

in gold we trust  
.report

27. Mai 2020  
Compact Version

Extended Version (350 Seiten) kostenfrei erhältlich unter  
[www.ingoldwetrust.report](http://www.ingoldwetrust.report)

# Aufbruch in eine goldene Dekade



incrementum

Ronald-Peter Stöferle  
& Mark J. Valek

Wir bedanken uns herzlich bei unseren  
Premium-Partnern für die Unterstützung des  
*In Gold We Trust*-Reports 2020

Details zu unseren Premium-Partnern finden Sie auf Seite 95 f.



# Einleitung

## „Alle Wege führen zu Gold.“

Kiril Sokoloff

### Key Takeaways

- **Die geldpolitische Normalisierung ist gescheitert**

Das Scheitern der geldpolitischen Normalisierung hatten wir in unserer Vierjahres-Prognose im *In Gold We Trust*-Report 2017 als wahrscheinlichstes Szenario formuliert. Unser Goldpreisziel von >1.800 USD für Jänner 2021 befindet sich in Reichweite.

- **Das Coronavirus ist der Brandbeschleuniger der überfälligen Rezession**

Die schuldeninduzierte Expansion in den USA kühlte sich bereits seit Ende 2018 ab. In Gold gemessen hat der US-Aktienmarkt seinen Höchststand bereits vor über 18 Monaten erreicht. Das Coronavirus und die Reaktionen darauf wirken als massiver Brandbeschleuniger.

- **Die Schuldentragfähigkeit gerät an ihre Grenzen**

Die Eingriffe infolge der Pandemie bergen die Gefahr, die Schuldentragfähigkeit vieler Länder zu überfordern. Staatsanleihen werden als sicherer Hafen zunehmend in Frage gestellt werden. Gold könnte diese Rolle einnehmen.

- **Zentralbanken stecken bei künftiger Inflationsbekämpfung in der Zwickmühle**

Aufkeimende Inflationsrisiken werden aufgrund der Überschuldung nicht mit merklichen Zinserhöhungen bekämpft werden können. Im mittelfristig inflationären Umfeld werden neben Gold auch Silber und Minenaktien reüssieren.

- **Anbruch einer neuen währungspolitischen Weltordnung**

In der angebrochenen Dekade sind richtungsweisende währungs- und geopolitische Umbrüche zu erwarten. Gold wird in der neuen währungspolitischen Weltordnung als staatenlose Reservewährung wieder eine bedeutende Rolle spielen.

- **Neue Gold-Allzeithochs sind nur eine Frage der Zeit**

Die Frage lautet nicht, ob der Goldpreis neue Allzeithochs erreichen wird, sondern wie hoch diese ausfallen werden. Wir sind davon überzeugt, dass sich Gold im Laufe dieser Dekade als ertragreiche Anlage erweisen wird und für Stabilität und Sicherheit im Portefeuille sorgen wird.

**Die diesjährige 14. Ausgabe unseres In Gold We Trust-Reports „Aufbruch in eine goldene Dekade“ erscheint am Beginn eines neuen Jahrzehnts.**<sup>1,2</sup> Bereits zum Ausklang der letzten Dekade hat Gold einmal mehr seinen feinfühligsten siebten Sinn bewiesen und den aufmerksamen Beobachter darauf hingewiesen, dass die Großwetterlage an den Finanzmärkten vor einem Umschwung steht.<sup>3</sup> Vergangenes Jahr kühlten die wirtschaftlichen Aktivitäten merklich ab und es war nur eine Frage der Zeit, bis das längst überfällige Rezessionsgewitter ausbrechen würde. In Antizipation eines solchen hat der Goldpreis im Laufe des Kalenderjahres 2019 in US-Dollar um solide 18,9% zugelegt. Auf Euro-Basis haussierte Gold um 22,7% und markierte zahlreiche neue Allzeithochs.

*Like the weather, markets are turbulent.*

**Benoit Mandelbrot**

Doch noch bevor sich die rezessiven Gewitterwolken entladen und eine „herkömmliche Rezession“ eintreten konnte, bekam die Welt es mit dem neuartigen Coronavirus und den dramatischen Reaktionen darauf zu tun. Der wirtschaftliche Orkan, den wir nun als Konsequenz durchleben, ist tatsächlich bespiellos. **Das Auftreten der Pandemie wurde zum Auslöser und Brandbeschleuniger der folgenden, fundamentalen Dynamiken:**

- **Ökonomische Vollbremsung**

Nach einer ausgedehnten ökonomischen Expansionsphase erlebt die globale Konjunktur die schwerwiegendste Rezession seit über 80 Jahren. Der IWF prognostiziert für das laufende Jahr eine Schrumpfung des globalen BIPs von 3%, und es ist davon auszugehen, dass diese Zahl noch nach unten revidiert werden muss.<sup>4</sup> Der „Echtzeit-Indikator“ der „Federal Reserve Bank of New York“ weist für das zweite Quartal eine noch nie dagewesene annualisierte Schrumpfung des US-BIP von über 31% aus.<sup>5</sup>

- **Einbruch an den Finanzmärkten**

Die wirtschaftliche Vollbremsung ließ viele bereits ambitioniert bewertete Assetklassen spektakulär einbrechen. Der März 2020 geht als einer der schlimmsten Monate in die Börsengeschichte ein. Im ersten Quartal dieses Jahres brach die Marktkapitalisierung der US-Aktienmärkte, gemessen am Wilshire 5000 Total Market Index, um 7 Bill. USD ein. Die „Everything-Bubble“, auf die wir seit Jahren hinweisen,<sup>6</sup> ist nun in akuter Gefahr zu platzen. Zentralbanken versuchen seither mit desperat anmutenden Stützungskäufen den weiteren Kollaps zu verhindern.

- **Geldpolitischer U-Turn**

Die Normalisierung der Geldpolitik ist vom Tisch, lange bevor sie vollendet werden konnte. „Quantitative Easing“ ist aufgrund des herrschenden Nullzinsniveaus nun (wieder) die Norm. Die Dimensionen der neuen QE-

*We're only down 15% from the all-time high of February 19, and it seems to me that the world is more than 15% screwed up.*

**Howard Marks,  
 20. April 2020**

<sup>1</sup> Alle 13 früheren Ausgaben des In Gold We Trust-Reports finden Sie in unserem Archiv unter [ingoldwetrust.report/archiv](http://ingoldwetrust.report/archiv).

<sup>2</sup> Das ist die Kurzversion des In Gold We Trust-Report 2020. Die „Extended Version“ im Umfang von 350 Seiten können Sie kostenfrei herunterladen unter [ingoldwetrust.report/igwt/](http://ingoldwetrust.report/igwt/).

<sup>3</sup> Vgl. Stöferle, Ronald: „Gold – The 7th Sense Of Financial Markets“, Präsentation: Precious Metals Summit, 11. November 2019

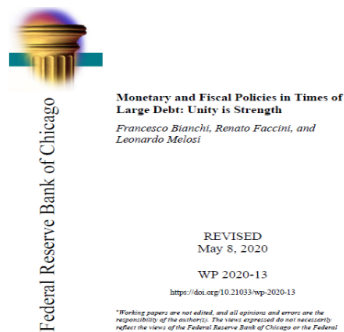
<sup>4</sup> Vgl. IMF: *World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown*, April 2020

<sup>5</sup> *Nowcasting Report*, Federal Reserve Bank of New York, per 15. Mai 2020,

<sup>6</sup> Vgl. „Einleitung“ und „Weiße, Graue und Schwarze Schwäne“, In Gold We Trust-Report 2017; „Einleitung“, In Gold We Trust-Report 2018; „Einleitung“ und „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2019

*Suckers think that you cure  
greed with money, addiction  
with substances, expert problems  
with experts, banking with  
bankers, economics with  
economists, and debt crises with  
debt spending.*

**Nassim Taleb**



Quelle: Federal Reserve Bank of Chicago

Programme brechen mittlerweile jegliche Vorstellungskraft. Am Höhepunkt der Finanzmarktpanik schöpfte die Federal Reserve zwei Wochen lange 1 Mio. USD, jede einzelne Sekunde, Tag und Nacht.<sup>7</sup> Wohlgermerkt, die Geldpolitik hat bereits im zweiten Halbjahr 2019 die Kehrtwende vollzogen, um die sich ankündigende Rezession frühzeitig zu bekämpfen.

- **Fiskalpolitisches Crescendo**

Zu den erneuten QE-Programmen in Billionenhöhe gesellt sich nun eine höchst expansive Fiskalpolitik. Die USA dürften ihr ohnehin schon überhöhtes Budgetdefizit von 4,6% aus dem Vorjahr in diesem Jahr verdreifachen. Im Euroraum sind ebenfalls rekordhohe Schuldenzuwächse zu erwarten. Besonders hart trifft es die ohnehin wirtschaftlich angeschlagenen Länder Italien, Griechenland, Spanien und Frankreich.

- **Die Grenzen der Schuldentragfähigkeit**

Etliche Haushalte, Unternehmen, Emerging Markets, aber selbst Industrienationen, könnten in Folge des verheerenden Wirtschaftseinbruchs und der zahlreichen staatlichen Interventionen an die Grenze der Schuldentragfähigkeit gelangen. Die Verschuldung der Industrienationen wird gemäß letzter Schätzung des Internationalen Währungsfonds allein in diesem Kalenderjahr von zuletzt 105% des BIP auf über 122% in die Höhe schnellen.<sup>8</sup>

- **Das Ende der Notenbankunabhängigkeit**

Die dramatische Verschuldungsentwicklung untergräbt zunehmend die Unabhängigkeit der Zentralbanken. Die Verschränkung von Fiskalpolitik und Geldpolitik schreitet stetig voran. So hat beispielsweise die traditionsreiche „Bank of England“ im April den außerordentlichen Tabubruch begangen und finanziert nun durch direkte Staatsanleihekäufe das Staatsdefizit.<sup>9</sup> Auch in den USA wird in Zentralbankkreisen mittlerweile unverhohlen über die offizielle Verzahnung von Fiskal- und Geldpolitik nachgedacht.<sup>10</sup> Allesamt Schritte, welche weiter in Richtung Umsetzung der umstrittenen „Modern Monetary Theory“ (MMT) deuten.

**Diese Entwicklungen haben sich teilweise bereits über Jahre und Jahrzehnte aufgebaut, aufgrund der aktuellen Krise findet nun aber eine außerordentliche Verschärfung der Situation statt. So unangenehm die Dynamiken im Allgemeinen sind, für Gold könnten die Voraussetzungen besser nicht sein:** massiv überschuldete Volkswirtschaften, welche als letzten Ausweg die Entwertung ihrer Währungen zur Finanzierung der Defizite heranziehen. Wir vertreten aus diesen und einer Reihe anderer Gründe mit breiter Brust die Ansicht, dass wir uns im „**Aufbruch in eine goldene Dekade**“ befinden.

<sup>7</sup> Für die Schöpfung von einer Billion US-Dollar hat die Federal Reserve 2 Wochen benötigt. Zum Zählen würde man über 31.000 Jahre benötigen, vorausgesetzt man zählt einen US-Dollar pro Sekunde.

<sup>8</sup> IMF DataMapper: [Gross debt position in % of GDP](#)

<sup>9</sup> „Bank of England to directly finance UK government's extra spending“, Financial Times, 9. April 2020

<sup>10</sup> Bianchi, Francesco, Faccini, Renato und Melosi, Leonardo: „[Monetary and Fiscal Policies in Times of Large Debt: Unity is Strength](#)“, Federal Reserve Bank of Chicago, Working Paper No. 2020-13, 11. Mai 2020

Bevor wir unsere diesjährige Analyse zu allen wichtigen Themen beginnen, möchten wir aber zunächst einen Schritt zurückgehen, um über unsere vergangenen Thesen zu reflektieren.

*Gold is a constant. It's like the North Star.*  
**Steve Forbes**

**Wenn wir die jüngere Vergangenheit des *In Gold We Trust*-Reports Revue passieren lassen, so stellen wir fest, dass wir nach dem Einbruch des Goldpreises im Jahr 2013 zu früh optimistisch wurden.** Als 2015 die US-Konjunktur abzuflauen begann, lag eine Rezession bereits in der Luft. Die Zinssätze befanden sich noch auf niedrigem Niveau und die geldpolitische Normalisierung schien Lichtjahre entfernt. Unsere Erwartung war damals, dass aufgrund des vorherrschenden Niedrigzinsniveaus beim Eintreten der herausziehenden Rezession eine starke Aufwertung des Goldpreises stattfinden würde. Die Goldbullen begannen gerade zu traben, als sie Ende 2016 wieder abrupt gebremst wurden.

Doch was war der Auslöser für diese plötzliche Schubumkehr beim Goldpreis?



Quelle: [https://de.wikipedia.org/wiki/Donald\\_Trump](https://de.wikipedia.org/wiki/Donald_Trump)

*"There are two ways to be fooled. One is to believe what isn't true; the other is to refuse to believe what is true."*  
**Soren Kierkegaard**

**Ironischerweise war es Donald J. Trump.** Die Wahl des von der Wall Street ursprünglich ungeliebten Präsidentschaftskandidaten entzündete die Hoffnung auf eine Renaissance Amerikas durch eine nationalistisch ausgerichtete Wachstumspolitik. Präsident Trump brachte einen Stimmungswechsel, besonders bei jener Bevölkerungsschicht, die das Vertrauen in das Wirtschaftssystem und die politischen Institutionen verloren hatte. Die Aktienmärkte vollzogen daraufhin einen weiteren Schub nach oben und der Anstieg des Goldpreises wurde (vorerst) gebremst.

Quelle: *In Gold We Trust*-Report 2017, S. 7

**Was war geschehen?** Donald Trump wurde zum Präsidenten der USA gewählt und mit ihm eine republikanische Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses. Es lag für uns auf der Hand, dass Trump ein entscheidender Faktor für den Goldpreis werden würde. Das erforderte eine Neubewertung der Lage. **Wir haben daher im *In Gold We Trust*-Report 2017 eine Prognose für den Goldpreis erstellt, die zeitlich auf die vierjährige Amtszeit von Donald Trump abgestimmt war.**<sup>11</sup>

Unsere These war, dass die Kombination aus Deficitspending und dem Stimmungswechsel innerhalb zuvor enttäuschter Teile der US-amerikanischen Bevölkerung den Beginn der geldpolitischen Normalisierung ermöglichen würde. Der Lackmустest für uns war, ob ein „normales“ Zinsniveau erreicht bzw. die Verkürzung der Zentralbankbilanz umgesetzt werden

könne, ohne den schuldeninduzierten Aufschwung abzuwürgen.

**Folgende vier Szenarien für den Goldpreis hatten wir damals mit Zeithorizont Jänner 2021 ausgearbeitet:**

Amtsperiode ist geprägt von	Wachstum	Geldpolitische Normalisierung	Goldpreis in USD
<b>Szenario A: Aufschwung</b>	Reales Wachstum > 3% p.a.	Geglückt; Reales Zinsniveau >1,5%	700-1.000
<b>Szenario B: Muddling Through</b>	Wachstum & Inflation 1,5-3% p.a.	Weiterhin nicht vollständig geglückt	1.000-1.400
<b>Szenario C: Wachstum mit Inflation</b>	Wachstum & Inflation > 3% p.a.	Weiterhin nicht vollständig geglückt	1.400-2.300
<b>Szenario D: Adverses Szenario</b>	Stagniert / Kontrahiert <1,5%	Gestoppt bzw. Umkehr der Geldpolitik	1.800-5.000

Quelle: Incrementum AG

<sup>11</sup> Vgl. „Fazit“, *In Gold We Trust*-Report 2017

Was die Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen geldpolitischen Normalisierung betraf, haben wir folgenden Standpunkt im *In Gold We Trust*-Report 2017 formuliert und diesen auch in den beiden darauffolgenden *Ausgaben*<sup>12,13</sup> – trotz heftigen Gegenwindes – vertreten:

*„Aus unserer Sicht ist es nahezu ausgeschlossen, dass dies [die geldpolitische Normalisierung, Anm.] gelingen wird, ohne dass durch die geldpolitische Straffung eine erneute Rezession losgetreten wird.“<sup>14</sup>*

*Truth hurts. Maybe not as much as jumping on a bicycle with the seat missing, but it hurts.*

**Inspector Frank Drebin**

*In order to succeed, you must first survive.*

**Nassim Taleb**

**Mit dem diesjährigen *In Gold We Trust*-Report endet nun unser knapp vierjähriger Beobachtungszeitraum.** Heute wissen wir: Die geldpolitische Normalisierung ist grandios gescheitert, der monetäre U-Turn hin zu einer lockeren Geldpolitik wurde vollzogen. In Bezug auf die von uns formulierten Szenarien können wir feststellen, dass sich die Wirtschaft während der aktuellen Amtsperiode Trumps großteils im „Muddling-through“-Modus (Szenario B) befand. Enden wird diese Legislaturperiode wohl unter den Bedingungen eines „adversen Szenarios“ (Szenario D), welches wir seit 2017 wiederholt als das wahrscheinlichste Szenario eingestuft haben.

**Auch der Goldpreis verhielt sich, wie wir es in den jeweiligen Szenarien erwartet hatten.** Für den Fall der Umkehr der Geldpolitik haben wir bereits im Jahr 2017 Goldpreise von über 1.800 USD per Ende Jänner 2021 vorausgesagt. Ein solches Preisniveau erscheint uns definitiv realistisch.

Gold in USD, 01/2015-05/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Rückblickend gesehen sind wir mit unseren Einschätzungen der letzten Jahre durchaus zufrieden, denn die zentralen Thesen unserer vergangenen *In Gold We Trust*-Reports haben sich jedenfalls bewahrheitet.**

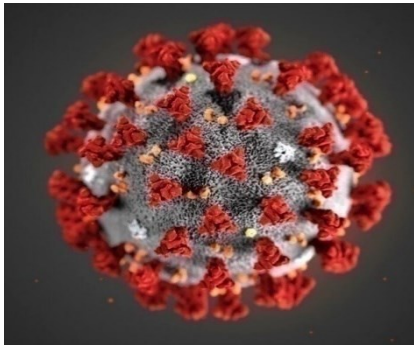
<sup>12</sup> Vgl. „Fazit“, *In Gold We Trust*-Report 2018

<sup>13</sup> Vgl. „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2019

<sup>14</sup> Vgl. „Fazit“, *In Gold We Trust*-Report 2017, S. 173

*If we winter this one out, we can  
summer anywhere.*

**Seamus Heaney**



Quelle: Center for Disease Control and Prevention (CDC) via AP

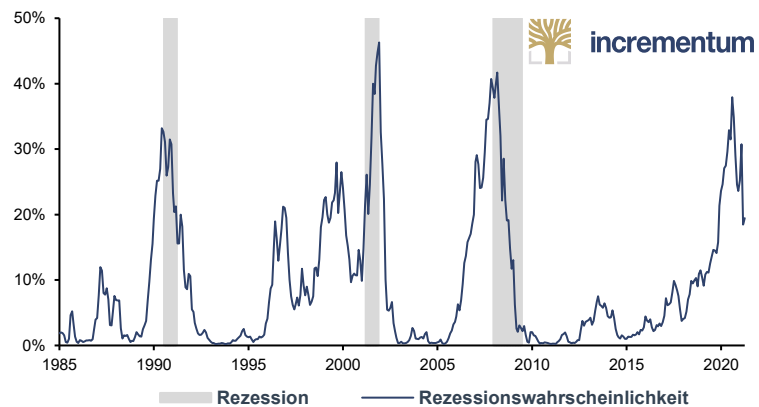
**Noch spannender als der Rückblick ist der Ausblick.** Entsprechend unserem diesjährigen Leitmotiv „Aufbruch in eine goldene Dekade“ wagen wir im aktuellen *In Gold We Trust*-Report einen 10-Jahresausblick für den Goldpreis.<sup>15</sup> Vorerst wollen wir uns aber mit dem aktuell brennendsten Thema auseinandersetzen.

### Das Coronavirus

Maßgeblich mitverantwortlich für die außergewöhnlich starke Rezession sind die internationalen Reaktionen auf das Coronavirus. **Aber wäre eine Rezession auch ohne Ausbruch der Pandemie eingetreten?** Eine Antwort auf diese kontrafaktische Frage ist für die Einschätzung künftiger Entwicklungen durchaus bedeutsam. **Wir sind der Überzeugung, dass auch ohne Coronaviruspandemie 2020 die bedeutenden Wirtschaftsnationen in eine Rezession geschlittert wären.** Wir wollen diese These an dieser Stelle mit einigen Charts zur US-Wirtschaft untermauern.

**Eine Invertierung der Zinskurve gilt seit jeher als einer der zuverlässigsten Frühindikatoren für Rezessionen.** Bereits im Jahr 2019 war der Anteil der Zinskurveninversionen erheblich und deutete klar auf eine nahende Rezession hin. Der Zeitpunkt des möglichen Eintrittes ließ sich historisch anhand der Zinskurveninversion verlässlich bestimmen. Gemäß diesem Indikator wäre Mitte 2020 eine Rezession nicht unwahrscheinlich gewesen.

### Rezessionswahrscheinlichkeit innerhalb der nächsten 12 Monate, 01/1985-04/2021



Quelle: Federal Reserve NY, Incrementum AG



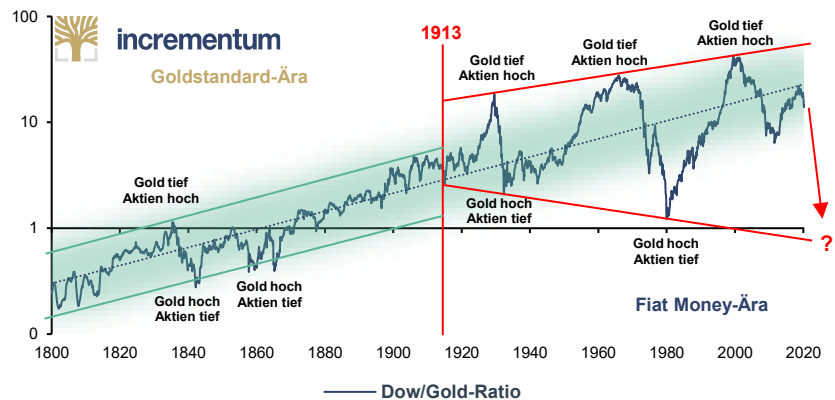
Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Auch das Dow/Gold-Ratio ist für uns von hohem Interesse, da eine nicht nachhaltige Aktienrally mitunter von einem stärker steigenden Goldpreis aufgespürt wird.** So erreichten gemäß Dow/Gold-Ratio die Aktienkurse bereits Ende 2018 ihren Hochpunkt. Seither befinden sich die Aktien gemessen in Gold in einem klaren Abwärtstrend. Im langfristigen Chart wird die potenzielle Fallhöhe der Aktienpreise ausgedrückt in Gold klar ersichtlich.

<sup>15</sup> Dieser findet sich wie gewohnt im Kapitel „Quo vadis, aurum?“



Dow/Gold-Ratio (log), 01/1800-04/2020



Quelle: Nick Laird, goldchartsrus.com, Reuters Eikon, Incrementum AG

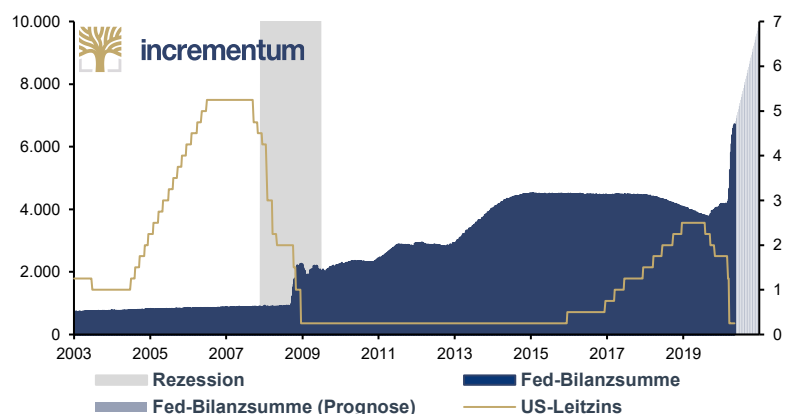
*My friends keep telling me the Fed shot its gun and is out of bullets. Are you kidding me? They own the bullet factory.*  
**Harris Kupperman**

**Der überzeugendste Beleg für die nahende Rezession ist für uns jedoch der U-Turn der US-Geldpolitik.** In den Jahren 2017/2018 wurde seitens der Federal Reserve kontinuierlich die Intention kommuniziert, dass die geldpolitische Normalisierung durchgezogen wird, komme was wolle. Noch im Dezember 2018 sprach Jerome Powell davon, dass die Verkürzung der Zentralbankbilanz weiterhin „auf Autopilot geschaltet“<sup>16</sup> sei. Nur wenige Tage nach dieser Aussage ruderte er angesichts der massiven Korrektur an den Börsen zurück. Erstmals seit 2008 senkte die US-Notenbank den Leitzins schließlich wieder am 31. Juli 2019 und ließ 2019 noch zwei weitere Zinsschritte folgen.

*The Fed can change how things look, but not how things are.*  
**Jim Grant**

**Im Herbst 2019 wurde zudem die Bilanzverkürzung, das Quantitative Tightening, gestoppt.** Die Federal Reserve begann, die Bilanzsumme wieder auszuweiten, zunächst mit dem Ziel, den Anstieg der kurzfristigen Zinsen in Schach zu halten. Alle diese Maßnahmen wurden lange vor dem Ausbruch des Coronavirus gesetzt und bezeugen, dass sich die Wirtschaftsdynamik bereits 2019 deutlich abgeschwächt hatte.

Federal Reserve: Bilanzsumme (lhs), in Mrd. USD, und US-Leitzins (rhs), in %, 01/2003-05/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

<sup>16</sup> Vgl. „Treasury Yields fall as Fed's Powell says balance sheet reduction on auto pilot“, Reuters, 19. Dezember 2018, eigene Übersetzung

*This scheme essentially merges the Fed and Treasury into one organization.*

**Jim Bianco**

*The NEED to own gold, as opposed to the DESIRE to own gold will likely be a feature of the coming decade.*

**Raoul Pal**

*The highly abnormal is becoming uncomfortably normal. ... There is something vaguely troubling when the unthinkable becomes routine.*

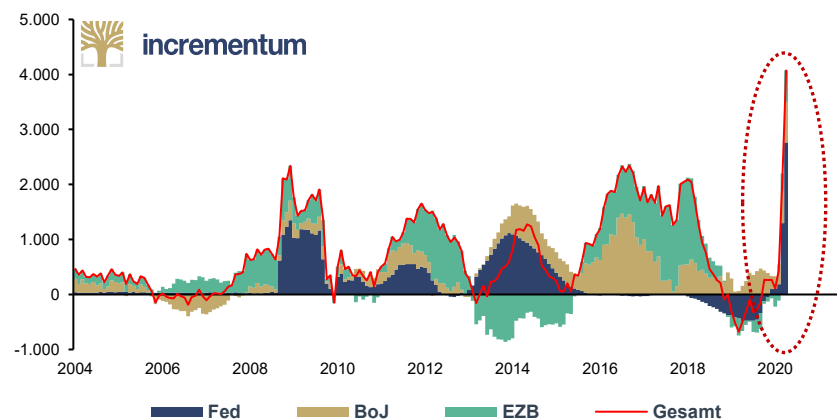
**Claudio Borio, BIS**

**Warum ist die Frage, ob die Rezession auch ohne Coronavirus aufgetreten wäre, so relevant?** Ben Bernanke hatte stets argumentiert, dass die Anleihenkäufe der Federal Reserve keine Staatsfinanzierung durch die Druckerpresse seien, da der erhöhte Anleihenbestand von der Federal Reserve nur temporär gehalten werden sollte:

*„The (FOMC) has often stated its intention to return the Fed balance sheet to normal, pre-crisis levels over time. Once that occurs, the Treasury will be left with just as much debt held by the public as before the Fed took any of these actions.’ When that happens, it will be clear that the Fed has not been using money creation as a permanent source for financing government spending.“<sup>17</sup>*

**Zwischen 2008 und 2015 legte die Bilanzsumme der Federal Reserve von 0,9 Bill USD auf 4,5 Bill. USD zu.** Davon konnte im Laufe des Konjunkturzyklus lediglich ein Bruchteil wieder zurückgeführt werden. Nach der ersten Runde der Maßnahmen der Federal Reserve zur Bekämpfung der katastrophalen wirtschaftlichen Auswirkungen des Coronavirus beträgt die Bilanzsumme aktuell bereits atemraubende 7 Bill. USD. In der Wirklichkeit gilt genau das Gegenteil der Aussage von Ben Bernanke: **Die Bilanzaufblähungen sind dauerhaft und daher Staatsfinanzierung durch die Druckerpresse.**

Zentralbankbilanz-Veränderung yoy, in Mrd. USD, 01/2004-04/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

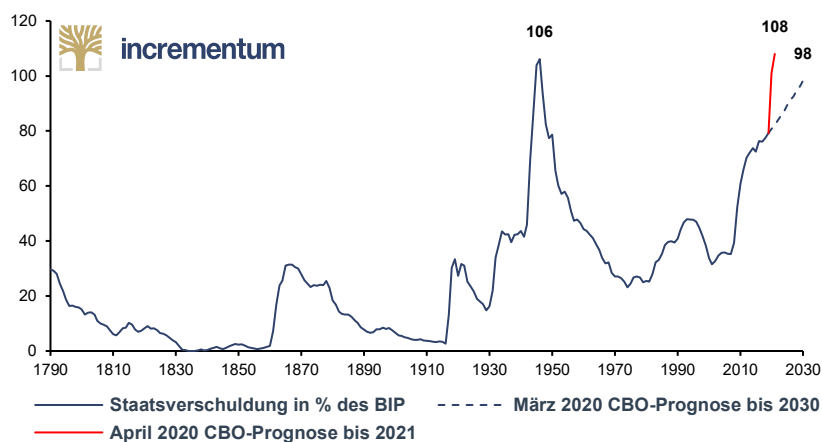
### Sind die Industrienationen der QE-Sucht verfallen?

Das Eintreten einer neuerlichen Rezession noch vor der geldpolitischen Normalisierung bestätigt aus unserer Sicht weiters, dass die „Medizin“ der „unkonventionellen Geldpolitik“ bestenfalls pausiert, aber nicht mehr abgesetzt werden kann. **QE ist nun konventionelle Geldpolitik, Teil der neuen Normalität, und die – indirekte – Finanzierung des Staatshaushaltes über die elektronische Druckerpresse ist der neue Dauerzustand.**

<sup>17</sup> „In-Depth: Is the Fed Monetizing Government Debt?“, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1. April 2013

**Einstimmigkeit zwischen Regierungen und Zentralbanken herrscht hinsichtlich der Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Coronakrise. Möglichst alle sollen gerettet werden, koste es, was es wolle.** Après nous le déluge, die Höhe der Verschuldung spielt mittlerweile keine Rolle mehr. Die Kombination eines beispiellosen Wirtschaftseinbruches und dem sprunghaften Anstieg der Schuldenstände ist explosiv. Die Verschuldung droht nun endgültig auszufern. **Nach der Coronakrise droht eine verschärfte Schuldenkrise.** Ohne elektronische Druckerpresse lassen sich die Schulden wohl nicht mehr finanzieren, da die globalen Sparvolumina schichtweg nicht mehr ausreichen, um den Finanzierungsbedarf zu decken.

### Staatsverschuldung in % des BIP, 1790-2030



Quelle: CBO, Incrementum AG



Bildnachweis: [Wikipedia](#)

**Die Zentralbanken spielen dieses Verschuldungsspiel der Regierung nicht nur mit, sie animieren diese regelrecht aktiv dazu.** Im Falle der Eurozone ruft Madame Lagarde zu einer „gemeinsamen, europäischen fiskalpolitischen Antwort“ auf, welche „schnell, umfangreich und symmetrisch“<sup>18</sup> ausfallen soll. Mit ihrem Verhalten setzen die Zentralbanken den letzten Rest ihrer Unabhängigkeit aufs Spiel. Neel Kashkari, Gouverneur der „Federal Reserve Bank of Minneapolis“, beantwortete vor kurzem in der TV-Show „60 Minutes“ die Frage, ob die Federal Reserve einfach Geld drucken würde, wie folgt:

„That’s literally what Congress has told us to do. That’s the authority that they have given us, to print money and provide liquidity into the financial system. And that’s how we do it. We create it electronically. And then we can also print it with the Treasury Department, print it so that you can get money outta your ATM.“<sup>19</sup>

<sup>18</sup> „Lagarde urges eurozone to launch joint fiscal stimulus“, Financial Times, 8. Mai 2020, eigene Übersetzung  
<sup>19</sup> „Coronavirus and the economy: Best and worst-case scenarios from Minneapolis Fed president“, CBS News, 22. März 2020

## Money Printer Go Brrr

**Die Erkenntnis, dass die Zentralbankgeldmengen nur noch eine Richtung kennen werden, hat auch Auswirkungen auf das höchste Gut einer ungedeckten Fiat Währung: das Vertrauen.** Neben systemkritischen



Quelle: Money Printer Go Brrr (the original!), YouTube

„Goldbugs“ ist auch innerhalb der jüngeren Generation eine steigende Anzahl an Fiatgeldkritikern zu finden, die zumeist über das Studium von Kryptowährungen zu dieser Einsicht gelangen. Im Zuge der neuen QE-Programme nehmen diese Kreise die Verantwortlichen in den sozialen Medien gehörig auf den Arm. Seit der Umsetzung der neuen QE-Programme wurden in den USA Memes<sup>20</sup>, Spaß-Homepages<sup>21</sup> oder auch YouTube-Videos rund um den Slogan „Money Printer Go Brrr“ online gestellt. Zwar sind die Kritiker des derzeitigen Geldsystems nach wie vor in der Minderheit. Eine von permanentem Gelddrucken geprägte Welt dürfte den

Zuspruch zu dieser kritischen Sichtweise in den kommenden Jahren jedoch verstärken. **Zudem ist im Laufe der nächsten Jahre mit noch radikaleren Maßnahmen wie MMT, Helikoptergeld, verstärktem Einsatz von finanzieller Repression, Bargeldbeschrankungen und tiefen Negativzinsen zu rechnen.**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

## „The Great Monetary Inflation“

Tatsächlich bereitet das Ausmaß der Zentralbankmanahmen aber nicht nur einer kritischen Minderheit von Otto Normalverbrauchern Sorgen. Auch diverse Investment-Legenden können ihre Bedenken hinsichtlich der gigantischen QE-Programme nicht verbergen. So hat beispielsweise die Hedgefonds-Koryphee Paul Tudor Jones in seinem neuesten Report mit dem Titel „The Great Monetary Inflation“ aufhorchen lassen. Er erklärte, dass er die Geldpolitik überaus kritisch sieht und deswegen für Gold zuversichtlich ist:

*„The depth and magnitude of the economic drop-off took modern monetary theory—or the direct monetization of massive fiscal spending—from the theoretical to practice without any debate. It has happened globally with such speed that even a market veteran like myself was left speechless.“<sup>22</sup>*

*I think Gold will go substantially higher.*

**Paul Tudor Jones**

Darüber hinaus hat er sich positiv zum Thema Bitcoin als Absicherung gegenüber dem monetären Tsunami geäußert, da er hier eine hohe Konvexität sieht. Das Thema Bitcoin liegt auch uns am Herzen, weswegen wir regelmäßig im *In Gold We Trust*-Report darüber berichten, so auch dieses Jahr. **Seit kurzem bieten wir auch eine Fondsstrategie für professionelle Anleger an, die sowohl in physisches Gold als auch in Bitcoin investiert.<sup>23</sup>**

<sup>20</sup> Know Your Meme: [Money Printer Go Brrr](#)

<sup>21</sup> [Brrr.money](#)

<sup>22</sup> Jones, Paul T. und Giorgianni, Lorenzo: „The Great Monetary Inflation“, Market Outlook – Macro Perspective, Mai 2020

<sup>23</sup> Nähere Informationen hierzu finden Sie auf [www.noninflatable.com](http://www.noninflatable.com).

*It's important to highlight that both periods of extremely depressed commodities prices (1970 and 2000), were accompanied by overvalued equity markets and related investment bubbles – a situation that exists once again today.*

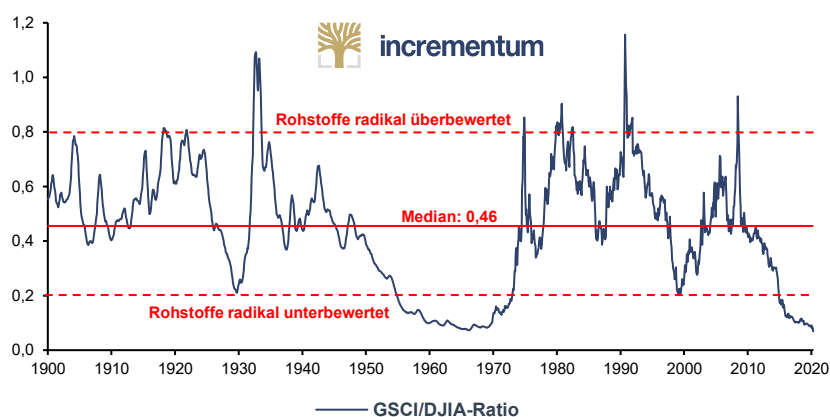
**Leigh Goehring & Adam Rozenchwajg**

## Wohin fließt die Geldflut?

**Es ist sehr gut möglich, dass die experimentelle Geldpolitik eine Renaissance von „Hard Assets“ auslösen wird.** Wenn die These stimmt, so sollte auch der gebeutelte Rohstoffsektor couragierten Antizyklikern Chancen bieten. Relativ zum Dow-Jones-Index notieren Commodities aktuell auf dem tiefsten Bewertungsniveau seit Mitte der 1960er-Jahre. Gegenüber Aktien waren Rohstoffe nur noch vor dem Schwarzen Donnerstag am 24. Oktober 1929 und während der Übertreibungen der Dotcom-Blase ähnlich unterbewertet wie heute.

Sehen wir uns nun die beiden Phasen genauer an, in denen Rohstoffe im Vergleich zu Aktien derart günstig bewertet waren und anschließend einen fulminanten Bullenmarkt starteten. Beiden Phasen ist gemein, dass sie im Vorfeld von massiver monetärer Inflationierung geprägt waren.

### GSCI/DJIA-Ratio, 01/1900-04/2020



Quelle: Goehring & Rozenchwajg, Reuters Eikon, Incrementum AG

**Die Parallelen der Dekadenwechsel um 1970 und 2000 zur heutigen Situation sind erstaunlich.** Jedes Mal nährte zuvor eine expansive Geldpolitik eine Periode haussierender Aktienmärkte. Anschließend setzte jeweils eine Dekade der Rohstoffe ein. Was in den 1960er-Jahren die Nifty Fifty waren, waren in den 1990er-Jahren die Dotcoms und sind heute die FAANG-Titel. Nun könnte sich die Geschichte wiederholen. In den vergangenen 10 Jahren erlebten wir die expansivste und experimentierfreudigste Geldpolitik der Geschichte, sie erreichte die Commodity-Märkte jedoch nur peripher.

## Fiat-System in der Krise?

**Mit dem Anbruch der neuen Dekade wird die Welt zunehmend interventionistischer werden.** Ganz nach dem Motto „Ist der Ruf erst ruiniert, lebt es sich ganz ungeniert,“ brechen bei der Neuverschuldung nun sämtliche Dämme. Schulden spielen keine Rolle mehr, Nullzinsen und Geldmengenerweiterung bleiben auf der Tagesordnung, so weit das Auge reicht.

Die Gemengelage zu Beginn dieses Jahrzehnts birgt die Möglichkeit, dass die seit knapp einem halben Jahrhundert bestehende währungspolitische Weltordnung fundamental aus den Angeln gehoben wird. Zu dieser Schlussfolgerung kommen nun auch vermehrt Analysten, die für traditionelle Bankhäuser arbeiten. So schreibt beispielsweise die „Deutsche Bank“ in Ihrem Ausblick auf das Jahr 2030,

*Gold ist der Vertrauensanker für das Finanzsystem. Wenn das gesamte System kollabiert, dann werden sich Goldbestände als Sicherheit herausstellen, um von vorne zu beginnen.*

**De Nederlandsche Bank**

dass das ungedeckte Geldsystem noch in diesem Jahrzehnt ins Wanken geraten könnte:

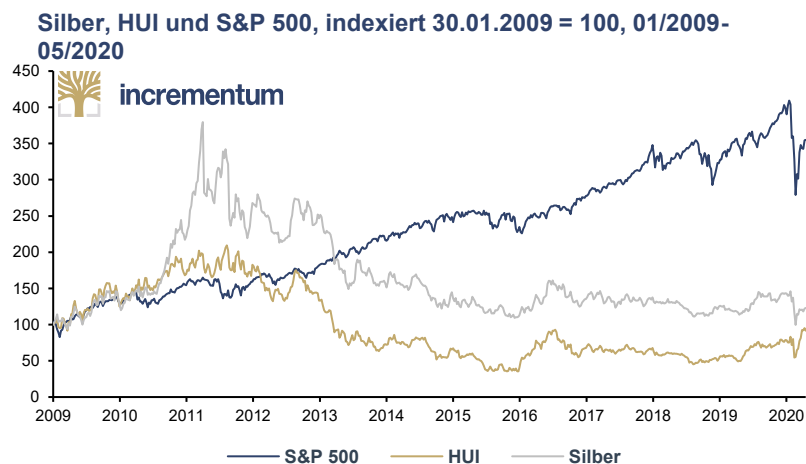
*„The forces that have held the current fiat system together now look fragile and they could unravel in the 2020s. If so, that will start to lead to a backlash against fiat money and demand for alternative currencies, such as gold or crypto could soar.“<sup>24</sup>*

*Gold has stood the test of time, providing a stable store of wealth to mankind for millennia. And as we look to an increasingly uncertain future, with fiat currencies across the globe under siege from rising debt levels, it remains the only money guaranteed to survive.*

**Grant Williams**

**Sparer und Anleger werden es zunehmend schwerer haben, ihr Vermögen sicher durch die kommenden Zeiten zu navigieren.** Während der Welt eine Überflutung durch Fiatwährungen droht, werden die sicheren Häfen knapp. Auch mit Rentenpapieren könnte Gold in Zeiten negativer Zinsen zunehmend konkurrieren. Die Voraussetzungen für die Anlage in Gold könnten besser nicht sein. Während wir nicht wissen, wie hoch die Schulden oder die Geldmengen am Ende der Dekade sein werden, bei Gold oder auch Bitcoin, kann man mit hoher Sicherheit von einer relativen Knappheit ausgehen.

**Historisch hat eine dauerhafte, zentralbankfinanzierte Schuldenfinanzierung stets zu steigenden Teuerungsraten geführt. Für inflationäre Szenarien drängen sich zudem Silber und Minenaktien als Anlage auf.** Beide Anlagen wurden in den vergangenen Jahren von traditionellen Investoren gemieden und sind nach wie vor relativ günstig. Aus diesem Grund widmen wir Silber und den Minenaktien im diesjährigen *In Gold We Trust*-Report jeweils ein eigenständiges Kapitel.



**Unser Anspruch war stets, eine holistische Analyse der Finanzmärkte vorzunehmen und zu präsentieren.** Letztendlich unterscheidet sich unsere Betrachtungsweise von anderen Goldanalys(t)en dadurch, dass wir das längerfristige „Big Picture“ möglichst umfangreich verstehen und interpretieren wollen.

<sup>24</sup> Reid, Jim: „The end of fiat money?“, in: *„Imagine 2030 – The decade ahead“*, db research, 4. Dezember 2019, S.10

*Learn from yesterday, live for today, hope for tomorrow. The important thing is not to stop questioning.*

**Albert Einstein**

Jahr für Jahr strebt der *In Gold We Trust*-Report danach, die weltweit anerkannteste, meistgelesene und vollumfänglichste Analyse zum Thema Gold zu sein. Unser Dank gilt allen voran den [Premium-Partnern](#)<sup>25</sup> für deren Unterstützung, ohne die dieser *In Gold We Trust*-Report nicht realisierbar gewesen wäre. Ebenso wollen wir uns von ganzem Herzen bei unseren mehr als 20 fantastischen Mitarbeitern für deren tatkräftigen und unermüdlichen Einsatz bedanken!

**Getreu den Worten Albert Einsteins werden wir weiterhin unser Bestes tun, um Ihnen, geschätzte Leser, eine umfassende, informative und kurzweilige Orientierungshilfe zur Goldanlage zu präsentieren.**

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 14. *In Gold We Trust*-Reports „Aufbruch in eine goldene Dekade“ genauso viel Freude bereitet, wie uns das Schreiben.

Herzlich,



**Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek**



<sup>25</sup> Am Ende des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie eine Übersicht über unsere Premium-Partner inklusive einer Kurzbeschreibung der Unternehmen.

# Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes

*„Erkenne, dass alles mit allem  
verbunden ist.“*

Leonardo Da Vinci

## Key Takeaways

- In fast allen Währungen konnte der Goldpreis zuletzt neue Allzeithochs erklimmen. Hinsichtlich des US-Dollars lautet die Frage nicht, *ob* ein Allzeithoch erreicht wird, sondern nur *wann*.
- Während 2008 noch Liquiditätssorgen und die Befürchtung, dass zu wenig Geld gedruckt wird, dominierten, dürfte die Coronavirus-Rezession zu einer gegenteiligen Markteinschätzung führen.
- Wir sind davon überzeugt, dass wir nun kurz vor einer Weggabelung stehen: Der disinflationäre Druck wird gebrochen werden. Die inflationären Kräfte werden sich durchsetzen. Wir gehen davon aus, dass Inflation in den kommenden Jahren das dominierende Anlagethema sein wird.
- Vor allem seitens Zentralbanken und institutioneller Investoren erwarten wir weiter wachsende Goldnachfrage.
- Die Ausweitung der Geldmenge, das negative Realzinsumfeld und das überproportionale Wachstum der Verschuldung haben die System-Fragilität weiter erhöht. Gold sollte in diesem Umfeld ein stabiler Fels in der Brandung sein.



*When the traveler goes alone he gets acquainted with himself.*

**Liberty Hyde Bailey**

*It requires a very unusual mind to make an analysis of the obvious.*

**Alfred North Whitehead**

**Wie schon in den vergangenen Jahren, beginnen wir auch im diesjährigen *In Gold We Trust*-Report unsere lange Reise durch das Golduniversum mit einer ausführlichen Analyse der wichtigsten Einflussfaktoren.** Gerade in Zeiten von Umbrüchen ist eine umfassende Standortbestimmung von Bedeutung. Das gilt für jeden persönlich, ebenso wie für das makroökonomische Gesamtbild. Für eine Positionsbestimmung werden zumindest drei Bezugspunkte benötigt, mit jedem weiteren Bezugspunkt kann die Position immer genauer bestimmt werden. Daher wollen wir auf den folgenden Seiten den Status Quo des Goldes aus möglichst vielen Perspektiven analysieren.

**Im Gegensatz zur Mehrzahl der Gold-Analys(t)en erachten wir die ausschließliche Analyse von Angebots-/Nachfrage-Statistiken für die Goldpreisentwicklung als wenig hilfreich.** Gold ist ein Bestandsgut und ein monetäres Metall.<sup>26</sup> Als solches stehen die entscheidenden kurz- und mittelfristigen Faktoren, welche sich letzten Endes auf die Preisentwicklung auswirken, in einem engen Zusammenhang mit der aktuellen Situation des Geldsystems und der Finanzmärkte. **Wir legen in unserer Analyse den Fokus daher in erster Linie auf folgende Einflussfaktoren:**

- Trend des US-Dollars und anderer Fiat-Währungen
- Opportunitätskosten (Aktien, Anleihen, ...)
- Trend der Rohstoffpreise
- Inflationstendenz und Inflationserwartungen
- Niveau und Tendenz der Realzinsen
- Credit spreads (als Indikator für die wirtschaftliche Zuversicht und das Kreditmengenwachstum)
- Dynamik der Verschuldungssituation
- Tendenz und Momentum des Geldmengenwachstums
- Vertrauen in die Notenbankpolitik und die Stabilität des Finanzsystems sowie die konjunkturelle Entwicklung
- Vertrauen in Politik und in die fiskalische Stabilität
- Geopolitische Rahmenbedingungen
- Markttechnik (Positionierung, Sentiment, ...)

<sup>26</sup> Vgl. „[Stock-to-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold](#)“, *In Gold We Trust*-Report 2013; „[Stock-to-Flow Ration als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold](#)“, *In Gold We Trust*-Report 2014; „[Gold und Inflation](#)“, *In Gold We Trust*-Report 2015

## Status Quo von Gold im Währungskontext

*„Scarcity is the fundamental starting point of all economics, and its most important implication is the notion that everything has an opportunity cost.“*

Saifedean Ammous

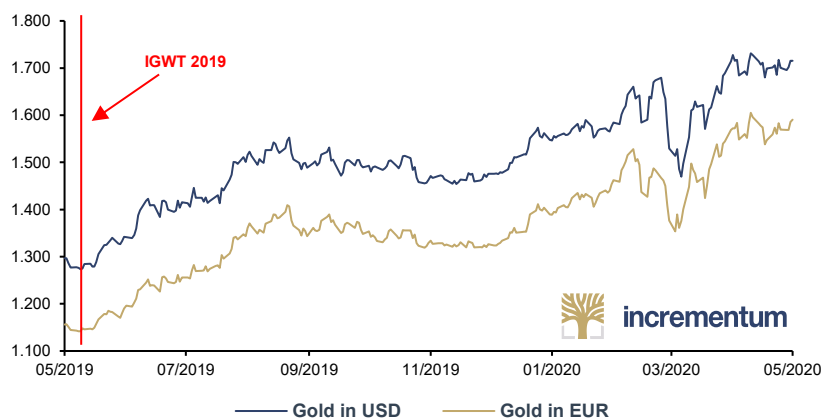
**Traditionell beginnen wir unsere Standortbestimmung mit der Betrachtung der wichtigsten Performance-Daten.** In den vergangenen 12 Monaten erzielte Gold in fast allen Währungen neue Allzeithochs, darunter u. a. EUR, JPY, CHF, CNY, AUD, CAD, GBP etc. **Die „Marktbreite“ des Aufwärtstrends war somit hervorragend.**

*Never say never because limits, like fears, are often just an illusion.*

**Michael Jordan**

**Die Entwicklung im Kalenderjahr 2019 war auf US-Dollar-Basis mit einem Plus von 18,9% fulminant, auf Euro-Basis mit 22,7% sogar noch ansehnlicher.** Sehen wir uns nun die Goldpreisentwicklung seit dem letzten *In Gold We Trust*-Report in USD und in EUR an. Deutlich ist erkennbar, dass der Goldpreis drei Wochen nach der Veröffentlichung des letztjährigen *In Gold We Trust*-Reports am 28. Mai 2019 erfolgreich den Sprung über die Widerstandszone bei 1.360-1.380 USD schaffte.<sup>27</sup> Anschließend setzte der von uns erwartete impulsive Move bis auf knapp 1.600 USD ein, ehe der Preis im Herbst konsolidierte.

### Gold in USD & EUR, Performance im Jahresvergleich



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Seit Ausbruch der Coronakrise und den damit verbundenen epochalen monetären und fiskalischen Stimuli wurden selbst hartgesottene Goldbullen von der Vehemenz der Aufwärtsbewegung überrascht,** auch wenn Gold während des März-Ausverkaufs an den Börsen anfangs Federn lassen musste. Viele Anleger zeigten sich von der Performance von Gold im Zuge der initialen Corona-Crash-Phase enttäuscht und verunsichert. **Unserer Meinung**

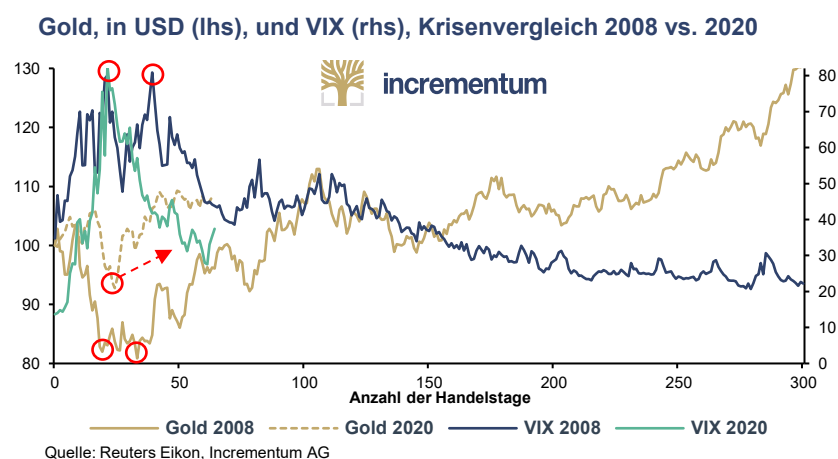
<sup>27</sup> Es wäre allerdings zu viel der Ehre, dieses Durchbrechen allein auf unsere Vorhersage zurückzuführen.

**nach waren für die kurzfristige – und in erster Linie nominell – schwächere Entwicklung folgende Faktoren ausschlaggebend:**

- **Stressliquidität:** Gold ist ein hochliquides Anlagegut, im Schnitt werden pro Tag Goldkontrakte in Höhe von 260 Mrd. USD gehandelt. In Stresssituationen an den Finanzmärkten kann Gold rasch und kostengünstig liquidiert werden. Wenn die Volatilität auf Extremniveaus steigt, so setzt Verkaufsdruck ein, dies erkennt man auch anhand der nachfolgenden Grafik. In solch außergewöhnlichen Situationen schlägt sich eine der großen Stärken von Gold – die rasche Liquidierbarkeit in Fiat-Währungen an nahezu jedem Ort weltweit – in vorübergehenden Verlusten nieder.
- **Gewinnmitnahmen:** Gold rallierte in den ersten Handelswochen 2020 und lag am 9. März, also kurz vor dem Selloff, bereits 7% im Plus. Anschließend fanden Gewinnmitnahmen statt.
- **Der Verkaufsdruck kam in erster Linie aus dem Derivatmarkt:** Die Netto-Long-Positionierung an der COMEX war vor dem Selloff rekordhoch. Zwischen 9. März und 19. März belief sich das Handelsvolumen auf fast 5 Millionen Futures-Kontrakte. Auf Seiten der physischen Nachfrage und auch der ETFs waren hingegen massive Zuflüsse zu verzeichnen.
- **Realzinsentwicklung:** Crashphasen sind stets deflationär, d. h. die Realzinsen steigen aufgrund der implodierenden Inflationserwartungen, was naturgemäß Gegenwind für den Goldpreis bedeutet.

*I want to do for rebounds what Michael Jordan did for dunks.*  
**Dennis Rodman**

Wenn wir die aktuelle Situation des VIX (CBOE Volatility Index) und jene des Goldes mit 2008 vergleichen, so erkennt man, dass **die Hochpunkte im VIX bei 80 Punkten jeweils auch den Tiefstständen bei Gold entsprechen.** Ähnliches ereignete sich 2020, als der VIX am 16. März ein Hoch von 82,7 markierte und Gold am selben Tag seine intraday-Lows bei 1.455 USD sah.



Anschließend erholten sich Gold und auch Minenaktien rascher als Aktien und Risk Assets im Allgemeinen. Als der S&P 500 am 23. März 2020 seinen Tiefststand mit 2.237 erreichte, war Gold bereits wieder um 100 USD von seinen Tiefstständen gestiegen. Wie bereits in den Vorjahren analysiert, handelt Gold zu Beginn eines Crashes aus zuvor genannten Gründen meist schwächer. Es sind die Maßnahmen fiskalischer und monetärer Natur, die den Goldpreis meist nur kurze Zeit später wieder beflügeln.

*Bear markets have three stages – sharp down, reflexive rebound and a drawn-out fundamental downtrend.*

**Bob Farrell, Rule #8**

**Nun stellt sich die Frage: Ist die Gefahr an den Märkten bereits gebannt? Haben uns Notenbanker und Politiker einmal mehr aus der Patsche geholfen? Kehren Finanz- und Realwirtschaft bald wieder zu „business as usual“ zurück? Der treue Leser ahnt vermutlich bereits, dass eine gesunde Portion Skepsis angebracht sein sollte**, denn historisch gesehen ereignen sich Marktabstürze in drei Phasen:

1. Initiale Panikverkäufe ✓
2. Entlastungsrally vom Tiefpunkt aka „Dead-Cat-Bounce“<sup>28</sup> ✓
3. Demoralisierender Re-Test des Panik-Tiefs im Rahmen dessen desaströse Unternehmens- und Konjunkturnachrichten veröffentlicht werden. Der Markt unterschreitet die initialen Panik-Lows aber nicht mehr. ✗

Gemäß dieser drei Crash-Phasen scheint es nicht unwahrscheinlich, dass die Märkte noch einmal ihre Lows testen und auch der VIX ein weiteres Mal nach oben schnalzt. Das war 2008/2009 der Fall, als der VIX am 24. Oktober 2008 im Handelsverlauf fast 90 Punkte erreichte. Am 20. November stieg er nach einem starken zwischenzeitlichen Rückgang noch einmal über 80. **Dies könnte für den Goldpreis noch einmal Gegenwind bedeuten.**

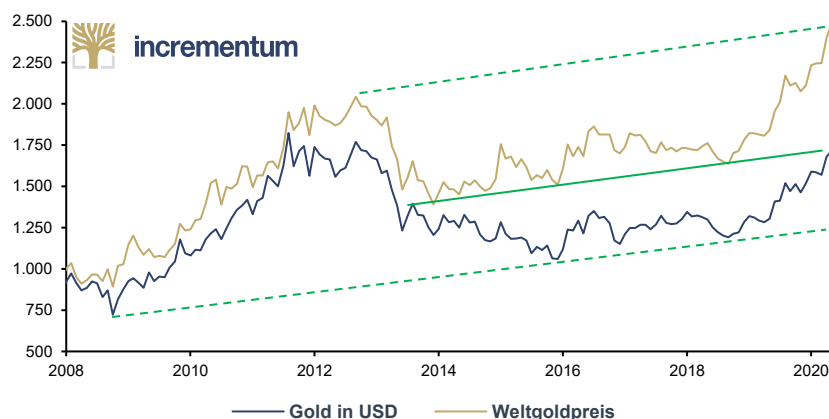
*Because gold is honest money it is only disliked by dishonest men.*

**Ron Paul**

**Wenden wir uns nun aber der „Marktbreite“ des Goldes, also der Entwicklung in unterschiedlichen Währungen zu.** Diese Analyse hilft uns, zu verstehen wie solide der Aufwärtstrend ist. Der Weltgoldpreis, der den Goldpreis im handelsgewichteten Außenwert des US-Dollars darstellt, markiert sukzessive neue Allzeithochs und notiert aktuell bei knapp 2.500. Das Auseinanderlaufen des Goldpreises in US-Dollar und des Weltgoldpreises zeigt die seit Ende 2012 vorherrschende US-Dollar-Stärke gut an. **Angesichts des extrem starken Anstiegs des Weltgoldpreises zuletzt, scheint es, als wäre nun eine Phase des Durchschnaufens und der Konsolidierung des Goldpreises wahrscheinlich.**

<sup>28</sup> Vgl. Wikipedia-Eintrag: „[Dead-Cat-Bounce](#)“. „Dead-Cat-Bounce (englisch: *Hüpfen einer toten Katze*) ist eine Metapher an den Finanzmärkten. Sie beschreibt die nicht nachhaltige Erholung eines Wertpapierkurses oder Wertpapierindex nach einem starken, meist länger andauernden Einbruch. Der Begriff ist abgeleitet vom englischen Sprichwort: ‚Even a dead cat will bounce if it is dropped from high enough!‘ (Deutsch: ‚Selbst eine tote Katze wird hochprallen, wenn sie aus ausreichend großer Höhe fallen gelassen wird!‘). Somit bricht nach einem kurzen Aufstieg der Kurs weiter ein.“

Gold in USD, und Weltgoldpreis, 01/2008-05/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Nun wollen wir das Währungsspektrum noch weiter aufgliedern und den Goldpreis in den wichtigsten Währungen betrachten. **Das Gesamtjahr 2019 war für Gold in allen Währungen klar positiv und lag im Schnitt bei 18,3%.** Nach wie vor bleibt die durchschnittliche Performance in diesem säkularen Bullenmarkt beeindruckend. So liegt der Mittelwert der jährlichen Performance von 2001 bis 2020 bei 9,40%. **Gold konnte in dieser Zeit – trotz deutlicher Korrekturen – praktisch jede andere Anlageklasse und vor allem jede andere Währung deutlich outperformen. Seit Anfang 2020 ist die Entwicklung mit einem Anstieg von im Schnitt 18,8% famos.**

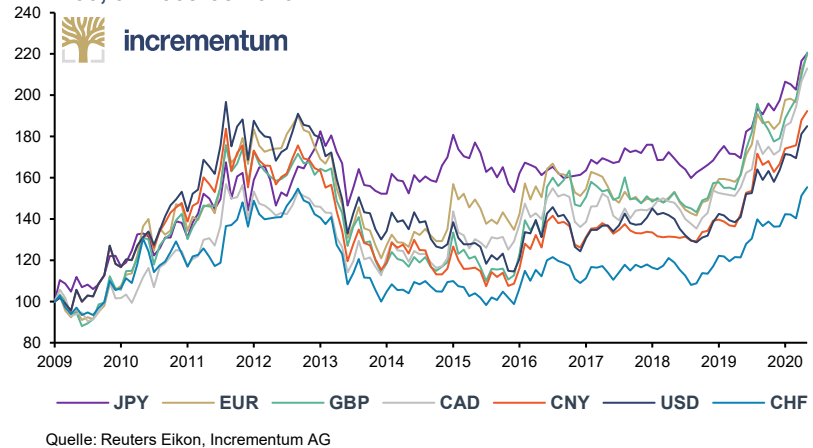
Gold Performance seit 2001 in diversen Währungen (%)

	EUR	USD	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Average
2001	8,1%	2,5%	5,4%	11,3%	8,8%	2,5%	17,4%	5,0%	5,8%	7,4%
2002	5,9%	24,7%	12,7%	13,5%	23,7%	24,8%	13,0%	3,9%	24,0%	16,2%
2003	-0,5%	19,6%	7,9%	-10,5%	-2,2%	19,5%	7,9%	7,0%	13,5%	6,9%
2004	-2,7%	5,3%	-2,3%	1,8%	-1,9%	5,3%	0,7%	-3,4%	0,6%	0,5%
2005	36,8%	20,0%	33,0%	28,9%	15,4%	17,0%	37,6%	37,8%	24,2%	26,1%
2006	10,6%	23,0%	8,1%	13,7%	23,0%	19,1%	24,3%	14,1%	20,9%	17,2%
2007	18,4%	30,9%	29,2%	18,3%	12,1%	22,3%	22,9%	21,7%	16,5%	21,7%
2008	10,5%	5,6%	43,2%	31,3%	30,1%	-2,4%	-14,4%	-0,1%	28,8%	15,5%
2009	20,7%	23,4%	12,7%	-3,0%	5,9%	23,6%	26,8%	20,1%	19,3%	16,5%
2010	38,8%	29,5%	34,3%	13,5%	22,3%	24,9%	13,0%	16,7%	23,7%	25,2%
2011	14,2%	10,1%	10,5%	10,2%	13,5%	5,9%	4,5%	11,2%	31,1%	11,2%
2012	4,9%	7,0%	2,2%	5,4%	4,3%	6,2%	20,7%	4,2%	10,3%	7,5%
2013	-31,2%	-28,3%	-29,4%	-16,2%	-23,0%	-30,2%	-12,8%	-30,1%	-18,7%	-24,1%
2014	12,1%	-1,5%	5,0%	7,7%	7,9%	1,2%	12,3%	9,9%	0,8%	6,2%
2015	-0,3%	-10,4%	-5,2%	0,4%	7,5%	-6,2%	-10,1%	-9,9%	-5,9%	-3,8%
2016	12,4%	9,1%	30,2%	10,5%	5,9%	16,8%	5,8%	10,8%	11,9%	12,3%
2017	-1,0%	13,6%	3,2%	4,6%	6,0%	6,4%	8,9%	8,1%	6,4%	6,3%
2018	2,7%	-2,1%	3,8%	8,5%	6,3%	3,5%	-4,7%	-1,2%	6,6%	2,6%
2019	22,7%	18,9%	14,2%	19,3%	13,0%	20,3%	17,7%	17,1%	21,6%	18,3%
2020 ytd	17,6%	14,3%	24,4%	22,7%	23,0%	17,0%	13,2%	14,8%	22,0%	18,8%
Schnitt	9,7%	10,7%	12,0%	9,5%	10,0%	9,7%	10,1%	7,8%	13,0%	10,3%

Quelle: Goldprice.org, Incrementum AG, Zahlen per 22. Mai 2019

Sehen wir uns nun die Goldpreisentwicklung in den 7 wichtigsten Währungen an, so erkennen wir die enorme „Marktbreite“ des Bullenmarktes. Lediglich auf Basis des US-Dollars wurden bislang die Höchststände aus 2011-2013 nicht übertroffen.

**Goldperformance in verschiedenen Währungen, indexiert 01/2009 = 100, 01/2009-05/2020**



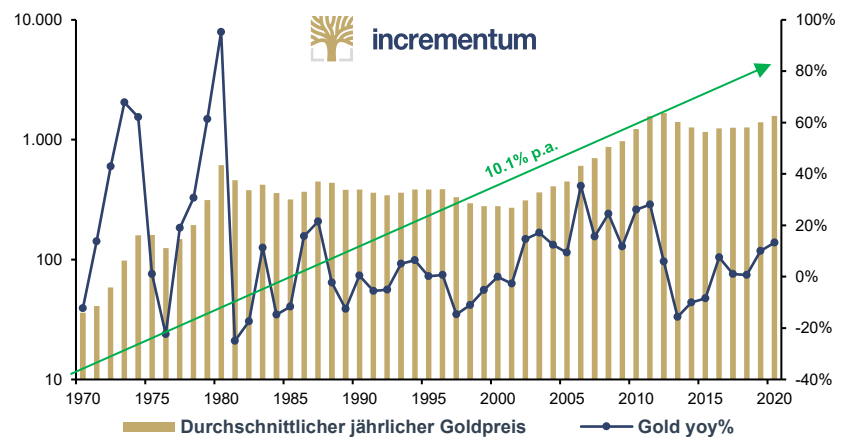
*The gold price can go up, it can go down, but gold itself is permanent.*

**Simon Mikhailovich**

**Blättern wir nun aber noch weiter zurück in den Geschichtsbüchern.**

**Seit dem 15. August 1971 – dem Beginn der neuen monetären Zeitrechnung – beläuft sich die durchschnittliche jährliche Steigerungsrate des Goldpreises in US-Dollar auf 10,1%.** Die inflationsbereinigte Aufwertung der „Währung“ Gold gegenüber dem US-Dollar beträgt im Schnitt 6,1% pro Jahr. Der Chart stellt eindrucksvoll unter Beweis, dass das regelmäßige Akkumulieren von Gold („Goldsparen“) unter Ausnutzung des Cost-Average-Effekts ratsam erscheint.

**Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis (log, lhs), in USD, und Gold yoy% (rhs), 1970-2020**



**Wenn man die Goldpreisentwicklung in unterschiedlichen Währungen und auf Sicht von Dekaden ansieht, so zeigt sich, dass die Performance signifikant divergiert.** Insbesondere die 1970er-Jahre und abgeschwächt auch die 2000er-Jahre lassen sich als goldene Dekaden bezeichnen. Wenn man sich die Entwicklung der Realzinsen im US-Dollar vor Augen führt, macht diese Entwicklung durchwegs Sinn. Die 1970er-Jahre waren durch die hohen Teuerungsraten von negativen Realzinsen geprägt. Die Dynamik hat sich Anfang

der 1980er-Jahre dramatisch geändert. Während Ende der 2000er-Jahre das Nullzinsniveau erstmals erreicht wurde, ließ die verhältnismäßig niedrige Teuerungsrate in den 2010er-Jahren die Realzinsen nicht weiter fallen, obwohl die nominellen Zinsen auf niedrigsten Niveaus verharrten.

Gold-Renditen	1971-1980	1980-1990	1990-2000	2000-2010	2010-heute
USD	1.268%	-22%	-28%	281%	39%
EUR	1.256%	-3%	-15%	168%	80%
GBP	1.275%	9%	-28%	281%	84%
CHF	1.098%	-24%	-26%	148%	32%
JPY	1.219%	-53%	-49%	246%	59%
AUD	1.269%	7%	-18%	179%	85%
CAD	1.282%	-23%	-10%	177%	75%
INR	1.274%	30%	33%	313%	114%
RUB	1.296%	-17%	30%	306%	209%
ZAR	1.251%	142%	73%	357%	189%
CNY	1.204%	155%	26%	214%	46%
TRY	1.358%	74%	71%	939%	442%
BRL	1.360%	-24%	72%	278%	232%
ARS	1.356%	68%	-29%	1.370%	1.930%

Quelle: Bloomberg, Michael Nicoletos, Incrementum AG

Leicht ablesbar ist weiters, dass Gold gemessen in den Weichwährungen kräftigere Zugewinne verbuchen kann als in den Währungen, die von der Inflation weniger stark betroffen sind.

## Fazit

Im Vorjahr hatten wir folgendes Zwischenfazit gezogen:

*„Egal ob in EUR oder in USD betrachtet, scheint es, als würde sich der Goldpreis klammheimlich und fernab jeglicher Aufmerksamkeit seitens der Medien oder der breiten Investorenschaft langsam nach oben schleichen. Die Tatsache, dass Gold bereits in einigen Währungen auf neuen Allzeithochs notiert, bestätigt diese These.“<sup>29</sup>*

*Currencies don't float, they just sink at different rates.*

Clyde Harrison

Unsere Prognose bzw. unser Fazit des Vorjahres, wonach sich Gold in einem neuen Bullenmarkt befindet, hat sich bewahrheitet. **Die Trendstärke hat sich im vergangenen Jahr noch weiter akzentuiert, weshalb wir davon ausgehen, dass auch demnächst auf Basis des US-Dollars neue Allzeithochs erzielt werden. Für uns steht fest, der Goldpreis steht – gegenüber jeder Währung – vor einer Goldenen Dekade, d. h. die Kaufkraft von EUR, USD etc. in Gold gemessen wird weiter fallen.**

<sup>29</sup> Vgl. „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2019

### Milligramm Gold pro USD & EUR, 01/1999-05/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG



## Status Quo der US-Konjunktur und des US-Dollars

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

Charles Kindleberger

**Wenn wir uns die Rezessionen der letzten Jahre in Erinnerung rufen, so kommt uns das Anna-Karenina-Prinzip in den Sinn.**<sup>30</sup> Leo Tolstoi

bemerkte in seinem epochalen Roman:

*„Alle glücklichen Familien gleichen einander, jede unglückliche Familie ist auf ihre eigene Weise unglücklich.“*

Während viele Faktoren, wie die sexuelle Anziehung, der Umgang mit Geld, Kindererziehung, Religion und das Verhältnis zu den Schwiegereltern und Freunden gut zusammenpassen müssen, um ein glückliches Familienleben zu führen, so genügt es aber, dass *einer* dieser Faktoren *nicht* passt, um unglücklich zu werden.

Verallgemeinert ausgedrückt:

- Erfolg hat viele Faktoren, die alle ineinander greifen müssen.
- Für einen Misserfolg braucht es nur einen Faktor, der nicht passt.<sup>31</sup>

*A recession is when you have to tighten your belt; depression is when you have no belt to tighten. When you've lost your trousers – you're in the airline business.*

**Adam Thomson**

**Ähnlich ist es mit Rezessionen. Während sich Aufschwünge meist ähneln, hat jeder konjunkturelle Abschwung seine Eigenart.** In den 1930er-Jahren war es die Deflation, die wiederum ihren Ursprung in den inflationären „Roaring Twenties“ hatte, in den Ölkrisen der politisch motivierte Angebotsschock in Kombination mit zweistelligen Inflationsraten und Zinssätzen in den USA, 1999/2000 die Dotcom-Manie, 2008/2009 die Subprime-Krise mit verheerenden Konsequenzen für den Bankensektor und nun schließlich die aktuelle Corona-Rezession. **Doch alle Krisen hatten ihren Ursprung in einer zu expansiven Geldpolitik im Vorfeld, die eine zu wilde Party befeuerte. So wie ein Mangel an Alkohol für das abrupte Ende der Party sorgt, so führt der Entzug von Liquidität bzw. die Erhöhung der Zinsen zu einem Ende der Börsenparty.**

### Schwarzer Schwan oder Graues Nashorn?

In den letzten Wochen haben unzählige Experten die Coronaviruspandemie als „schwarzen Schwan“ beschrieben. Doch es scheint, als würde die falsche Tier-Metapher verwendet, um die Coronaviruskrise zu beschreiben.<sup>32</sup>

<sup>30</sup> Vgl. „Wie Privatanleger eine drohende Rezession erkennen“, NZZ, 14. August 2019

<sup>31</sup> Vgl. Wikipedia Eintrag: „Anna Karenina Prinzip“

<sup>32</sup> Stöferle, Ronald „Keynote Speech: „Gold in 2019: A New Bull Market Forming?“, World Gold Forum, 1. Mai 2019

*We issued our warning that, effectively, you should kill it in the egg ... Governments did not want to spend pennies in January; now they are going to spend trillions.*

**Nassim Taleb**

*There is no vaccine against stupidity.*

**Albert Einstein**

*Historically the inversion of the yield curve has been a good sign of economic downturns, but this time it may not.*

**Ben Bernanke**

**Der Begriff „schwarzer Schwan“ wurde bekanntlich von Nassim Taleb geprägt.** Damit bezeichnet er ein Ereignis, das gänzlich unerwartet kommt und einen großen Einfluss ausübt. Die Geschehnisse vom 11. September 2001 waren beispielsweise ein typischer Schwarzer Schwan.<sup>33</sup> Die aktuelle Pandemie ist in den Augen von Taleb kein Schwarzer Schwan. Schließlich hätten die Regierungen genügend Zeit gehabt, sich auf den Ausbruch einer Pandemie vorzubereiten.<sup>34</sup> Länder wie Taiwan, Südkorea und Hongkong haben auch dank der aus der SARS-Pandemie 2002/2003 gewonnenen Erfahrungen die nötigen Vorkehrungen getroffen und frühzeitig Maßnahmen zur Eindämmung erlassen. Bislang gibt ihnen der Erfolg recht.

**Wenn wir bei dem ursprünglichen Konzept Talebs bleiben, so ist die richtige Metapher für die Corona-Krise die eines „grauen Nashorns“.**

Ein Graues-Nashorn-Ereignis ist sehr wahrscheinlich und hat enorme Folgewirkungen, allerdings haben die zuständigen Akteure die Bedrohungslage systematisch unterschätzt. Geprägt hat den Begriff die Politikanalytikerin Michele Wucker, die nach der griechischen Finanzkrise von 2012 das Buch *„The Gray Rhino: How to Recognize and Act on the Obvious Dangers we Ignore“*<sup>35</sup> veröffentlichte.

**Die Coronaviruspandemie ist also nicht der Schwarze Schwan.** Die Reaktion der Politik und der Notenbanken und die nachgelagerten Konsequenzen auf die Realwirtschaft, die Unternehmen, den Wohlstand, die Gesellschaft und die Finanzmärkte: Das ist der Schwarze Schwan.

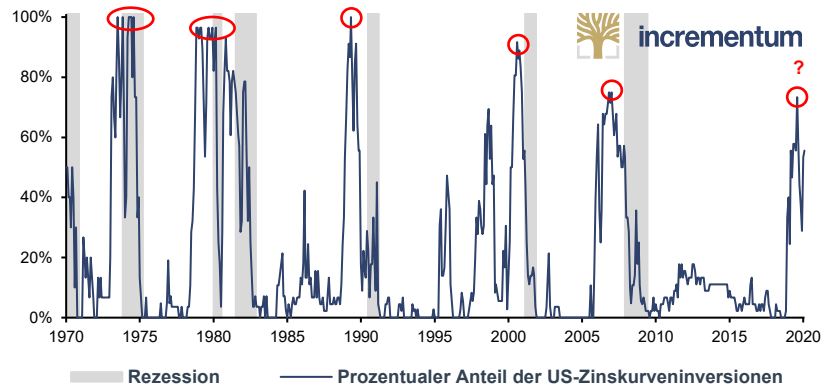
**Die Prognose des Tropfens, der das Fass zum Überlaufen bringt, ist bekanntlich komplex. Dass das Fass jedoch bis zum Rande gefüllt war, ist evident.** Wir haben in den Vorjahren zwar oftmals auf die zunehmende Fragilität der Weltwirtschaft und auf spezifische Risikofaktoren hingewiesen. Unser konjunktureller Pessimismus basierte in erster Linie auf der Zinsstruktur, die bekanntlich den besten „track record“ hinsichtlich Rezessionsprognosen aufweist. Diese Prognosefähigkeit hat die Zinsstrukturkurve erneut eindrucksvoll unter Beweis gestellt, wenngleich im Zuge der Invertierung zahlreiche Gründe publiziert wurden, wieso es „*this time different*“ sei. **Die Geschichte ist bekanntlich die beste Lehrmeisterin für die unaufmerksamsten Schüler.**

<sup>33</sup> Anmerkungen: Ausführliche Erklärungen über Talebs Konzept des „Schwarzen Schwan“ finden Sie: [„Gold als Portfolioversicherung“, In Gold We Trust-Report 2016](#)

<sup>34</sup> Vgl. [„Systemic Risk of Pandemic via Novel Pathogens – Coronavirus: A Note“](#), Joseph Norman, Yaneer Bar-Yam, Nassim Nicholas Taleb, 26. Jänner 2020

<sup>35</sup> Wucker, Michele: *„The Gray Rhino: How to Recognize and Act on the Obvious Dangers We Ignore“*, 2016

**Prozentualer Anteil der US-Zinskurveninversionen, 01/1970-02/2020**



Quelle: Tavi Costa, Crescat Capital LLC, Incrementum AG

*The herd instinct among forecasters makes sheep look like independent thinkers.*

**Edgar Fiedler**

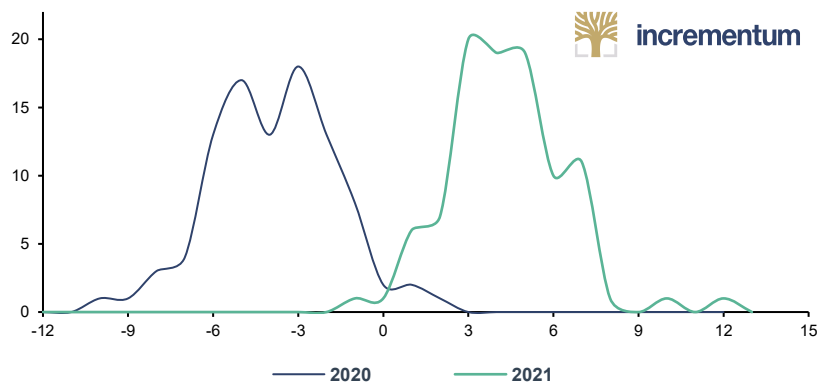
*Der einzige Sinn von Wirtschaftsprognosen ist es, die Astrologie respektabel aussehen zu lassen.*

**John Kenneth Galbraith**

**Im Vorjahr hatten wir ebenfalls darauf hingewiesen, dass von den 87 von Bloomberg befragten Analysten in den Jahren 2019, 2020 oder 2021 kein einziger (!) mit einer Kontraktion des BIPs gerechnet hatte.** Das erwartete Wachstum lag in diesen drei Jahren im Median und Mittelwert zwischen 1,8% und 2,4%. Dies beschreibt die Herdenmentalität, aber auch strukturelle Probleme in dieser Branche (z. B. Karriererisiko).

**Für das Jahr 2020 prognostizieren die 96 befragten Analysten für die USA einen durchschnittlichen Wirtschaftsabschwung von 4,2%.** 2021 wird sich das US-BIP laut Analysten wieder erholen und im Mittelwert um 3,9% steigen. Anhand der ungewöhnlich großen Spannweiten der Schätzungen erkennt man jedoch, dass noch sehr viel Unsicherheit am Markt herrscht und die derzeitige Wirtschaftslage nur schwer einzuschätzen ist, was zur Folge hat, dass die prognostizierten Wachstumswerte beinahe im Wochentakt – meist nach unten – korrigiert werden müssen.

**Geglättete Verteilung der US-BIP-Wachstumsprognosen von 96 Analysten, BIP-Wachstum (x-Achse), in %, und Anzahl der Analysten (y-Achse), 2020 & 2021**



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

*Die Depression durch eine forcierte Kreditexpansion zu bekämpfen gleicht dem Versuch, ein Übel durch seine eigenen Ursachen zu heilen.*

**Friedrich August von Hayek**

*Mises' solution follows logically from his warnings. You can't fix what's broken by breaking it again. Stop the credit gavage. Stop inflation. Don't encourage consumption, but rather encourage saving and the repayment of debt.*

**Mark Spitznagel**

**Lassen Sie uns nun jedoch das Phänomen der Rezession ein wenig genauer analysieren. Woher rührt eigentlich die Rezessionsphobie? Eigentlich sollte die Sorge vor dem bösen „R-Wort“ nicht dazu führen, diese auf Teufel komm raus zu vermeiden. So betrachten wir Rezessionen als etwas Gesundes und Notwendiges.** Der Abschwung korrigiert die Fehlentwicklungen und Exzesse des Aufschwungs. Dabei brechen verkrustete Strukturen am Arbeitsmarkt auf, die Arbeitskosten sinken, die Produktivität und die Wettbewerbsfähigkeit erhöhen sich in der Regel. Fehlallokationen werden bereinigt, unrentable Investitionen gestoppt, abgeschrieben oder liquidiert und misswirtschaftende Regierungen werden abgewählt. Zu riskant agierende und zu stark gehebelte Investoren und Unternehmer erleiden Verluste und es findet eine Anpassung der Güterpreise an die tatsächlichen Konsumentenpräferenzen statt. Gemäß unserer Analogie der monetären Plattentektonik<sup>36</sup> könnte man auch sagen, dass kleinere Beben größere Beben verhindern, weil sie die Spannungen reduzieren. Ähnlich verhält es sich mit Rezessionen, die Ungleichgewichte abbauen.

**Das bedeutet aber auch, dass diese Anpassungsprozesse umso unangenehmer werden, je länger man sie hinauszögert und je stärker man versucht, sich ihnen durch fiskal- und geldpolitische Interventionen entgegenzustemmen.** Faktisch besteht in einem demokratischen System die realpolitische Gefahr, dass ein zu schmerzlicher Anpassungsprozess nicht zugelassen werden kann, weil die Interventionen zuvor zu extrem gewesen sind und die Anpassungsprozesse daher zu lange dauern, bis sie Früchte tragen. Keine demokratische Regierung, die bei der nächsten Wahl die Quittung für die offensichtlichen Erfolge und Misserfolge während ihrer Legislaturperiode bekommt, wird freiwillig eine tiefe, reinigende Rezession zulassen, selbst wenn sie der Auffassung ist, dass die Anpassungsprozesse notwendig sind.

## Die Performance von Gold in Rezessionen

**Angesicht der konjunkturellen Horrormeldungen stellt sich die Frage, ob uns noch Schlimmeres bevorsteht, oder ob das Schlimmste bereits hinter uns liegt.** Im *In Gold We Trust*-Report 2019 haben wir die Performance von Gold in Rezessionen eingehend untersucht und ausgeführt, warum sich Gold als ausgezeichneter Aktiendiversifikator und Rezessions-Hedge eignet.<sup>37</sup> Ein wichtiger Grund für die gute Performance von Gold in Rezessionen ist, dass Gold die typischerweise umgesetzten fiskalischen und geldpolitischen Maßnahmen frühzeitig diskontiert.

**Nun wollen wir uns die Gold- und Aktienperformance im Verlauf von Rezessionen<sup>38</sup> näher ansehen.<sup>39</sup>** Leser des *In Gold We Trust*-Reports wissen, dass Gold als „event hedge“ bzw. als sicherer Hafen während Rezessionen zulegen sollte. **In der nachfolgenden Tabelle betrachten wir alle Rezessionen in**

<sup>36</sup> Vgl. „Gold und Inflation“, *In Gold We Trust*-Report 2014; „Gold und Inflation“, *In Gold We Trust*-Report 2015

<sup>37</sup> Vgl. „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen“, *In Gold We Trust*-Report 2019

<sup>38</sup> Datengrundlage sind die Rezessionen für die USA, festgestellt durch das NBER.

<sup>39</sup> Vgl. „Gold im Portfoliokontext“, *In Gold We Trust*-Report 2015; „Gold als Portfolioversicherung“, *In Gold We Trust*-Report 2016; „Portfolioeigenschaften von Gold“, *In Gold We Trust*-Report 2017

den USA seit 1970. Hierzu untergliedern wir die einzelnen Rezessionen in vier Phasen:

- **1. Phase:** Vorlaufphase der Rezession (ein Quartal vor dem Eintreten der Rezession)
- **2. Phase:** Inoffizielle Rezession (Eintritt in die Rezession bis zur amtlichen Bekanntgabe der BIP-Wachstumszahlen durch die Statistikbehörden; Annahme: ein Quartal)
- **3. Phase:** Amtliche Rezessionsphase
- **4. Phase:** Schlussphase der Rezession (letztes Quartal der Rezession)

### Gesamtüberblick: Performance des S&P 500 und Gold, in USD und EUR, in %, 1970-2020

	Dauer der Rezession	S&P 500				Gold in USD				Gold in EUR			
		Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4
1. Rezession	Q1/1970 - Q4/1970	-1,8%	-4,6%	-7,0%	7,0%	-8,9%	-6,6%	0,0%	5,9%	N/A	4,6%	11,1%	3,0%
2. Rezession	Q1/1974 - Q1/1975	-8,0%	0,3%	-15,0%	16,6%	-10,9%	58,5%	89,7%	-1,1%	7,2%	51,8%	51,0%	-6,2%
3. Rezession	Q2/1980 - Q3/1980	7,1%	-2,1%	7,7%	10,0%	70,1%	-22,8%	-5,9%	21,8%	27,5%	0,5%	20,2%	-1,6%
4. Rezession	Q4/1981 - Q4/1982	-7,4%	2,9%	12,8%	15,9%	-14,6%	0,8%	1,2%	14,2%	2,6%	-4,8%	21,0%	10,4%
5. Rezession	Q4/1990 - Q1/1991	-10,7%	-0,1%	13,8%	13,9%	7,1%	-3,3%	-7,9%	-4,7%	4,6%	-9,3%	-12,2%	-3,6%
6. Rezession	Q2/2001 - Q4/2001	-5,7%	1,3%	-8,1%	0,5%	-1,5%	3,8%	5,4%	1,3%	-0,8%	8,3%	5,5%	-4,4%
7. Rezession	Q1/2008 - Q2/2009	0,5%	-10,2%	-50,4%	-18,0%	21,6%	14,3%	16,3%	24,0%	2,2%	12,2%	31,4%	19,8%
8. Rezession	Q2/2020 -	1,2%	8,5%	-9,3%		4,5%	3,1%	12,1%		9,0%	0,2%	16,0%	
	Durchschnitt:	-3,1%	-0,5%	-6,9%	6,6%	8,4%	6,0%	13,9%	8,8%	7,5%	7,9%	18,0%	2,5%

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Investing.com, World Gold Council, Incrementum AG

**Betrachten wir die Performance über den gesamten Rezessionszyklus, so fällt auf, dass Gold in jeder Phase sowohl in USD als auch in EUR im Durchschnitt deutliche Preiszuwächse verzeichnen konnte.** Aktien – gemessen am S&P 500 – konnten hingegen nur in der Schlussphase der Rezession deutlich zulegen. **Damit konnte Gold die Aktienverluste in den Phasen 1, 2 und 3 sehr gut kompensieren.** Darüber hinaus fällt auf, dass Gold im Durchschnitt umso stärker performte, je höher die Kursverluste des S&P 500 waren. Dies hat sich auch im Zuge der aktuellen Krise einmal mehr bewahrheitet.

*To reduce risk it is necessary to avoid a portfolio whose securities are all highly correlated with each other. One hundred securities whose returns rise and fall in near unison afford little protection than the uncertain return of a single security.*

**Harry Markowitz**

Insgesamt zeigt sich also, dass Gold sehr gut Aktienkursverluste während Rezessionen ausgleichen konnte. **Wir erwarten, dass Gold auch zukünftig bei Aktienbärenmärkten als Korrektiv zulegen sollte, auch in der sich abzeichnenden scharfen Rezession – wir stehen unmittelbar vor dem Eintritt in Phase 3, der amtlichen Feststellung der Rezession – zu deren Bekämpfung bereits jetzt massive monetäre und fiskalische Rettungspakete geschnürt wurden.**

Sehen wir uns nun die Entwicklung von Gold in allen Jahren an, in denen der S&P 500 mit einem Verlust aus dem Jahr ging, so bestätigt sich unsere These, wonach Gold Aktienmarktrisiko abfedert. Wenngleich man auch sieht, dass eine negative Performance im S&P 500 nicht zwangsläufig eine positive Performance bei Gold erwarten lassen sollte.

	S&P 500	Gold	Out-/Underperformed
1973	-17%	72%	Outperformed
1974	-30%	73%	Outperformed
1977	-12%	25%	Outperformed
1981	-10%	-32%	Underperformed
1990	-7%	-2%	Outperformed
1994	-2%	-2%	Flat
2000	-10%	-6%	Outperformed
2001	-13%	1%	Outperformed
2002	-25%	24%	Outperformed
2008	-38%	3%	Outperformed
2011	0%	11%	Outperformed
2015	-1%	-10%	Underperformed
2018	-6%	-2%	Outperformed
2020	-10%	11%	Outperformed
<b>Durchschnitt</b>	<b>-13%</b>	<b>12%</b>	<b>Outperformed</b>

Quelle: Blackrock, Reuters Eikon, Incrementum AG

### Wie entwickelten sich nun andere Assetklassen wie US Treasuries, Rohstoffe oder Währungen im Zuge der letzten Rezessionen?<sup>40</sup>

Entgegen der Intuition tendieren Rohstoffe zu Beginn einer Rezession im Durchschnitt stärker, was angesichts der Tatsache, dass andere Risikoanlagen tendenziell schlecht abschneiden, überrascht. Betrachtet man die letzten 12 Monate, so war die Entwicklung der Rohstoffe im Allgemeinen schwächer als typischerweise beim Aufkommen in einer Rezession, obwohl die Stärke des Goldes an die Erfahrungen der letzten drei Rezessionen erinnert.

Anlage	Prozentuale Veränderung x Monate vor Rezessionsbeginn				Prozentuale Veränderung x Monate nach Rezessionsbeginn			
	12 M.	6 M.	3 M.	1 M.	1 M.	3 M.	6 M.	12 M.
US T10Y	3,3%	2,5%	3,1%	-1,0%	-2,2%	2,9%	6,6%	10,9%
US-Investment Grade-Bonds	-1,6%	-1,7%	-0,3%	0,0%	-0,3%	-1,7%	-2,0%	-5,0%
DXY	3,8%	1,5%	1,5%	1,1%	-0,7%	-2,4%	-3,6%	6,3%
EUR/USD	-0,6%	0,5%	-1,2%	-0,9%	0,5%	2,4%	3,8%	-7,8%
Bloomberg Commodity Index	15,0%	11,7%	6,0%	4,6%	1,6%	-2,0%	-0,3%	-16,8%
Brent Öl	24,4%	4,2%	13,4%	8,1%	13,8%	27,7%	19,0%	-20,1%
Gold	34,0%	28,3%	20,4%	11,1%	2,6%	-5,2%	0,8%	-7,7%

Quelle: Morgan Stanley, Reuters Eikon, Incrementum AG

*A recession is like a cut and heals quickly. A depression is a deep wound that heals slowly; a wound that ushers in a secular change in consumer attitudes towards debt, savings and expenditure.*

**Dave Rosenberg**

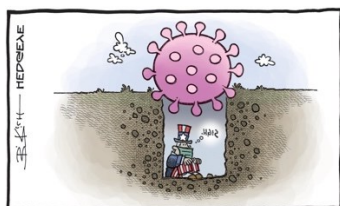
### Rezession oder Depression, das ist hier die Frage!

**Bei der Frage, ob wir „nur“ in eine globale Rezession schlittern oder doch in eine schwere Depression geraten, klaffen ursprünglich die Prognosen weit auseinander.** Dies hängt allen voran mit der hohen Ungewissheit über die Coronaviruspandemie zusammen. Niemand weiß, wie lange das wirtschaftliche und gesellschaftliche Leben beeinträchtigt bleiben wird.

**Die von vielen Ökonomen ursprünglich getroffene Annahme, dass ab Q3/2020 die Normalität rasch wieder einkehren werde – Stichwort: V-Erholung – war wohl von Anfang an viel zu optimistisch.** Es war just EZB-Präsidentin Christine Lagarde vorbehalten, mit ihrer Prognose von einem

<sup>40</sup> Vgl. „Recession Playbook“, Morgan Stanley Research, 23. Juli 2019

Rückgang der Wirtschaftsleistung im Jahresvergleich um 5% bis 10% in – unserer Auffassung nach realistische – Dimensionen vorzustößen.

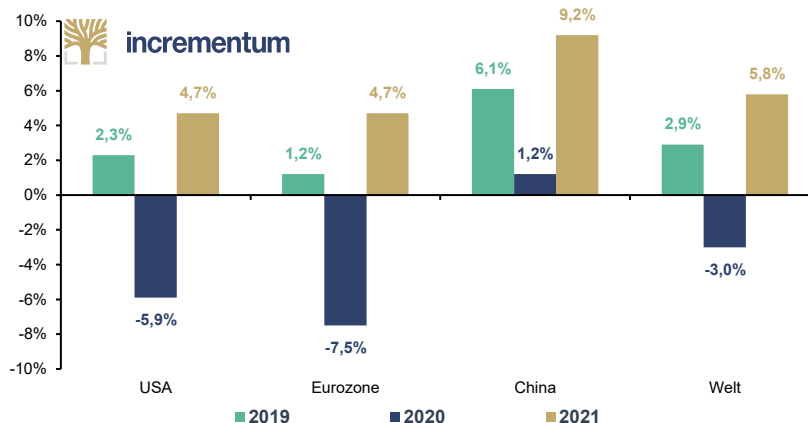


Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Die Prognose von Goldman Sachs mit 24% für das 2. Quartal 2020 war die erste, die einen Einbruch um mehr als 20% für ein Quartal berechnete, und damit realistisches Land betreten hat. Diese Schätzung hat Goldman Sachs etwas später revidiert, und zwar nach unten. Ein Minus von 34% für Q2/2020 für die USA erscheint laut der Prognose von Anfang April nicht unmöglich. Der „Echtzeit-Indikator“ der „Federal Reserve New York“ berechnet aktuell den Einbruch per 15. Mai auf 31,1%.<sup>41</sup>

In seiner Frühjahrsprognose geht der IWF ebenfalls von einem erheblichen Einbruch der Weltwirtschaft aus.<sup>42</sup> Das prognostizierte Minus für das Gesamtjahr von global 3,0% könnte sich allerdings als zu optimistisch erweisen, ebenso die starke Erholung 2021. Derzeit steht zum Beispiel völlig in den Sternen, wann der Flugverkehr und der Tourismus wieder die Kapazitäten vor dem Ausbruch der Krise erreichen werden, sofern dies überhaupt in absehbarer Zeit gelingen kann. Ebenso kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Infektionszahlen im Spätherbst wieder stark ansteigen.

#### Reales BIP-Wachstum, in %, 2019-2021



Quelle: IWF, Incrementum AG

*What makes a depression different than a recession is that a depression ushers in many years of secular change in behavior. Recessions do not.*

**Dave Rosenberg**

**Aus unserer Sicht lohnt sich ein Vergleich der aktuellen Krise mit den 1930er-Jahren.** Eine Depression führt zu säkularen, also langfristigen Verhaltensänderungen, d. h. einem Umdenken/Paradigmenwechsel bei Einzelpersonen, Haushalten, Unternehmen und Staaten.<sup>43</sup> Eine Rezession ist dagegen nur ein zwischenzeitliches Drosseln des Motors, der ohne gewechselt zu werden nach dem Ende der Rezession wieder in einen höheren Gang geschaltet wird.

**Besonders die Einstellung hinsichtlich Verschuldung, Ausgaben und Ersparnissen verschiebt sich gegenwärtig radikal.** In der Großen Depression stieg die Sparquote beispielsweise von de facto 0% auf 28%, und zwar auch lange nachdem das BIP die Talsohle durchschritten hatte. Oft wird vergessen,

<sup>41</sup> [Nowcasting Report](#), Federal Reserve Bank of New York, Stand per 15. Mai 2020

<sup>42</sup> [World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown](#), IMF, April 2020

<sup>43</sup> Vgl. [„Breakfast with Dave“](#), Rosenberg Research, 13. April 2020

dass die Depression erst 8 Jahre nachdem das BIP seinen Tiefststand (1933) markierte, ihr Ende fand. Die Vollbeschäftigung wurde erst wieder im Frühling 1953 erreicht und der Aktienmarkt übertraf die Höchststände aus 1929 erst wieder im Jahre 1958. Die Nachwirkungen auf wirtschaftlicher, politischer und gesellschaftlicher Ebene waren jahrzehntelang zu spüren.

*The cumulative loss to global GDP over 2020 and 2021 from the pandemic crisis could be around 9 trillion dollars, greater than the economies of Japan and Germany combined.*

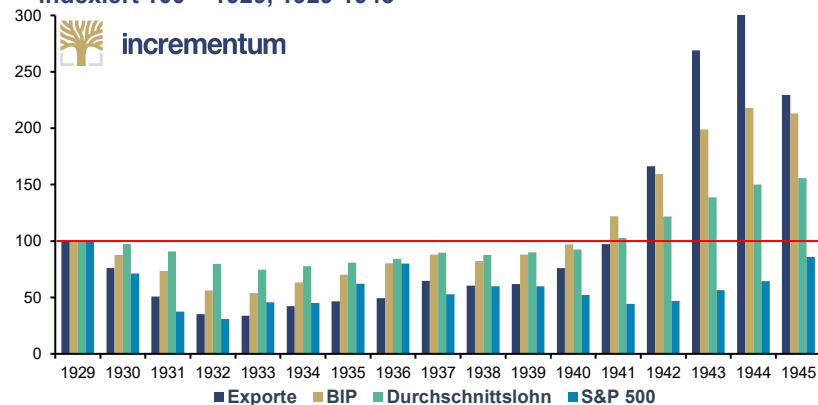
IWF,

**World Economic Outlook**

**Weitere bemerkenswerte Zahlen aus der Großen Depression:**

- Das reale BIP reduzierte sich zwischen 1929 und 1933 um 28%. Erst 1938 wurde wieder das Niveau von 1929 erreicht.
- Die Industrie schrumpfte von 1929 bis 1932 um 50% und erreichte das Niveau von 1929 erst wieder 1939.
- Die Arbeitslosenrate explodierte von 3% auf 25% innerhalb von drei Jahren und lag im Jahr 1940 noch immer über 10%.
- Die Beschäftigungsquote sackte um 20% ab und erreichte erst nach einem Jahrzehnt wieder das Vorkrisenniveau.
- Der S&P 500 verlor vom Hoch im Oktober 1929 bis zum Tief im Juni 1932 85%.<sup>44</sup>

**Ausgewählte Makrovariablen während der Großen Depression, indexiert 100 = 1929, 1929-1945**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

*Nothing moves in a straight line is the point. But picking bottoms is best left to the proctologists.*

**Dave Rosenberg**

**Es ist schwer vorstellbar, dass der sich abzeichnende Wirtschaftseinbruch von historischem Ausmaß in einer Gesellschaft, die vermehrt durch narzisstischen Demonstrativkonsum geprägt ist und in der Statussymbole oftmals lebenswichtige Güter zu sein scheinen, einen tiefgreifenden Mentalitätswechsel auslösen wird.**

<sup>44</sup> Vgl. „David Rosenberg: Stagflation is coming but not yet“, MacroVoices #216, 23. April 2020



*If we reach the point where the U.S. dollar stages a significant uncontrolled breakout higher, gold will spike as the market begins to price in the possibility of a reset of asset prices. At that point, gold would become the ultimate convexity trade for U.S. dollar debasement. Dollar debasement is a key tail risk in the end game.*

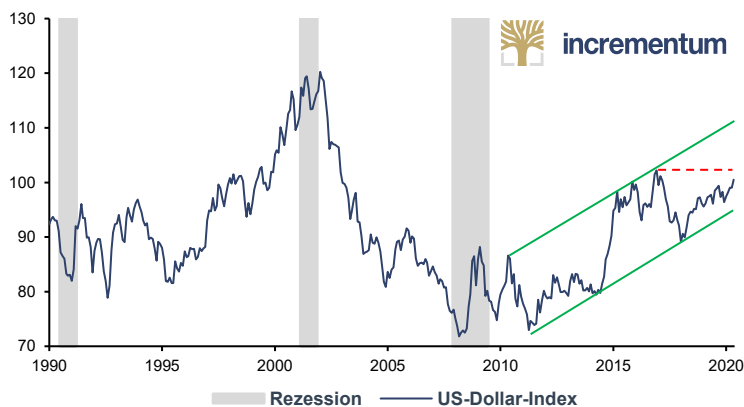
**Paul Wong, Sprott**

## Der US-Dollar vor dem Ausbruch?

**Wenden wir uns nun aber dem US-Dollar und seiner Entwicklung in der jüngeren Vergangenheit zu.** Im Vorjahr hatten wir die zentrale Frage gestellt: *Was wird mit dem US-Dollar passieren, wenn das aktuelle Goldilocks-Szenario in Frage gestellt wird, Rezessionsorgen aufkommen und die Federal Reserve zu einer Umkehr hin zu einer laxeren Geldpolitik gezwungen sein wird?*

**Der monetäre U-Turn hat bekanntlich stattgefunden und das Zinsdifferential zwischen US-Dollar und Euro ist rascher geschmolzen als Eis in der Sonne.** Das sollte ein gewichtiger Grund für einen schwächeren US-Dollar sein, würde man meinen, und bis Anfang März sah es auch ganz danach aus. **Doch ab März zeigte der US-Dollar seine Muskeln und profitierte im Rahmen der Coronakrise von seiner Safe-Haven-Funktion. Innerhalb weniger Handelstage rallierte der US-Dollar Index von knapp 95 auf 103,6.**

US-Dollar-Index, 01/1971-05/2020



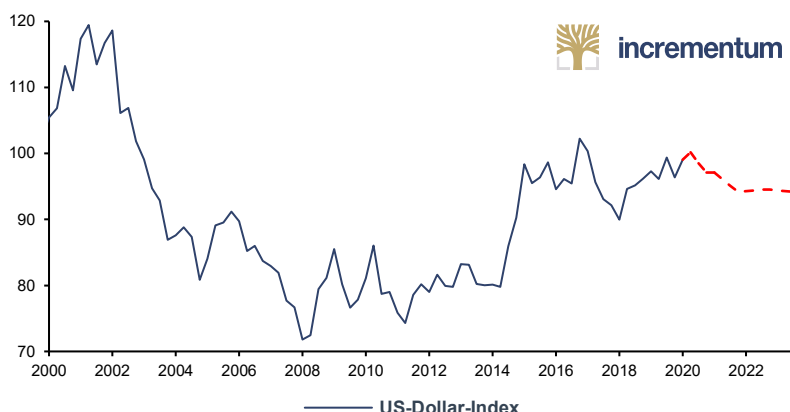
Abgesehen von einer ausgeprägten Schwächephase 2017 kennt der DXY seit Ende 2011 nur einen Weg, den nach oben. **Sieht man sich den Monatschart des DXY-Index an, so könnte bei einem Ausbruch über die Marke von 102 ein impulsiver Move bevorstehen, dessen Ziel im Bereich von 120 läge.** Anhand des Charts erkennt man zudem, dass im Vorfeld bzw. während Rezessionen, der Dollar tendenziell steigt, dies würde jedenfalls für eine festere Tendenz sprechen.

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

**Bob Farrell, Rule #9**

Sehen wir uns die derzeitige Konsensschätzung für den US-Dollar an, so verblüfft uns die Tatsache, dass der Analystenkonsens den DXY nach einem kurzen Anstieg zu einer leichten, aber anhaltenden Schwäche neigen sieht. **Von einem signifikant festeren Dollar geht aktuell kein einziger der befragten Analysten aus.**

**Analystenkonsens: US-Dollar-Index, Q1/2000-Q4/2023e**



Quelle: Bloomberg, Reuters Eikon, Incrementum AG

*Gold should be the bedrock of all portfolios.*

**Brent Johnson**

**Aus antizyklischer Sicht neigen wir zumindest taktisch zu einem festeren US-Dollar. Dies scheint vielleicht verwunderlich, denn oftmals erscheint es, als ob man als Chrysophiler, also als Freund des Goldes, zwangsläufig auch US-Dollar-Bär sein müsste.** Dies ist unserer Meinung nach ein Trugschluss, denn unter den Goldbullen gibt es zahlreiche Proponenten einer Strong-US-Dollar-These. Zu diesen zählt unser geschätzter Kollege Brent Johnson, der u. a. folgende Argumente für einen signifikant festeren Greenback anführt:

- *„As the Global Reserve Currency, there is global demand for the US Dollar (there is not global demand for Euro, Yen, Ruble, Lira, Real, Peso, etc.). There is currently no clear alternative to the US-Dollar Payment System.*
- *In the year of its existence, the INSTEX European non-dollar system has done one transaction of less than \$500,000 and was largely political in nature.*
- *While bilateral trade agreements between non-US countries continue to rise, they pale in comparison to the clear dominance of global trade taking place in US Dollars.*
- *Despite the massive stimulus provided by the FED, the central banks of the rest of the world will also be forced to dramatically increase money supply. Without global demand to backstop their stimulus, we believe these efforts will help to weaken their currencies.*
- *The US has the deepest and most liquid Capital Markets. Due to global demand for US Dollars, we believe the US capital markets will outperform the capital markets of the rest of the world.*
- *This outperformance will create a vicious cycle leading to further upward pressure on the US Dollar and downward pressure on other fiat currencies.*
- *After the 2008 Global Financial Crisis, the US recapitalized the US Banking system. Much of the rest of the world did not. As foreign banking systems*

*come under increasing pressure, this will be another factor making the US an attractive alternative.*

- *Much of the non-US Global Economy transacts on Eurodollars (dollars outside the US Banking system) but they do not have the ability to print them. This makes the Fed the de-facto Central Bank to the rest of the world.*
- *The US will use US Dollar liquidity (Repo & Swap Lines) as a weapon to shore up and enact new US Foreign Policy. Friends will be rewarded with access to liquidity, while competitors will be punished by the withdrawal of liquidity.*
- *The US Military will continue to enforce the US Dollar's use as the Global Reserve Currency.*<sup>45</sup>

### Fazit

**Wir stimmen Brent Johnsons Argumentation weitgehend zu.** Allerdings sehen wir auch beachtliche Kräfte für einen deutlich schwächeren US-Dollar am Werk. Eine davon sitzt derzeit im Weißen Haus. **Einmal mehr scheint es als würde es zu einem Infight „Donald Trump vs. der Markt“ kommen.**

Dass Donald Trump kein Freund eines starken US-Dollars ist, hat er zuletzt wieder sprachgewaltig bestätigt: „... it's 6.2 trillion dollars, and we can handle that easily, because of who we are, what we are. It's our money, it's our... we are the ones. It's our currency.“<sup>46</sup>

*Politische Macht vermag das ökonomische Gesetz niemals außer Kraft zu setzen.*

**Eugen von Böhm-Bawerk**

*In economics, things take longer to happen than you think they will, and then they happen faster than you thought they could.*

**Rüdiger Dornbusch**

Die Aussage erinnert uns frappant an Finanzminister John Connally, der 1971 einer Gruppe europäischer Finanzminister, die über den Export der US-amerikanischen Inflation besorgt waren, das berühmte Bonmot „*The Dollar is our currency, but your problem*“ prägte. Von 1971 bis 1980 verlor dann der US-Dollar etwa gegenüber der D-Mark fast 50% an Wert.

<sup>45</sup> Johnson, Brent: „Update on the Coming Currency Crisis: Re-Visiting the Dollar Milkshake Theory“, YouTube, 7. Dezember 2019

<sup>46</sup> „Remarks by President Trump at Signing of H.R.748, The CARES Act“, Whitehouse Oval Office, 27. März 2020

## Status Quo von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen

*„It’s clear that the future will not look like the past and today’s conventional investment wisdom will be tomorrow’s folly: liquid will be the new illiquid; rapid turnover the new patience; niche strategies the new index trackers. What rose furthest in duration’s golden age – government and corporate bonds, public equities, private equity, venture, real estate – will fall furthest with its passing.“*

Dylan Grice

**Nicht nur die absolute Entwicklung, sondern auch die relative Entwicklung – insbesondere zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen – ist für eine umfassende Standortanalyse der Goldpreisentwicklung wichtig.** Insofern möchten wir auf den folgenden Seiten die relative Bewertung und die Trendstärke von Gold im Vergleich zu anderen Anlageklassen untersuchen, um die Opportunitätskosten einer Anlage in Gold besser zu verstehen.

### Gold im Vergleich zu Aktien

#### **Am 16. Jänner 2020 dürften in Mountain View, dem Firmensitz von Google, die Sektkorken geknallt haben:**

Erstmals wurde das Unternehmen an der Börse mit einer Billion USD bewertet und gesellte sich damit zu Amazon, Apple und Microsoft. Zeitweise übertraf die Marktkapitalisierung der FAANG-Unternehmen die Kapitalisierung aller börsennotierten Unternehmen in Deutschland, der Schweiz und Frankreich zusammen. Zahlreiche weitere Indikatoren mahnten zur Vorsicht. Das Shiller-PE (CAPE) notierte am 31. Jänner 2020 bei 31. Nur zwei Mal in der Geschichte lag das CAPE auf höherem Niveau: 1929 und 2000, beide Male just vor dem Beginn historischer Bärenmärkte.



*Men, it has been well said, think in herds; it will be seen that they go mad in herds, while they only recover their senses slowly, one by one.*

**Charles MacKay**

*Talking about ETFs is like talking about people. There are good ones, and there are bad ones.*

**Jack Bogle**

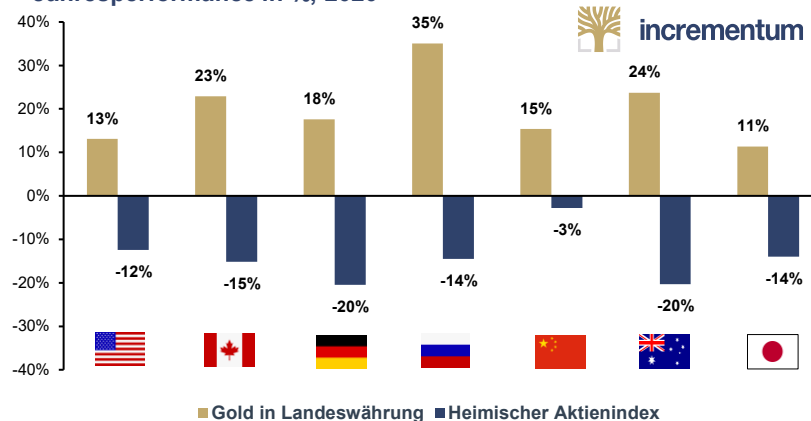
Doch das Momentum des Marktes, insbesondere des Tech-Sektors, schien unaufhaltsam – getrieben auch von passiven Indexinvestoren – obwohl sich die Fundamental- und Marktdaten bereits sukzessive eintrübten. Fondsmanager Peter Frech beschrieb es im Jänner 2020 treffend wie folgt: *„Der Tech-Express rollt mit Vollgas auf die Klippe zu, die Wagen voll mit passiven Passagieren.“*<sup>47</sup> Im März wurde die Klippe schließlich erreicht, mit den zu erwartenden Folgen.

<sup>47</sup> Vgl. [„Wer gute Prognosen macht“](#), Peter Frech, Quantex Werte, Jänner 2020

Gold ist der Robert Pecl des Portfolios.<sup>48</sup>  
Ronald Stöferle

**Seine defensiven und stabilisierenden Eigenschaften aus Portfolioaspekten hat Gold im Rahmen des Corona-Crash eindrucksvoll unter Beweis gestellt.** In allen wichtigen Märkten hat Gold den jeweiligen heimischen Aktienmarkt outperformt.

Gold in Landeswährung, und heimischer Aktienindex, Jahresperformance in %, 2020



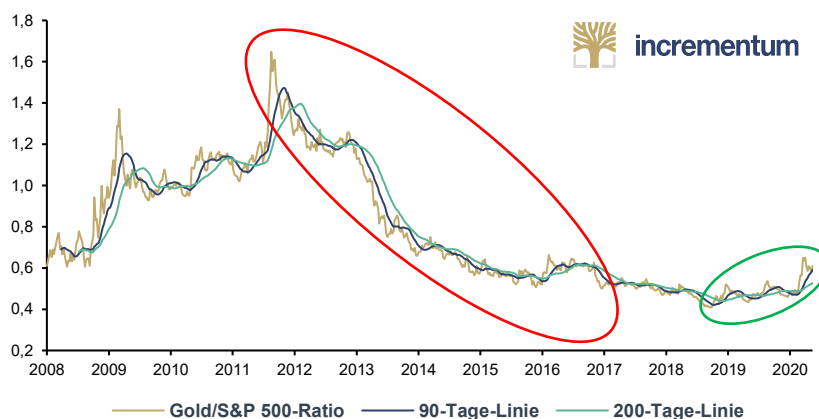
Quelle: Reuters Eikon (Stand: 14. Mai 2020), Incrementum AG

History shows that equities are at their most vulnerable when being outperformed by the yellow metal.

Martin Pring

**Treue Leser wissen: Wir betrachten die Aktienmarktentwicklung als wesentliche Opportunitätskosten des Goldes.** Der folgende Chart bildet das Gold/S&P 500-Ratio ab. Der Trend, wonach eine Unze Gold immer weniger Anteile des S&P 500 kauft, wurde gebrochen, die Kaufkraft des Goldes gemessen am S&P 500 tendiert wieder klar nach oben. Für uns ist diese relative Bewertung ein extrem wertvolles langfristiges Signal, um die Opportunitätskosten und die Investment-Flows einzuschätzen.

Gold/S&P 500-Ratio, 01/2008-05/2020



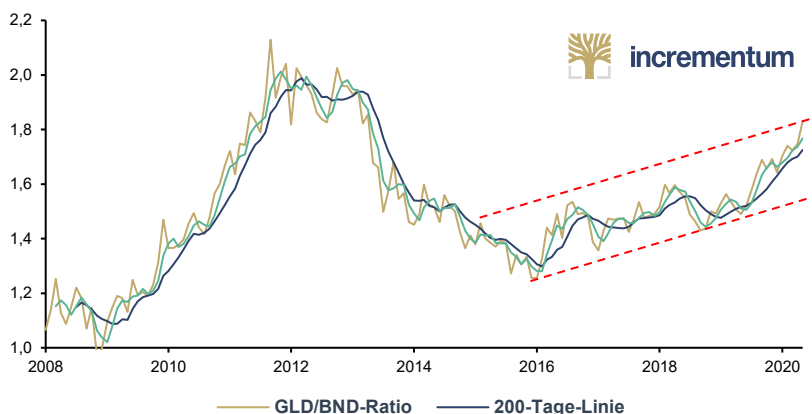
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

<sup>48</sup> Anmerkung: Robert Pecl war ein österreichischer Fußballer, der ausschließlich für den SK Rapid Wien aufgelaufen ist. Seine Spielweise wird auf Wikipedia treffenderweise wie folgt charakterisiert: „Der Verteidiger hatte auf Grund seiner schonungslosen Spielweise sich selbst und dem Gegner gegenüber den Spitznamen ‚Eisenfu‘ und ‚Roter Robert‘ inne.“ Wikipedia-Eintrag: [Robert Pecl](#)

### Gold im Vergleich zu Anleihen

Es scheint also, als würde Gold gegenüber Aktien eine Phase der relativen Stärke beginnen. Aber auch gegenüber Bonds zeigt Gold eine klare Trendstärke und zwar bereits seit 2016.

Gold/Bonds-Ratio (GLD/BND), 01/2008-05/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Isn't there likely to be far more pent-up demand for precious metals than for bonds?*

**Louis-Vincent Gave**

### Sehen wir uns nun die Entwicklung von Gold relativ zu Treasuries

**genauer an.** Im Rahmen der Coronakrise, dem größten wirtschaftlichen Schock seit dem zweiten Weltkrieg, gehörten beide Assetklassen zu den wenigen verlässlichen Zufluchtsorten. Sowohl Gold als auch US-Bonds erreichten am 9. März ihre zwischenzeitlichen Jahreshöchststände, wurden dann im Zuge der allgemeinen Panik kurzfristig abverkauft und rallierten bald darauf. Beide haben also ihre antifragile Rolle vorbildlich erfüllt.

Gold (lhs), und 10-jährige US-Staatsanleihen (invertiert, rhs), in %, 01/2008-05/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*If gold is a pet rock, then aren't bonds without yields just pet paper?*

**Louis-Vincent Gave**

**Doch – frei nach Albert Einstein – viel wichtiger als die Vergangenheit ist der Blick in die Zukunft, denn in ihr gedenken wir zu leben und die Früchte unserer Anlageentscheidungen zu ernten.** Es stellt sich also die Frage, ob Gold in Zukunft nicht zunehmend die Rolle von Treasuries als liquides Safe-Haven-Asset einnehmen wird. Folgende Gründe sprechen dafür:

- Jeder der davon ausgeht, dass mittels **Währungsabwertung versucht werden wird, die aktuellen und strukturellen Probleme zu lösen, der wird Gold den Anleihen vorziehen.**
- **Renaissance des Hortens: Eine der wesentlichen Lehren aus der Coronakrise wird sein, dass der Aufbau von Lagerbeständen Sinn ergibt.** Die Zeit der maximal optimierten Lieferketten und Just-in-time-Produktion liegt vorerst hinter uns. Diese Absicherung der Lieferketten durch Lagerkapazitäten wäre ein einschneidender psychologischer Wandel. Im Rahmen dessen wird auch das Horten von Gold ein Comeback erleben.
- **Angebotsverschiebung und relative Knappheit:** Die Haushaltsdefizite und somit der Finanzierungsbedarf der Staaten werden explodieren, während der Goldbestand weiterhin nur um konstante 1,6% pro Jahr wachsen wird.
- **Begrenzte Upside bei Anleihen:** Investoren besitzen Anleihen in erster Linie, um langfristige Verbindlichkeiten zu decken, um an Kursgewinnen zu partizipieren und um Kupons zu lukrieren. Angesichts rekordhoher Kursniveaus ist die Kursfantasie stark begrenzt, Chance/Risiko erscheinen uns klar asymmetrisch. Dies erklärt unserer Meinung nach die wachsende Korrelation zwischen Gold und Anleihen.<sup>49</sup>

*Bond traders are famously skittish like deer, alert to danger. Stock investors are more like grazing cows, unruffled and easily led to slaughter.*

**Ambrose Evans-Pritchard**

**Hinsichtlich der Liquidität kann Gold mit Anleihen durchaus mithalten. Die LBMA hat in einer Studie aufgezeigt, dass Gold teilweise über höhere Liquidität verfügt als Staatsanleihen.** Unter Zugrundelegung der von der Europäischen Bankenaufsicht (EBA) genutzten Methode besitzt Gold einen Indexwert von 0,000018. Je näher der Wert bei 0 liegt, desto liquider ist ein Vermögenswert. Damit schlägt Gold die HQLA (high-quality liquid assets) wie Staatsanleihen (0,058) und Unternehmensanleihen (0,188) klar.<sup>50</sup>

### Gold und Rohstoffe

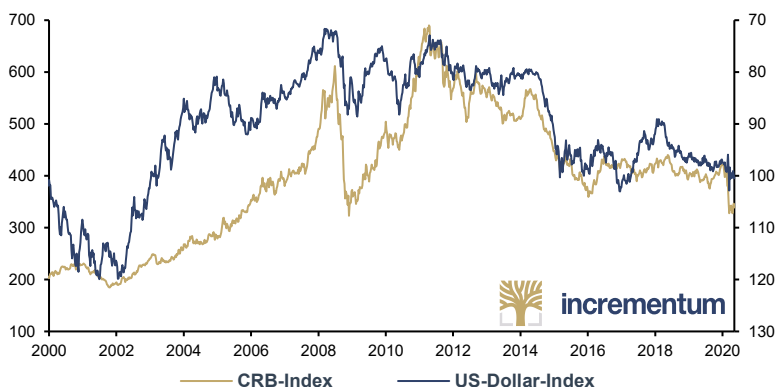
**Für den Commodity-Sektor waren die letzten Monate so turbulent und erfolglos wie der Wahlkampf von Michael Bloomberg.** Der CRB-Commodity-Index (CRB) verlor im laufenden Jahr 33% und notiert nun 72% unter seinem Allzeithoch, während der Bloomberg-Commodities-Index (BCOM) im gleichen Zeitraum 25% verlor und 65% unter seinem Höchststand notiert. Man meint heutzutage oft, die Welt als Ganze stünde Kopf, nachdem man für das Beziehen von WTI-Öllieferungen im April 2020 Geld bekam und dank Negativzinsen als Schuldner für die Schuldenaufnahme bezahlt wird.

Der Vergleich der Entwicklung der Rohstoffe mit dem US-Dollar-Index (DXY) zeigt, dass die Rohstoffpreise und der US-Dollar weiterhin stark korreliert sind. Salopp formuliert: Das Wohl der Commodities hängt also am US-Dollar'sen Faden. **Kräftige Unterstützung werden die Rohstoffpreise nur erfahren, wenn der US-Dollar zu schwächeln beginnt.**

<sup>49</sup> Vgl. „An Anti-Fragile Beauty Contest“, Louis-Vincent Gave, GavekalResearch, 14. April 2020

<sup>50</sup> Beweggrund für die Studie war, die EBA davon zu überzeugen, Gold von den drakonischen Basel 3-Eigenkapitalvorschriften für illiquide Assets auszunehmen. Vgl. „London's gold market is more liquid than bonds - LBMA“, Reuters, 11. Juli 2019

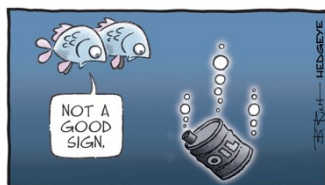
CRB-Index (lhs), und US-Dollar-Index (invertiert, rhs), 01/2000-05/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Magic Johnson, former basketball player, may run for mayor of L.A. in the next election. Remember the good 'ol days when only qualified people ran for office like actors and professional wrestlers.*

**Jay Leno**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Die Analysen von „Wellenreiter Invest“ belegen, dass der DXY gegenüber den historischen Durchschnittsverläufen in Wahljahren deutliche relative Stärke aufweist.** Die Abkopplung des DXY gegenüber den historischen Durchschnittsverläufen setzt zu Beginn des zweiten Quartals ein und endet mit der Präsidentschaftswahl Anfang November. Danach neigt der Index zur Schwäche und handelt damit am Jahresende invers zum Muster der letzten 10 Jahre. Diese statistische Seite der US-Dollar-Stärke wird Donald Trump überhaupt nicht gefallen, schließlich hat er den hohen Kurs des US-Dollar schon häufig scharf angeprangert.<sup>51</sup>

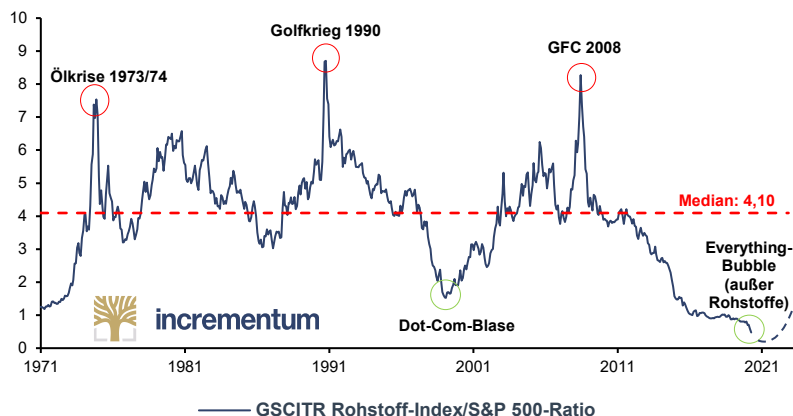
**Sehen wir uns nun die Entwicklung der Rohstoffe relativ zum Aktienmarkt an. Der folgende Chart war der mit Abstand meistzitierte Chart der In Gold We Trust-Reports der vergangenen Jahre.<sup>52</sup>** Er zeigt eindrucksvoll, dass die relative Bewertung von Rohstoffen im Vergleich zu Aktien historisch extrem günstig ist. Im Vergleich zum S&P 500 liegt der „GSCI-Commodity-Index“ (TR) auf dem niedrigsten Niveau seit 50 Jahren. Das Ratio liegt aktuell bei 0,48 und damit deutlich unterhalb des langfristigen Medians von 4,10 und meilenweit unter den Höchstständen. Im Sinne einer Rückkehr zum Mittel sollten sich für Investoren mit starken Nerven, langem Geduldsfaden und einem Faible für antizyklische Investments attraktive Opportunitäten ergeben.

<sup>51</sup> Vgl. Rethfeld, Robert und Hirsekorn, Alexander: „Wellenreiter-Jahresausblick 2020“

<sup>52</sup> Wir wollen uns an dieser Stelle erneut bei Prof. Dr. Torsten Dennin bedanken, der die Idee zu diesem grandiosen Chart hatte.



GSCITR Rohstoff-Index/S&P 500-Ratio, 01/1971-05/2020



Quelle: Lynkeus Capital LLC, Dr. Torsten Dennin, Reuters Eikon, Incrementum AG

*When does money run out of time? The countdown begins when investable assets pose too much risk for too little return; when lenders desert credit markets for other alternatives such as cash or real assets.*

**Bill Gross**

**Fazit**

**Die lange Zeit unverwundbar scheinende Aufwärtstrend an den Börsen wurde Mitte Februar 2020 brutal beendet.** Dies führte dazu, dass Gold 2020 absolut, aber insb. auch relativ zu den Aktienindizes und Bonds zulegte. Diese relative Stärke von Gold versus Aktien und Anleihen ist unserer Meinung nach eines der wichtigsten Marktsignale für den derzeit stattfindenden Paradigmenwechsel. Die deutliche Unterbewertung der Rohstoffe im Vergleich zu den Aktien hat sich im vergangenen Jahr dennoch nicht signifikant verändert, weswegen das Kurspotenzial für Rohstoffe im Allgemeinen, Gold und Silber im Speziellen mehr denn je intakt ist.

## Status Quo der Inflationstendenz

*„No one is ready for inflation, but I believe it’s coming. Maybe not today or next week, but there is a powder keg of monetary supply just waiting to be unleashed by governments who think that inflation can never happen again.*

*At first, markets will cheer a bit of inflation—then they’ll panic. The markets often do whatever the fewest people are positioned for.*

*Who’s positioned for inflation? That’s about as contrarian as buying Argentine sovereign debt.“*

Harris Kupperman



**Nun wollen wir uns einem der zentralen Themen unserer Veranlagungsstrategien<sup>53</sup> und auch einem der wichtigsten Einflussfaktoren für den Goldpreis widmen: Der Inflation.**

Im Vorjahr schien es noch so, als wäre das Prognostizieren anziehender Inflationsraten die extremste und abstruseste Contrarian-Position, die man vertreten konnte, etwa so wie, dass Dänemark 1992 Fußballeuropameister<sup>54</sup> werden würde. In ihrer Ausgabe vom April 2019 hatte „Bloomberg Businessweek“ gefragt „*Is Inflation Dead?*“. Im Oktober hat dann „The Economist“ die Frage in den Raum gestellt: „*The end of inflation?*“. **Aus unserer Sicht erschienen diese Grabreden auf die Inflation mehr als verfrüht.**

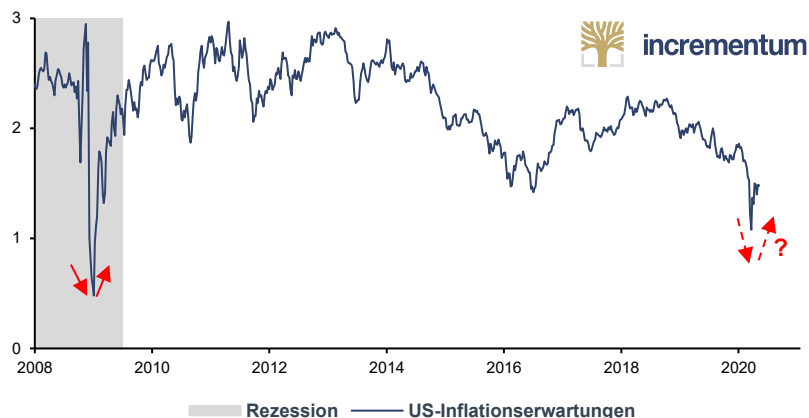


Der Corona-Crash im Februar und März 2020 war – so wie jeder Börsencrash – ein deflationärer Event. Die teilweise panisch anmutenden Maßnahmen der Notenbanken versuchten diesen Deflationsdruck mit Brachialgewalt zu bekämpfen. Grund genug für uns, erneut einen genauen Blick auf die Teuerungstendenzen zu werfen.

<sup>53</sup> Nähere Informationen zu unseren Investment-Lösungen finden Sie auf [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)

<sup>54</sup> Jugoslawien wurde aufgrund des Balkankonfliktes trotz erfolgreicher Qualifikation aus dem Turnier genommen und zehn Tage vor dem Turnierbeginn durch den Zweiten der Qualifikationsgruppe, Dänemark, ersetzt. Dänemark gewann das Finale sensationell gegen den amtierenden Weltmeister Deutschland.

US-Inflationserwartungen, in %, 01/2008-05/2020



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

*The idea that when people see prices falling they will stop buying those cheaper goods or cheaper food does not make much sense. And aiming for 2 percent inflation every year means that after a decade prices are more than 25 percent higher and the price level doubles every generation. That is not price stability, yet they call it price stability. I just do not understand central banks wanting a little inflation.*

**Paul Volcker**

Doch gehen wir zunächst einen Schritt zurück und stellen uns die Frage, wieso die Angst vor einer Deflation – also der realen Aufwertung der Kaufkraft – eigentlich so tief in der Psyche von Notenbankern, Ökonomen und Politikern verankert ist, wie bei anderen Menschen die Angst vor einer Wurzelbehandlung ohne Narkose oder vor dem Blick auf die Waage nach dem Ende des Lockdowns?

**Die Furcht vor Deflation mutet unbegründet an.** Dass es mit Ausnahme der Großen Depression keinen empirischen Zusammenhang zwischen Deflationsphasen und Depressionen gibt, bestätigt eine historische Studie der Federal Reserve, deren zentrale Erkenntnis die folgende ist:

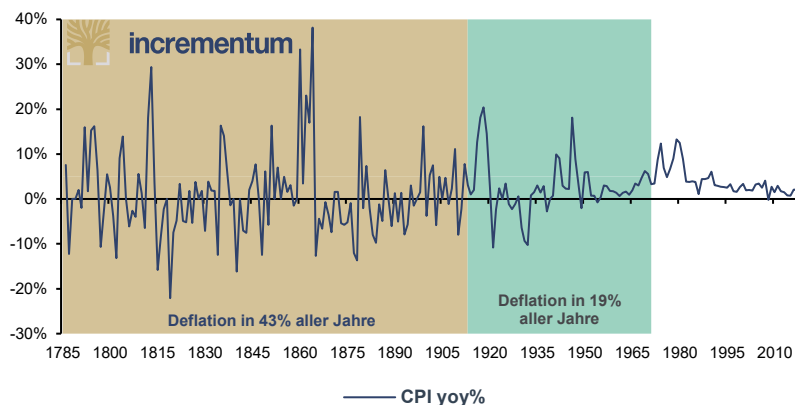
*„Our main finding is that the only episode in which we find evidence of a link between deflation and depression is the Great Depression (1929-34). We find virtually no evidence of such a link in any other period. ... What is striking is that nearly 90% of the episodes with deflation did not have depression. In a broad historical context, beyond the Great Depression, the notion that deflation and depression are linked virtually disappears.“<sup>55</sup>*

**Anhand des folgenden Charts erkennt man, dass sich bis zur Gründung der Federal Reserve deflationäre und inflationäre Phasen abwechselten.**

Zwischen 1785 und 1913 wurde noch in 43% aller Jahre rückläufige Preise verzeichnet. Seit 1913 und insbesondere seit dem Ende der Bretton Woods-Ära hat sich dieses Bild jedoch radikal gewandelt. Zwischen 1913 und 1971 gab es in lediglich 19% aller Jahre auf Jahresvergleichsbasis Preisdeflation. Seit der Loslösung von Gold 1971 gab es überhaupt nur kurze monatliche Phasen eines allgemeinen Preisrückgangs, und zwar im Zuge der Großen Finanzkrise 2008/2009.

<sup>55</sup> „Deflation and Depression: Is There an Empirical Link?“, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Andrew Atkeson und Patrick Kehoe, Jänner 2004. Die Studie wertete Daten aus 17 Nationen und im Umfang von 100 Jahren aus.

CPI yoy%, USA, 1786-2019



Quelle: Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

*I see deflation in the things you own and inflation in the things you need.*

**Kyle Bass**

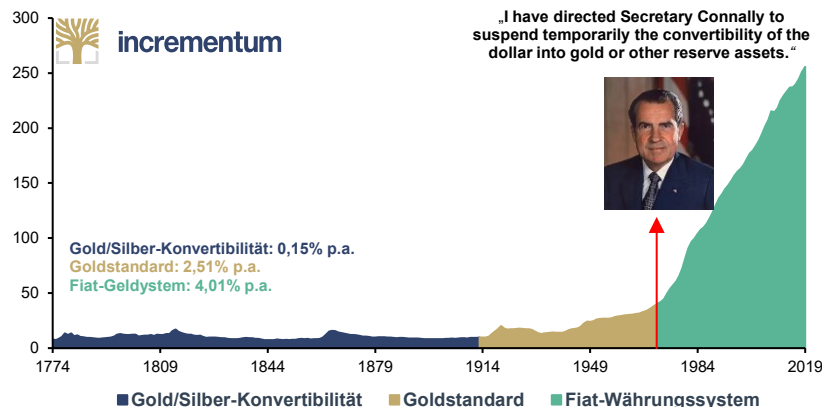
**Was ist nun die Ursache für diesen Paradigmenwechsel? Wie wir im vorherigen Kapitel über die globale Schuldenentwicklung gezeigt haben, steigen die Schuldenstände seit 2008 rascher denn je zuvor. Seit dem Beginn der Corona-Krise hat sich das ohnehin schon hohe Tempo noch weiter erhöht.** In unserem heutigen, stark gehebelten Teilreserve-Schuldensystem hätte eine starke Kreditdeflation erschütternde politische und realwirtschaftliche Konsequenzen. Aus systemischer Sicht muss eine Deflation deshalb aus folgenden Gründen – „whatever it takes“ – vermieden werden:

- **Deleveraging führt zu Verbraucherpreisdeflation und Vermögenspreisdeflation.** Während eine geringe Inflation systematisch die Steuerbelastung durch Effekte wie die kalte Progression erhöht, kehrt sich dieser Prozess bei einer Deflation um und führt zu fallenden Steuereinnahmen. Zudem führen fallende Asset-Preise ebenfalls zu schwindenden Einnahmen für den Finanzminister.
- **Sinkende Preise führen zu einer realen Aufwertung der nominalen Schulden.** Die Bedienung laufender Schulden wird dadurch erschwert, es kommt zu mehr Konkursen bei Unternehmen und Privatpersonen.
- In einer überschuldeten Welt haben **Schuldenabbau und Preisdeflation fatale Folgen für weite Teile des Bankensystems, weil die geringe Eigenkapitalausstattung der Geschäftsbanken durch die Abschreibung ausgefallener Forderungen schnell sinkt.**
- Zentralbanken haben neben der Wahrung der Preisstabilität, die meist als positive Jahresinflation von um die 2% definiert wird, auch den Auftrag, „Finanzmarktstabilität“ zu garantieren, und dafür zu sorgen, dass „es“<sup>56</sup> nicht passiert.

<sup>56</sup> Vgl. „Ben S Bernanke: Deflation - making sure 'it' doesn't happen here“, bis.org, 21. November 2002

**Wenn wir uns den CPI anschauen, dann zeigt sich, dass die Deflationsangst ausschließlich eine Funktion des vorherrschendes Geldsystems ist.**

### CPI in verschiedenen Währungsepochen, 1774-2019



**Das ist der wahre Grund, warum Deflation heute die Nemesis eines jeden Notenbankers darstellt.** Das Ziel jedes Organismus, jedes Menschen und jeder Bürokratie ist es, seine Überlebenschancen zu maximieren. Insofern ist Deflation für das aktuelle Geldsystem eine existentielle Bedrohung, die es mit allen Mitteln zu bekämpfen gilt. Um die inhärente Instabilität des Kreditsystems zu kaschieren, wird jedes Anzeichen einer Kreditdeflation deshalb weiterhin von überaus expansiver Zentralbankpolitik kompensiert bzw. überkompensiert werden.

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

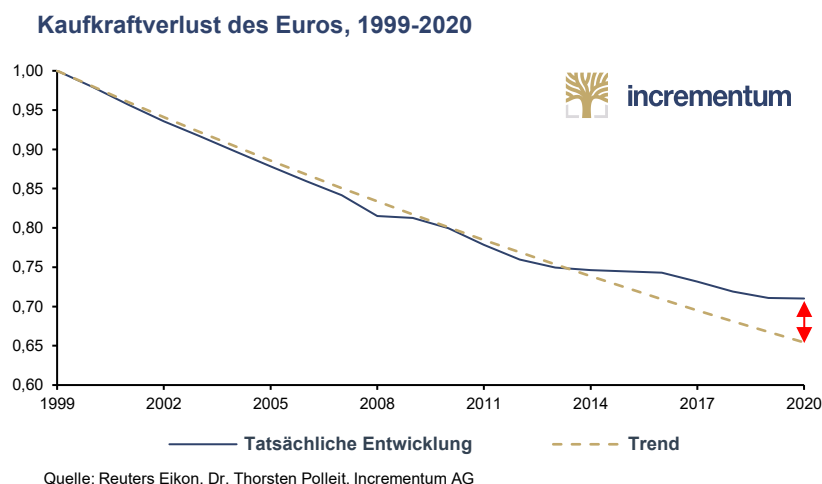
**Liaquat Ahamed**

**Treue Leser wissen, dass unsere Inflationsdefinition vom Mainstream abweicht.<sup>57</sup> Entgegen der landläufigen Meinung, dass sich die industrialisierten Volkswirtschaften durch eine zu geringe Inflation auszeichnen, hat bereits eine enorme monetäre Inflationierung stattgefunden.** Diese hatte sich im letzten Zyklus jedoch als „Asset Price Inflation“ vor allem in den Vermögenspreisen niedergeschlagen. Es ist nicht nachzuvollziehen, warum steigende Preise für Lebensmittel in der Regel als verhängnisvoll angesehen werden, anziehende Aktienpreise jedoch oftmals als Segen gelten. In beiden Fällen bedeutet dies schlichtweg eine Reduktion der Kaufkraft.

**Während trotz der Rückschläge im Februar und März die Vermögenspreisinflation weiterhin präsent ist, ist der Inflationsdruck noch nicht auf die Konsumentenpreise übergeschwappt.** Die Betonung liegt allerdings auf „noch“.

<sup>57</sup> Vgl. „Inflation vs. Teuerung: Begriffsverwirrung hat schwerwiegende Konsequenzen“, In Gold We Trust-Report 2012; „Exkurs: Monetäre Tektonik - Inflation vs. Deflation“, In Gold We Trust-Report 2013; „Gold und Inflation“, In Gold We Trust-Report 2014; „Gold und Inflation“, In Gold We Trust-Report 2015; „Inflation und die Veranlagung“, In Gold We Trust-Report 2016; „Systemische Überschuldung und Inflation“ und „Inflation vs. Deflation – Der große Showdown?“, In Gold We Trust-Report 2018; „Hyperinflation: viel diskutiert, wenig verstanden“, In Gold We Trust-Report 2019

**Sehen wir uns das primäre Ziel der EZB – und vieler anderer Notenbanken – also „Preisstabilität“ an.** Unter Preisstabilität versteht etwa die EZB einen Anstieg des Warenkorbes „auf mittlere Sicht von nahe, aber unter 2%“. Eine eigenwillige Interpretation von „Stabilität“, denn wenn die Güterpreise jährlich um 2% steigen, so entspricht dies in 10 Jahren einem Kaufkraftverlust in Höhe von 18% und nach 20 Jahren von 33%. Der nächste Chart zeigt, dass die EZB dieses Ziel in den letzten Jahren verfehlt hat, die Inflationsrate fiel also zu niedrig aus.



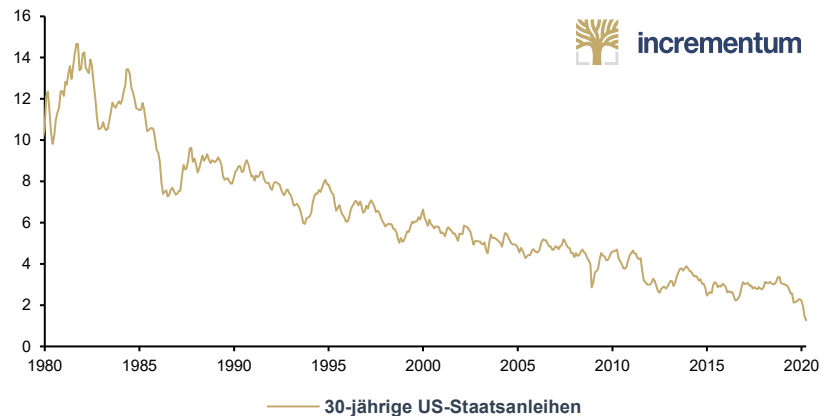
*If you impose inflation on stagnation, you get stagflation.*  
**Alan Greenspan**

**Bereits vor der Krise erwog die Federal Reserve die Einführung einer Regel, die ein Überschießen der Inflationsrate über ihr 2%-Ziel zulassen würde.** Dies wäre eine bedeutsame Änderung der der geldpolitischen Zieldefinition. Mit dieser Anpassung soll vermieden werden, dass sich die latent zu niedrige Teuerung in den USA verfestigt. Diese neue Politik würde voraussetzen, „dass es akzeptabel ist, dass man für einen Durchschnitt von 2 Prozent nicht nur Beobachtungen haben kann, die unter 2 Prozent liegen“<sup>58</sup>, so Eric Rosengren, Präsident der „Federal Reserve Bank of Boston“, in einem Interview mit der „Financial Times“.

Die einjährige Überprüfung des geldpolitischen Instrumentariums der Federal Reserve soll noch 2020 abgeschlossen werden, und könnte die Implementierung dieses Konzepts der Überschussinflation (engl. makeup inflation) zur Folge haben. **Diese geldpolitische Kehrtwende hätte unserer Meinung nach erhebliche Konsequenzen für die Kapitalmärkte, insbesondere den Anleihemarkt.**

<sup>58</sup> „US Federal Reserve considers letting inflation run above target“, Financial Times, 1. Dezember 2019, eigene Übersetzung

### 30-jährige US-Staatsanleihen, in %, 01/1980-04/2020



**Die EZB hat ebenfalls eine Strategieüberprüfung begonnen.** Mit einem eigenen Portal – „Die EZB hört zu“<sup>59</sup> – versucht sie, breitere Bevölkerungsschichten in diesen Prozess einzubinden.<sup>60</sup> Die Änderung der Definition der Preisstabilität ist formal relativ einfach umzusetzen. Dafür genügt eine einfache Mehrheit im EZB-Rat, sofern mindestens zwei Drittel der gemäß dem Rotationssystem stimmberechtigten Mitglieder an der Abstimmung teilnehmen.

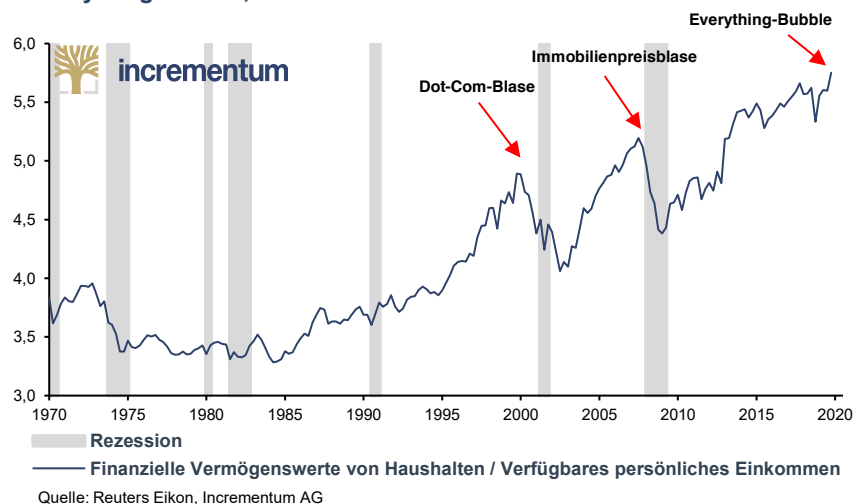
### Aktuelle Tendenz der Inflationsentwicklung

**Nach diesen theoretischen und historischen Gedanken zur Inflation, wollen wir uns nun der aktuellen Entwicklung und vor allem auch der zukünftigen Inflationsentwicklung widmen. Wo befinden wir uns aktuell auf der Inflations-Landkarte und wohin könnte die Reise gehen?** Der Ablauf entspricht exakt dem Lehrbuch der ABCT.<sup>61</sup> So stiegen im Zuge des Inflationierungsprozesses die Vermögenspreise bereits massiv an. Nun könnte die nächste Phase, also einer Phase steigender Verbraucherpreis-inflation einsetzen.

*Anyone who thinks there will be deflation does not understand twenty-first century banking. There may well be a deflationary collapse later, but before that happens the government will print money until the world runs out of trees.*

**Jim Rogers**

### Everything-Bubble, Q1/1970-Q4/2019



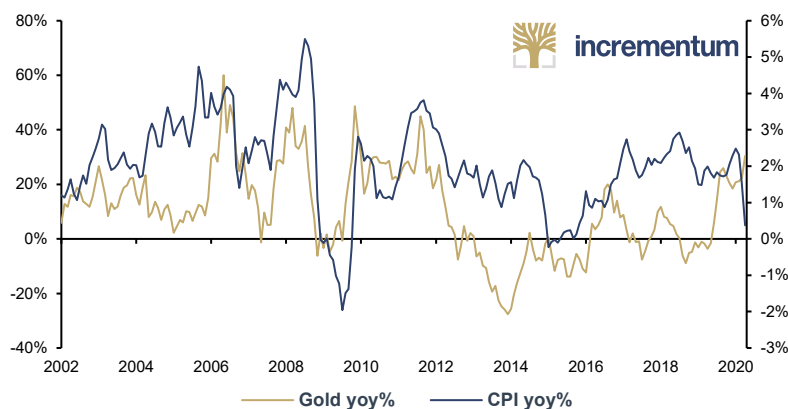
<sup>59</sup> EZB: Portal: „Die EZB hört zu“

<sup>60</sup> Coronabedingt wurde die Strategieüberprüfung nun in das Jahr 2021 verlängert.

<sup>61</sup> Vgl. Wikipedia-Eintrag: „Austrian Business Cycle Theory“

Von Ende 2011 bis Anfang 2015 war die Entwicklung der Inflationstendenz in den USA deutlich rückläufig. Man erkennt, dass dieses disinflationäre Umfeld auch Gegenwind für den Goldpreis bedeutete. Im Juli 2018 erreichte der CPI dann ein Zwischenhoch und seitdem fällt er. Der Goldpreis konnte sich von der Inflationstendenz emanzipieren, was in erster Linie mit den fallenden Realzinsen zu begründen ist.

#### Gold yoy% (lhs), und CPI yoy% (rhs), 01/2002-04/2020



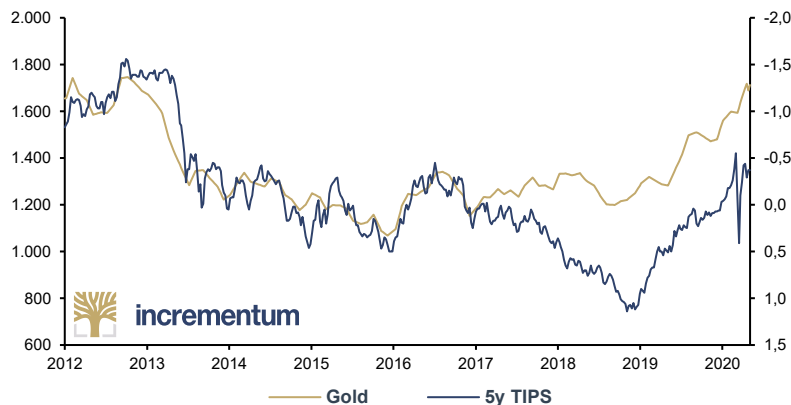
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Now we face another deflation shock. However, it is a deflation shock in which we should stop focusing on deflation.*

**Russell Napier**

**Eine extrem hohe Korrelation zum Goldpreis zeigen die Renditen der inflationsgeschützten Anleihen.** Vergleicht man den Goldpreis mit den realen Renditen der 5-jährigen inflationsgeschützten US-Staatsanleihen (TIPS), so erkennt man, dass der Ausbruch des Goldpreises Anfang 2016 von einem Einpreisen steigender Inflationserwartungen begleitet war. Seit Anfang 2019 sind die TIPS wieder im Abwärtstrend, wengleich der Spike im März auch die Einleitung einer Trendwende bedeuten könnte. Die Volatilität war enorm, die reale Rendite fiel am 5. März auf -0,61% und stieg innerhalb von zwei Wochen wieder auf 0,63%. Einen derartig rasanten Rebound von 124 Basispunkten hatte es in der Geschichte bislang noch nie gegeben.

#### Gold (lhs), in USD, und 5y TIPS (invertiert, rhs), in %, 01/2012-05/2020

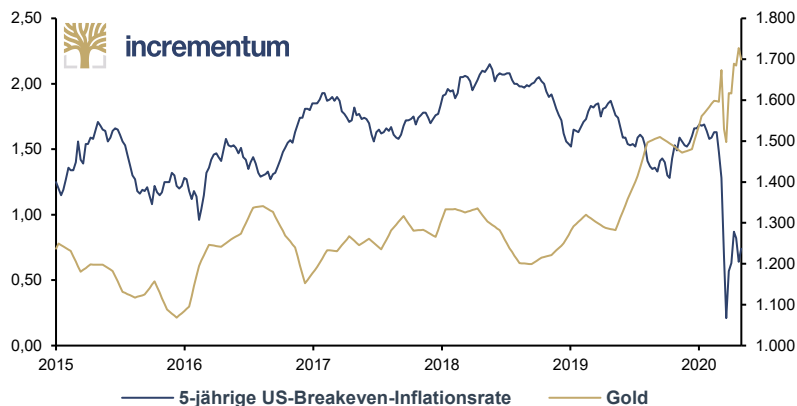


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG



Seit ihrem Tiefststand am 19. März bei 0,14% sind die Inflationssorgen gemäß der Breakeven-Rates<sup>62</sup> wieder leicht angestiegen. Aktuell notiert die 5-Jahres-Breakeven-Inflationsrate bei 0,76%. Das bedeutet, dass Investoren davon ausgehen, dass die Teuerungsrate in den nächsten fünf Jahren im Schnitt 0,76% betragen wird. **Eine deflationäre Entwicklung in der Größenordnung von 2008/09 wird bisher nicht erwartet.** Damals verzeichnete die Breakeven-Inflationsrate im November 2008 einen Negativwert von -2,23%.

**5-jährige US-Breakeven-Inflationsrate (lhs), in %, und Gold (rhs), in USD, 01/2015-05/2020**



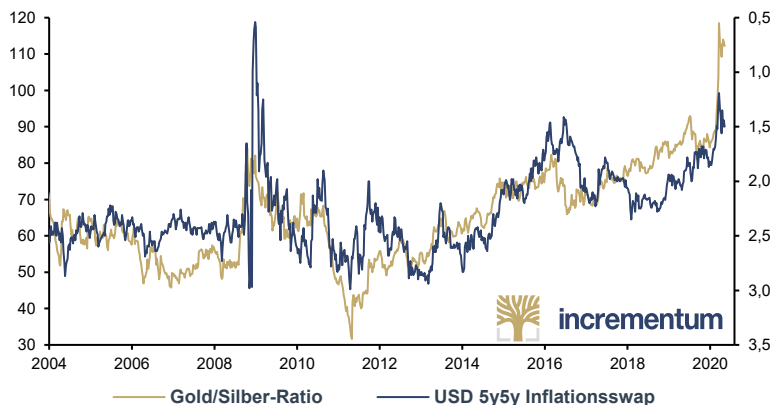
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*...there exists a distinct possibility that the recovery that follows will be much more inflationary than the last.*

**Dave Rosenberg**

Die 5Y5Y Inflationsswaps<sup>63</sup> tauchten im März fast auf ihre Allzeittiefststände im Dezember 2008 bei 0,43% ab, erholten sich jedoch wieder rasch. **Spannend erscheint auch der unten dargestellte Gleichlauf mit dem Gold/Silber-Ratio (GSR).**

**Gold/Silber-Ratio (lhs), und USD 5y5y Inflationsswap (invertiert, rhs), 01/2004-05/2020**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

<sup>62</sup> Die Breakeven-Inflationsrate beschreibt die Renditedifferenz 5jährige US-Staatsanleihen minus 5-jährige inflationsgeschützte Staatsanleihen (TIPS). Sie stellt einen sehr zuverlässigen, vorauslaufenden Indikator für die US-Inflationsrate dar.

<sup>63</sup> Es handelt sich um die Markterwartung des durchschnittlichen Inflationsniveaus in 5 Jahren über einen Zeitraum von 5 Jahren. Sie ist für die Zentralbanker von großer Bedeutung, da sie ihnen sagt, wie der Markt die langfristigen Auswirkungen ihrer Politik auf die Inflation einschätzt.

**Gemäß unseren statistischen Auswertungen ist ein nachhaltiger Goldpreisanstieg bei einem gleichzeitig steigenden GSR unwahrscheinlich.**<sup>64</sup> Ein fallendes GSR erhöht die Wahrscheinlichkeit für einen Gold-Bullenmarkt deutlich. Die aktuelle Situation des GSR beobachten wir gerade deshalb besonders aufmerksam, da das GSR in den letzten Wochen bereits von 125 auf 100 gefallen ist. **Ein neuer Abwärtstrend des GSR würde einerseits positive Aussichten für Gold, andererseits auch eine steigende Inflationsdynamik signalisieren.**

Ein fallendes GSR erhöht die Wahrscheinlichkeit für einen Gold-Bullenmarkt deutlich. Die aktuelle Situation des GSR beobachten wir gerade deshalb besonders aufmerksam, da das GSR in den letzten Wochen bereits von 125 auf 100 gefallen ist. Ein neuer Abwärtstrend des GSR würde einerseits positive Aussichten für Gold, andererseits auch eine steigende Inflationsdynamik signalisieren.

**Wird die Inflation ein ebenso großes Comeback wie Niki Lauda in Monza feiern?**<sup>65</sup> Was könnten fundamentale Kräfte sein, die die Inflationsdynamik strukturell befeuern?

Inflationsdynamik strukturell befeuern?

- Der enorme fiskalische und monetäre Stimulus, der weltweit gesetzt wurde, und der noch erweitert werden wird.
- Die wachsende Bedeutung von ESG wird zur Folge haben, dass Rohstoffproduzenten der Kapitalzugang zunehmend erschwert wird. Vieles deutet darauf hin, dass die als umweltfreundlicher geltenden alternativen Energien den Energiemix deutlich verteuern.
- Ein Mangel an Arbeitskräften in gewissen Branchen, steigende Mindestlöhne und global steigende Lohnstückkosten.
- Die zahlreichen coronabedingten Auswirkungen auf das Güter- und Dienstleistungsangebot, die zu einer Verknappung des Angebots und zu einem Rückgang der Produktivität führen.

**In einer höchst lesenswerten Studie über die Rolle verschiedener Inflationstreiber** war ein zentrales Ergebnis die große Bedeutung von Inflationserwartungen auf die tatsächliche Inflation.<sup>66</sup> So führten positive Schocks der *Inflationserwartungen* zu einer erhöhten *realisierten* Inflation, wobei die Preise im Lebensmittelhandel einen großen Einfluss haben. Weil der Konsum mehr als zwei Drittel und damit einen im Weltvergleich überdurchschnittlich hohen Anteil zum US-BIP beiträgt, ist die Inflationserwartung der US-Konsumenten zentral. **Doch wie formt Joe Sixpack seine Inflationserwartungen?**

war ein zentrales Ergebnis die große Bedeutung von Inflationserwartungen auf die tatsächliche Inflation.<sup>66</sup> So führten positive Schocks der *Inflationserwartungen* zu einer erhöhten *realisierten* Inflation, wobei die Preise im Lebensmittelhandel einen großen Einfluss haben. Weil der Konsum mehr als zwei Drittel und damit einen im Weltvergleich überdurchschnittlich hohen Anteil zum US-BIP beiträgt, ist die Inflationserwartung der US-Konsumenten zentral. Doch wie formt Joe Sixpack seine Inflationserwartungen?

**Konsumenten verankern ihre Inflationserwartungen auf Grundlage der eigenen Erinnerung an gezahlte Preise, insbesondere für Produkte aus dem Supermarkt.** Steigende (Supermarkt-)Preise führen also zu einer höheren Inflationserwartung und damit droht die Gefahr einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung und eine sich immer stärker beschleunigende Inflation.

Steigende (Supermarkt-)Preise führen also zu einer höheren Inflationserwartung und damit droht die Gefahr einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung und eine sich immer stärker beschleunigende Inflation. Für die Zentralbanken ist es daher zentral, niedrige und stabile Inflationserwartungen zu verankern und diese Erwartungen zur Stärkung der eigenen Glaubwürdigkeit zu erfüllen. Andernfalls droht der Zentralbank ein Glaubwürdigkeitsverlust, der ebenfalls zu höheren Inflationserwartungen führt.

<sup>64</sup> Vgl. „Das Gold/Silber-Ratio als Indikator zur Messung der Inflationsdynamik“, In Gold We Trust-Report 2015, „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2018

<sup>65</sup> 42 Tage nach seinem schrecklichen Unfall am Nürburgring bestieg Lauda auf der Ferrari-Heimstrecke in Monza seinen Ferrari und wurde trotz blutender Wunden Vierter.

<sup>66</sup> Cavallo, Alberto, Cruces, Guillermo, und Perez-Truglia, Ricardo: „Inflation Expectations, Learning, and Supermarket Prices: Evidence from Survey Experiments“, *American Economic Association Journal*, Vol. 9, 3. Juli 2017

*If globalism was deflationary,  
 isn't the reverse inflationary?*  
**Harris Kupperman**

*Free trade is God's diplomacy.  
 There is no other certain way of  
 uniting people in the bonds of  
 peace.*  
**Richard Cobden, 1857**

*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**

Daher wird die Nachricht, dass die Supermarktpreise in den USA im April die stärksten Anstiege seit 46 Jahren verzeichneten, den Zentralbankern leichte Kopfschmerzen bereiten, auch wenn das allgemeine Preisniveau rückläufig war.<sup>67</sup>

**Die Rückkehr des Protektionismus und eine Zunahme von Handelschranken, Exportverboten, Strafzöllen etc. sollte ebenfalls inflationstreibend wirken. Die Lieferketten werden kürzer und robuster, jedoch auch teurer.** Insbesondere ein Rückfall in einen neuen Protektionismus, hätte für den Wohlstand erheblich negative Folgen. Die Einführung von Zöllen oder anderen Handelshemmnissen verteuert Produkte und führt zu einer geringeren Kaufkraft. Dadurch können die Bürger real weniger konsumieren und sparen. Oftmals sind protektionistische Maßnahmen auch Vorboten einer kulturellen und schließlich politischen Entfremdung, die militärischer Konflikte wahrscheinlicher macht. **Unser Freund, der Ökonom und Philosoph Rahim Taghizadegan, führt hierzu folgendes aus:**

*„Frédéric Bastiat bemerkte: Wenn Güter die Grenzen nicht überschreiten können, dann werden es Armeen tun. Oft ist Protektionismus die Vorstufe von Krieg. Handel macht einander Fremde vertraut, außerdem haben immer mehr Menschen Anreize, nicht durch feindliche Gesinnung ihre Lebensgrundlage aufs Spiel zu setzen.“<sup>68</sup>*

**Jedenfalls deutet vieles darauf hin, dass die Coronakrise zahlreiche inflationstreibende Probleme und Konflikte, die bereits zuvor schwelten, nun zum Überkochen bringt.** Sie ist ein Auslöser, der verstärkend wirkt, aber nahezu alle Probleme und Konflikte hielten die Wirtschaft, die Staaten und die Welt schon davor auf Trab wie die sozialen und politischen Unruhen von Hongkong über Kairo bis Beirut, Paris und Santiago de Chile. Ein Signal, dass die Frustration der Bevölkerung über die sich verschlechternde wirtschaftliche Lage beständig wächst.

### Das Incrementum-Inflationssignal

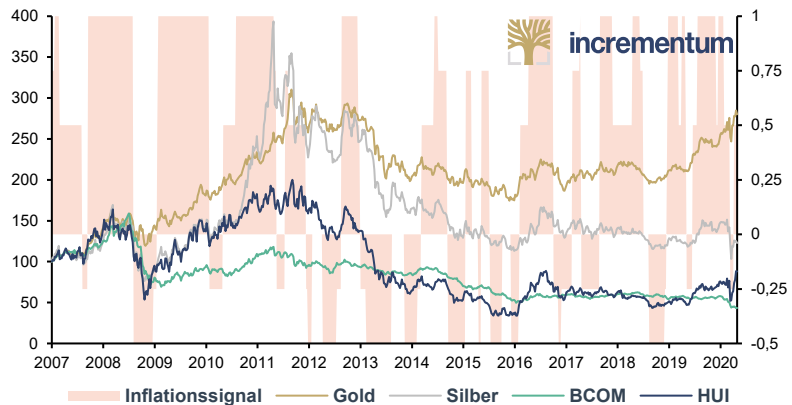
Wenn man sich ein Bild über die globalen Inflationstendenzen machen möchte, ist es hilfreich sich die Preisentwicklung inflationssensitiver Anlageklassen wie z. B. Gold, Silber, sonstiger Rohstoffe (BCOM) oder auch Goldminenaktien anzusehen. Diese liefern voraussichtliche Aussagen über die Inflationstendenz in der kurz- und mittelfristigen Zukunft, während herkömmliche Inflationsstatistiken stets nur die vergangene Inflationsentwicklung abbilden, also quasi in den „Teuerungs-Rückspiegel“ schauen. Für den Anleger, der stets die Kursentwicklung in der Zukunft vorherzusehen versucht, sind diese Statistiken weitgehend unbedeutend.

**Wir haben deshalb ein proprietäres Inflationssignal entwickelt, mit dem wir den aktuellen Inflationstrend analysieren.** Das so gewonnene Inflationssignal ist eine Entscheidungsgrundlage unserer Assetallokation.

<sup>67</sup> Vgl. „US grocery costs jump the most in 46 years, led by rising prices for meat and eggs“, CNBC, 12. Mai 2020

<sup>68</sup> Vgl. Taghizadegan, Rahim: *Alles, was sie über die Österreichische Schule der Nationalökonomie wissen müssen: Eine Einführung*, 2016

**Inflationssensitive Anlagen (lhs), indexiert 01/2007 = 100, und Incrementum Inflationssignal (rhs), 01/2007-05/2020**



Wie man am Chart erkennt, waren während der letzten eineinhalb Dekaden 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

**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 Aktienmarkt-Korrektur erwies sich als Vorbote der zunehmenden Wirtschaftsabkühlung, welche sich im Jahr 2019 sukzessive ausprägte.

*Um klar zu sehen, genügt oft ein Wechsel der Blickrichtung.*

**Antoine de Saint-Exupéry**

Entscheidend aber war, dass diese Marktbewegung der Anlass für die Wende der US-Zinspolitik war und die Federal Reserve die vielbeschworene geldpolitische Normalisierung aufgeben musste. Die Zinswende sorgte nicht nur für eine Erholung an den Aktienmärkten, sie beflügelte auch die inflationssensitiven Anlagen. **Wie schon an anderer Stelle erwähnt, markierte Q4/2018 letztlich auch das letzte Hoch im Dow/Gold-Ratio, das seither 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 deutlichen Übergewichtung der inflationssensitiven Anlagen.**

**Im Zuge der „Corona-Krise“ schwächte sich das Inflationssignal dramatisch ab.** Der erneute „Risk-off“ erfasste zunächst auch den

*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,**  
**JPMorgan**

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

**Elias Canetti**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

krisenresistenten Rohstoff Gold. Den massiven deflationären Tendenzen wurden, wie wir ebenfalls schon ausführlich besprochen haben, mit extremen monetären und fiskalischen Maßnahmen entgegengewirkt.

**Bemerkenswert ist allerdings, dass der breite Rohstoffmarkt innerhalb der inflationssensitiven Anlagen sowohl vor als auch seit der Corona-Krise, deutlich underperformed hat.** Auch dies ist konsistent mit unserer Einschätzung einer sich abschwächenden globalen Konjunktur. Wir interpretieren die Outperformance von Gold und Goldminen-Aktien als Vorboten einer mittelfristig deutlich höheren Teuerung. Silber war bis zuletzt ein relativer Underperformer, bildete in den letzten Wochen jedoch zunehmend relative Stärke aus. Mit dem Einsetzen verstärkter Teuerungstendenzen würden wir uns auch eine Outperformance von Silber und eine Wende der breiten Rohstoffindizes erwarten.

Das Inflationssignal zeigt derzeit wieder leicht steigende Inflationstendenzen an. **Ein fallendes Gold/Silber-Ratio oder steigende Rohstoffpreise würden dem Inflationssignal zur vollen Signalstärke verhelfen und uns den – womöglich endgültigen – langfristigen Wendepunkt in der Inflationsdynamik anzeigen.**

### Stagflation ante portas?

**Nachdem sich die Wahrscheinlichkeit für ein stagflationäres Szenario unser Meinung nach erhöht hat, wollen wir das Thema dieses Jahr erneut aufgreifen.** Die Gründe dafür liegen auf der Hand. Nicht oft genug kann man betonen, dass sich die Weltwirtschaft vor dem Ausbruch des Coronavirus bereits merklich abgekühlt hatte. Die Federal Reserve hat die Zinsen im 2. Halbjahr 2019 bereits drei Mal um jeweils 0,25% abgesenkt und die EZB im Herbst ihr QE-Programm wieder aufgenommen. **Dieser wenig erfreuliche fundamentale Zustand der Weltwirtschaft trifft nun auf eine einmalige Flut an neuem Geld, das die Zentralbanken in den vergangenen Wochen in Umlauf gebracht haben.**

Der Begriff der „Stagflation“ bezeichnet jenen ökonomischen Zustand, in dem eine wirtschaftliche *Stagnation*, also ein geringes Wachstum unterhalb des Potenzialwachstums, und eine merkbare *Inflation* zusammentreffen. Geprägt wurde dieser Begriff von dem britischen Abgeordneten und späteren Finanzminister Iain Macleod, der den Begriff Stagflation bereits 1965 zum ersten Mal verwendet hatte. Im Sommer 1970 griff er ihn wieder auf und seitdem ist er langsam in den allgemeinen Sprachgebrauch eingegangen.

### Die Stagflation der 1970er-Jahre

Die große Stagflation der 1970er-Jahre kann uns für die heutige Situation durchaus als Lehrstück dienen. Die westlichen Industriestaaten, allen voran die USA, litten damals unter chronisch hohen Inflationsraten bei gleichzeitiger Verdopplung der Arbeitslosigkeit. Auslöser hierfür waren nach Ansicht der Mainstream-Ökonomen die zwei Ölpreisschocks 1973/74 und 1979/80 und somit ausschließlich exogene Faktoren.

*The government that's strong enough to give you what you want by taking it from someone else is strong enough to take everything you have and give it to someone else.*

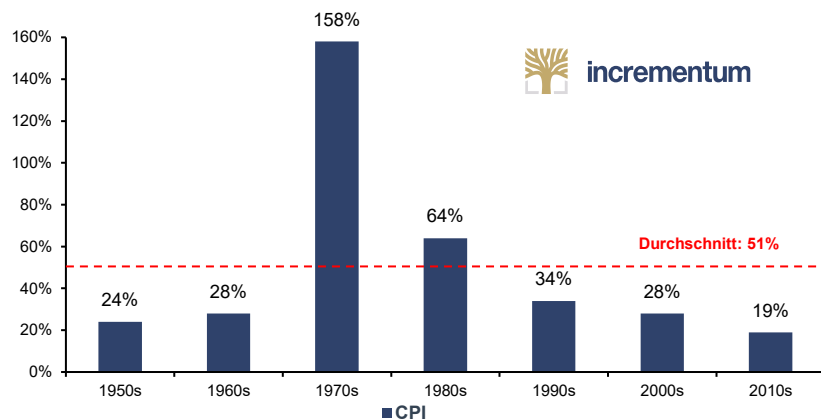
**Harry Browne**

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

*„Unsere Mitgliedsländer werden alle notwendigen Schritte unternehmen, und/oder Verhandlungen mit den Ölfirmen führen, um Mittel und Wege zu finden, um nachteiligen Auswirkungen auf das Realeinkommen der Mitgliedsländer, die sich aus den internationalen monetären Entwicklungen per 15. August 1971 ergeben, entgegenzuwirken.“<sup>69</sup>*

**In den Jahren davor hatten Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie vor der Abwertung des US-Dollar und den damit einhergehenden inflationären Tendenzen gewarnt.** Darunter war beispielsweise der damals junge Harry Browne, der bei diversen Medienauftritten und in seinen Büchern sehr eindrucksvoll die Entwicklungen der 1970er-Jahre antizipierte.<sup>70</sup>

**CPI-Vergleich zwischen Dekaden (in %)**



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Selbstverständlich sind die Rahmenbedingungen heute nicht exakt dieselben, wie in den 1970er-Jahren, als sich die westliche Welt mit einer ausgeprägten Stagflation konfrontiert sah. **Dennoch sind aktuell wieder beträchtliche Währungsabwertungen und in dessen Folge stagflationäre Tendenzen zu erwarten.**

*Eine Notenbank, die Geld verschenkt, wird kaum mehr die Kontrolle über die Notenpresse wiedererlangen können.*

**Otmar Issing**

**Denn wir sind der festen Überzeugung, dass wir uns an einer Weggabelung befinden.** Wenn eine Ausweitung der Wirtschaftsaktivität über eine höhere Kreditvergabe nur mehr schwer möglich ist, müssen Notenbanken und Regierungen improvisieren und in die Trickkiste greifen, etwa indem sie akademische Gedankenspiele wie MMT oder Helikoptergeld einem Praxistest unterziehen.

<sup>69</sup> [August 1971: Der Beginn des weltweiten Papiergeldsystems](#), Austrian Economics Analytics OG

<sup>70</sup> Vgl. Browne, Harry: „The coming Devaluation“, YouTube, 5. Dezember 2011

In den kommenden Jahren wird sich unserer Meinung nach ein Paradigmenwechsel an den Märkten – hin zu steigenden Inflationstendenzen – vollziehen. Es scheint, als wären wir diesem Szenario einen deutlichen Schritt nähergekommen. **Wir befinden uns derzeit in der größten konjunkturellen Krise seit den 1930er-Jahren und die Inflationstendenz wird mittelfristig drehen. Wir halten es für gut möglich, dass wir vor einer ausgeprägten Stagflationsphase stehen.**

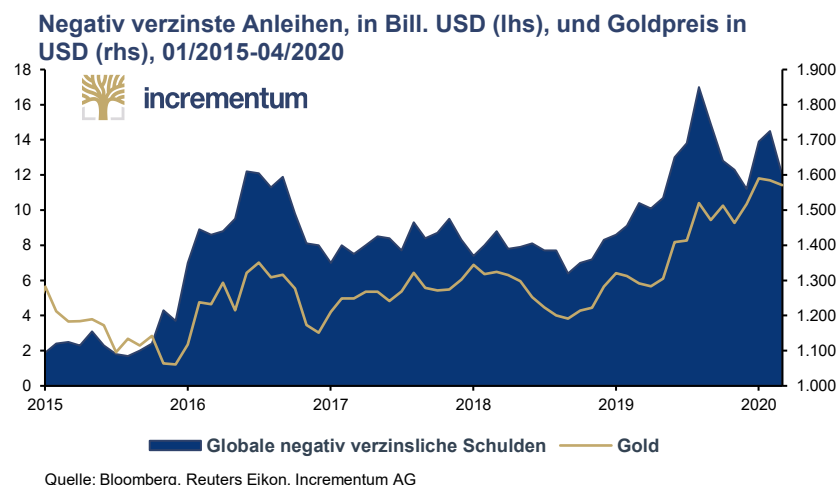
### Fazit

**Wir sind besorgte Zeugen eines der größten Geldexperimente der Menschheitsgeschichte.** Es scheint, als hätten wir das Ende der monetären Fahnenstange erreicht und müssten nun zu unkonventionellen und noch brachialeren Maßnahmen greifen, um eine steigende Preisinflation und Wirtschaftswachstum herbeizudrücken.

*It gradually led to a widespread (crazy) belief that inflation is an historical artifact, not a modern possibility.*

**Paul Singer**

**Die Sorge vor steigender Preisinflation scheint nach wie vor als eine Narretei oder die sirenenhafte Dauerwarnung von Weltuntergangspropheten.** Derzeit werden Staatsanleihen im Ausmaß von 12 Bill. USD mit negativen Zinsen gehandelt, dies entspricht fast dem BIP der gesamten EU ohne Deutschland. Inflation dürfte somit der „pain trade“ der Dekade werden.



Die Vorzeichen für eine Wende des Inflationstrends haben sich grundlegend geändert, unter anderem weil sich Rohstoffe – insbesondere Öl – mittlerweile auf einem deutlich niedrigeren Preisniveau befinden und sich der Basiseffekt selbst bei stagnierenden Rohstoffpreisen in den Teuerungsraten niederschlagen wird.

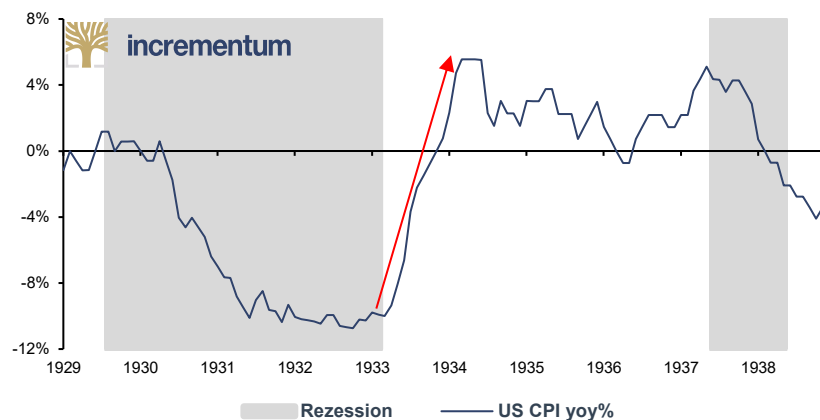
*A firefighter has never been criticized for using too much water.*

**Stephen Poloz**  
**Bank of Canada, Governor**

**Ein demütiger Blick in unsere monetäre Vergangenheit lehrt uns: Weder die Mainstream-Ökonomie noch Notenbanker können die Spezifika der Inflationsdynamik steuern.** Die kläglich scheiternden Versuche, das Teuerungsniveau wie ein Thermostat zu regulieren, zeugen von Hybris und Ignoranz der (Geld-)Geschichte. **Teuerungswellen treten unerwartet und innerhalb relativ kurzer Zeit auf.** Viele der im Rahmen dieses Kapitels genannten Faktoren werden unserer Meinung nach aber erst im

Rahmen der nächsten Aufschwungsphase des Zyklus wirklich schlagend werden, ähnlich wie im Rahmen der Großen Depression.

### US CPI yoy%, 01/1929-12/1938



Quelle: Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

**Auf welche Signale sollte man für das frühzeitige Erkennen einer Umkehr der Inflationstendenz achten?** Neben unserem Inflationssignal und dem Gold/Silber-Ratio halten wir das Kupfer/Gold-Ratio, das einen erstaunlichen Gleichlauf mit US-Treasuries zeigt, für einen spannenden Inflationsindikator.<sup>71</sup> Sollte es beim Kupfer/Gold-Ratio zu einer Trendumkehr kommen, dürfte die Trendwende bei der Inflationstendenz unmittelbar bevorstehen.

### Kupfer/Gold-Ratio (lhs), und US T10Y (rhs), in %, 01/1990-05/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Während im Jahr 2008 noch Liquiditätssorgen und die Angst, dass zu wenig Geld gedruckt würde, dominierten, dürfte es im Zuge der Corona-Rezession/Depression zu einer gegenteiligen Markteinschätzung kommen.** Dies wäre insbesondere dann der Fall, wenn das Vertrauen in die Fähigkeit der Federal Reserve verloren geht, mit weiteren Stimulierungsmaßnahmen die Wirtschaft zu beleben, der sogenannte „Der Kaiser ist nackt“-Moment.

<sup>71</sup> Vgl. Mayberry, Jeffrey M.: „The Power of Copper-Gold: A Leading Indicator for the 10-Year Treasury Yield“, DoubleLine Funds, 2019



Sobald steigende Preisinflation von den Marktteilnehmern ernsthaft in Betracht gezogen wird, könnte sich das generelle Marktsentiment grundlegend ändern. **Die derzeit nach wie vor allgegenwärtige Erwartungshaltung, dass es im Zweifel weitere Stimulus-Maßnahmen der Notenbanken gibt, bis diese endlich wirken, wird im Falle steigender Inflationserwartungen vermehrt in Frage gestellt werden.**

*The most important thing to remember is that inflation is not an act of God, that inflation is not a catastrophe of the elements or a disease that comes like the plague. Inflation is a policy.*  
**Ludwig von Mises**

Bislang zeigen die Konsumentenpreise nur eine zurückhaltende Aufwärtstendenz, womit die Zentralbanken die Fortschreibung ihrer Nullzinspolitik sowie sämtliche zusätzlichen „unkonventionellen“ Maßnahmen rechtfertigen. Ansteigende Preisinflation gepaart mit einer dahinsiechenden Post-Corona-Konjunktur ist für Gold der „perfect storm“. Das Gros der Marktteilnehmer hat dieses Szenario im Augenblick allerdings noch nicht auf der Rechnung. **Doch wie hat Wilhelm Busch es einmal so treffend formuliert: „Erstens kommt es anders, zweitens als man denkt.“**

## Fazit Status Quo

„Gold is not a drug that cures the disease but merely a symbol of the flight from dishonesty – a symbol of independence, honest money and permanence.“

Anthony Deden

**Im Vorjahr hatten wir klar Stellung bezogen und von der Frühphase eines neuen Gold-Bullenmarktes geschrieben.** Diese These wurde mit dem Ausbruch über die Widerstandszone bei 1.360-1.380 und dem anschließenden Startschuss zu einer neuen Gold-Rally bestätigt.

Trotz dieses deutlichen Nominalpreisanstiegs darf nicht darauf vergessen werden, dass in einer inflationsbereinigten Betrachtung das reale Allzeithoch aus dem Jahr 1980 von 2.215 USD noch weit entfernt liegt.



*There are more questions than answers.  
And the more I find out the less I know.*

**Johnny Nash**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Der Hintergrund der Hypothese vom vergangenen Jahr, wonach wir erst am Anfang einer neuen Gold-Rally stehen, war, dass sich die Wirtschaft bereits vor dem Ausbruch der Coronaviruspandemie in einem für Gold immer vorteilhafteren Zustand befand:** fallende Realzinsen, (die Aussicht auf) eine weitere Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik, die zunehmenden politischen Unsicherheiten und aufziehende Rezessionswolken.

**Der Coronavirusausbruch war dann „nur“ mehr der Tropfen, der das Fass zum Überlaufen gebracht hat.** Wohlgermerkt ein sehr großer Tropfen, der mit einer Vehemenz auf die Märkte prasselte, die sich wohl niemand in seinen kühnsten (Alp-)Träumen vorstellen konnte. **Die derzeitige Gemengelage ist, wie am Anfang jeder Krise, noch sehr undurchsichtig.** Eine rasche V-förmige Konjunkturerholung, wie sie viele Ökonomen ursprünglich ihren Modellen zugrunde gelegt hatten, erachten wir jedoch als unmöglich.

Eine der zentralen Prämissen unserer Anlagephilosophie ist die Erwartung, dass die Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation für Investoren zunehmend relevanter werden wird. **Wir sind der Überzeugung, dass wir nun nahe einer entscheidenden Weggabelung stehen: Der disinflationäre Druck wird gebrochen werden (müssen).**

*None of us has the luxury of choosing our challenges; fate and history provide them for us...Our job is to meet the tests we are presented.*

**Jerome Powell**

**Auf mittlere Sicht werden die inflationären Kräfte die Oberhand behalten. Daher gehen wir davon aus, dass die Inflationsthematik in den kommenden Jahren das bestimmende Thema für die Veranlagung sein wird.** Für inflationssensitive Anlagen wie Gold, Rohstoffe und Aktien sind das gute Nachrichten. Das Verlassen der derzeitigen „Low-Flation“ Phase könnte sich als „pain-trade“ für die Masse der Anleger erweisen, insbesondere wenn die 40-jährige Party an den Bondmärkten beendet werden wird. **Wenn wir verschiedene Makro- und Marktkennzahlen zum Zeitpunkt der letzten säkularen Allzeithochs 1980 und 2011 mit der aktuellen Situation vergleichen, so wird ebenfalls deutlich, dass der Goldpreis relativ gesehen weiterhin günstig ist.**

**Vergleich unterschiedlicher Makro- und Marktkennzahlen bei Allzeithochs von Gold in 1980 und 2011 vs. aktuell:**

	1980	2011	Aktuell
Goldpreis in USD	850	1.900	1.750
Monetäre Basis (Mrd. USD)	155	2.637	4.844
M3 Geldmenge (Mrd. USD)	1.480	9.539	16.103
US Staatsschulden (Mrd. USD)	863	14.790	23.201
BIP/Kopf	30.154	50.660	57.621
S&P 500	110	1.165	2.953
US Arbeitslosenrate	6%	9%	15%
US-Dollar-Index	86	78	99,80

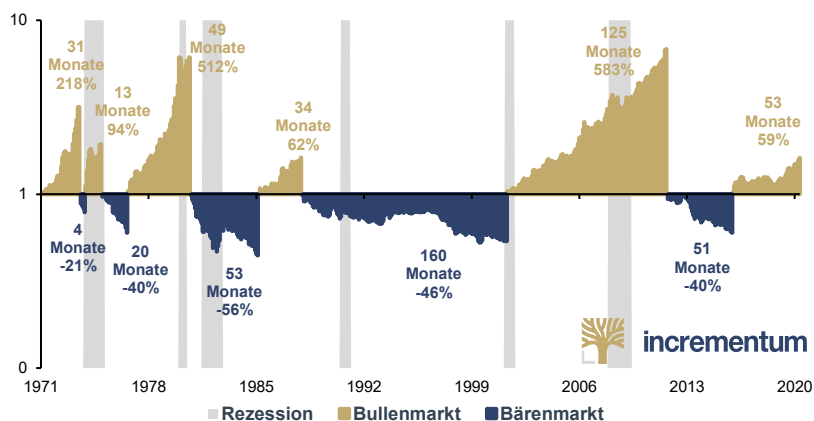
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG, per 22. Mai 2020

*The good news is that we know what is coming next. The bad news is that we know what is coming next.*

**Russell Napier**

**Allgemein gesprochen sehen wir gerade an den Rohstoffmärkten ein erhebliches Kurspotenzial.** Diese sind sowohl absolut als auch relativ, etwa im Vergleich zu den Aktienmärkten, attraktiv bewertet. Wenn man sich die Bullenmärkte der letzten 50 Jahre ansieht, so fällt auf, dass Gold selbst in seiner schwächsten Aufwärtsperiode um 62% zulegen konnte. Dies lässt uns optimistisch in die Zukunft blicken.

Gold, Bullen- und Bärenmärkte, 01/1971-05/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

**Nassim Taleb**

**Wir haben in dieser ausführlichen Standortbestimmung unterschiedliche Aspekte, die für die Goldpreisentwicklung relevant sind, beleuchtet. Fest steht: Die Ausweitung der Geldmengen, das negative Realzinsniveau und die überproportionale Ausweitung der Verschuldung haben die Systemverfassung weiter fragilisiert.<sup>72</sup>**

**Wir sind deshalb mehr denn je der festen Überzeugung, dass Gold ein vieldimensionaler Portfoliobaustein mit antifragilen Eigenschaften ist, der in der kommenden goldenen Dekade seine Stärke voll ausspielen wird.** Die wichtigste Eigenheit des Goldes ist, dass es sich reziprok zum Geldsystem verhält und ein wirksamer Inflations- und Krisenschutz ist. Dies gilt gerade auch für unerwartete Marktverwerfungen, deren Dynamik nicht im Detail vorhersehbar sind.

<sup>72</sup> Vgl. „Antifragil investieren mit Gold“, In Gold We Trust-Report 2016

*I am a firm believer in the people. If given the truth, they can be depended upon to meet any national crisis. The great point is to bring them the real facts, and beer.*

**Abraham Lincoln**

*Beer makes you feel the way you ought to feel without beer.*

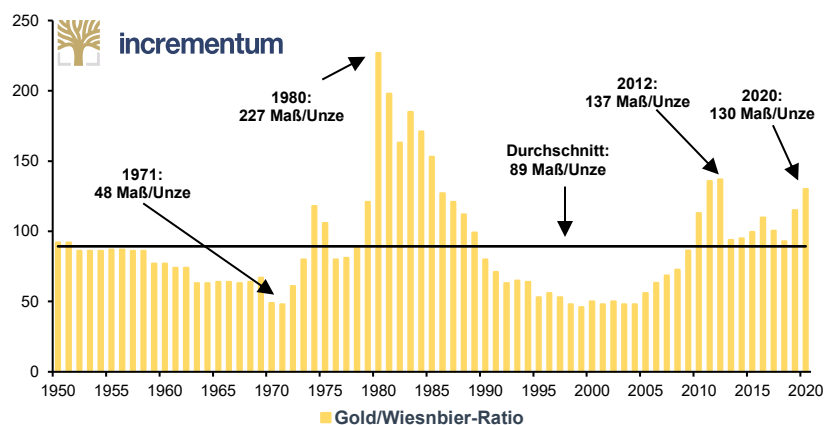
**Henry Lawson**

### **In Gold We Trust-Extra: Das Gold/Wiesnbier-Ratio<sup>73</sup>**

„**Grau, teurer Freund, ist alle Theorie und grün des Lebens gold'ner Baum.**“<sup>74</sup> **So schwer es auch fallen mag.** In manchen Jahren muss man sich mit der Theorie begnügen. 2020 ist so ein Jahr, denn das 187. Münchner Oktoberfest ist der Coronaviruspandemie zum Opfer gefallen.<sup>75</sup> Das soll uns aber nicht daran hindern, eine der liebgewonnen Traditionen des *In Gold We Trust*-Report weiterzuführen, das Gold/Wiesnbier-Ratio. Schwer ist es, sich München ohne Oktoberfest vorzustellen, unmöglich ist allerdings ein *In Gold We Trust*-Report ohne Gold/Wiesnbier-Ratio.

Beim vergangenen Oktoberfest 2019 kostete die Maß bereits bis zu 11,80 EUR. 1950 musste der Wiesnbesucher dagegen umgerechnet nur 0,82 EUR auf den Tresen legen. Seit 1950 beträgt die jährliche Wiesnbierteuerrate daher im Schnitt 3,8%. **Und wie viele Maß Bier kauft aktuell eine Unze Gold? Eine Unze Gold kauft gegenwärtig 130 Maß Bier. Gemessen am historischen Mittelwert von 89 Maß befindet sich die „Bierkaufkraft“ des Goldes damit mittlerweile deutlich über dem Mittelwert.**

#### **Gold/Wiesnbier-Ratio, 1950-2020**



Quelle: Statista, Incrementum AG

Das Oktoberfest liebende Goldanleger werden dank des neuerlichen kräftigen Anstiegs des Gold/Wiesnbier-Ratios beim improvisierten Oktoberfest sicherlich nicht mit trockenen Kehlen zu Hause sitzen. **Nach dem kräftigen Anstieg um 22 Maß von 93 auf 115 Maß Bier im vergangenen Jahr, lässt sich auch 2020 mit einem weiteren Anstieg auf 130 Maß nicht lumpen.**<sup>76</sup> Vom historischen Höchststand von 227 Maß je Unze Gold im Jahre 1980 sind wir aber weiterhin noch deutlich entfernt. Ob der Konsum solch rauer Mengen Alkohol tatsächlich bekömmlich ist, muss allerdings jeder Leser für sich selbst entscheiden.

<sup>73</sup> Ausführlicher widmen wir uns dem Gold/Wiesnbier-Ratio alljährlich im Herbst in einem *In Gold We Trust*-Special, wenn auf der Theresienwiese der große Trubel herrscht. Das werden wir auch dieses Jahr so halten, auch wenn das Oktoberfest nur virtuell stattfinden wird. Vgl. „O'zapft is! - Das Gold/Wiesnbier-Ratio 2019“, *In Gold We Trust*-Special 09/2019

<sup>74</sup> Johann Wolfgang von Goethe: Faust 1

<sup>75</sup> Seit der Premiere im Jahre 1810 wurde die Wiesn insgesamt 24 Mal abgesagt, stets wegen schwerer Notlagen: Kriege wie die Napoleonischen Kriege 1813, 1866 der Preußisch-Österreichische Krieg, sowie während des 1. und 2. Weltkriegs. Die Cholera verhinderte 1854 und 1873 das Oktoberfest, 1923 zwang die Hyperinflation zur Absage. 2020 findet die Wiesn also zum ersten Mal seit der Wiederaufnahme 1949 nicht statt.

<sup>76</sup> Wir haben allerdings angenommen, dass sich der Bierpreis nicht erhöht hätte. Bei einem Anstieg wie im Vorjahr um 2,6% fällt der Biergenuss um etwas mehr als 3 Maß.

# Minenaktien: Die Party hat begonnen

*„Never be the first to arrive at a party or the last to go home and never, never be both.“*

David Brown

## Key Takeaways

- Der vierjährige Bärenmarkt hat dazu geführt, dass ein Großteil der Mining-Unternehmen nun auf einem solideren Fundament steht. Die Produzenten sind nun schlanker, haben ihre Verschuldung abgebaut und werden in Zukunft stärker von steigenden Goldpreisen profitieren.
- Wir gehen davon aus, dass sich die M&A-Aktivitäten fortsetzen werden. Vom gesamten Bergbausektor ist Gold möglicherweise der am stärksten fragmentierte Subsektor.
- Der technologische Wandel wird die Spreu vom Weizen trennen und schafft neue Möglichkeiten der Effizienzsteigerung bei Exploration und Förderung.
- Das Gold/Silber-Ratio befindet sich nahe den historischen Höchstständen. Ein Rückgang des Verhältnisses auf 40 oder 50 würde der Cash-Flow-Generierung der Silberproduzenten Aufwind verleihen.
- Viele Minenaktien sind bei hohem Volumen ausgebrochen. Generalisten wie z. B. institutionelle Investoren steigen langsam wieder in den Sektor ein.
- Trotz dieser positiven Entwicklungen gibt es weiterhin nur wenige Sektoren, die von der Anlegergemeinschaft stärker untergewichtet werden als der Bergbausektor.

*Opportunity is missed by most because it is dressed in overalls and looks like work.*

**Thomas A. Edison**

*All we need is just a little patience.*

**Guns N'Roses**

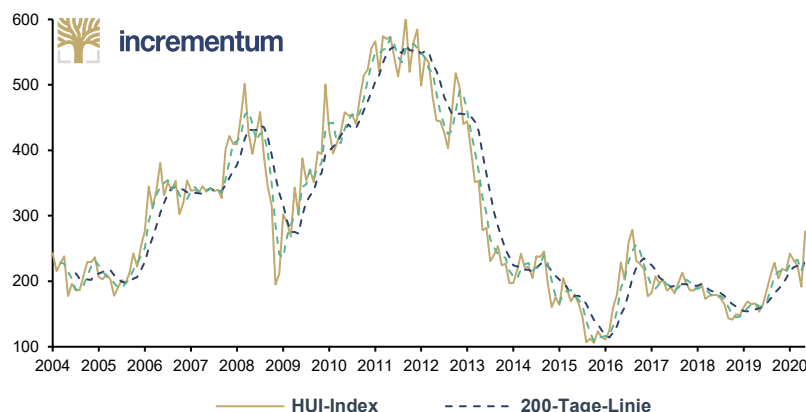
*Whether we're talking about socks or stocks, I like buying quality merchandise when it is marked down.*

**Warren Buffett**

**Der diesjährige In Gold We Trust-Report widmet dem Minensektor erheblich mehr Raum als in den vergangenen Jahren.**<sup>77,78</sup> Dies ist dem überzeugenden Investment-Case im Rahmen eines zunehmend positiver werdenden makroökonomischen Umfelds geschuldet. Zudem haben wir uns im nachfolgenden Kapitel erneut mit ESG und die Auswirkungen auf den Mining-Sektor angesehen und ein Interview mit Terry Heymann vom „World Gold Council“ geführt.

**Bevor wir auf die wichtigsten Entwicklungen im Minensektor eingehen, lohnt sich ein Blick in die jüngere Historie.** Nach einer ernüchternden und frustrierenden Baisse gleichen Investments in Gold- und Silberaktien – im wahrsten Sinne des Wortes – Minenfeldern. Wir sahen uns mit einem kontinuierlichen und frustrierenden Kursrückgang konfrontiert, der in der zweiten Hälfte des Jahres 2011 begann und Ende 2015 seinen Tiefpunkt erreichte. Dieser frustrierende Bärenmarkt veranlasste viele Investoren, dem Sektor den Rücken zu kehren. Mining-Investoren sind oftmals nicht besonders geduldig und verlangen zeitnah hohe Renditen. Leider sind für Investitionen in dieser Branche Durchhaltevermögen, Leidenschaft und Nerven wie Drahtseile erforderlich.

HUI-Index, 01/2004-05/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Wie in den meisten Bullenmärkten begann die neue Bullenmarkt-Phase bei Gold 2016 sehr langsam und gewann erst Mitte 2019 richtig an Fahrt.** Sowohl für Gold- als auch für Silberaktien waren die ersten acht Monate des Jahres 2016 hingegen spektakulär. Der Gold Bugs Index (HUI) erreichte Anfang August einen Höchststand von 284 Punkten, was einem Anstieg von 153% in etwas mehr als acht Monaten entspricht. Zu diesem Zeitpunkt lag der Goldpreis unter dem Niveau von 1.350 USD/Unze, während Silber auf 20-21 USD/Unze stieg, wobei es beiden Metallen nicht gelang, wichtige Widerstandsniveaus zu durchbrechen. Von Mitte 2016 bis Mitte 2019 bewegte sich der Goldpreis sehr zäh und trotz erheblich verbesserter Fundamentaldaten benötigte er drei Jahre, um den Höchststand von 2016 zu durchbrechen.

<sup>77</sup> Das ist eine gekürzte Version dieses Kapitels. Die Langfassung finden Sie in der „Extended Version“ des In Gold We Trust-Reports, die Sie kostenfrei herunterladen können unter [ingoldwetrust.report/igwt/](http://ingoldwetrust.report/igwt/).

<sup>78</sup> Vgl. „Minenaktien – Mehr als ein Silberstreif am Horizont?“, In Gold We Trust-Report 2018; „Goldminenaktien – Nach der schöpferischen Zerstörung ist vor der Hausse?“, In Gold We Trust-Report 2019

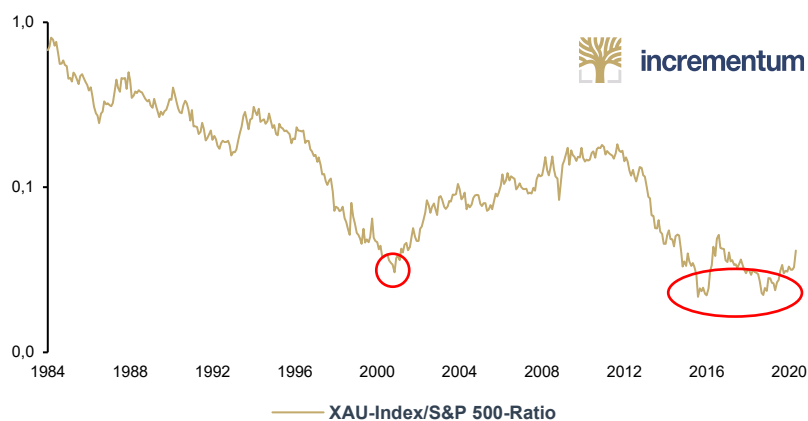
*Gains are overrated. Avoiding loss is underrated.*

**D. Muthukrishnan**

**Bevor wir die Performance der letzten Jahre näher betrachten, lohnt sich ein kurzer Blick aus einer längerfristigen und relativen**

**Perspektive.** Der nachfolgende Chart zeigt die Performance der Minenaktien (XAU-Index) im Verhältnis zum breiteren Markt (S&P 500). Der Vergleich illustriert eindrucksvoll, wie günstig Goldaktien im Vergleich zum US-Aktienmarkt aktuell bewertet sind.

**XAU-Index/S&P 500-Ratio (log), 01/1984-05/2020**



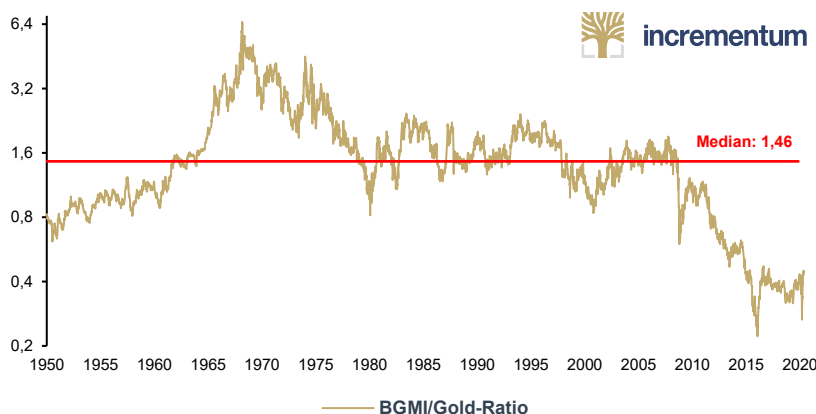
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*I love it when people always say I'm always 'too early'. You can be late to a bull market – it's an escalator on the way up. You can't be late to a bear market – because it's an elevator going straight down.*

**Dave Rosenberg**

Diese Underperformance der Minenaktien wird besonders deutlich, wenn wir einen noch längerfristigeren Vergleich anstellen. Der älteste verfügbare Goldminenindex, der „Barron's-Gold-Mining-Index“ (BGMI), befindet sich im Vergleich zu Gold derzeit de facto am niedrigsten Stand seit 78 Jahren. Darüber hinaus liegt der aktuelle Wert meilenweit unter dem langfristigen Median von 1,46x.

**BGMI/Gold-Ratio (log), 01/1950-05/2020**



Quelle: Nick Laird, goldchartsrus.com, Reuters Eikon, Incrementum AG

**Der Höchststand im HUI von 285 Punkten aus dem Jahr 2016 wurde vor kurzem angetestet, aber noch nicht nachhaltig durchbrochen, obwohl der Goldpreis mittlerweile um 400 USD höher steht als 2016.**

Dies ist erwähnenswert, denn, wenn sich der Markt aktuell ähnlich wie im Jahr 2016 verhielte, müsste der HUI schon signifikant höher stehen. Die

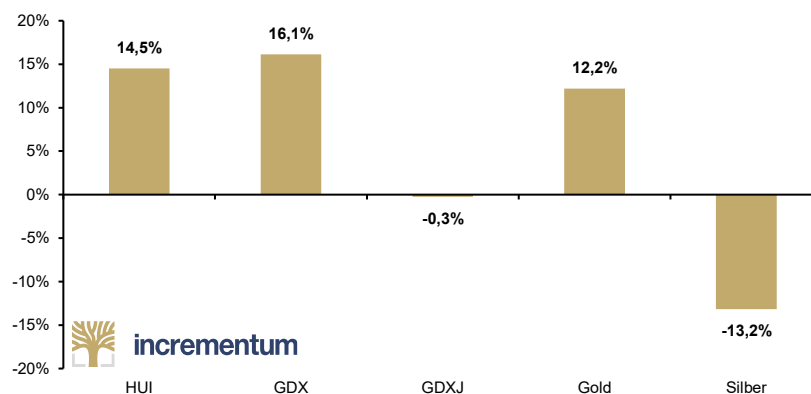


*I guess what I'm trying to say is that if I can change and you can change, everybody can change!*  
**Rocky Balboa**

zusätzlichen 400 USD/Unze und die deutlich gefallenen Energiepreise führten zu einer beträchtlichen Ausweitung der Marge und der Cashflows.

**Nun wollen wir einen kurzen Blick auf die Entwicklung seit Jahresbeginn werfen. Das Jahr begann mit einem wenig volatilen Seitwärtslauf, ehe im Zuge der Coronakrise ein brutaler Abverkauf stattfand.** Innerhalb weniger Handelstage kollabierte der HUI von 245 Punkten auf 142, ehe die Minenaktien wie Phönix aus der Asche aufstiegen und sich innerhalb weniger Wochen bei hohem Handelsvolumen verdoppelten.

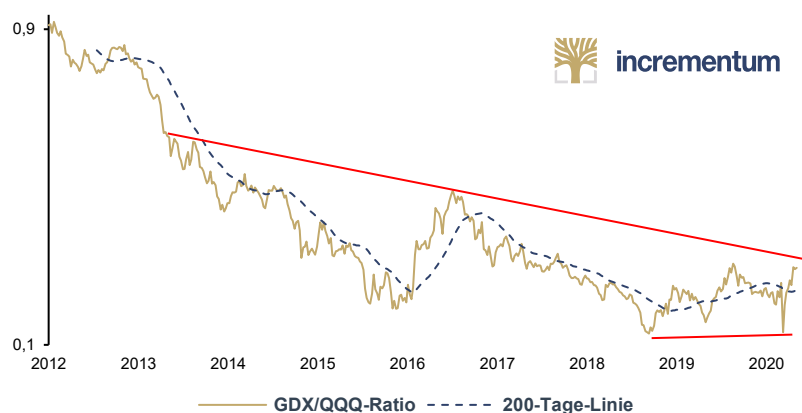
**HUI, GDX, GDXJ, Gold & Silber, bisherige Jahresperformance**



Quelle: Reuters Eikon (abgerufen am 14.05.2020), Incrementum AG

**Wichtig erscheint uns die Tatsache, dass derzeit – langsam, aber sicher – eine Sektorrotation im Gange ist.** Wenn wir einen Blick auf die relative Stärke von Minenaktien (GDX) gegenüber dem (ehemals) führenden Sektor am Aktienmarkt, den Technologieaktien (QQQ), machen, so stellen wir fest, dass die Minenaktien zuletzt massiv relative Stärke aufgebaut haben. **Dies zeigt, dass die Attraktivität des Minensektors langsam wahrgenommen wird und sich die technische Situation sukzessive verbessert.**

**GDX/QQQ (Nasdaq ETF)-Ratio, 01/2012-05/2020**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

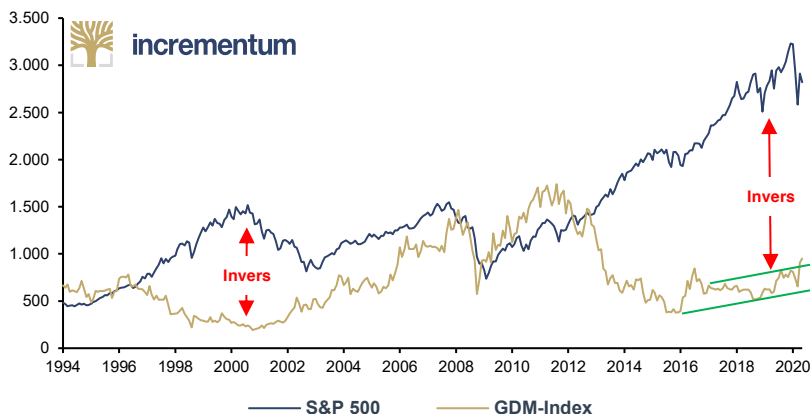
## 2019: Das Jahr im Rückblick

*This time around will be better. The printing—and it will be printing this time, not QE—will cause gold to rise both in real and nominal terms. There is no better environment for gold miners.*

**Dan Oliver**

**Während die allgemeine Stimmung für Gold und Silber in der ersten Hälfte des Jahres 2019 noch leicht gedämpft war, wandelte sich das Bild in der zweiten Hälfte des Jahres, als die Risse im Finanzsystem deutlicher wurden.** ETFs verzeichneten Rekordzuflüsse, renommierte Makro-Investoren wie Paul Tudor Jones, Sam Zell oder Ray Dalio (wieder)entdeckten ihr Faible für Gold und die Stimmungslage im Minensektor wurde sukzessive positiver. Am nachfolgenden Chart erkennt man, dass der NYSE Arca Gold Miners Index (GDM) im Herbst 2019 den ersten Versuch unternommen hatte, aus der mehrjährigen Konsolidierungsformation auszubrechen. Dieser Ausbruch ist mittlerweile gelungen.

GDM-Index & S&P 500, 01/1994-05/2020



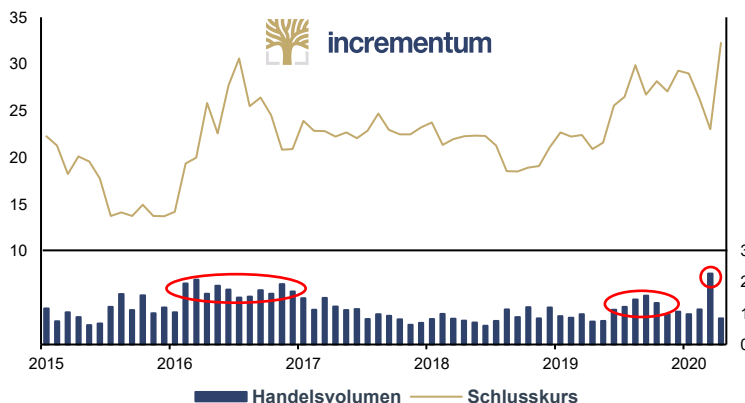
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*The world as we have created it is a process of our thinking. It cannot be changed without changing our thinking.*

**Albert Einstein**

**Wir haben in der Vergangenheit oftmals kurzfristige Kursfeuerwerke gesehen, diese waren jedoch oftmals „blutleer“ und von geringem Volumen gekennzeichnet.** Vor dem Ausbruch des Goldpreises im Jahr 2019 begann das Volumen bei vielen der größten Produzenten und Royalty-Unternehmen langsam zu steigen. Nun erkennt man, dass der Minensektor wieder im Rampenlicht steht und die Volumina zuletzt deutlich anzogen.

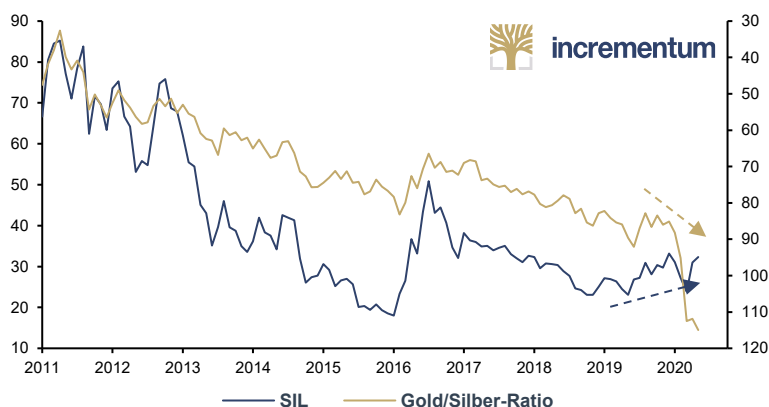
GDX-Schlusskurs (lhs), und GDX-Handelsvolumen (rhs), in Mrd., 01/2015-04/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Ein bedeutsamer Indikator für die Trendstärke von Gold ist bekanntlich das Gold/Silber-Ratio.** Im Zuge einer fortschreitenden Hausse sollte das Verhältnis reversieren und Silber somit Gold outperformen. Am Ende des Jahres 2019 lag das Verhältnis bei 85:1 und erreichte im März einen historischen Höchstwert von 125:1. **Es scheint nun aber, dass die Silber-Miner bereits eine Umkehr des Gold/Silber-Ratios antizipieren.** Wie am Chart ersichtlich ist, haben die Silbertitel (SIL) bereits „higher lows“ markiert und eine Divergenz zum Ratio ausgebildet.

**SIL (lhs), and Gold/Silber-Ratio (invertiert, rhs), 01/2011-05/2020**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

## Fazit

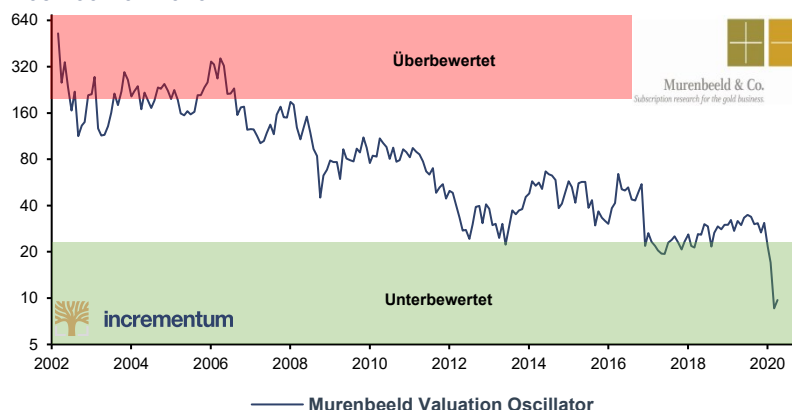
*The great financial success stories are people who had cash to buy at the bottom.*

**Russell Napier**

Wir sind weiterhin der festen Überzeugung, dass der vierjährige Bärenmarkt dazu geführt hat, dass ein Großteil der Mining-Unternehmen nun auf einem soliden Fundament steht. Die Produzenten sind nun schlanker, haben ihre Verschuldung abgebaut und werden in Zukunft stärker von steigenden Goldpreisen profitieren. Insofern finden wir aktuell die attraktivsten Bewertungsniveaus seit vielen Jahren vor. Dies bestätigt auch der nachfolgende „Murenbeeld Valuation Oscillator“<sup>79</sup>.

<sup>79</sup> Berechnung des Murenbeeld Valuation Oszillators:  $P/B \cdot EV/EBITDA \cdot 10\text{-year Treasury Yield}$ . Der Chart wurde uns exklusiv von unseren Freunden bei Murenbeeld & Co zur Verfügung gestellt. Leser des *In Gold We Trust*-Reports können sich unter folgendem Link für ein kostenloses Probe-Abo registrieren: <https://bit.ly/Murenbeeld-Incrementum>

**S&P/TSX Global Gold – Murenbeeld Valuation Oscillator (log), 03/2002-04/2020**



Quelle: Bloomberg, Murenbeeld & Co., Incrementum AG

*For CEOs and management teams ready to take on the challenge, this new era could truly be a golden age.*

**McKinsey**

**Als zusätzlichen Bonus haben die Unternehmen im Gegensatz zur vorherigen Hausse damit begonnen, Kapital an ihre Aktionäre auszuschütten.** Dies war vor zehn Jahren beinahe ein Ding der Unmöglichkeit, mit Ausnahme der größten Produzenten, die niedrige Dividenden ausschütteten. Heute zahlen dagegen Unternehmen aller Größenordnungen Dividenden aus oder kaufen Aktien zurück. Immer mehr Unternehmen koppeln ihre Ausschüttungsquote an einen Prozentsatz des operativen Cashflows oder den Goldpreis.

**Wir gehen davon aus, dass sich die M&A-Aktivitäten fortsetzen werden.** Vom gesamten Minen- und Bergbausektor ist Gold möglicherweise der am stärksten fragmentierte Subsektor, insofern erscheint eine weitere Konsolidierung wahrscheinlich. Unsere geschätzten Kollegen bei Pollitt & Co. analysierten, dass 25 Unternehmen für 45% der gesamte Goldproduktion verantwortlich sind. In Relation ist die Fragmentierung extrem hoch, während zum Vergleich 50% der weltweiten Eisenerzproduktion von vier Unternehmen stammen. Ähnliches gilt für die Kupferförderung, hier stammen 50% der Förderung von 10 Unternehmen.<sup>80</sup>

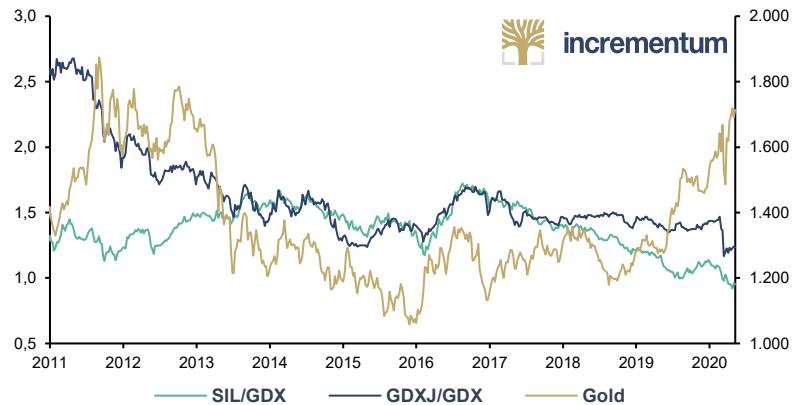
**Die von uns in den Vorjahren aufgestellte Hypothese lautet:** Gold-Bullenmärkte müssen stets von den Minenaktien bestätigt werden. Analysieren wir nun also die Dynamik innerhalb des Minen-Sektors, so scheint es, als würde der Risikoappetit ganz langsam wieder zurückkehren. Der GDXJ-Index zeigt gegenüber dem GDX leichte relative Schwäche.<sup>81</sup> Vergleichen wir Silberminenaktien, wofür wir den „Silver Miners ETF“ (SIL)<sup>82</sup> heranziehen, mit dem GDX, so zeigt sich ebenfalls, dass bislang noch recht wenig Momentum vorhanden ist. Eine starke Outperformance der Silberminer gegen den breiten Goldminenindex hielten wir für einen verlässlichen Indikator für steigenden Risikoappetit und somit die nächste Stufe des Bullenmarktzyklus’.

<sup>80</sup> Vgl. Pollitt, Douglas: „Gold companies = gold bullion? What everyone seems to want...“, Pollitt & Co., Oktober 2018

<sup>81</sup> Der GDX bildet in erster Linie großkapitalisierte Goldförderer ab, während der GDXJ die riskanteren Junior- und Small-Cap-Titel inkludiert und ein deutlich höheres Beta aufweist. Ein Anstieg des Ratios zeigt an, dass die kleineren Junior-Titel relative Stärke zeigen, was wiederum eine steigende Risikobereitschaft seitens der Investoren signalisiert.

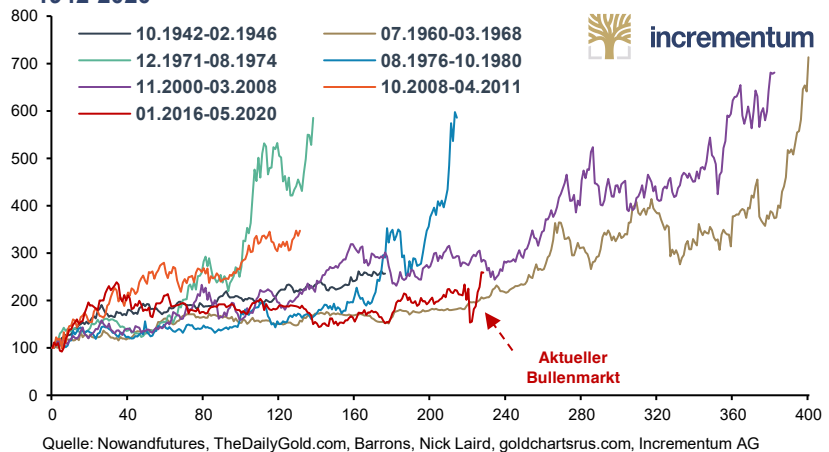
<sup>82</sup> [Global X Silver Miners ETF \(SIL\)](#)

**SIL/GDX-Ratio & GDXJ/GDX-Ratio (lhs), und Gold (rhs), in USD, 01/2011-05/2020**



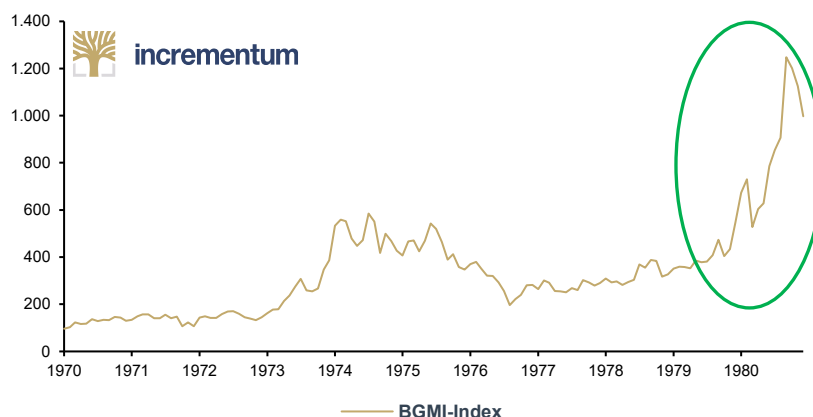
**Werfen wir nun einen Blick auf einen der beliebtesten Charts des letztjährigen *In Gold We Trust*-Reports.** Der Chart zeigt alle Bullenmärkte des „Barrons-Gold-Mining-Index“ (BGMI) seit 1942. Man erkennt, dass der aktuelle Aufwärtstrend im Vergleich zu vorangegangenen Bullenmärkten noch relativ schwach ausfällt. Sollten wir uns wirklich am Beginn einer ausgeprägten Trendphase bei den Minen befinden – wovon wir ausgehen – so dürfte noch ausreichend Aufwärtspotenzial vorhanden sein. Zudem erkennt man, dass jeder Bullenmarkt stets mit einem parabolischen Aufwärtstrend endete, der im Schnitt 9 Monate dauerte und zumindest eine Kursverdopplung mit sich brachte.

**BGMI-Bullenmärkte, indexiert 100 = Beginn des Bullenmarktzyklus, 1942-2020**



**Das gegenwärtige Umfeld bietet uns möglicherweise eine einmalige Investitionsmöglichkeit.** Wenn wir auf die 1970er-Jahre zurückblicken, war die Performance der Goldminenaktien beeindruckend. Besonders spektakulär erschien damals die Entwicklung der Junior-Explorer und die der kleineren Produzenten, die speziell am Ende des Zyklus zwischen 1979 und 1980 rallierten. Aus diesem Grund kann in der aktuellen Hausse die Beimischung von zusätzlichem Mining-Risiko eine bedeutende Erhöhung des „Drehmoments“ im Portfolio darstellen.

BGMI-Index, 01/1970-12/1980



Quelle: Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

**Wie wir in unserem Sonderkapitel über Silber bereits erläutert haben, befindet sich das GSR nahe seinen historischen Höchstständen und sollte früher oder später umkehren.**<sup>83</sup> Ein Rückgang des Verhältnisses auf 40 oder 50 in den nächsten Jahren würde der Cash-Flow-Generierung der Silberproduzenten massiven Aufwind verleihen.

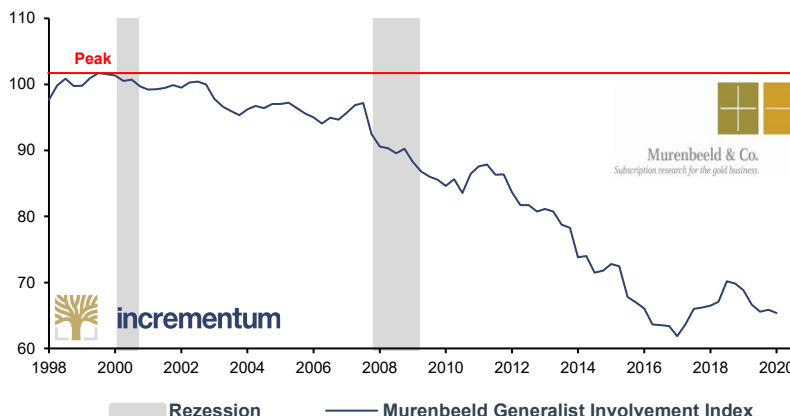
#### Die wichtigsten positiven Entwicklungen des Mining-Sektors in Kürze:

- Die Rentabilität der Produzenten ist in den letzten Quartalen allmählich gestiegen, während die Verschuldung abgebaut wurde. Kapitaldisziplin und Kostenkontrolle werden weiterhin rigoros verfolgt.
- Der Schwerpunkt des Sektors liegt nach wie vor darauf, die Margen und Cashflows für die Aktionäre zu steigern und ein breiteres Universum von Investoren anzuziehen.
- Niedrige Energiepreise und ein starker US-Dollar gegenüber schwachen Lokalwährungen sorgen für weiteren Rückenwind.
- Der technologische Wandel wird im Minensektor die Spreu vom Weizen trennen und schafft neue Möglichkeiten der Effizienzsteigerung bei Exploration und Förderung.
- Minenaktien sind im Vergleich zu Gold und zu anderen Sektoren historisch betrachtet höchst attraktiv bewertet.
- Die konstruktiven Fusionen und Übernahmen im Edelmetallsektor sollten fortgesetzt werden.
- Viele Minenaktien sind bei hohem Volumen ausgebrochen. Generalisten wie z. B. institutionelle Investoren steigen langsam wieder in den Sektor ein.<sup>84</sup>

<sup>83</sup> Das Kapitel „Des Silbers Silberstreif“ finden Sie in der „Extended Version“ des *In Gold We Trust*-Reports, die Sie kostenfrei herunterladen können unter <https://ingoldwetrust.report/igwt/>.

<sup>84</sup> Der folgende Chart wurde uns exklusiv von unseren Freunden bei Murenbeeld & Co zur Verfügung gestellt. Leser des *In Gold We Trust*-Reports können sich unter folgendem Link für ein kostenloses Probe-Abo registrieren: <https://bit.ly/Murenbeeld-Incrementum>

Murenbeeld-Generalist-Involvement-Index, indexiert Q4/2002 = 100, Q1/1998-Q1/2020



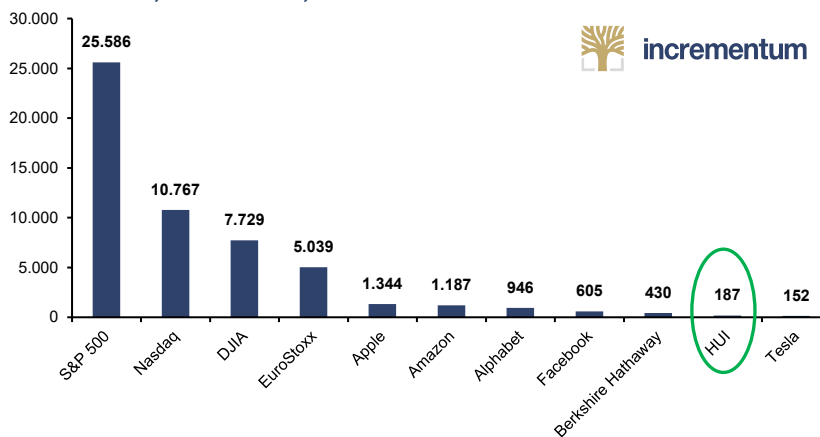
Quelle: Reuters Eikon, Bloomberg, Murenbeeld & Co., Incrementum AG

*Patterns repeat because human nature hasn't changed for thousand of years.*

**Jesse Livermore**

**Trotz dieser positiven Entwicklungen gibt es weiterhin nur wenige Sektoren, die von der Anlegergemeinschaft stärker untergewichtet werden als der Bergbausektor.** Dies zeigt sich an der fast zwerghaften Marktkapitalisierung des Sektors. Insofern erwarten wir, dass die Minenaktien – und ihre Aktionäre – nach einer zermürbenden Durststrecke in den nächsten Jahren eine reiche Ernte einfahren werden. Nun liegt es aber an der Branche, die in den letzten Jahren gemachten Versprechen einzulösen und neues Anlegervertrauen aufzubauen.

Marktkapitalisierung wichtiger Indizes, Global Players und Goldaktien, in USD Mrd., 05/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

# Technische Analyse

*„There is no fever like gold fever.“*

Richard Russell

## Key Takeaways

- Nachdem die Widerstandszone bei USD 1.360-1.380 im Juni 2019 final überschritten wurde, setzte ein impulsiver Move ein, der die nächste Phase des Bullenmarktes einläutete.
- Die Coppock-Kurve und der KST bestätigen den Aufwärtstrend im Monatschart.
- Aus Sicht der derzeitigen Marktstimmung, der Saisonalität und des CoT-Reports würde uns aktuell eine mehrwöchige Phase des „Durchschnaufens“ nicht verwundern.
- Midas Touch Gold Model: Gold und Silber peilen mittel- und langfristig deutlich höhere Preisregionen an. Kurzfristig dürfte das Potenzial auf der Oberseite aber doch weitgehend ausgeschöpft sein.
- Gold befindet sich im ersten Drittel der „Partizipationsphase“, welche nun einige Jahre andauern könnte.



*„The secret to being successful from a trading perspective is to have an indefatigable and an undying and unquenchable thirst for information and knowledge.“*

Paul Tudor Jones

**Nach der umfassenden makroökonomischen und fundamentalen Untersuchung wenden wir uns nun der technischen Analyse des Goldpreises zu.**<sup>85</sup> Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle geschrieben:

*„Der Goldpreis steht aktuell am Übergang von der Akkumulationsphase zur Partizipationsphase. Die Investorennachfrage ist unserer Meinung nach das Zünglein an der Waage. Das Überschreiten der Widerstandsmarke bei 1.360-1.380 USD wird ein verstärktes Interesse seitens institutioneller Investoren auslösen.“<sup>86</sup>*

Diese Einschätzung hat sich als korrekt herausgestellt. Nachdem die Widerstandszone im Juni 2019 endgültig überschritten wurde, setzte ein impulsiver Move ein, der die nächste Phase des Bullenmarktes einläutete.

*Life is just a series of peaks and troughs. And you don't know whether you're in a trough until you're climbing out, or on a peak until you're coming down.*

**Ricky Gervais**

**Wie sieht nun unsere aktuelle technische Einschätzung des Goldpreises aus?** Für die langfristige Standortbestimmung ziehen wir erneut die Coppock-Kurve und damit einen verlässlichen Momentum-Indikator heran.<sup>87</sup> Als Kaufsignal gilt, wenn der unter der Nulllinie liegende Indikator nach oben dreht, also eine positive Steigung annimmt. Der Vorteil dieses Indikators liegt darin, dass man große Trendwechsel verlässlich erkennt. Seit Ende 2015 steht der Indikator auf Kauf und bewegt sich seitdem sukzessive nach oben. Auch der sogenannte KST<sup>88</sup> bestätigt das positive langfristige Setup und zeigt keinerlei Ermüdungserscheinungen oder Divergenzen.

<sup>85</sup> Dies ist eine gekürzte Version dieses Kapitels. Die Langfassung finden Sie in der „Extended Version“ des *In Gold We Trust*-Reports, die Sie kostenfrei herunterladen können unter [ingoldwetrust.report/igwt/](http://ingoldwetrust.report/igwt/).

<sup>86</sup> „Technische Analyse“, *In Gold We Trust*-Report 2019, S. 301

<sup>87</sup> Konkret handelt es sich um zwei zeitlich gewichtete Momentum-Kurven, die addiert werden und deren langfristiger Moving Average die Coppock-Linie darstellt. Wir verwenden einen etwas modifizierten Coppock mit etwas längeren Periodizitäten.

<sup>88</sup> „Known Sure Thing“-Indikator von Martin Pring. Der KST misst das Preismomentum von vier verschiedenen Preiszyklen.

Gold, KST und Coppock-Indikator, monthly, 2005-2020



Quelle: investing.com, Incrementum AG

Der impulsive Anstieg von 280 USD auf 1.920 USD seit dem Jahre 2011 wurde bis zum Ausbruch im Juni 2019 korrigiert. Diese Phase ist nun zu Ende und wir befinden uns in einer neuen Trendphase. Als realistisch erachten wir das Herausbilden einer Tasse-Henkel-Formation. Es handelt sich hierbei um eine Fortsetzungsformation, deren Kursziel bei 2.500 USD liegt. Vorerst scheint es allerdings, als wäre der Widerstands-Cluster bei 1.800 USD durchaus hartnäckig.

*Um ein tadelloses Mitglied einer Schafherde sein zu können, muss man vor allem ein Schaf sein.*

**Albert Einstein**

**Verschaffen wir uns nun einen Überblick über die Marktstimmung.**

Naturgemäß zeigen sich Analysten mit Fortdauer eines Bullenmarktes zunehmend optimistisch und vice versa. **Im Zuge des Preisaufschwungs der letzten Monate wurden die Kursziele nun in gewohnt prozyklischer Manier angehoben.** Sieht man sich die Prognosen für Ende 2020 an, so wird im Median ein Preis von 1.624,50 USD erwartet. Die Kursziele für das Jahresende der Folgejahre sind: 1.625 USD (2021), 1.586 USD (2022), 1.545 USD (2023) und 1.589 USD (2024), also de facto eine anhaltende Seitwärtsbewegung. Das wäre eine Entwicklung, die – sofern man sich mit Marktzyklen beschäftigt – äußerst unwahrscheinlich erscheint. **Keiner der von Bloomberg befragten Analysten geht auf Sicht der nächsten Jahre von einem Preis von über 2.000 USD aus.**

**Bloomberg: Analysten-Konsensus für Gold: 2020-2024**

Gold \$/t oz		As Of	05/11/20	Ticker Type	Actual		
<input type="radio"/> Quarterly Forecast <input checked="" type="radio"/> Yearly Forecast							
<input type="radio"/> Overview <input checked="" type="radio"/> Curve Analysis <input type="radio"/> Ranking							
Firms <input checked="" type="radio"/> Standard <input type="radio"/> Custom		Rank <input type="radio"/> All <input type="radio"/> - Updated <input type="radio"/> Last 6 Months <input type="radio"/> -					
Consensus	Spot	As Of	2020	2021	2022	2023	2024
Median		05/06/20	1624.50	1625.00	1586.00	1545.00	1589.00
Mean		05/06/20	1476.84	1524.04	1421.13	1187.50	1589.00
High		05/06/20	1725.00	1925.00	1900.00	1659.00	1698.00

Quelle: Bloomberg

**Bei Silber zeigt sich ein ähnliches Bild.** Per Jahresende wird im Median ein Preis von 15,80 USD erwartet, anschließend soll der Silberpreis 2021 auf 17,00 USD und 2022 auf 18,00 USD steigen. Wirklich aussagekräftig ist der Konsens jedoch nicht mehr, weil sich die Anzahl der aktiven Coverages seitens der Banken in den letzten Jahren deutlich reduziert hat. **Dies bestätigt unsere Hypothese, wonach Silber im Finanzsektor ähnlich beliebt ist, wie der Frühlingsbeginn bei Pollenallergikern.**

**Bloomberg: Analysten-Konsensus für Silber: 2020-2024**

Silver \$/t oz		Browse		As Of	05/11/20		Ticker Type		Actual	
<input type="radio"/> Quarterly Forecast		<input checked="" type="radio"/> Yearly Forecast								
Overview		Curve Analysis		Ranking						
Firms		<input checked="" type="radio"/> Standard <input type="radio"/> Custom		Rank		All		Updated		Last 6 Months
Consensus	Spot	As Of	2020	2021	2022	2023	2024			
Median		05/06/20	15.81	17.00	18.00	18.00	17.40			
Mean		05/06/20	16.08	17.19	19.42	18.00	17.40			
High		05/06/20	18.58	20.00	30.00	19.00	17.40			
Low		05/06/20	14.68	15.00	14.00	17.00	17.40			

Quelle: Bloomberg

**Die Kombination aus weiterhin relativ geringem Interesse an Gold und Silber seitens der Investoren sowie der mangelnden Kursfantasie seitens der Analysten ist unserer Meinung nach ein hervorragendes Fundament für eine Fortsetzung der Rally.**

*Successful investing is having everyone agree with you... later!*

**Jim Grant**

**Nun wollen wir einen Blick auf die Stimmungslage im Sektor werfen. Einer unserer favorisierten Sentimentindikatoren ist der Optix-Index von Sentimentrader.** Dieser bildet die gängigsten Stimmungsindikatoren sowie Daten aus dem Futures- und Optionsmarkt ab. Die diesem Barometer zugrunde liegende Logik ist eine denkbar einfache. Wenn die öffentliche Meinung einen starken Konsens bildet, ist dieser breite Konsens ein guter Kontraindikator. Der Markt ist meist zu bullish, wenn die Preise bereits (stark) gestiegen sind und zu bearish, wenn sie bereits (stark) gefallen sind.

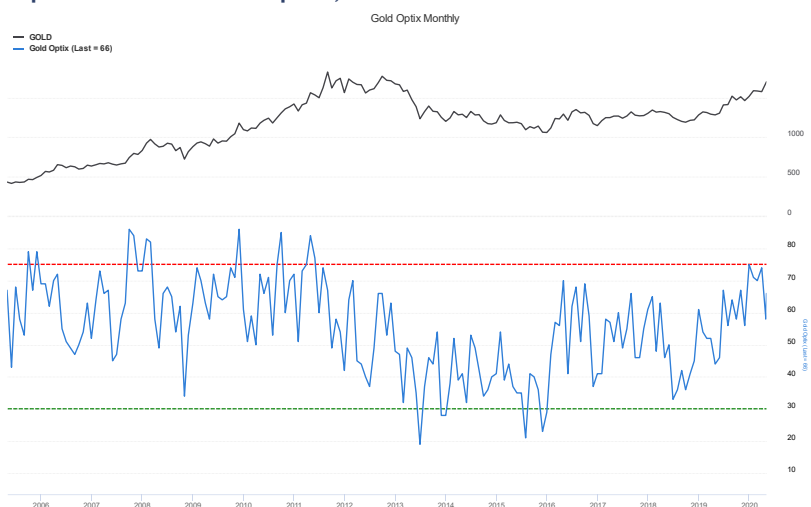
*Try to see it my way. Only time will tell if I am right or I am wrong. While you see it your way, there's a chance that we may fall apart before too long.*

**The Beatles**

**We Can Work It Out**

**Wenn der Optix-Index über die rot gestrichelte Linie bei 75 Punkten steigt, so gilt es, vorsichtiger zu werden. Liegt er bei 30 Punkten oder darunter ist der Pessimismus hingegen ausgeprägt und das Downside-Risiko limitiert.** Aktuell notiert der Optix-Index bei 60 und somit im optimistischen Terrain. Man erkennt aber auch, dass im Zuge der Rallye der letzten Wochen erstmals seit 2012 wieder Niveaus von 75 Punkten erreicht wurden. **Dies bestätigt unsere Einschätzung, wonach sich das Sentiment gegenüber Gold klar aufgehellt hat. Kurzfristig sieht es dennoch so aus, als wäre der Optimismus bereits recht hoch und das kurzfristige Aufwärtspotenzial begrenzt. Insofern würde uns eine vorübergehende Korrektur nicht verwundern.**

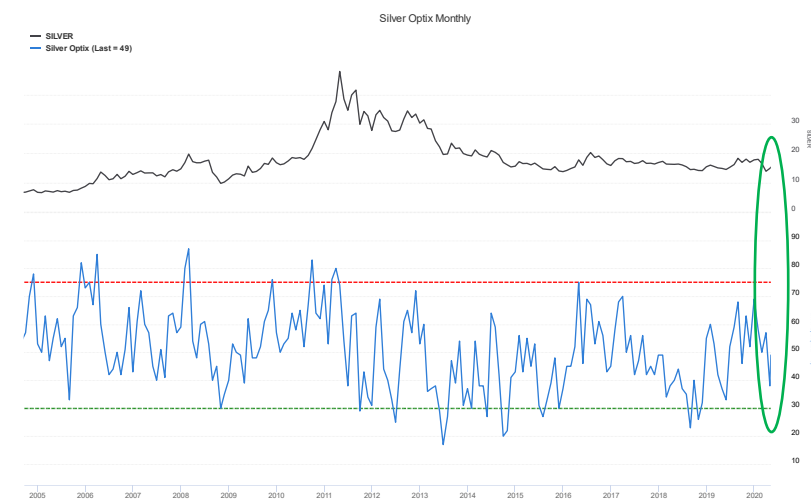
### Optix-Indikator und Goldpreis, 2005-2020



Quelle: Sentimentrader.com

**Bei Silber hat die Party scheinbar noch nicht wirklich begonnen, wenngleich die Gäste nun langsam eintreffen. Der Optix-Index notiert aktuell bei 49 und zeigt somit Desinteresse an.** Interessant ist, dass das Panic-Low bei 11,80 USD im März 2020 keine neuen Sentiment-Tiefststände markierte und somit eine kleine positive Divergenz ausbildete.

### Optix-Indikator und Silberpreis, 2005-2020



Quelle: Sentimentrader.com

**Nachdem wir die Saisonalität von Gold und Silber in den Vorjahren mit Hilfe unserer Kollegen von Seasonax ausführlich analysiert haben,<sup>89</sup> wollen wir im heurigen Jahr lediglich einen kurzen Blick auf die saisonalen Muster werfen. Der folgende Chart zeigt die jährliche Entwicklung von Gold in den Jahren von US-Präsidentschaftswahlen. Deutlich ist zu erkennen, dass ab Mitte Mai saisonaler Rückenwind einsetzt, der sich Anfang Juli aber wieder**

<sup>89</sup> Vgl. „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2018

umkehrt. Anschließend beginnt Mitte September eine weitere saisonal starke Phase, die in Wahljahren allerdings ab Anfang Oktober jäh beendet wird.

### Saisonalität von Gold in Wahljahren



Quelle: Seasonax.com<sup>90</sup>

**Sehen wir uns die (Zwischen-)Bilanz von Donald Trump's Präsidentschaft für den Goldpreis an, so liegt er nur knapp hinter seinem demokratischen Vorgänger Barrack Obama.** Ein Umstand, der ihn vermutlich wenig begeistert. Man erkennt zudem, dass die regierende Partei für die Goldpreisentwicklung keinerlei Signifikanz hat.

Präsident	Partei	Amtsantritt	Preis bei Amtsantritt	Amtsende	Preis bei Amtsende	Performance
Richard Nixon	Republikanische Partei	20.01.1969	42,30 USD	09.08.1974	152 USD	260,5%
Gerald Ford	Republikanische Partei	09.08.1974	152 USD	20.01.1977	132 USD	-12,8%
Jimmy Carter	Demokratische Partei	20.01.1977	132 USD	20.01.1981	563 USD	324,4%
Ronald Reagan	Republikanische Partei	20.01.1981	563 USD	20.01.1989	404 USD	-28,2%
George Bush	Republikanische Partei	20.01.1989	404 USD	20.01.1993	328 USD	-18,7%
Bill Clinton	Demokratische Partei	20.01.1993	328 USD	20.01.2001	265 USD	-19,1%
George W. Bush	Republikanische Partei	20.01.2001	265 USD	20.01.2009	835 USD	214,2%
Barrack Obama	Demokratische Partei	20.01.2009	835 USD	30.11.2016	1.189 USD	42,4%
Donald Trump	Republikanische Partei	20.01.2017	1.210 USD	?	?	40,5%

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

## Fazit

*„A bubble is a bull market in which the user of the word ‚bubble‘ has not fully participated.“*

Jim Grant

*The public, as a whole, buys at the wrong time and sells at the wrong time.*

**Charles Dow**

**Die technische Analyse ist trotz mancher Schwächen ein nützliches Werkzeug für die Standortbestimmung und das Timing von Investitionen.** Uns ist stets wichtig das „Big Picture“ nicht nur aus fundamentalen, sondern auch aus technischen Blickwinkeln zu verstehen.

<sup>90</sup> Die saisonalen Charts wurden uns von Dimitri Speck, Gründer und Chefanalyst von Seasonax, zur Verfügung gestellt. Nutzen Sie die Erkenntnisse von [www.seasonax.com](http://www.seasonax.com), um wiederkehrende Muster verschiedener Finanzinstrumente (Aktien, Rohstoffe, (Krypto)Währungen) zu untersuchen und noch effizienter Anlagemöglichkeiten zu identifizieren.

**Unserer Meinung nach haben wir in den vergangenen Monaten einen Paradigmenwechsel erlebt, der eine neue Phase des Bullenmarktes eingeläutet hat.** Der von uns sehr geschätzte Bob Farrell<sup>91</sup> beschrieb diese veränderten Spielregeln folgendermaßen:

*„Change of a long-term or secular nature is usually gradual enough that it is obscured by the noise caused by short-term volatility ... Moreover, in a shift of secular or long-term significance, the markets will be adapting to a new set of rules while most market participants will be playing by the old rules.“*

Im Vorjahr hatten wir die 3 Trendphasen gemäß der Dow-Theorie vorgestellt und geschlussfolgert, dass ein Überschreiten der Widerstandszone eine neue Phase einläuten würde.<sup>92</sup> Dow unterteilte jeden Trend in 3 verschiedene Phasen:

**1) Akkumulationsphase:** In der Akkumulationsphase kaufen die informierten, scharfsinnigsten und antizyklisch orientierten Investoren. War der vorherige Trend abwärts gerichtet, dann erkennen die cleveren Investoren an diesem Punkt, dass der Markt die „bad news“ bereits diskontiert hat. Diese Phase dauerte von 2013 bis Juni 2019 an.

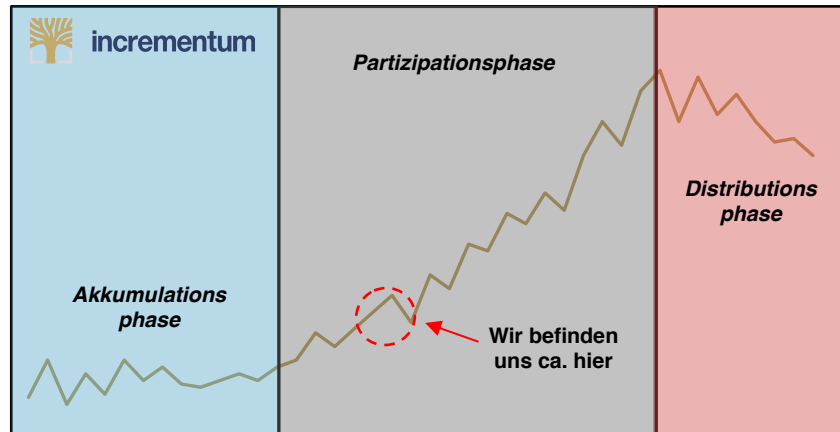
**2) Partizipationsphase:** Die Kurse beginnen langsam zu steigen. Trendfolger zeigen Interesse, die Nachrichten verbessern sich und Kommentatoren, Medien etc. schreiben zunehmend optimistische Artikel. Das spekulative Interesse und die Volumina steigen an, neue Produkte werden lanciert und die Kursziele der Analysten werden angehoben. Diese Phase begann nach Überschreiten der Widerstandszone im Juni 2019 und könnte nun einige Jahre andauern.

**3) Distributionsphase:** Während dieser letzten Mania-Phase beginnt die Gruppe informierter Investoren, die in der Nähe des Tiefpunktes akkumuliert haben, ihre Positionen abzubauen. Medien und Analysten übertreffen sich in der Anhebung der Kursziele und das Umfeld ist von einer „this time is different“-Stimmung geprägt.

<sup>91</sup> StockCharts: [Bob Farrell's 10 Rules](#)

<sup>92</sup> Vgl. „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2019

### Die 3 Trendphasen gemäß Dow-Theorie



Quelle: Incrementum AG

**Der Goldpreis befindet sich unserer Meinung nach ca. im ersten Drittel der Partizipationsphase.** Die Investorennachfrage wird der preistreibende Faktor sein, denn Gold ist scheinbar ein „Giffen-Good“.<sup>93</sup> Das Überschreiten der Widerstandsmarke bei 1.360-1.380 USD hat, wie im Vorjahr erwartet, ein verstärktes Interesse seitens institutioneller Investoren ausgelöst.

*I have no real price objective for gold or silver, other than "higher". Which is to say, the bet is that we're witnessing a structural change taking place for the first time in years, in which precious metals outperform (general) equities.*

**Carter Worth**

**Aus Sicht der derzeitigen Marktstimmung, der Saisonalität und des CoT-Reports würde uns aktuell eine mehrwöchige Phase des „Durchschnaufens“ nicht verwundern.** Wir erwarten jedoch keine tiefe Korrektur, nachdem scheinbar großes Kaufinteresse an der Seitenlinie wartet, was zu einem „buy the dips“ führt. Auch die zuletzt gestiegene relative Stärke von Silber und den Minen-Aktien stimmt uns klar zuversichtlich. Insofern scheinen die Voraussetzungen für die Fortsetzung des neuen Bullenmarktes aus technischer Sicht hervorragend.

<sup>93</sup> Vgl. Wikipedia-Eintrag: [Giffen-Paradoxon](#)

# Quo vadis, aurum?

*„We need to think outside the paradigm of the last forty years if we wish to thrive over the next two decades.“*

Chris Cole, Artemis Capital Management

## Key Takeaways

- Wir durchleben aktuell die ausgeprägteste wirtschaftliche Kontraktion seit 90 Jahren. Die Verschuldungssituation droht in Folge der aktuellen Krise im Laufe dieser Dekade zu eskalieren.
- Portfolios werden durch das Hinzufügen von anti-fragilen Positionen durch scharfe Verwerfungen weit weniger aus der Bahn geworfen. Historisch gesehen konnten „krisenfeste“ Portfolios in unwegsamen Anlageterrains teilweise sogar deutlich an Wert zulegen.
- Die deflationären Kräfte wirken aktuell so stark wie noch nie. Zentralbanken greifen auf immer extremere Mittel zurück, um trotzdem ein steigendes Preisniveau zu erzwingen. Diese Bemühungen drohen aus dem Ruder zu laufen und könnten in einer signifikanten Geldentwertung resultieren.
- Unser proprietäres Bewertungsmodell weist bei konservativer Kalibrierung einen Goldpreis von 4.800 USD am Ende dieser Dekade aus.
- Sollte sich das Geldmengenwachstum ähnlich inflationär wie in den 1970er-Jahren entwickeln, ist bis 2030 ein Goldpreis um 8.900 USD realistisch.
- Aufgrund der einmaligen Gemengelage sind wir überzeugt, dass die 2020er-Jahre als goldene Dekade in die Anlagengeschichte eingehen werden.

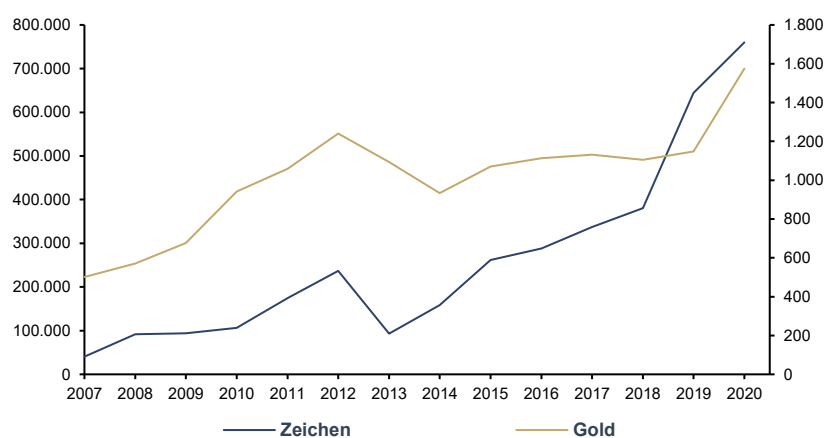


*One of the first things taught in introductory statistics textbooks is that correlation is not causation. It is also one of the first things forgotten.*

**Thomas Sowell**

**Unseren Ausblick auf die Goldpreisentwicklung und die Zusammenfassung einiger Perlen des diesjährigen *In Gold We Trust-Reports* möchten wir mit einem Augenzwinkern beginnen.** Der folgende Chart bildet den Goldpreis in Euro seit der 1. Ausgabe im Jahr 2007 und die Länge des *In Gold We Trust-Reports* (in Zeichen, ohne Leerzeichen) ab. Man erkennt, die Korrelation ist klar positiv: Ein längerer Report geht offensichtlich mit steigenden Goldpreisen einher. Diese Korrelation sagt selbstverständlich nichts über eine etwaige Kausalität aus. Würde ein steigender Goldpreis allerdings kausal die Länge des *In Gold We Trust-Report* (mit-)bestimmen, dann würden wir in der anbrechenden goldenen Dekade wohl einige Extraschichten einlegen müssen.

**Länge des *In Gold We Trust-Reports* in Zeichen (lhs), und Goldpreis (rhs), in EUR, 2007-2020**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

## Zeit für Substanz

*A financial crisis is a great time for professional investors and a horrible time for average ones.*

**Robert Kiyosaki**

**Zweifelsfrei erleben wir aktuell eine der ausgeprägtesten wirtschaftlichen Krisen seit vielen Jahrzehnten.** Fälschlicherweise werden Krisen in der öffentlichen Diskussion jedoch allzu oft mit einer Katastrophe gleichgesetzt. Allen voran sind Krisen allerdings Symptom, Lupe und Katalysator von ohnehin Bestehendem:

*„Sie vergrößern Vorhandenes. Stärken und Schwächen treten markant in Erscheinung. Wir entdecken Fähigkeiten, die irgendwo schlummerten, oder prallen an Barrieren ab, die unsichtbar waren. Familien ergeht es, ebenso wie anderen sozialen Gruppen, von Städten bis hin zu Nationen.“<sup>94</sup>*

Krisen sind weder erstrebenswerte noch angenehme Zustände. Dennoch treten sie historisch betrachtet regelmäßig auf, wenn auch in unterschiedlicher Ausgestaltung. Und weil eine Krise eben keine Katastrophe ist, kann sie ein produktiver Zustand sein, sofern man ihr, wie Max Frisch einmal anmerkte, den Beigeschmack der Katastrophe nimmt.

<sup>94</sup> Vgl. „Was uns die Coronakrise über Italien offenbart“, Leitartikel von Susanna Bastaroli, Die Presse, 13. Mai 2020

*Stocks and Bonds have spent more time correlated to one another than anti-correlated.*

**Artemis Capital Management**

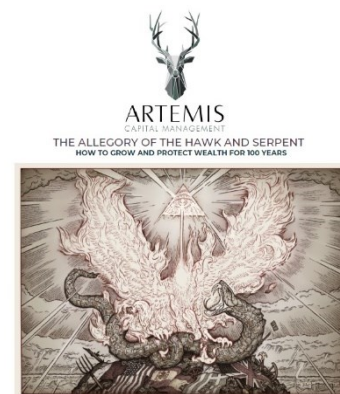
**Robuste Systeme sind auf Krisen besser vorbereitet als fragile.**

Individuen mit substanziellen Ersparnissen, Unternehmen mit hohen Eigenkapitalreserven und Nationen mit niedriger Staatsverschuldung können Krisen in der Regel nicht nur besser überstehen, sie haben sogar die Möglichkeit, gestärkt aus einer Krise hervorzugehen.

**Ähnlich verhält es sich mit Veranlagungen.**

Portfolios können „krisenfest“ gemacht werden, indem substanzielle, robuste Positionen hinzugefügt werden. Historisch wurden solche Portfolios durch scharfe Verwerfungen weit weniger aus der Bahn geworfen. Teilweise konnten sie in unwegsamem Anlageterrain sogar deutlich an Wert zulegen. Die Investment-Boutique „Artemis Capital“ hat die vergangenen 100 Jahre diesbezüglich untersucht und ihre Erkenntnisse in der titelgebenden Allegorie „Der Falke und die Schlange“<sup>95</sup> zusammengefasst. Eine der Kernaussagen lautet:

*„What we learned from our in-depth study of financial history is that investors should prioritize secular noncorrelation over excess returns. The key to superior portfolio returns is to make surprisingly large allocations to alternative assets that perform when stocks and bonds do not!“<sup>96</sup>*



Bildnachweis: Artemis Capital: The Allegory of the Hawk and Serpent

*I believe it would be both risk-reducing and return-enhancing to consider adding gold to one's portfolio.*

**Ray Dalio**

**Was sind nun substanzielle Positionen?** „Substanziell“ bedeutet in diesem Kontext nicht nur „ein signifikantes Volumen aufweisend“, sondern mehr noch „greifbar, tatsächlich vorhanden“. Solche Positionen sind also jene Anlagen, mit einem direkten Realwertbezug. Konkret spricht sich Artemis für eine Portfoliobeimischung von 19% physischem Gold und 21% rohstofflastigen Strategien aus.

**Ein Reigen monetärer Kunstgriffe im Anmarsch**

**Krisenbedingt sucht die Geld- und Fiskalpolitik rund um den Globus fieberhaft nach neuen Möglichkeiten die Wirtschaft in Schwung zu bringen.** Herkömmliches „Quantitative Easing“ gehört weiterhin zum neuen Standardrepertoire der Zentralbanken. Die deflationären Tendenzen, die im Rahmen der derzeitigen Rezession nochmals mit voller Wucht zuschlagen, konnten in der Vergangenheit mit Wertpapierkäufen der Zentralbanken nur teilweise abgewehrt werden. Aufgrund der mittlerweile global verbreiteten Nullzinspolitik wird bereits seit Jahren diskutiert, wie die nächste Stufe der Stimuli aussehen wird. Im Rennen sind beispielsweise stark negative Zinsen, die

<sup>95</sup> „The allegory of the Hawk and Serpent -How to build a Portfolio that lasts 100 years“, Artemis Capital Management, Jänner 2020  
<sup>96</sup> „The allegory of the Hawk the Serpent -How to build a Portfolio that lasts 100 years“, Artemis Capital Management, Jänner 2020, S.11

Festsetzung der Zinskurve (Yield Curve Control) oder auch die Umsetzung der Modern Monetary Theory (MMT).

*As long as other countries are receiving the benefits of Negative rates, the USA should also accept the 'GIFT'. Big numbers!*

**Donald Trump,**  
**Twitter, 12. Mai 2020**

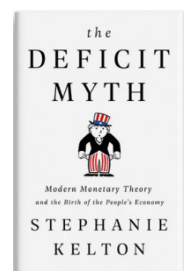
*Under Yield Curve Control, the central bank commits to buy whatever amount of bonds the market wants to supply at its target price.*

**Brookings Institution**

*MMT has all the markings of being a gold-bug's dream come true—and a true nightmare for people living on fixed-incomes.*

**Grant Williams**

- **Für die globale Reservewährung US-Dollar wäre die Einführung von Negativzinsen ein Sakrileg.** Doch selbst dieser Tabubruch kann mittlerweile nicht mehr ausgeschlossen werden. Die Fed-Funds-Futures preisten zuletzt erstmals negative Zinssätze ein. Verbal sprach sich Jerome Powell jedoch noch gegen einen solchen Schritt aus. Jedoch haben viele Marktteilnehmer seinen geldpolitischen Umfaller aus dem Jahr 2019 nicht vergessen. Der damalige, rasche Kurswechsel zu einer neuerlichen Ausweitung der Bilanzsumme macht es nun deutlich schwieriger, den Markt glaubwürdig davon zu überzeugen, dass nicht doch noch der nächste Tabubruch umgesetzt werden könnte. Zur Umsetzung einer solchen Entscheidung könnten letztlich auch die Erwartungen der Marktteilnehmer beitragen, weil die Federal Reserve im aktuell fragilen Marktumfeld Angst davor hat, die Marktteilnehmer zu enttäuschen und somit weitere Finanzmarktverwerfungen auszulösen.
- **Bei den längerfristigen Renditen wäre eine so genannte „Yield Curve Control“ nach japanischem Vorbild eine der Optionen.** Dies ist nichts anderes als eine planwirtschaftliche Preisfestsetzung am Anleihemarkt, um eine leicht steigenden Zinskurve am Markt zu fixieren. Damit soll u. a. Kreditschöpfung durch Fristentransformation forciert und Investitionen durch niedrige langfristige Zinsen stimuliert werden. Eine zunehmende Sklerotisierung der Wirtschaft wäre als Konsequenz unausweichlich.
- **Verlockend wie der Apfel im Garten von Eden werden für immer mehr Entscheidungsträger die Ideen der Modern Monetary Theory (MMT)<sup>97</sup>.** Wir haben diese Theorie bereits in mehreren Ausgaben unseres *In Gold We Trust*-Reports einer ausführlichen und kritischen Untersuchung unterzogen.<sup>98</sup> Das jüngst erschienene Buch einer Hauptvertreterin der MMT, Stephanie Kelton, fasst bereits im Titel die große Verlockung des Schuldenmachens ohne Sühne zusammen: „Der Mythos vom Defizit“.



Bildnachweis: [www.amazon.com](http://www.amazon.com)  
*the Deficit Myth*, Stephanie Kelton

Egal ob die neuen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen in Form von negativen Zinsen, Yield Curve Control, oder MMT umgesetzt werden, im Endeffekt sind sie allesamt alter Wein in neuen Schläuchen. **Wie schon so oft in der Geschichte soll auch gegenwärtig die Finanzierung der überbordenden Defizite durch die Entwertung der Währung erfolgen.**

<sup>97</sup> Kritische Geister meinen, die Abkürzung MMT stünde für „Mugabe Maduro Theory“.

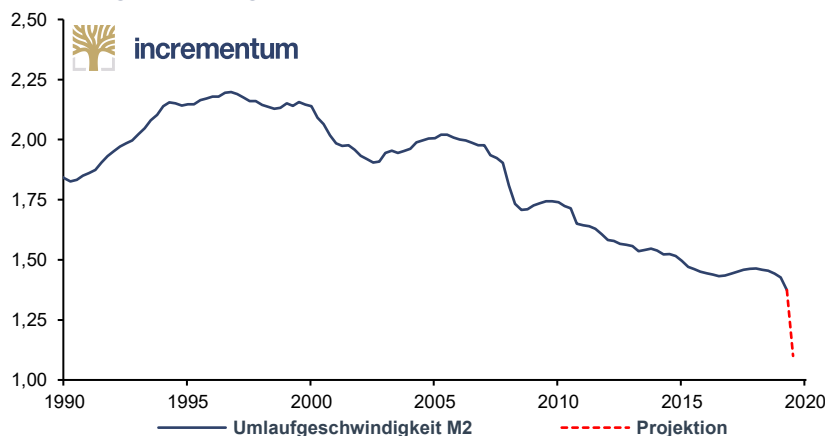
<sup>98</sup> Vgl. „Inflation und die Veranlagung“, *In Gold We Trust*-Report 2016, „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, *In Gold We Trust*-Report 2019, S. 38 ff.

*Worried about money printing causing inflation? Don't. (Sorry, Milton). Inflation is caused by velocity, which is psychological.*

**Jim Rickards**

**Doch wann kommt nun die Inflation?** Innerhalb der von uns so genannten „monetären Tektonik“ ist der Spannungsdruck der beiden Kräfte Inflation und Deflation aktuell so hoch wie nie zu vor. Im Zuge des Lockdowns während der Hochphase der Coronaviruspandemie fiel die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes deutlich ab. Geschlossene Geschäfte, aber insbesondere die durch die Pandemie verursachte Verunsicherung führte bei einem Großteil der Bevölkerung zu einem verstärktem Konsumrückgang und einer Erhöhung der Geldhaltung. **All dies wirkt – zumindest vorübergehend – stark deflationär.**

Umlaufgeschwindigkeit M2, Q1/1990-Q4/2020e



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Dem wirken die Zentralbanken mit ihren gigantischen Liquiditätsspritzen entgegen. **Wir sind daher der festen Überzeugung, dass wir bald vor einer entscheidenden Weggabelung stehen werden: Der disinflationäre Druck wird gebrochen werden (müssen).**<sup>99</sup> Vor 40 Jahren galt es in den USA, die inflationären Dynamiken um jeden Preis einzufangen. Wir befinden uns heute am anderen Extrem: Fallende Konsumentenpreise müssen – whatever it takes – verhindert werden. Noch scheint die disinflationäre Seite die Oberhand zu behalten. **Wenn die oben beschriebenen, monetären Kunstgriffe allesamt nicht die gewünschte Wirkung erzielen, gibt es für Zentralbanker als Ultima Ratio immer noch das Helikoptergeld.**

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

**Russell Napier**

**Auf jeden Fall wird in dieser Dekade die Inflation ein maßgebliches Thema bei Veranlagungsentscheidungen sein.** Eine steigende Inflationsdynamik wäre für inflationssensitive Anlagen wie Gold, Rohstoffe und Minenaktien eine gute Nachricht. Das Verlassen der derzeitigen „Low-Flation“-Phase könnte sich hingegen für die Masse der Anleger als bitterer „pain-trade“ erweisen, insbesondere wenn die 40-jährige Party an den Bondmärkten zu Ende ist, und die traditionell negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen plötzlich positiv wird.

<sup>99</sup> Zum komplexen Thema des Übergangs von einer deflationären Phase in eine (hyper-) inflationäre Phase können wir ein besonders sehenswertes Video von unserem Freund Mike Maloney empfehlen. In einer fast prophetischen Art und Weise beschreibt es die heutige monetäre Situation: Mike Maloney: „Velocity & The Money Illusion – Hidden Secrets Of Money Episode 7“

*So higher debt, higher inflation, higher nominal GDP, higher yields, and higher central bank balance sheets. Bondholders beware!*

**Jim Reid, Deutsche Bank**

**Bereits für das derzeitige Anlageumfeld ist Gold allerdings mehr als ein bloßer Geheimtipp. Das zeigen eine Reihe aktueller Publikationen von traditionellen Investmenthäusern.** Ihnen ist gemein, dass sie die zunehmende Verschränkung von Geld- und Fiskalpolitik, sei es durch MMT, Helikoptergeld oder die unzähligen QE-Programme als (gefährlichen) Inflationstreiber benennen. Die „Bank of America“ titelte in einem Research-Report zuletzt „The Fed can’t print gold“ und hob ihr 18-Monats-Kursziel auf 3.000 USD an.<sup>100</sup> Auch die Deutsche Bank kam in einer höchst lesenswerten Studie zu durchaus ähnlich kritischen Schlussfolgerungen wie wir.<sup>101</sup>

**Unsere wichtigste Schlussfolgerung des diesjährigen *In Gold We Trust-Reports* ist, dass die 2020er-Jahre als goldene Dekade in die Anlagegeschichte eingehen werden.** Nicht weil sich zufälligerweise die Goldenen Zwanziger zum 100. Mal jähren, sondern weil alle Zeichen darauf deuten, dass Gold der große Profiteur der aktuellen wirtschaftlichen, politischen und systemischen Herausforderungen sein wird.

## Best of *In Gold We Trust-Report* 2020

Weitere wesentliche Erkenntnisse des diesjährigen *In Gold We Trust-Reports* „Aufbruch in eine goldene Dekade“ sind die folgenden:

- **De-Dollarization:** Der US-Dollar mag auf einer strukturellen Ebene weiterhin die unbestrittene Nummer eins sein. Aber neben den großen Schritten, wie der Einführung einer europäischen Gemeinschaftswährung oder eines Yuan-Goldpreises, gibt es eine Vielzahl kleiner Maßnahmen, welche die Vorherrschaft des Greenbacks in Frage stellen. Die Goldreserven der Zentralbanken, die in den vergangenen Jahren in einigen Ländern beträchtlich aufgestockt wurden, geben an, wie viele Jetons ein Staat am Verhandlungstisch einer neuen Weltwährungsordnung anzubieten hat.
- **Goldgedeckte Kryptowährungen:** Die von uns positiv gesehene Tokenisierung von Gold setzt sich unvermittelt fort. Derzeit gibt es über 70 Gold-gedekte Coins, und es wird noch einige Zeit dauern, bis sich die Marktführer herausgebildet haben. Die Tokenisierung von Gold bietet, vergleichbar mit der Verbriefung von Gold, einen neuen rechtlichen Titel auf das knappe Edelmetall und sollte so mittelfristig den Zugang zum Edelmetall weiter erleichtern und für noch mehr Nachfrage sorgen. Das kommende Jahr wird entscheidend dafür sein, welche Projekte die Führung bei diesem Unterfangen übernehmen werden. Trotz aller Freude an diesen Entwicklungen bleibt zu erwähnen, dass – analog zu verbrieftem Gold – letztlich physisches Edelmetall im eigenen Besitz das höchste Souveränitätsniveau bietet.

<sup>100</sup> Vgl. „Gold Forecasts 2020: Bank of America Sees \$3,000/Ounce“, Bloomberg, 21. April 2020

<sup>101</sup> Vgl. „Long-Term Asset Return Study: The History and Future of Debt“, db research, 23. September 2019

*Until inflation and real interest rates rise from the grave, only a policy of effective deep negative interest rates can do the job.*

**Kenneth Rogoff**

*As the supply of gold/silver is relatively fixed, however, higher insurance demand implies higher prices. The bull market in gold and silver is primarily a bull market in financial insurance.*

**John Butler**

*Gold is never a story until it is a story.*

**Guy Adami**

- **Finanzielle Repression:** Nach Jahren der Agitation gegen das Bargeld aus dem – vorgeschobenen – Grund des Kampfes gegen den Terrorismus und gegen Kriminelle im Allgemeinen, sind bereits vor Ausbruch des Coronavirus neuerlich ökonomische Gründe zur Rechtfertigung deutlicher Negativzinsen in den Vordergrund getreten. Der von den Lockdowns verursachte deutliche Anstieg der Staatsverschuldung und der signifikante Konjunkturereinbruch wird den Ruf nach Negativzinsen weiter verstärken.
- **Minenaktien:** Der vierjährige Bärenmarkt hat dazu geführt, dass ein Großteil der Minenunternehmen nun auf einem solideren Fundament steht. Die Produzenten sind nun schlanker, haben ihre Verschuldung abgebaut und werden in Zukunft stärker von steigenden Goldpreisen profitieren. **Minenaktien** sind im Vergleich zu Gold und zu anderen Sektoren historisch betrachtet höchst attraktiv bewertet und erscheinen zunehmend im Fokus der „Generalisten“, denn nur wenige Branchen haben eine ähnlich klare Visibilität hinsichtlich der zukünftigen Cash-Flows und Gewinne. Aus relativer Sicht könnte die Dividendenpolitik zunehmend wichtiger werden. Am US-Aktienmarkt haben 2020 mehr Unternehmen ihre Dividenden ausgesetzt oder gestrichen als in den letzten 10 Jahren zusammen<sup>102</sup>, während z. B. Yamana Gold (+25%), Newmont Mining (+79%), B2Gold (+100%) oder Kirkland Lake (+100%) ihre Dividendenausschüttungen zuletzt deutlich erhöhten. Dies ist ein klares Indiz für die zunehmende Ertragskraft der Minenunternehmen.
- **Silber:** Für den umsichtigen und klugen Contrarian-Investor hat es selten eine bessere Zeit gegeben als jetzt, um in Silber zu investieren. Einiges spricht dafür, dass Silber stärkere Preiszuwächse verbuchen können als Gold, was das Gold/Silber-Ratio von seinen historischen Höchstständen deutlich nach unten drücken würde.
- **Technische Analyse:** Nachdem die Widerstandszone bei USD 1.360-1.380 im Juni 2019 final überschritten wurde, setzte ein impulsiver Move ein, der die nächste Phase des Bullenmarktes einläutete. Unsere langfristigen Trend- und Momentumsindikatoren bestätigen, dass sich der Goldpreis in einem intakten Aufwärtstrend befindet. Kurzfristig sieht es dennoch so aus, als wäre der Optimismus bereits recht hoch und das kurzfristige Aufwärtspotenzial begrenzt. Insofern würde uns eine vorübergehende Korrektur nicht verwundern.<sup>103</sup>

## Quo vadis, aurum?

**Als Goldinvestoren interessiert uns selbstverständlich die Frage besonders, wie sich der Goldpreis im Laufe der goldenen Dekade entwickeln könnte.** Wir haben uns im Rahmen des diesjährigen *In Gold We Trust*-Report, diese Fragestellung bereits aus unterschiedlichen Perspektiven

<sup>102</sup> Vgl. „Companies Are Suspending Dividends At Fastest Pace in Years“, Wall Street Journal, 28. April 2020

<sup>103</sup> Diese und weitere Kapitel finden Sie in der „Extended Version“ des *In Gold We Trust*-Reports, die Sie kostenfrei herunterladen können unter <https://ingoldwetrust.report/igwt/>.

angesehen. Zum Abschluss wollen wir nun noch ein proprietäres Bewertungsmodell heranziehen.

**Die Bewertung von Gold unterscheidet sich grundlegend von der Bewertung Cashflow-generierender Anlagen.** Für Gold sind die in der Betriebswirtschaftslehre üblichen Discounted-Cash-Flow-Modelle nicht anwendbar. Schließlich steigt in einem Fiatgeldsystem der Goldpreis langfristig im gleichen Ausmaß wie die Geldmenge an, weil die bestehende Goldmenge nahezu konstant ist, während die Geldmenge permanent inflationiert wird.

Für die Berechnung des Preisziels ziehen wir zwei Parameter heran, und zwar die **Geldmengenentwicklung** und den **impliziten Golddeckungsgrad**. Da der US-Dollar nach wie vor die Weltleitwährung ist und den stärksten Einfluss auf den Goldpreis hat, analysieren wir die Daten für den US-Dollarraum und erhalten entsprechend ein Preisziel in US-Dollar.

### Die künftige Entwicklung der Geldmenge

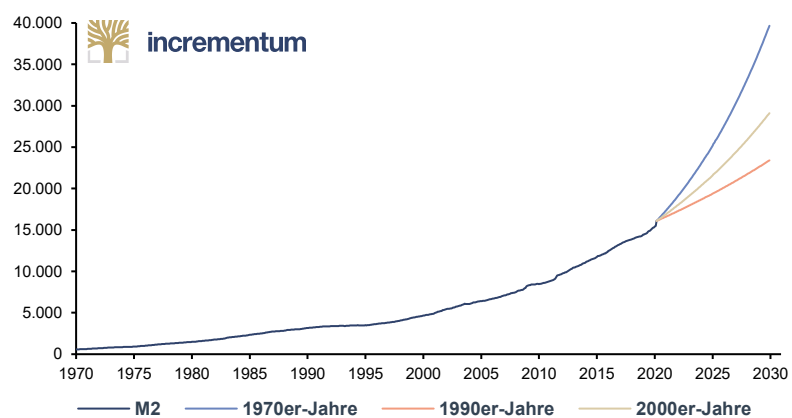
**Für die Wachstumsrate der Geldmenge in der kommenden Dekade haben wir drei Szenarien erstellt.** Wir greifen auf die Geldmenge M2 zurück, weil diese weniger volatil als die engeren Geldmengenaggregate wie die monetäre Basis, MZM und M1 ist. Als potenzielle Wachstumsraten haben wir historische M2-Wachstumsraten aus unterschiedlichen Dekaden herangezogen. Diese Szenarien haben wir jeweils mit einer Schätzung für ihre Eintrittswahrscheinlichkeit versehen.

*My favourite thing to remember is the future.*

**Salvador Dali**

- **M2-Wachstumsrate** der Dekade mit hohem Wachstum: **9,7% p. a.** (1970er-Jahre); Eintrittswahrscheinlichkeit: 15%
- **M2-Wachstumsrate** der Dekade mit geringem Wachstum: **3,9% p. a.** (1990er-Jahre); Eintrittswahrscheinlichkeit 5%
- **M2-Wachstumsrate** der Dekade mit durchschnittlichem Wachstum: **6,3% p. a.** (2000er-Jahre); Eintrittswahrscheinlichkeit 80%

M2-Szenarien, in Mrd. USD, 01/1970-12/2029

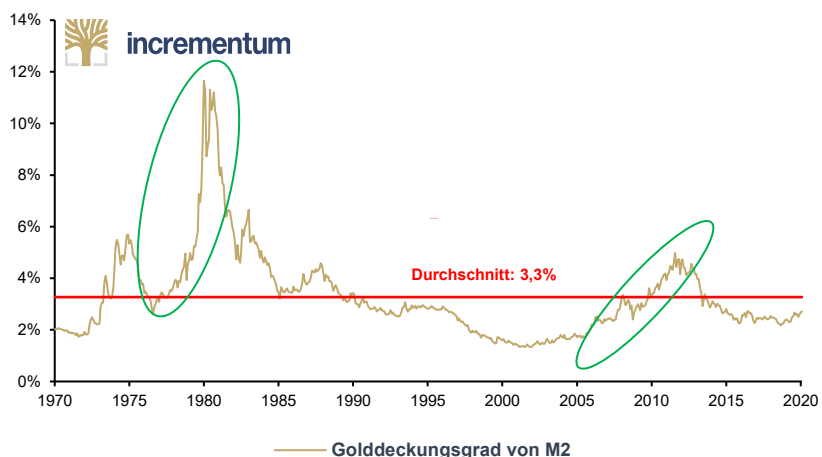


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

### Der implizite Golddeckungsgrad

Der implizite Golddeckungsgrad einer Währung wird berechnet, indem man die Goldreserven der Zentralbank zum aktuellen Goldpreis bewertet und ins Verhaltis zur Geldmenge setzt. Der Golddeckungsgrad der Geldmenge M2 bewegt sich langfristig um 3,3%. Auffällig ist, dass in Zeiten abnehmenden Vertrauens in das Geldsystem der Golddeckungsgrad deutlich steigt. So geschehen in den stagflationaren 1970er-Jahren sowie 2007-2009 während der Großen Finanzkrise und der anschließenden scharfen Rezession.

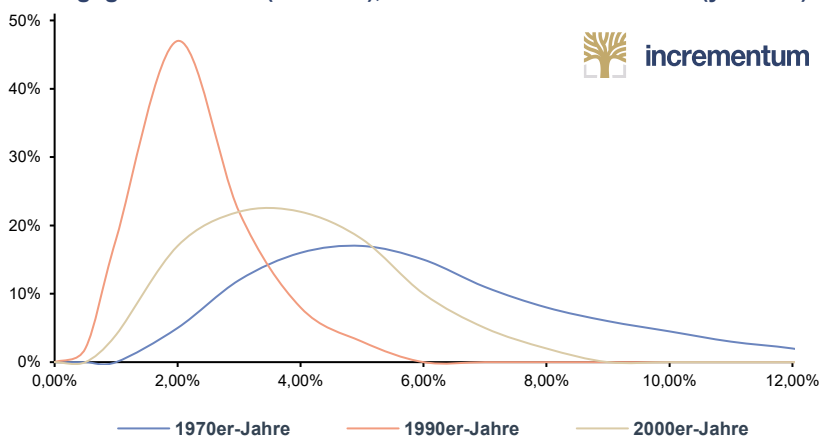
Impliziter Golddeckungsgrad von M2, in %, 01/1970-02/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Für die drei zuvor vorgestellten Wachstumsszenarien der Geldmenge M2 haben wir nun eine Verteilungsfunktion modelliert, die sich an historischen Daten orientiert.

Geglättete Wahrscheinlichkeitsfunktion der Szenarien, Golddeckungsgrade von M2 (x-Achse), Eintrittswahrscheinlichkeit (y-Achse)



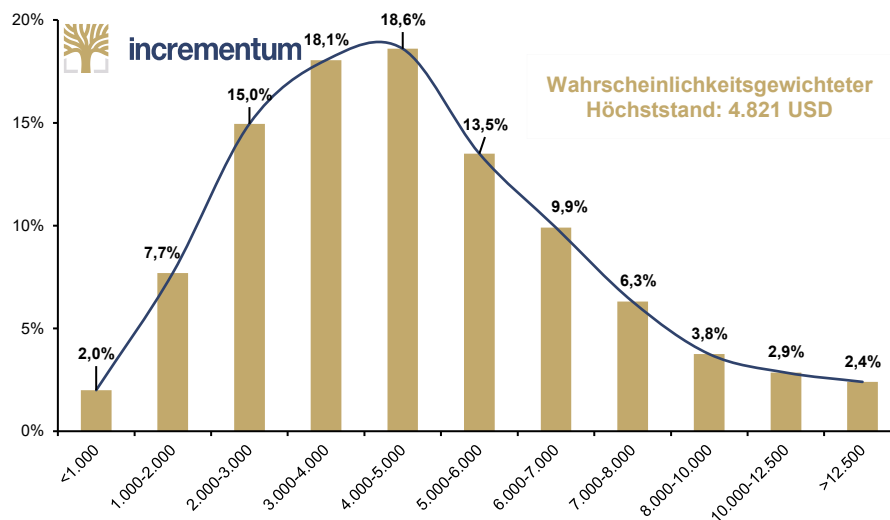
Quelle: Incrementum AG



Kalkuliert man nun über alle Szenarien eine kumulierte Verteilungsfunktion ergibt sich folgendes Bild:

- **Unser Erwartungswert für den Goldpreis am Ende der Dekade liegt bei etwa 4.800 USD.**
- **Die Verteilung ist eindeutig rechtsschief.** Das bedeutet, dass deutlich höhere Preise weitaus wahrscheinlicher sind als niedrigere.

#### Approximierter Goldpreis im Jahr 2030 nach Verteilungswahrscheinlichkeit, in USD



Quelle: Incrementum AG



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Selbstverständlich haben quantitative Modelle dieser Art immer eine gewisse Unschärfe.** Wir sind jedoch der Meinung, dass wir bei der Kalibrierung der Szenarien konservativ vorgegangen sind. Nicht zuletzt aufgrund der im *In Gold We Trust*-Report ausführlich dargelegten einmaligen globalen Verschuldungssituation sind in der angebrochenen Dekade Wachstumszahlen von M2 wie in den 1970er-Jahren nicht unplausibel. **Falls die Geldmengenentwicklung in der kommenden Dekade ähnlich inflationär wie in den 1970er-Jahren verlaufen sollte, errechnen wir einen Preis von USD 8.900 per Ende 2030.**

## Let's Trust in Gold

*The next bull market is in...SIMPLICITY.*

**Dave Rosenberg**

**Wie Sie unserem umfangreichen Report entnehmen konnten, erwarten wir für das angebrochene Jahrzehnt deutliche Umbrüche mit positiven Auswirkungen auf den Goldpreis.** Worin liegt unser ungebrochenes Vertrauen in Gold begründet? In erster Linie basiert unser Faible für Gold auf unserem Verständnis der monetären Geschichte. Milton Friedman hat es treffend formuliert, als er feststellte, dass es nichts Dauerhafteres gibt als ein Provisorium. Als ein scheinbar dauerhaftes Provisorium entpuppte sich die Ankündigung von Richard Nixon im Jahre 1971, die Goldkonvertibilität

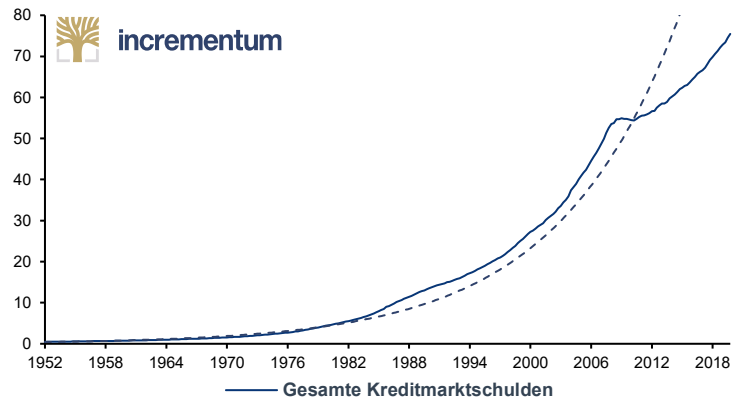
*We can ignore reality, but we cannot ignore the consequences of ignoring reality.*

**Ayn Rand**

„vorübergehend“ auszusetzen. Mittlerweile dauert dieses Provisorium bereits fast ein halbes Jahrhundert an.

**Wir werden nicht müde auf die systemischen Probleme, welche der Schritt letztlich verursachte, hinzuweisen und diese zu dokumentieren.**<sup>104</sup> Womöglich lässt sich die nicht-Nachhaltigkeit des Systems am besten in folgendem Chart zusammenfassen.

**Gesamte Kreditmarktschulden USA, in Bill. USD, Q1/1952-Q4/2019**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*If something cannot go on forever, it will stop.*

**Herbert Stein**

**Die Gesamtverschuldung folgt eindeutig einem exponentiellen Wachstumspfad.** Gerade in Zeiten einer Pandemie sollte eine erhöhte Sensibilität hinsichtlich Exponentialfunktionen gegeben sein. Dennoch wird die Nachhaltigkeit des schuldenbasierten Geldsystems von den konventionellen Medien nicht hinterfragt. Aus unserer Sicht ist das ungedeckte Geldsystem in der derzeitigen Form mit einem Ablaufdatum versehen.

*Prepare for the worst; expect the best; and take what comes.*

**Oscar Wilde**

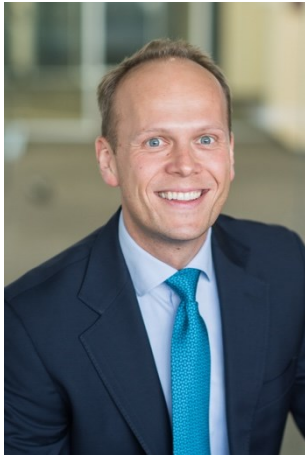
**Für Anleger und Investoren werden die kommenden Jahre zweifelsfrei herausfordernd.** Wir freuen uns die Geschehnisse weiter für Sie zu analysieren und unsere Gedanken mit Ihnen zu teilen. Gemeinsam werden wir diese Herausforderungen meistern. Denn für uns gilt heute mehr denn je:

**IN GOLD WE TRUST**

<sup>104</sup> Nachzulesen sind die Konsequenzen von „1971“ auch auf folgender Webseite: [WTF Happened In 1971?](https://www.incrementum.com/en/wtf-happened-in-1971)

# Über uns

## Ronald-Peter Stöferle, CMT



Ronnie ist Partner der *Incrementum AG* und zuständig für Research und Portfolio Management.

Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der „Wirtschaftsuniversität Wien“ und sammelte während des Studiums praktische Erfahrung am Trading-Desk einer Bank. Nach seinem Studienabschluss 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), und Mitglied des Advisory Boards des aufstrebenden Junior-Explorers „Affinity Metals“ (AFF).

## 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.

Diese Sichtweise gestattet uns eine holistische Analyse der Lage an den Finanzmärkten. Das Unternehmen agiert völlig bankenunabhängig. Dies gewährleistet, dass die Investitionsstrategien autonom und objektiv umgesetzt werden können.

Unser Boutique-Ansatz kombiniert unkonventionelles Denken mit aktuellem Portfoliomanagement-Know-how. Die Partner der Incrementum AG verfügen über mehr als 140 Jahre kombinierter Erfahrung im Bank- und Vermögensverwaltungsgeschäft.

**Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des *In Gold We Trust*-Report 2020:**

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Stefan Thume, Florian Hulan, Jason Nutter, Theresa Kammel, Philip Mastny, Alma Mischu, Nina Crocoll, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Brent Johnson, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Heinz Blasnik, Hans Fredrik Hansen, Maik Enders, Julien Desrosiers, Iustin Rosioara, Chris Marchese, Emil Kalinowski, Elizabeth und Charley Sweet, Brian Bosse und das gesamte Team von Murenbeeld & Co, Markus Hofstädter, Jochen Staiger, Tea Muratovic, Richard Zeiss, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, David Schrottenbaum, Baker Steel, Offroad Communication, Terry Heymann und dem ganzen Team des World Gold Council, dem gesamten Incrementum-Team, sowie unseren Familien!

## Das In Gold We Trust-Report Team



**Gregor Hochreiter**  
Chefredakteur



**Richard Kirschnig**  
Quantitative Analyse &  
Charts



**Jeannine Grassinger**  
Assistenz



**Stefan Thume**  
Webdesign & Medien



**Heinz Blasnik**  
Autor und Übersetzer



**Julien Desrosiers**  
Autor



**Fabian Grummes**  
Autor



**Florian Grummes**  
Autor



**Niko Jilch**  
Autor



**Emil Kalinowski**  
Autor



**Theresa Kammel**  
Redakteurin



**Chris Marchese**  
Autor



**Philip Mastny**  
Social Media



**Alma Mischu**  
Layout



**Jason Nutter**  
Repräsentant Asien



**Charley Sweet**  
Lektor Englisch

### Kontakt

Incrementum AG  
Im alten Riet 102  
9494 – Schaan/Liechtenstein

[www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)

[www.ingoldwetrust.li](http://www.ingoldwetrust.li)

Email: [ingoldwetrust@incrementum.li](mailto: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.**

## Unsere Premium-Partner:



### Agnico Eagle

Agnico Eagle ist ein führendes kanadisches Goldbergbauunternehmen, das seit 1957 Edelmetalle produziert.

[www.agnicoeagle.com](http://www.agnicoeagle.com)



### EMX Royalty

EMX Royalty kann auf eine 17-jährige Erfolgsgeschichte bei der Generierung von Lizenzgebühren, dem Erwerb von Lizenzgebühren und strategischen Investitionen zurückblicken. Mit 50 Mio. USD auf der Bank und 60 Royalty-Vereinbarungen steht EMX an der Schwelle zu einer Neubewertung.

[www.emxroyalty.com](http://www.emxroyalty.com)



### Endeavour Silver

Endeavour Silver ist ein mittelgroßer Silberproduzent, der an der NYSE (EXX) und an der TSX (EDR) notiert. Das Unternehmen betreibt vier hochgradige Untertage-Silber-Gold-Minen in Mexiko, die 2019 7,1 Millionen Unzen Ag-Eq produzierten.

[www.edrsilver.com](http://www.edrsilver.com)



### Hecla Mining Company

Hecla Mining Company (NYSE:HL) ist der größte primäre Silberproduzent in den USA und der fünftgrößte Goldproduzent in Quebec. Hecla ist zudem der drittgrößte US-Produzent sowohl von Zink als auch von Blei.

[www.hecla-mining.com](http://www.hecla-mining.com)



### Matterhorn Asset Management AG

MAM ist ein weltweit führendes Unternehmen im Bereich der privaten Lagerung von Gold und Silber. Die Barren werden außerhalb des Bankensystems in privaten Hochsicherheitslagern mit direktem Kundenzugang gelagert.

[www.goldswitzerland.com](http://www.goldswitzerland.com)



### McEwen Mining

Das Ziel von McEwen Mining ist es, ein profitabler Gold- und Silberproduzent mit Nord- und Südamerika als Schwerpunkt zu werden.

[www.mcewenmining.com](http://www.mcewenmining.com)



### Münze Österreich

Die Münze Österreich AG ist für die Prägung der österreichischen Münzen verantwortlich und vertreibt Anlageprodukte wie den Wiener Philharmoniker in Gold, Silber und Platin und Goldbarren international.

[www.muenzeoesterreich.at](http://www.muenzeoesterreich.at)



### New Zealand Bullion Depository

Unsere Mission ist es, Ihnen die beste Lagerung von Goldbarren mit einem unvergleichlichen Service und höchster Diskretion zu bieten. Ihr Gold wird in unserer neuseeländischen Einrichtung sicher eingelagert, damit Sie unbesorgt sein können.

[www.nzbd.com](http://www.nzbd.com)



### **Novo Resources**

Novo Resources konzentriert sich auf die Exploration und Entwicklung von Goldprojekten in der Pilbara-Region in Westaustralien. Novo hat ein bedeutendes Landpaket von etwa 13.000 km<sup>2</sup> angesammelt.

[www.novoresources.com](http://www.novoresources.com)



### **philoro Edelmetalle**

Philoro ist einer der Marktführer in Europa im Bereich Edelmetallhandel und ihr zuverlässiger Partner für die Veranlagung in Gold und Silber, Platin und Palladium.

[www.philoro.at](http://www.philoro.at)



### **SolGold**

SolGold (LSE/TSX:SOLG) ist ein führendes Explorationsunternehmen, das sich auf die Entdeckung und Definition von erstklassigen Kupfer-Gold-Lagerstätten in Ecuador konzentriert.

[www.solgold.com.au](http://www.solgold.com.au)



### **Solit**

Die SOLIT Gruppe bietet als ein führendes Edelmetall-Handelsunternehmen Edelmetallsparrpläne, sichere Lagerkonzepte sowie sachwertbasierte Investmentfonds an – mit dem Schwerpunkt auf Gold und Silber.

[www.solit-kapital.de](http://www.solit-kapital.de)



### **Sprott**

Sprott Inc. ist ein globaler Vermögensverwalter, der auf Anlagestrategien im Edelmetall- und Sachwertebereich spezialisiert ist.

[www.sprott.com](http://www.sprott.com)



### **Tudor Gold**

Tudor Gold ist ein Junior-Explorer im ‚Goldenen Dreieck‘ von B.C., Kanada. Tudor's Treaty Creek Projekt grenzt direkt an das KSM-Projekt von Seabridge Gold sowie an das VOK-Projekt von Pretium Resources.

[www.tudor-gold.com](http://www.tudor-gold.com)



### **Victoria Gold**

Die Eagle-Goldmine von Victoria Gold ist in Betrieb und wird bei voller Produktion pro Jahr mehr als 210.000 Unzen Au @ AISC < US\$800/oz Au produzieren. Reserve: 3,3 Mio. Unzen Au. Lebensdauer der Mine („LOM“): 11 Jahre. Vorrangige Explorationsziele: Nugget-Raven& Lynx.

[www.vitgoldcorp.com](http://www.vitgoldcorp.com)



### **Ximen Mining**

Ximen Mining Corp. ist ein kanadisches Gold- und Explorationsunternehmen, das sich darauf konzentriert, der nächste bedeutende Produzent von hochgradigem Gold im südlichen British Columbia zu werden.

[www.ximenminingcorp.com](http://www.ximenminingcorp.com)





in gold we trust  
.report

