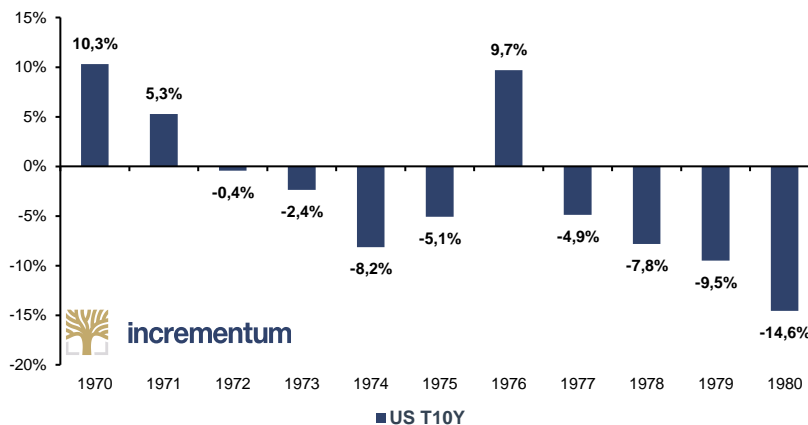
Franz Pick

Der nächste Chart zeigt die desaströse Performance von 10-jährigen US-Treasuries in der Dekade der Stagflation. Nach dem Einsetzen der Inflation im Jahr 1972 hatten 10-jährige US-Treasuries über ein ganzes Jahrzehnt hinweg nur ein Jahr lang positive Renditen zu verzeichnen. **Dies sollte als weiterer Beweis dafür dienen, dass, wenn das kommende Jahrzehnt**

³⁴ Für weitere Informationen über die Eigenschaften von Aktien in unterschiedlichen Inflationsszenarien, vgl. Man Institute: [Inflation Regime Roadmap](#), Juni 2020

ein stagflationäres Jahrzehnt ist, die Anleger klugerweise die traditionellen Portfoliotheorien hinsichtlich Anleihen, die auf oder nahe ihren Allzeithochs gehandelt werden, überdenken sollten.

Reale Jahresrenditen 10-jähriger US-Staatsanleihen, 1970-1980



Quelle: Stern School of Business, Incrementum AG

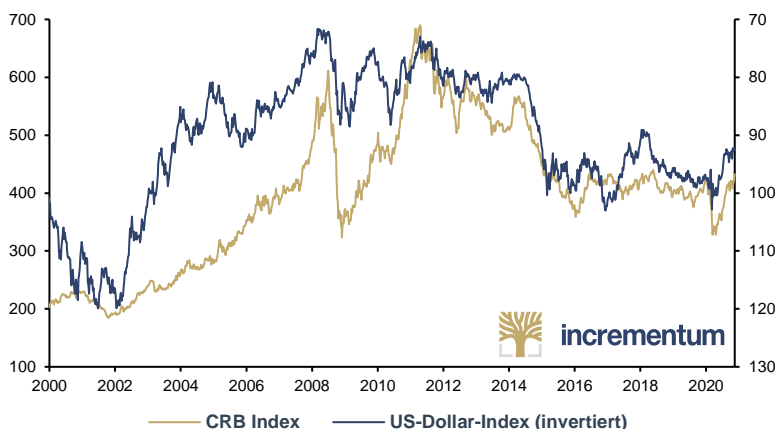
Commodities tend to zig when the equity markets zag.

Jim Rogers

Inflation und Rohstoffe

Sehen wir uns nun die Entwicklung von Rohstoffen näher an. Der US-Dollar ist klar negativ korreliert zu Rohstoffen: Ein schwächer werdender US-Dollar führt zu einem Zugewinn bei breiten Rohstoffindexen. Der CRB verlor von Jänner bis zum 18. März 2020 etwa 35% seines Wertes und fiel im April weiter auf fast -45%. Daraufhin erlebte der US-Dollar von Anfang Juni bis Ende Juli einen erheblichen Einbruch. Der DXY fiel um 6,1%. Erst seit Ende September erholt sich der DXY wieder und bewegt sich seither in der engen Bandbreite zwischen 91 und 94,5.

CRB-Index (lhs), und US-Dollar-Index (rhs, invertiert), 01/2000-11/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Trotz der Turbulenzen der vergangenen Monate zeigt ein Vergleich der Entwicklung der Rohstoffpreise (CRB-Index) mit dem US-Dollar-Index (DXY),

dass die Rohstoffpreise und der US-Dollar nach wie vor stark negativ korreliert sind. Um es grob auszudrücken: **Das Wohlergehen von Rohstoffen ist eng mit einem schwachen US-Dollar verbunden.**

Da der US-Dollar gefallen ist, sind die Rohstoffpreise gestiegen, etwas, das wir in unserem *In Gold We Trust*-Report 2020 erwartet hatten. **Seit seinem Tiefststand am 27. April ist der CRB stärker gestiegen als der US-Dollar gefallen ist. Vergleicht man den aktuellen Wert des CRB mit seinem Zehnjahreshoch, so zeigt sich, dass sich die Rohstoffe immer noch in einer Art Anti-Bubble befinden und am Beginn eines säkularen Bullenmarkts stehen könnten.**

Because silver and gold have their value from the matter itself, they have first this privilege, that the value of them cannot be altered by the power of one, nor of a few commonwealths, as being a common measure of the commodities of all places. But base money may easily be enhanced or abased.

Thomas Hobbes

Inflation und Gold

Gold weist einzigartige Portfolioeigenschaften auf, und es wird in unserem neuen Inflationsregime als zentraler Wertspeicher dienen.

Wie bereits in mehreren früheren *In Gold We Trust*-Reporten wollen wir die Vorteile von Gold im Zusammenhang mit der Portfoliodiversifizierung analysieren.³⁵ **Lassen Sie uns die wichtigsten Vorteile von Gold noch einmal zusammenfassen:**

- Verstärkte Portfoliodiversifizierung: Die Korrelation von Gold mit anderen Vermögenswerten liegt im Durchschnitt bei 0,1.
- Wirksamer Hedge gegen Tail-Risk-Ereignisse
- Hochliquide Anlage: Die Liquidität von Gold ist deutlich höher als die von deutschen Bundesanleihen, britischen Gilts, US-Treasuries und den liquidesten Aktien.
- Portfolio-Absicherung in Zeiten steigender Preisinflationsraten sowie in stark deflationären Zeiten (aber nicht in Zeiten der Disinflation!)
- Währungsabsicherung: Gold korreliert negativ mit Fiat-Währungen, insbesondere dem US-Dollar.

Die Funktion von Gold als Hedge gegen Inflation und „tail events“ könnte sich in den kommenden Jahren als wichtigste Eigenschaft erweisen.

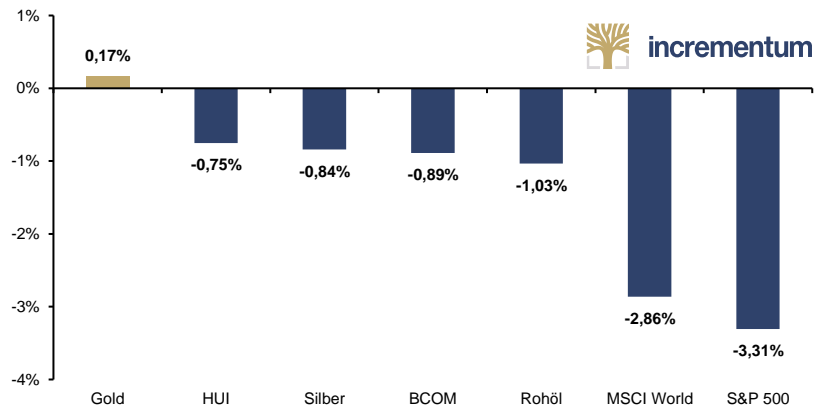
Ein Teil der Robustheit von Gold gegenüber „tail events“ ist die schiere Anzahl an historischen Ereignissen und Institutionen, die es überlebt hat. Man könnte hier den Lindy-Effekt als Erklärung heranziehen. Der Lindy-Effekt besagt, dass die zukünftige Lebenserwartung einer Idee mit ihrem Alter weiter zunimmt. Das heißt, je länger es eine Idee schon gibt, desto wahrscheinlicher ist es, dass sie noch länger besteht. Gold gibt es seit Tausenden von Jahren als Währung und ist eine der ältesten kulturellen Institutionen. Da es seit Tausenden von Jahren zuverlässig ist, schneidet in Zeiten der Unsicherheit keine moderne Anlageklasse so gut ab, einfach deswegen, weil deren Lebenserwartung aufgrund des niedrigeren Alters deutlich geringer ist.³⁶

³⁵ Über die besonderen Portfolio-Eigenschaften von Gold, vgl. „[Gold im Portfoliokontext](#)“, *In Gold We Trust*-Classic

³⁶ Um besser zu verstehen, wie Gold als erste Währung entstand, vgl. „[Das Regressionstheorem erklärt, wieso Gold Geld ist](#)“, *In Gold We Trust*-Classic

Vergleichen wir nun die Performance verschiedener Anlageklassen während der schwächsten 20% der Handelstage im S&P 500 für den Zeitraum 01/2000 bis 09/2020: Nur Gold wies in diesem Zeitraum eine positive Performance auf.

Vermögenswertperformance während der 20% schwächsten Wochen des S&P 500, 01/2000-09/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Gold should be the bedrock of all portfolios.

Brent Johnson

Gold ist zudem ein zuverlässiger Hedge gegen Inflation. Die nachstehende Tabelle zeigt eine Auswahl der Performance von Immobilien, Aktien, Anleihen und Gold. Gold schneidet bei weitem am besten ab. Während des Jahrzehnts der Stagflation verzeichneten Anleihen und Aktien insgesamt negative Renditen, und diejenigen, die auf die Stabilität des Wohnungsmarktes vertrauten, erzielten keinen nennenswerten Ertrag. Im Gegensatz dazu erzielte Gold eine klar positive Rendite.

Vermögensklassenrenditen im Jahrzehnt der Stagflation

1972-1981	Annualisierte nom. Rendite %	Annualisierter realer Jahresertrag %
Immobilienpreise	9,4	0,1
S&P 500-Index	5,2	-4,0
US-Treasury-Index	5,5	-3,7
Goldpreis	22,5	13,3

Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Während der Preis von Gold zum Teil von seiner langen Geschichte als Währung bestimmt wird, ist die Inflationsimmunität von Gold eine Folge seiner relativen Knappheit. Das Goldangebot nimmt langsam und stetig zu, aktuell mit 1,6% pro Jahr. Dies steht im großen Kontrast zu den Papierwährungen. Es gibt keinen Unterschied zwischen den (digitalen) Kosten für den Druck einer 100-Euro-Note oder einer 10-Euro-Note. Es besteht jedoch ein wesentlicher Unterschied zwischen der Herstellung von 100 Unzen und 10 Unzen Gold – Ersteres erfordert den zehnfachen Aufwand. **Diese relative Knappheit ist der Hauptvorteil von Gold im Vergleich zu Fiat-Währungen. Gold ist aufgrund seiner relativen Knappheit im Wesentlichen immun gegen Inflation. Daher ist**

es sinnvoll, es zur Inflationsabsicherung heranzuziehen, da die Welt weiter sehenden Auges in einen Währungsmorast stapft.

Gold is bitcoin without electricity
Charlie Morris

Auch Bitcoin, sollte an dieser Stelle noch erwähnt werden.³⁷ Bitcoin ist allgemein als digitales Gold bekannt, da es viele ähnliche Eigenschaften wie das gelbe Metall aufweist. Das wichtigste von allem ist seine relative Knappheit. Viele Bitcoin-Befürworter vermuten, dass es mit der Marktkapitalisierung von Gold konkurrieren könnte. Ganz so weit sind wir noch nicht. Im November 2020 hatte Bitcoin eine Marktkapitalisierung von etwa 350 Mrd. USD im Vergleich zu den ca. 11 Bill. USD von Gold. Das vielleicht beste Bewertungsmodell von Bitcoin basiert auf seiner relativen Knappheit, die anhand des Ratios von Bestand zu Fluss (engl. „stock-to-flow-ratio“ (SFR)) gemessen wird. Seit dem vergangenen Bitcoin-Halving im Mai 2020 hat Bitcoin ein SFR von 58. Nach dem nächsten Halving 2024 wird das SFR von Bitcoin 121 betragen und damit fast zweimal so hoch sein wie das SFR von Gold mit 62.³⁸

Fazit

In inflationären Zeiten werden neue Investitionsstrategien erforderlich sein. Die allgemeine Faustregel sollte lauten: reale Vermögenswerte statt papierener Vermögenswerte. Die folgenden Anlageklassen sollten sich in einem zunehmend inflationären Umfeld daher gut behaupten:

- Edelmetalle, insbesondere Gold und Silber
- Minen-Aktien
- Krypto-Währungen, insbesondere BTC
- Rohstoffe (GSCI, BCOM)
- Immobilien
- Währungspaare von Rohstoffproduzenten vs. Rohstoffimporteuren (CAD/JPY)
- Innerhalb der Aktien: Value statt Growth

³⁷ Weiterführende Infos zu unseren Investmentmöglichkeiten, die physisches Gold und digitales Gold (BTC) kombinieren sowie die Möglichkeit zur Anmeldung zu unserem #NonInflatable-Newsletter finden Sie unter folgendem Link: <http://noninflatable.com/>

³⁸ Vgl. „Goldgedeckte Tokens vs. Bitcoin vs. Stablecoins“, In Gold We Trust-Report 2019

Fazit

“In der Wissenschaft kommt es alle paar Jahre vor, daß etwas, das bis dahin als Fehler galt, plötzlich alle Anschauungen umkehrt oder daß ein unscheinbarer und verachteter Gedanke zum Herrscher über ein neues Gedankenreich wird.”

Robert Musil, Der Mann ohne Eigenschaften

Fighting depression through forced credit expansion is like trying to heal an evil by its own causes.

Friedrich von Hayek

Im In Gold We Trust-Report 2019 stellten wir fest, dass sich ein allgemeines Misstrauen gegenüber den Institutionen weltweit breit gemacht hat.³⁹ Die Covid-19-Pandemie hat die Welt noch weiter in Richtung Instabilität und Misstrauen bewegt. Die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie führen zu immer stärkeren sozialen und wirtschaftlichen Spannungen, in einigen Staaten sogar zu sozialen Unruhen. **Doch wir wissen: Geldpolitik und Fiskalpolitik haben terra incognita betreten und alle Tabus vernünftigen Finanzgebarens scheinen gebrochen zu sein.**

Wir glauben, dass die folgenden Entwicklungen die entscheidenden Faktoren sind, die dem vor uns liegenden potenziell stagflationären Jahrzehnt zugrunde liegen:

- **Vom monetären QE zum fiskalischen QE⁴⁰:** Die Fiskalpolitik hat die Geldpolitik bei der Geld- und Kreditschöpfung effektiv umgangen. Dies wurde erreicht, indem Regierungen für Kredite an private Unternehmen bürgen. In den USA und der Eurozone wurden bislang Kredite in der Höhe von mindestens 875 Mrd. USD bzw. 1,1 Bill. EUR an Unternehmen vergeben, um sie vor dem Zusammenbruch zu retten. Ebenso problematisch ist die mit dieser Politik verbundene Haltungsänderungen zur Kreditvergabe, die zunehmend grenzenlos wirkt.
- **Symmetrisches Inflationsziel:** Während die Finanzpolitik immer mehr ins Rampenlicht drängt, wird die Geldpolitik zunehmend verdrängt. Die Federal Reserve verfolgt nunmehr ein symmetrisches Inflationsziel von 2% im Durchschnitt mehrerer Jahre. Während eine Inflationsrate von 2% die Obergrenze des letzten Jahrzehnts war, könnte sie sehr wohl die Untergrenze für die 2020er-Jahre sein. Die Europäische Zentralbank ist noch mitten im Überprüfungsprozess ihrer geldpolitischen Strategie. Einige Ökonomen haben sich aber bereits dahingehend geäußert, das Inflationsziel in Zukunft ebenfalls symmetrisch zu interpretieren.
- **Expansion des weit gefassten Geldmengenaggregats:** Alle westlichen Volkswirtschaften haben einen noch nie dagewesenen M2-Anstieg erlebt,

³⁹ Vgl. „Quo vadis, aurum?“, In Gold We Trust-Report 2019

⁴⁰ Die wahrscheinliche Nominierung von Janet Yellen, der ehemaligen Fed-Chefin, als neue Finanzministerin der USA ist ein klarer Beweis der zunehmenden Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik.

insbesondere die USA. Von Anfang Februar bis Ende Oktober stieg M2 in den USA von 15,4 Mrd. USD auf 18,8 Mrd. USD, was einem Anstieg von 22% entspricht. Insgesamt verzeichneten die USA, die Eurozone, das Vereinigte Königreich und Japan von Februar bis Oktober einen Anstieg der Geldmenge M2 um 15,7%. Angesichts dieser Wachstumswahlen, sollten die Anleger die Möglichkeit stark anziehender Inflationsraten ernsthaft in Betracht ziehen.

- **Inflationssensitive Vermögenswerte signalisieren bereits steigende Inflationserwartungen:** Inflationssensitive Vermögenswerte legen bereits stark zu. Seit dem 20. März stieg Gold von 1.440 USD zwischenzeitlich auf das neue Allzeithoch von 2.065 USD. Silber schoss im gleichen Zeitraum von weniger als 12 USD auf zwischenzeitlich über 28 USD in die Höhe. Seither hat es wieder auf unter 25 USD nachgegeben. Inflationsgesicherte Anleihen sind gefallen, während Goldminenaktien stark gestiegen sind. All diese Entwicklungen deuten darauf hin, dass sich die Markterwartungen bereits in Richtung steigender Inflationsraten gewandelt haben.
- **Erhöhte/beschleunigte Verschuldung aufgrund von „fiskalischem Populismus“:** In den USA stieg die Staatsverschuldung auf 26 Bill. USD, in der Eurozone auf 10 Bill. EUR, in Großbritannien auf 2 Bill. GBP und in Japan auf 11,7 Bill. USD. Die strukturelle Staatsverschuldung macht die Inflation für die politischen Entscheidungsträger nur noch attraktiver bzw. die Angst vor Deflation noch größer. Da viele der Schutzvorkehrungen wie etwa die Schuldenbremse in Deutschland oder der Euro-Stabilitätspakt de facto aufgehoben wurden, ist die Politik nun in der Lage, immer gewagtere wirtschaftspolitische Experimente zu starten.
- **MMT gewinnt an Popularität:** Aufgrund der phantasmagorischen Rhetorik vieler links orientierter Politiker legte die krude Theorie des MMT bereits 2019 deutlich an Popularität zu. Die durch die Covid-19-Krise verursachte wirtschaftliche Zerstörung hat jedoch den öffentlichen Diskurs weiter in Richtung MMT gelenkt. Sollte MMT tatsächlich eingeführt werden, werden die Bilanzen der Zentralbanken exponentiell wachsen. Oder wie Stephanie Elton es formuliert hat: *„To the extent the United States has an unemployment problem, there's too little money in the world; to the extent it has an inflation problem; there's too much money in the world.“* So oder so, aus unserer Sicht wird es viel mehr Geld auf der Welt geben.⁴¹

Geschätzte Leser, wir sind besorgte Zeugen eines der größten Geldexperimente der Menschheitsgeschichte. Es scheint, dass wir das zerfledderte Ende des monetären Banners erreicht haben und nun zu weiteren unkonventionellen, um nicht zu sagen brutalen Maßnahmen greifen müssen, um die Preisinflation und das Wirtschaftswachstum zu erhöhen. Insgesamt wird dieser Trend durch den anhaltenden Paradigmenwechsel in unserer globalen Wirtschaft vorangetrieben. In dem Maße, wie die deflationären Kräfte an Boden verlieren,

⁴¹ Vgl. Man Institute: [Inflation Regime Roadmap](#), Juni 2020

werden sich neue inflationäre Kräfte und vulgärkeynesianische Meinungen ausbreiten und einen enormen Einfluss auf die Post-Covid-Welt haben.

The lesson is clear. Inflation devalues us all.

Margaret Thatcher

Ein Blick auf die längerfristige monetäre Vergangenheit lehrt uns, dass es immer wieder Phasen gab, in welchen den Zentralbanken die Herrschaft über die Inflationsdynamiken völlig entglitt. Kläglich scheiterten dann alle Versuche, das Inflationsniveau wie einen Thermostat zu regulieren. Inflationswellen treten unerwartet auf und können sich schnell rächen. Die Wahrscheinlichkeit einer starken Teuerung im derzeitigen Umfeld auszuschließen zeugt von Hybris und Ignoranz. **Die Warnsignale zu ignorieren und mit den bewährten Strategien der Vergangenheit fortzufahren, bedeutet, das dritte, entscheidende Wolfsgeheul zu ignorieren.**

Ist Ihr Portfolio für Inflation gerüstet?

Über uns

Ronald-Peter Stöferle, CMT



Ronni ist geschäftsführender 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 arbeitete er bei der „Erste Group“ im Research, wo er 2007 zum ersten Mal den *In Gold We Trust*-Report publizierte, der im Laufe der Jahre zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation avancierte.

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 2019 [„Die Nullzinsfalle“](#). Zudem ist er Advisor für „Tudor Gold“, einem kanadischen Explorationsunternehmen mit Projekten im legendären Golden Triangle (British Columbia), Mitglied des Advisory Boards des aufstrebenden Junior-Explorers „Affinity Metals“ (AFF) und Advisor für Gold Switzerland / Matterhorn Asset Management.

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“](#).

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 und der Vermögensverwaltung. Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems.

Unser Ziel ist es, solide und innovative Anlagelösungen anzubieten, die den Chancen und Risiken der heute vorherrschenden komplexen und fragilen Umwelt gerecht werden.



**Unser besonderer Dank für seine tatkräftige Mitarbeit an diesem
In Gold We Trust-Special gilt Kalon Boston.**

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: 2020 Incrementum AG. All rights reserved.

