

in **gold** we trust  
**.report**

27. Mai 2020  
Extended Version

# 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 350 f.





# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b>	<b>4</b>
<b>Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes</b>	<b>18</b>
Status Quo von Gold im Währungskontext	20
Status Quo der US-Konjunktur und des US-Dollars	27
Status Quo von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen	38
Status Quo der Verschuldungsdynamik	44
Status Quo der Inflationstendenz	61
Status Quo der Goldnachfrage	88
Fazit Status Quo	95
<b>De-Dollarization 2020 – Das Endspiel hat begonnen</b>	<b>100</b>
<b>Von West nach Ost: Gold fließt den „starken Händen Asiens“ zu</b>	<b>135</b>
<b>Goldlagerung – Neuseeland, Australien und Dubai im Faktencheck</b>	<b>157</b>
<b>Monetäres Endgame in Sicht? Wenn Absurdität zur neuen Normalität wird</b>	<b>168</b>
<b>Gold und Silber – eine biblische Perspektive</b>	<b>188</b>
<b>Vom Gelde zum Golde</b>	<b>197</b>
<b>Finanzielle Repression – Das Coronavirus greift auch das Bargeld an</b>	<b>203</b>
<b>Das „Plan B“-Modell: Der Heilige Gral der Bitcoinbewertung?</b>	<b>221</b>
<b>Goldgedeckte Kryptowährungen – Ein Blick in die Zukunft?</b>	<b>232</b>
<b>Des Silbers Silberstreif</b>	<b>249</b>
<b>Minenaktien: Die Party hat begonnen</b>	<b>279</b>
<b>ESG-Compliance und Finanzstabilität – Zwei Konzepte, die einander ergänzen</b>	<b>298</b>
<b>Technische Analyse</b>	<b>323</b>
<b>Quo vadis, aurum?</b>	<b>335</b>
<b>Über uns</b>	<b>346</b>



# 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</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>2</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>3</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>4</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>5</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-Programme brechen mittlerweile jegliche Vorstellungskraft. Am Höhepunkt

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

<sup>3</sup> Vgl. IMF: *World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown*, April 2020

<sup>4</sup> *Nowcasting Report*, Federal Reserve Bank of New York, per 15. Mai 2020,

<sup>5</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**



Federal Reserve Bank of Chicago

Monetary and Fiscal Policies in Times of  
Large Debt: Unity is Strength  
Francesco Bianchi, Renato Faccini, and  
Leonardo Melosi

REVISED  
May 8, 2020

WFP 2020-13

<https://doi.org/10.21033/wfp-2020-13>

\*Working papers are not edited, and all opinions and errors are the  
responsibility of the author(s). The views expressed do not necessarily  
reflect the views of the Federal Reserve Bank of Chicago or the Federal  
Reserve System.

Quelle: Federal Reserve Bank of Chicago

der Finanzmarktpanik schöpfte die Federal Reserve zwei Wochen lange 1 Mio. USD, jede einzelne Sekunde, Tag und Nacht.<sup>6</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**

Etlliche 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>7</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>8</sup> Auch in den USA wird in Zentralbankkreisen mittlerweile unverhohlen über die offizielle Verzahnung von Fiskal- und Geldpolitik nachgedacht.<sup>9</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>6</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>7</sup> IMF DataMapper: [Gross debt position in % of GDP](#)

<sup>8</sup> „Bank of England to directly finance UK government's extra spending“, Financial Times, 9. April 2020

<sup>9</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>10</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>10</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>11,12</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>13</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>11</sup> Vgl. „Fazit“, *In Gold We Trust*-Report 2018

<sup>12</sup> Vgl. „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2019

<sup>13</sup> Vgl. „Fazit“, *In Gold We Trust*-Report 2017, S. 173

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

**Seamus Heaney**

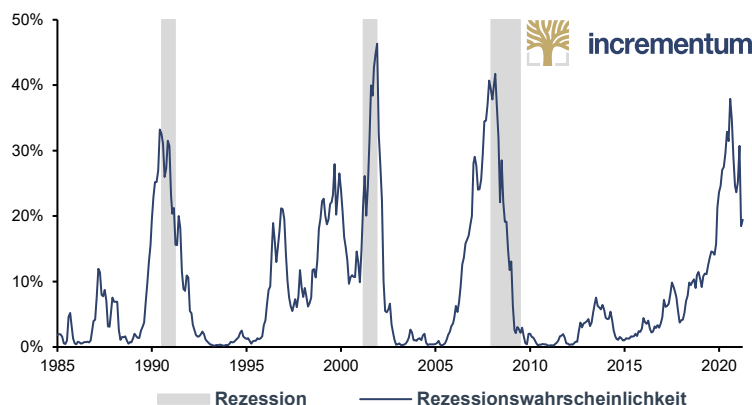
**Noch spannender als der Rückblick ist der Ausblick.** Entsprechend unserem diesjährigen Leitmotiv „Aufbruch in eine goldene Dekade“ wagen wir im aktuellen *In Gold We Trust*-Report einen 10-Jahresausblick für den Goldpreis.<sup>14</sup> Vorerst wollen wir uns aber mit dem aktuell brennendsten Thema 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



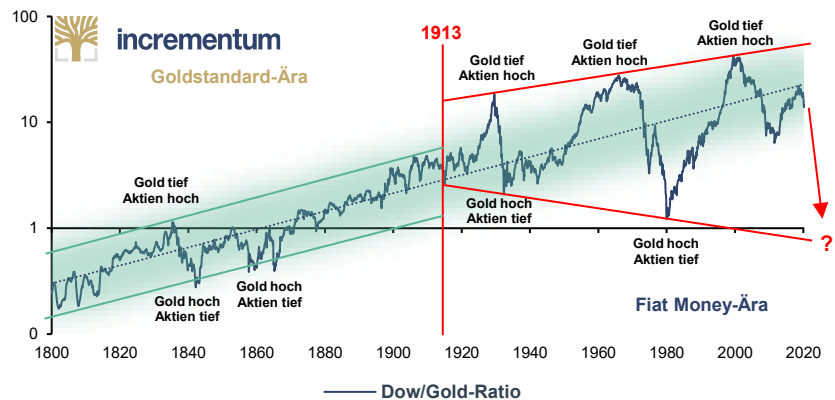
Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**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>14</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

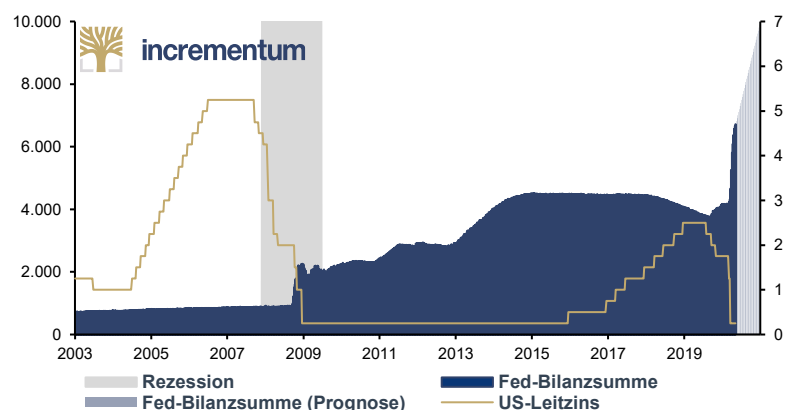
*My friends keep telling me the Fed shot its gun and is out of bullets. Are you kidding me? They own the bullet factory.*  
**Harris Kupperman**

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

**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>15</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.

**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>15</sup> Vgl. „Treasury Yields fall as Fed’s Powell says balance sheet reduction on auto pilot“, Reuters, 19. Dezember 2018, eigene Übersetzung

**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:

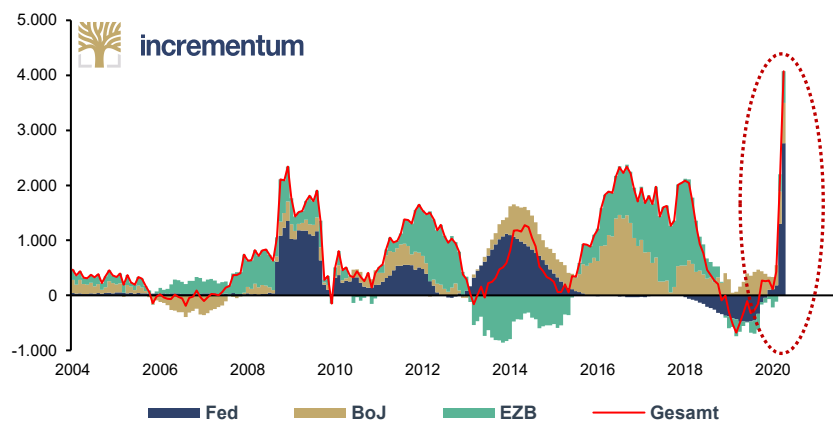
*„The (FOMC) has often stated its intention to return the Fed balance sheet to normal, pre-crisis levels over time. Once that occurs, the Treasury will be left with just as much debt held by the public as before the Fed took any of these actions.’ When that happens, it will be clear that the Fed has not been using money creation as a permanent source for financing government spending.“<sup>16</sup>*

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

**Raoul Pal**

**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 atemberaubende 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

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

**Claudio Borio, BIS**

### 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>16</sup> „In-Depth: Is the Fed Monetizing Government Debt?“, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1. April 2013

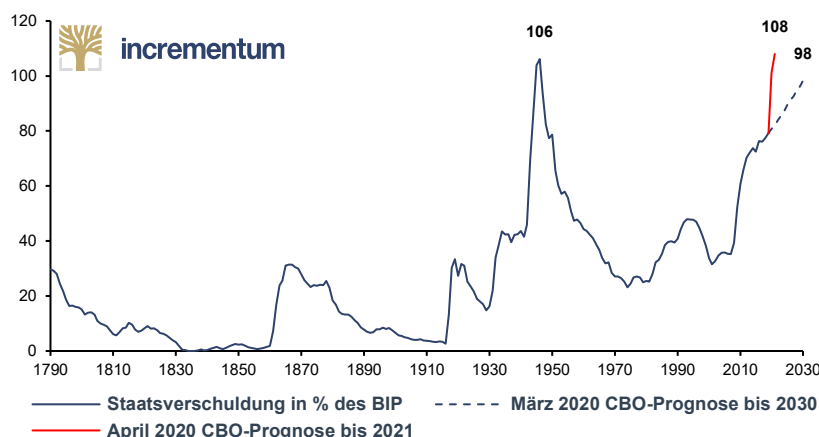


*This scheme essentially merges the Fed and Treasury into one organization.*

**Jim Bianco**

**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 auszufernen. **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>17</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>18</sup>*

<sup>17</sup> „Lagarde urges eurozone to launch joint fiscal stimulus“, Financial Times, 8. Mai 2020, eigene Übersetzung  
<sup>18</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>19</sup>, Spaß-Homepages<sup>20</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, Bargeldbeschränkungen und tiefen Negativzinsen zu rechnen.**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

## „The Great Monetary Inflation“

Tatsächlich bereitet das Ausmaß der Zentralbankmaßnahmen 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-Koryphäe 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>21</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>22</sup>**

<sup>19</sup> Know Your Meme: [Money Printer Go Brrr](#)

<sup>20</sup> [Brrrr.money](#)

<sup>21</sup> Jones, Paul T. und Giorgianni, Lorenzo: „The Great Monetary Inflation“, Market Outlook – Macro Perspective, Mai 2020

<sup>22</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.*

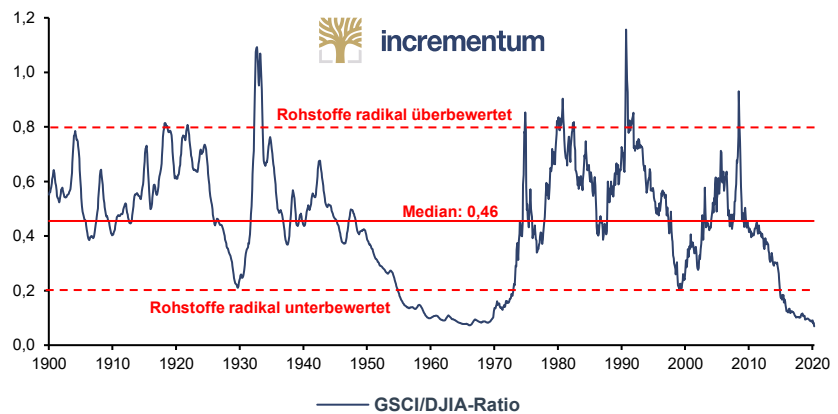
**Leigh Goehring & Adam Rozencwajg**

## 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 & Rozencwajg, 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:

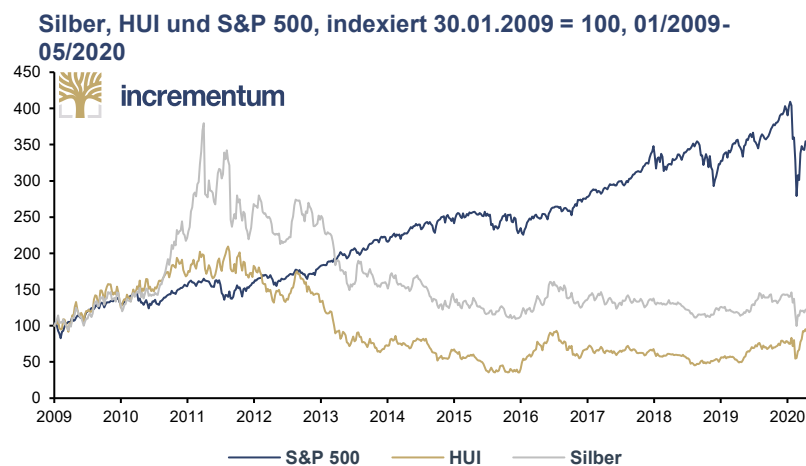
*„The forces that have held the current fiat system together now look fragile and they could unravel in the 2020s. If so, that will start to lead to a backlash against fiat money and demand for alternative currencies, such as gold or crypto could soar.“<sup>23</sup>*

*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>23</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>24</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>24</sup> Am Ende des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie eine Übersicht über unsere Premium-Partner inklusive einer Kurzbeschreibung der Unternehmen.

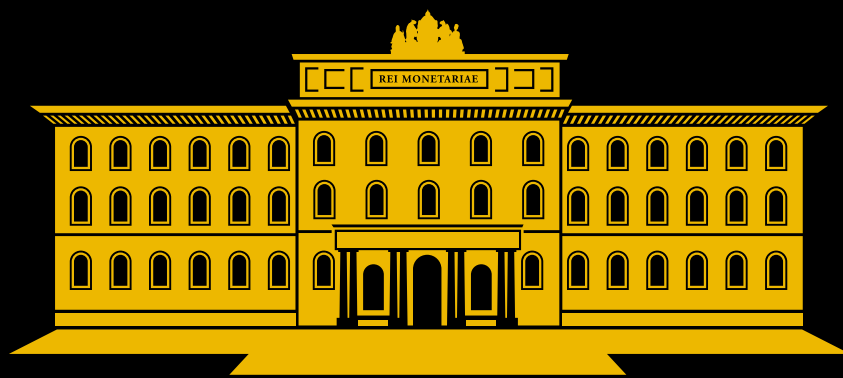




MÜNZE  
ÖSTERREICH

# Sie wollen Ihr Gold sicher lagern? Das GoldDepot der Münze Österreich.

Ihre Anlage in Gold ist sicher. Die Tresorräume der Münze Österreich sind es ebenso. Und genau dort können Sie ab sofort Ihr bei der Münze Österreich zukünftig gekauftes Gold einlagern. Sicher und versichert. Gleichzeitig bleiben Sie flexibel und können direkt auf Ihre Goldanlage zugreifen. Ihr übersichtliches Online-Kundenkonto bietet Ihnen dabei Transparenz und viel Komfort. Mehr Informationen finden Sie auf [muenzeoesterreich.at/anlegen/golddepot](https://muenzeoesterreich.at/anlegen/golddepot).



# GOLD DEPOT

MÜNZE ÖSTERREICH

# 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>25</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>25</sup> Vgl. „[Stock-to-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold](#)“, *In Gold We Trust*-Report 2013; „[Stock-to-Flow Ratio 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

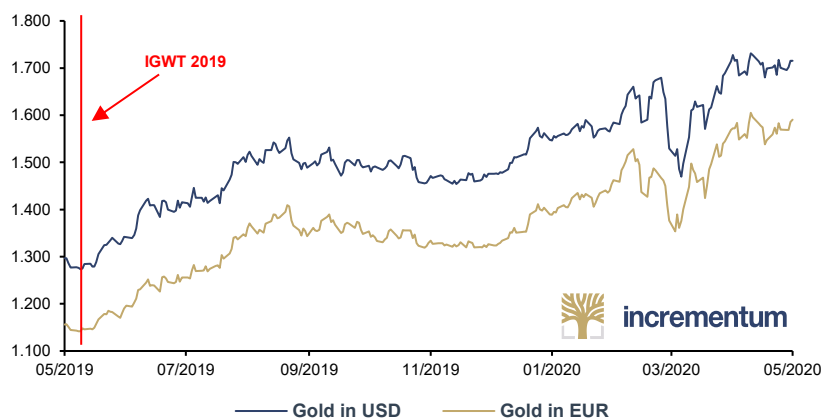
**Traditionell beginnen wir unsere Standortbestimmung mit der Betrachtung der wichtigsten Performance-Daten.** In den vergangenen 12 Monaten erzielte Gold in fast allen Währungen neue Allzeithochs, darunter u. a. EUR, JPY, CHF, CNY, AUD, CAD, GBP etc. **Die „Marktbreite“ des Aufwärtstrends war somit 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>26</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**

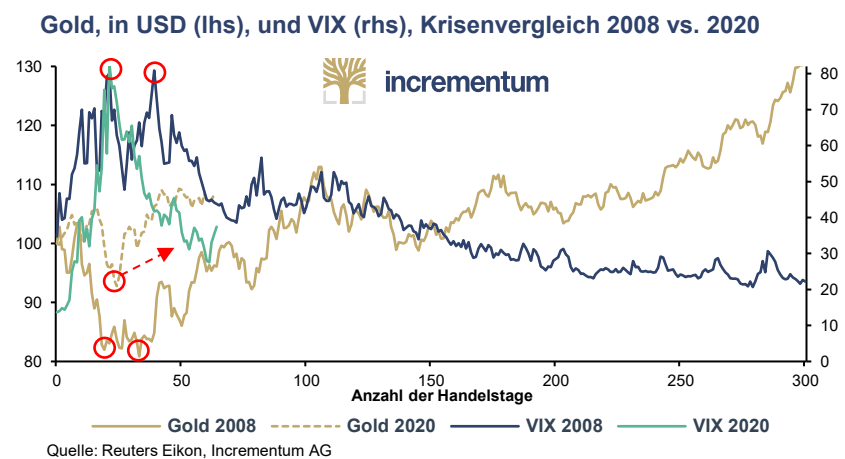
<sup>26</sup> Es wäre allerdings zu viel der Ehre, dieses Durchbrechen allein auf unsere Vorhersage zurückzuführen.

**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>27</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.*

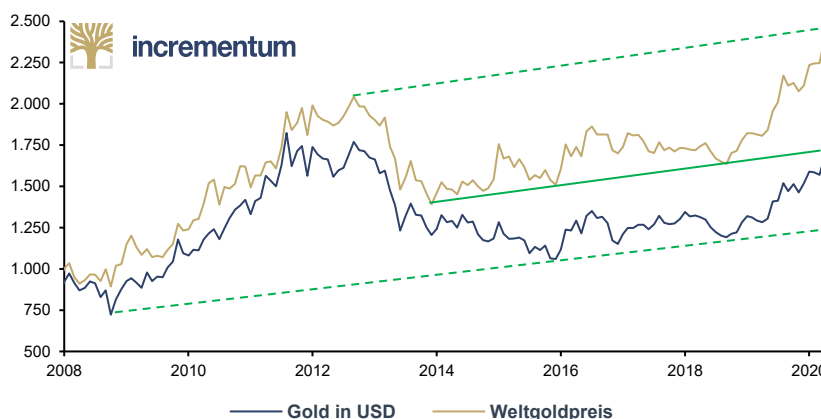
**Ron Paul**

**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>27</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.**

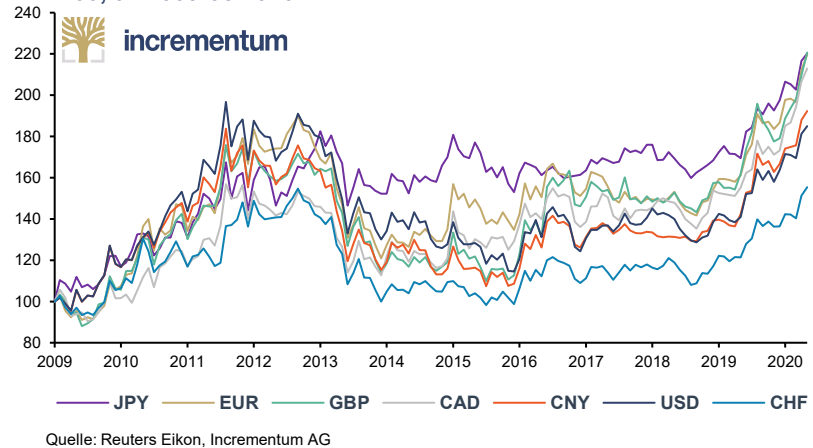
Gold Performance seit 2001 in diversen Währungen (%)

	EUR	USD	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Schnitt
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**



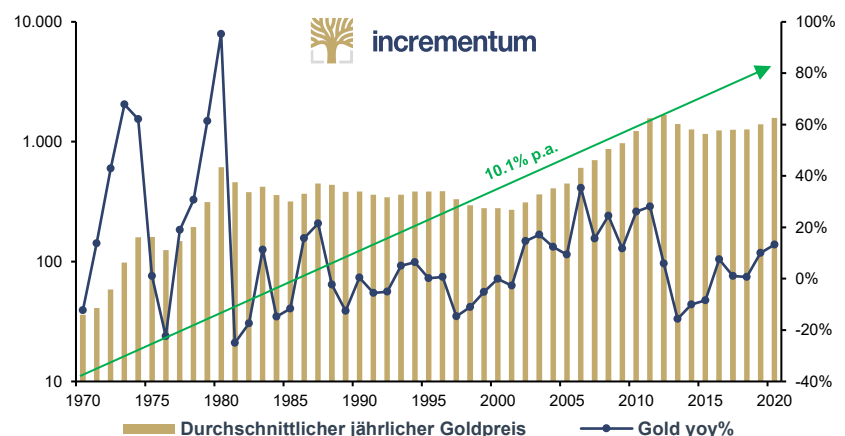
*The gold price can go up, it can go down, but gold itself is permanent.*

**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 Zugwinne 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>28</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>28</sup> Vgl. „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2019



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



## 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>29</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 ineinandergreifen müssen.
- Für einen Misserfolg braucht es nur einen Faktor, der nicht passt.<sup>30</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>31</sup>

<sup>29</sup> Vgl. „Wie Privatanleger eine drohende Rezession erkennen“, NZZ, 14. August 2019

<sup>30</sup> Vgl. Wikipedia Eintrag: „Anna Karenina Prinzip“

<sup>31</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>32</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>33</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 Politikanalystin 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>34</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.

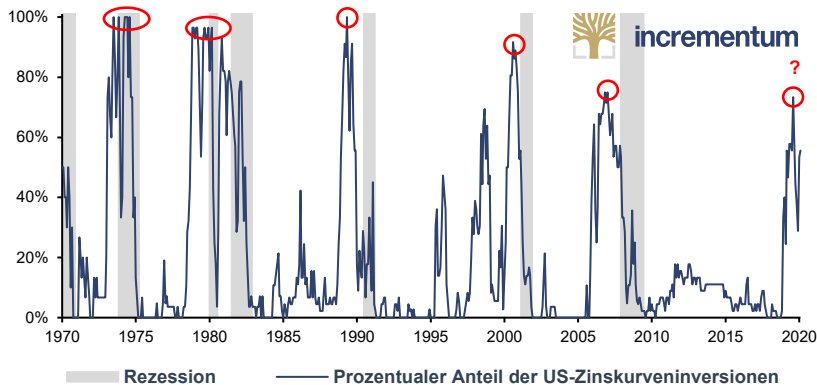
**Die Prognose des Tropfens, der das Fass zum Überlaufen bringt, ist bekanntlich komplex. Dass das Fass jedoch bis zum Rande gefüllt war, ist evident.** Wir haben in den Vorjahren zwar oftmals auf die zunehmende Fragilität der Weltwirtschaft und auf spezifische Risikofaktoren hingewiesen. Unser konjunktureller 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>32</sup> Anmerkungen: Ausführliche Erklärungen über Talebs Konzept des „Schwarzen Schwan“ finden Sie: [„Gold als Portfolioversicherung“, In Gold We Trust-Report 2016](#)

<sup>33</sup> Vgl. [„Systemic Risk of Pandemic via Novel Pathogens – Coronavirus: A Note“](#), Joseph Norman, Yaneer Bar-Yam, Nassim Nicholas Taleb, 26. Jänner 2020

<sup>34</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**

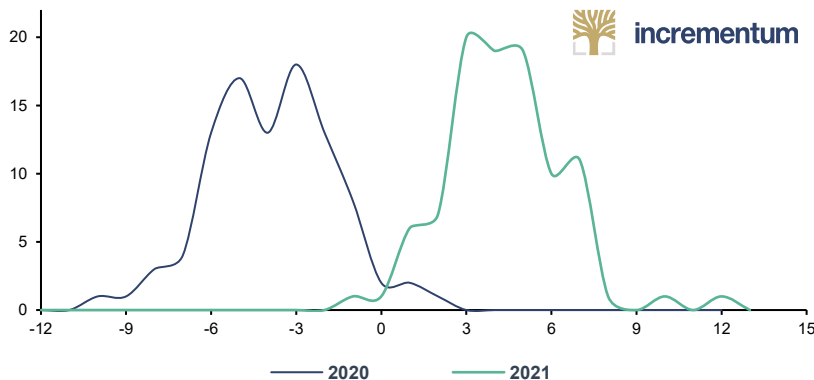
*Der einzige Sinn von Wirtschaftsprognosen ist es, die Astrologie respektabel aussehen zu lassen.*

**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 Wachstumszahlen 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>35</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>36</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>37</sup> näher ansehen.<sup>38</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>35</sup> Vgl. „Gold und Inflation“, *In Gold We Trust*-Report 2014; „Gold und Inflation“, *In Gold We Trust*-Report 2015

<sup>36</sup> Vgl. „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen“, *In Gold We Trust*-Report 2019

<sup>37</sup> Datengrundlage sind die Rezessionen für die USA, festgestellt durch das NBER.

<sup>38</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>39</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**

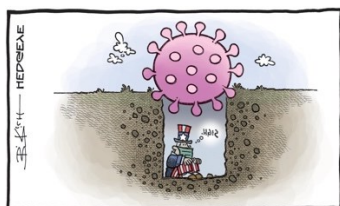
### Rezession oder Depression, das ist hier die Frage!

**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>39</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

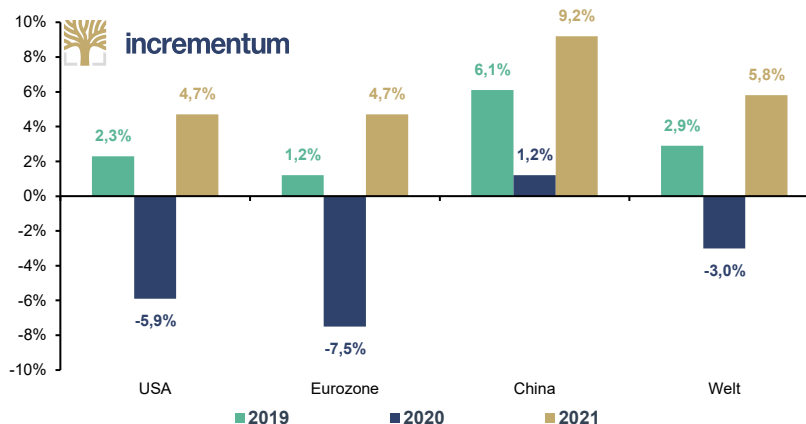
*What makes a depression different than a recession is that a depression ushers in many years of secular change in behavior. Recessions do not.*

**Dave Rosenberg**

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>40</sup>

In seiner Frühjahrsprognose geht der IWF ebenfalls von einem erheblichen Einbruch der Weltwirtschaft aus.<sup>41</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

**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>42</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

<sup>40</sup> Nowcasting Report, Federal Reserve Bank of New York, Stand per 15. Mai 2020

<sup>41</sup> „World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown“, IMF, April 2020

<sup>42</sup> Vgl. „Breakfast with Dave“, Rosenberg Research, 13. April 2020



auch lange nachdem das BIP die Talsohle durchschritten hatte. Oft wird vergessen, 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.

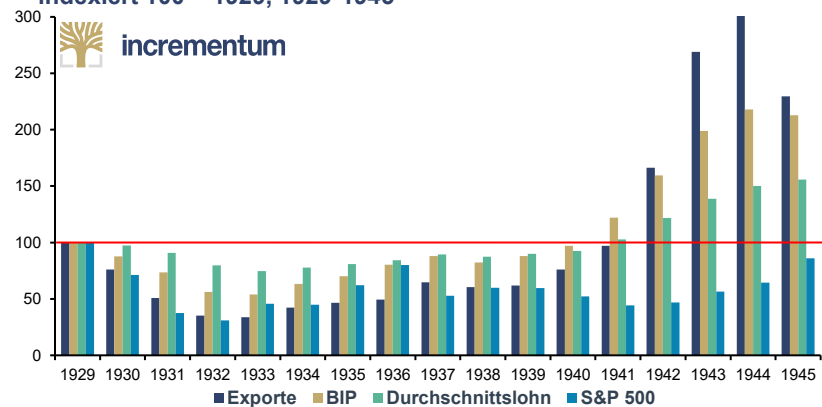
*The cumulative loss to global GDP over 2020 and 2021 from the pandemic crisis could be around 9 trillion dollars, greater than the economies of Japan and Germany combined.*

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>43</sup>

**Ausgewählte Makrovariablen während der Großen Depression, indiziert 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>43</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.*

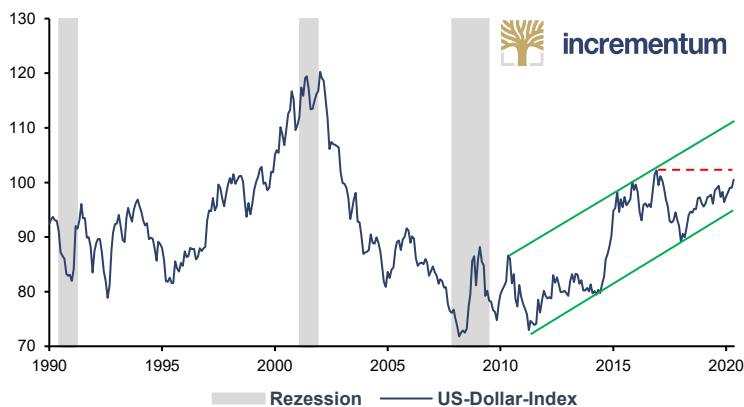
**Paul Wong, Sprott**

## 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



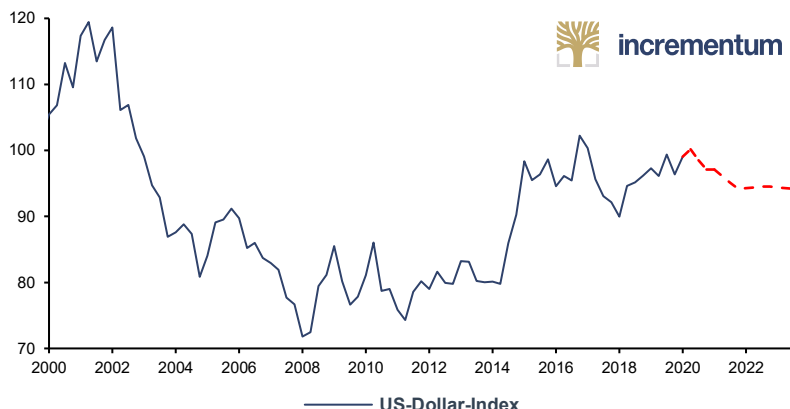
Abgesehen von einer ausgeprägten Schwächephase 2017 kennt der DXY seit Ende 2011 nur einen Weg, den nach oben. **Sieht man sich den Monatschart des DXY-Index an, so könnte bei einem Ausbruch über die Marke von 102 ein impulsiver Move bevorstehen, dessen Ziel im Bereich von 120 läge.** Anhand des Charts 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 festere 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>44</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>45</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>44</sup> Johnson, Brent: „[Update on the Coming Currency Crisis: Re-Visiting the Dollar Milkshake Theory](#)“, YouTube, 7. Dezember 2019

<sup>45</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>46</sup> Im März wurde die Klippe schließlich erreicht, mit den zu erwartenden Folgen.

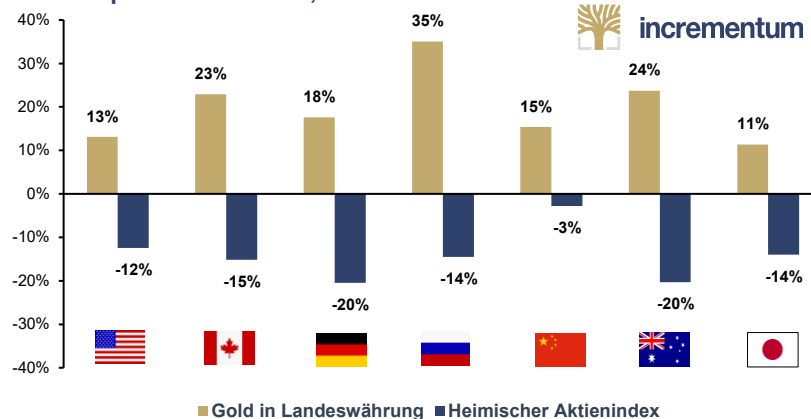
<sup>46</sup> Vgl. „Wer gute Prognosen macht“, Peter Frech, Quantex Werte, Jänner 2020

Gold ist der Robert Pecl des Portfolios.<sup>47</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



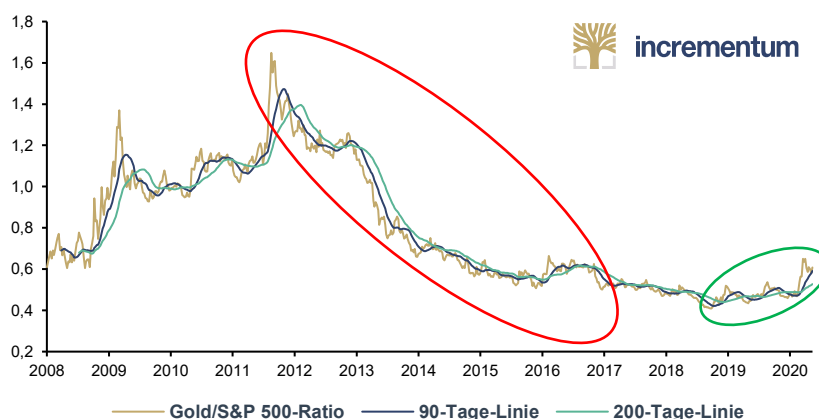
Quelle: Reuters Eikon (Stand: 14. Mai 2020), Incrementum AG

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



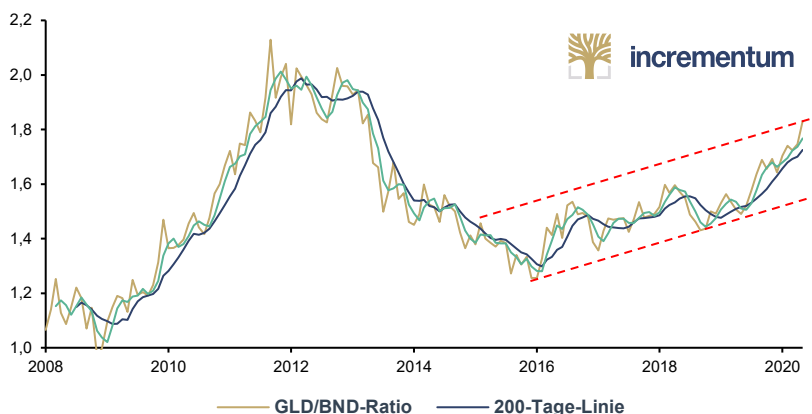
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

<sup>47</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>48</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>49</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.

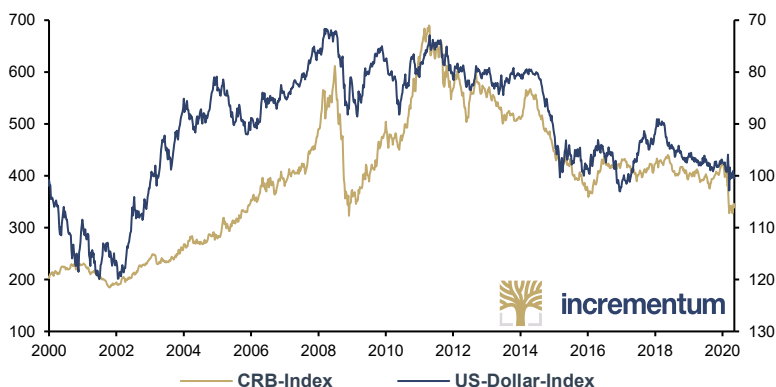
Der Vergleich der Entwicklung der Rohstoffe mit dem US-Dollar-Index (DXY) zeigt, dass die Rohstoffpreise und der US-Dollar weiterhin stark korreliert sind. Salopp formuliert: Das Wohl der Commodities hängt also am US-Dollar'sen Faden. **Kräftige Unterstützung werden die Rohstoffpreise nur erfahren, wenn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

<sup>48</sup> Vgl. „An Anti-Fragile Beauty Contest“, Louis-Vincent Gave, GavekalResearch, 14. April 2020

<sup>49</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



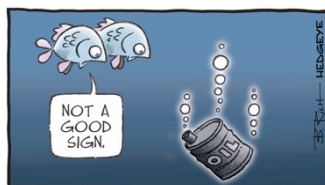
CRB-Index (lhs), und US-Dollar-Index (invertiert, rhs), 01/2000-05/2020



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

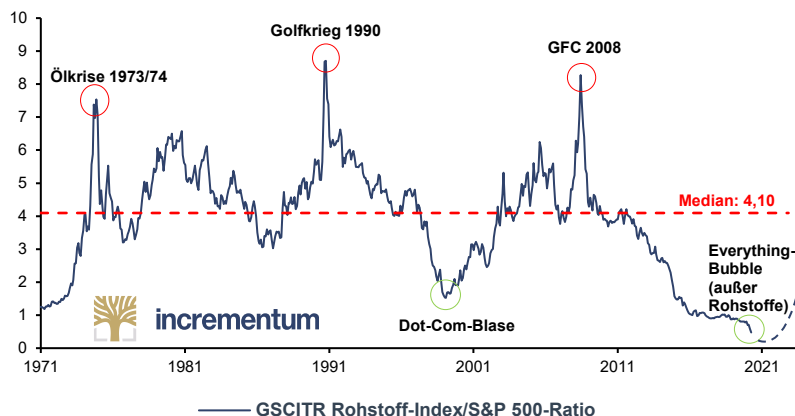
**Die Analysen von „Wellenreiter Invest“ belegen, dass der DXY gegenüber den historischen Durchschnittsverläufen in Wahljahren deutliche relative Stärke aufweist.** Die Abkopplung des DXY gegenüber den historischen Durchschnittsverläufen setzt zu Beginn des zweiten Quartals ein und endet mit der Präsidentschaftswahl 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>50</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>51</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>50</sup> Vgl. Rethfeld, Robert und Hirsekorn, Alexander: „Wellenreiter-Jahresausblick 2020“

<sup>51</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 Verschuldungsdynamik

*„We are experiencing the end game of the great debt super cycle. As the private sector has become increasingly over-levered, the baton is being passed to the public sector where resources are so strained that the printing press has become the last resort.“*

Scott MinerD

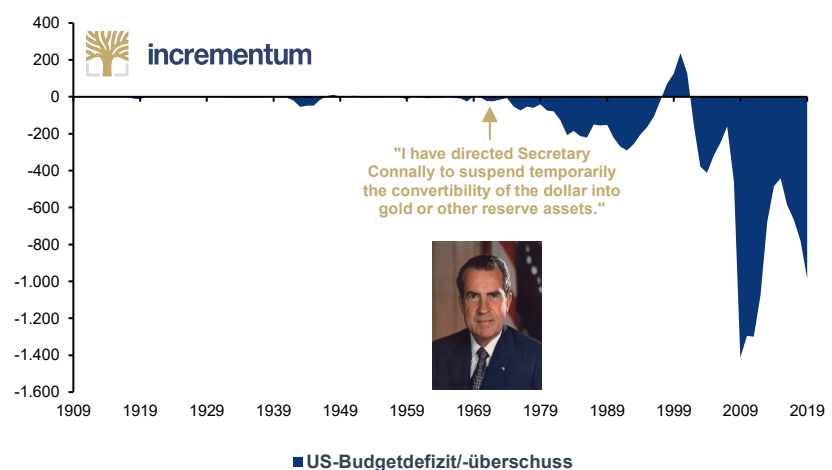
**2012 erklärte Mario Draghi der Welt, dass er „whatever it takes“ tun werde, um die Wirtschaft und den Euro am Leben zu erhalten.** Heute, 12 Jahre später, setzt er seine heroische geldpolitische Rhetorik für den größten Anstieg der Staatsverschuldung seit dem Zweiten Weltkrieg ein: *„We face a war against coronavirus and we must mobilize accordingly.“*<sup>52</sup> Und in der Tat ähnelt der Verlauf der gegenwärtigen Expansion der Staatsverschuldung mehr und mehr dem steilen Anstieg der Schuldenstände während des Zweiten Weltkriegs.

*Die schwäbische Hausfrau wird wohl endgültig in Pension geschickt.*

**Josef Urschitz**

**Die Coronaviruspandemie ist auf jeden Fall ein Wendepunkt.** So hat die Bundesregierung in Deutschland zwar ihre absolute und relative Verschuldung seit 2014 abgebaut, nun aber mit einem Schlag beschlossen, die Kreditaufnahme nicht nur wieder aufzunehmen, sondern so auszuweiten, dass die verfassungsmäßige Schuldenbremse ausgesetzt werden musste. Auf der anderen Seite des Atlantiks prognostizieren die USA für das laufende Fiskaljahr ein zweistelliges Haushaltsdefizit. Nie war das Defizit in Friedenszeiten so hoch, zweistellig war es überhaupt nur in den Kriegsjahren 1942-1945, wobei es 1942 mit 12,4% des BIP vermutlich niedriger war als dieses Jahr.

### US-Budgetdefizit/-überschuss, in Mrd. USD, 1909-2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Daher finden wir es wichtiger denn je, die rapide zunehmende Verschuldung genauer unter die Lupe zu nehmen.** Dieser Trend hat seit

<sup>52</sup> „Draghi: we face a war against coronavirus and must mobilise accordingly“, Financial Times, 25. März 2020

der GFC 2008 zwar stark zugenommen, hat aber angesichts der Coronaviruskrise völlig neue Dimensionen erreicht. Das IIF schätzt, dass die globale Verschuldung im Jahr 2020 um etwa 17 Bill. USD ansteigen wird.<sup>53</sup>

*Reality is that which, when you stop believing in it, doesn't go away.*

**Philip K. Dick**

In der letzten Wirtschaftskrise, der GFC 2008, erholte sich die Weltwirtschaft, indem uneinbringliche Forderungen des Privatsektors – insbesondere des Bankensektors – auf den öffentlichen Sektor übertragen wurden. Diese Strategie war insofern erfolgreich, als dass die Weltwirtschaft in den letzten 12 Jahren am Leben gehalten werden konnte – dank permanenter Liquiditätsspritzen durch die Zentralbanken. Infolgedessen hat die Welt heute 87 Bill. USD mehr an globalen Schulden zu tragen als zu Beginn der GFC. Dennoch blieben die Wachstumsraten die niedrigsten des letzten Jahrhunderts, was von unserem geschätzten Kollegen Emil Kalinowski als „*Silent Depression*“<sup>54</sup> bezeichnet wird.

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

**Nassim Taleb**

**Am bezeichnendsten ist, dass es seit dem Konkurs von Lehman Brothers zu einem wichtigen Ziel der Unternehmen wurde, von den Behörden als „systemrelevant“ und damit „too big to fail“ betrachtet zu werden.** Jene Unternehmen, die knapp unter diesem Schwellenwert lagen, investierten erhebliche Summen, um diesen zu überschreiten und in den exklusiven Club der privilegierten Unternehmen aufgenommen zu werden.<sup>55</sup> Der normale Regenerationsprozess nach einer Rezession wurde vereitelt, stattdessen wurden die Fehlallokation von Kapital und die Risse im System einfach mit zusätzlichen Schulden überdeckt. Heute ist die Weltwirtschaft mit 322% ihrer jährlichen Wirtschaftsleistung höher verschuldet, fragiler und unproduktiver als je zuvor seit dem Zweiten Weltkrieg. Sobald die Wirtschaft in diese Abwärtsspirale der Verschuldung gerät, wird ihr Sog unerbittlich.

*Now, here, you see, it takes all the running you can do, to keep in the same place. If you want to get somewhere else, you must run at least twice as fast as that!*

**Lewis Carroll**

**Schon vor der Coronaviruspandemie ähnelten viele Volkswirtschaften mehr und mehr der „Roten Königin“ aus „Alice hinter den Spiegeln“<sup>56</sup>. Denn „um nur auf demselben Platz zu bleiben“ und nicht in die Rezession abzudriften, benötigen sie immer mehr Schulden. Wie die folgende Tabelle zeigt, nimmt der Grenznutzen der Schulden in den USA rapide ab.**

Dekade	Neue öffentliche Verschuldung in Mrd. USD	BIP-Wachstum in Mrd. USD	Zusätzliche Einheiten der Staatsverschuldung zur Erhöhung des BIP um 1 Einheit
1950 - 1960	33	243	0,14
1960 - 1970	89	496	0,18
1970 - 1980	478	1.610	0,30
1980 - 1990	2.108	3.014	0,70
1990 - 2000	2.823	3.989	0,71
2000 - 2010	6.535	4.818	1,36
2010 - 2020	10.890	6.979	1,56

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

<sup>53</sup> Vgl. „April 2020 Global Debt Monitor“: [COVID-19 Lights a Fuse](#)“, IIF, 7. April 2020; eigene Berechnungen basierend auf einem BIP von 86,6 Bill. USD im Jahr 2019.

<sup>54</sup> Kalinowski, Emil: „The Silent Depression: Trundling Is the New Booming“, *Enterprising Investor*, 11. Februar 2020

<sup>55</sup> Vgl. Brewer Ilm Elijah und Jagtiani, Julapa: „How Much Did Banks pay to Become Too-Big-To-Fail and to Become Systemically Important?“, Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Working Paper No. 09-34*, 2. Dezember 2009

<sup>56</sup> „Alice hinter den Spiegeln“ (auch: „Alice im Spiegelland“ sowie: „Durch den Spiegel und was Alice dort fand“, im Original: „Through the Looking-Glass, and What Alice Found There“) ist die Fortsetzung zu „Alice im Wunderland“.

*The debt is growing faster than the economy. This is not the time to act upon those concerns.*

**Jerome Powell**

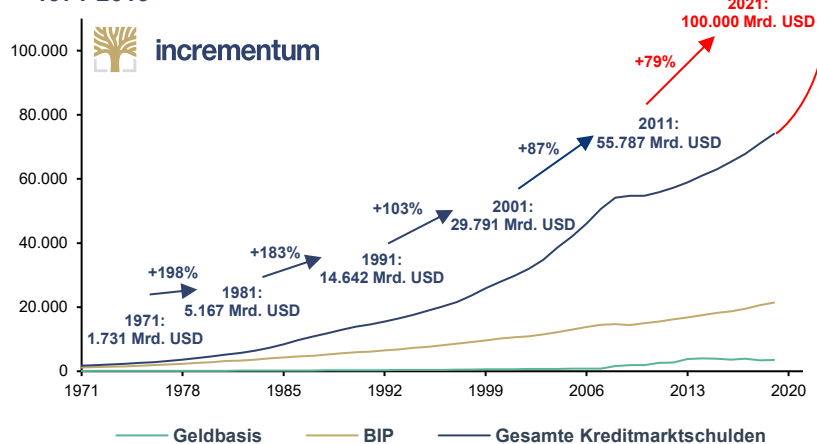
*Blessed are the young, for they shall inherit the national debt.*

**Herbert Hoover**

Illustrativ für den abnehmenden Grenznutzen der Verschuldung ist der sprunghafte Anstieg der Schuldenquote von 45% im Jahr 2001 auf 76% im Jahr 2019 allein für die Industriestaaten. Insbesondere die USA zeichnen sich durch eine große Zweiteilung zwischen BIP-Wachstum und Schuldenwachstum aus: Letzteres ist viermal so schnell gewachsen wie das BIP. Gleichzeitig bringen künstlich niedrige Zinssätze den Schuldendienst auf den niedrigsten Stand seit 1975. So gaben die Industrienationen 2019 nur 1,77% ihres gesamten BIP für Zinszahlungen aus.<sup>57</sup> Nichtsdestotrotz wird der Großteil der Neuverschuldung, die allein für die OECD-Länder auf rund 12 Bill. USD geschätzt wird, und das vor Ausbruch der Coronakrise, zu Refinanzierungszwecken erfolgen.<sup>58</sup>

Vor allem in der Eurozone forderten die Zentralbanken die Regierungen wiederholt auf, ihre fiskalischen Möglichkeiten zur Förderung des Wirtschaftswachstums auszuschöpfen. **Angesichts der globalen Coronaviruskrisis bestehen jetzt mehr oder weniger gute Gründe, die Schuldenstände noch schneller und stärker zu erhöhen. In den ersten Wochen der Krise wurden bereits 8 Bill. USD in Notfallmaßnahmen investiert.<sup>59</sup> Daher ist es nicht überzogen zu erwarten, dass die globalen Schuldenstände bald die Rekordwerte am Ende des Zweiten Weltkriegs übertreffen werden.**

**Geldbasis, BIP, und gesamte Kreditmarktschulden, in Mrd. USD, 1971-2019**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Reuters Eikon, Incrementum AG

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

**Woody Brock**

### Schuldenstände in den USA, der EU und Japan

**Im Jahr 2020 werden wir den größten Schuldenanstieg erleben, den die Welt jemals in Friedenszeiten erlebt hat.** Selbst fiskalisch konservative Regierungen wie Deutschland und die Schweiz werden erhebliche Haushaltsdefizite verzeichnen. **Die Summe der globalen Neuverschuldung könnte allein im laufenden Jahr die Marke von 20 Bill. USD übersteigen.**

<sup>57</sup> Vgl. „Falling cost of debt piles pressure on governments to spend more“, Financial Times, 21. August 2019

<sup>58</sup> Vgl. OECD: OECD Sovereign Borrowing Outlook

<sup>59</sup> Vgl. „Die Pandemie lässt die Staatsverschuldung hochschnellen“, NZZ, 15. April 2020; „Global Policy Responses - Developed Markets“, IIF, 24. April 2020. KPMG Maßnahmen der Regierung und der Institutionen als Reaktion auf COVID-19, Stand: 8. April 2020, eigene Berechnungen



*More is not more. It's less.  
Economic activity will become  
progressively weaker.*

**Dr. Lacy Hunt**

*Insanity: doing the same thing  
over and over again and  
expecting different results.*

**Albert Einstein**

**Wir beginnen unsere Reise rund um die Welt der Schulden mit Japan.**

Mit einem Schuldenstand von 238% des BIP hat Japan die höchste Staatsverschuldung weltweit, und aller Voraussicht nach wird sie in diesem Jahr 250% überschreiten.<sup>60</sup> Ein Meilenstein auf dieser fragwürdigen Reise war das Jahr 2001, als Japan Pionierarbeit leistete und ein geldpolitisches Instrument ins Leben gerufen hat, das inzwischen zu einem Standardinstrument der Geldpolitik geworden ist, die „Quantitative Lockerung“. Seither hat Japan dieses Instrument weiter ausgebaut, zu dem, was als „Quantitative und Qualitative Lockerung“ bezeichnet wird.<sup>61</sup>

Mit Ausnahme des Zeitraums von 2006 bis 2010, als die BoJ andere politische Maßnahmen wie NIRP vermehrt in ihren Fokus nahm, hat die BoJ seit 2001 insgesamt 24 Runden QE/QQE durchgeführt, wie Jeffrey Snider von „Alhambra Investments“ festgestellt hat:

Alt Classification	Category Classification	Date	Program	Description
QE1	QE1	3/19/2001		Purchase of JGB's in order to target current account (quantity)
QE2	QE2	10/11/2002		Increased JGB purchase target to 1.2T per month
QE3	QE3	12/19/2008		Outright JGB's expanded from 1.2T to 1.4T
QE4	QE4	1/22/2009		Purchase 3T CP & ABCP
	**	2/19/2009		QE4 extended to Sept 09 (instead of March) and <b>IT Corp Bonds</b>
		3/18/2009		QE3 expanded to 1.8T from 1.4T
		7/15/2009		Extends QE3 & QE4 to end of 2009
QE5	QE5	12/1/2009	FRO	10T 3M loans against eligible collateral at O/N call rate
QE6		3/17/2010	FRO	Expanded to 20T
QE7	QE6	5/21/2010	GSFF	3T 1Y loans to private fin'ls
QE8		8/30/2010	FRO	Expanded to include 10T 6M loans
QE9	QE7	10/5/2010	APP	5T in assets (3.5 JGB and bills, 1.0 CP, 0.5 ETFs J-REITs)
QE10		3/14/2011	APP	Expanded to add'l 5T (0.5 JGB, 1.0 bills, 1.5 CP, 0.45 ETFs, 0.05 J-REITs)
QE11		6/14/2011	GSFF	Expanded 0.5T
QE12		8/4/2011	APP	Expanded 5T in assets (2.0 JGBs, 1.5 bills, 0.1 CP, 0.9 Corp Bonds, 0.5 ETFs)
			FRO	Extend 6M 5T
QE13		10/27/2011	APP	Expand 5T JGBs
QE14		2/14/2012	APP	Expand 10T JGBs
QE15	QE8	3/13/2012	GSFF	Extend 2T private fin'ls incl. <b>IT US\$</b>
QE16		4/27/2012	APP	Expanded 10T JGBs and small amounts of other
			FRO	<b>Reduced</b> 5T
QE17		9/19/2012	APP	APP expanded 5tr'n JGB's 5T bills
QE18		10/30/2012	APP	Expanded 5T JGBs, 5T bills and others
QE19	QE9		SBLF	BoJ will fund 100% net increase in lending to nonfins
QE20		12/20/2012	APP	Expanded 5T JGB's, 5 T bills
QE21	QE10	4/4/2013	QQE	Expand monetary base by 60-70T annually
QE22		10/31/2014	QQE	Increase to 80T annually
QE23		9/20/2016	QQE	with Yield Curve Control (YCC)

\*\*This might fairly be classified as its own QE5 with the inclusion of Corporate Bonds in addition to CP

Quelle: Alhambra Investments, Jeffrey Snider<sup>62</sup>

*When you have money, think of  
the time when you had none.*

**Japanisches Sprichwort**

**Seit 2001 hat Japan seine Staatsverschuldung verdreifacht.** Da die Zinssätze der japanischen Staatsanleihen bei null liegen, entstehen weder der Regierung noch der BoJ Kosten im Falle einer Erhöhung der Schulden. Wenn man bedenkt, dass die Staatsausgaben mit 35%-40% der größte Posten des BIP sind, dann hat die japanische Regierung eine sehr einfache Aufgabe, die Wirtschaft aus der Rezession herauszuhalten. Alles, was sie tun muss, ist, die Ausgaben fortlaufend zu erhöhen, um das BIP-Wachstum positiv ausfallen zu lassen. In anderen Worten: Sie muss einfach ihr gigantisches QE/QQE-Programm fortsetzen.

<sup>60</sup> Vgl. Trading Economics: [Japan General Government Gross Debt to GDP](#)

<sup>61</sup> Vgl. „[Timeline: Key policy changes by major central banks](#)“, Reuters, 14. August 2019

<sup>62</sup> Vgl. „[The Forced Exile Of Bond Vigilantes](#)“, Alhambra Investments, 8. April 2019

*A national debt if it is not excessive, will be to us a national blessing.*

**Alexander Hamilton**

*Die Wahrheit bleibt immer über der Lüge wie Öl über dem Wasser.*

**Miguel de Cervantes,  
 Don Quixote**

**Dem Mainstream zufolge kann und sollte dieser Weg auch von den USA beschritten werden, da die die Verlängerung der Zentralbankbilanz *ad infinitum* im Falle Japans offensichtlich nicht zu Inflation geführt hat. Diese Meinung ist in unseren Augen fehlgeleitet.** Der Argumentation unseres Freundes Luke Gromen folgend, gibt es grundlegende Unterschiede zwischen Japan und den USA, die eine erfolgreiche Umsetzung der japanischen Strategie in den USA verhindern.

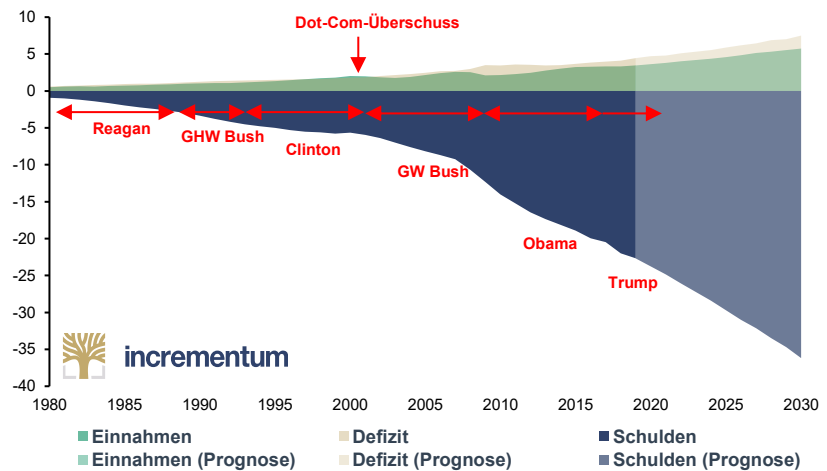
**Die offensichtlichsten Unterschiede bestehen darin, dass die Finanzierung der japanischen Staatsschulden intern gehalten wird und dass Japan ein Nettosparer mit einem jährlichen Kapitalüberschuss ist.** Im Gegensatz dazu sind die USA Nettoschuldner, wobei ein Großteil der Staatsschulden von ausländischen Investoren gehalten wird. Im Vergleich zu den USA verfügt Japan somit über mehr Möglichkeiten, die Schulden zu erhöhen, und hat mit der eigenen Bevölkerung wohlgesinnere und flexiblere Gläubiger. Selbst in einer Notsituation bietet Japans Nettoauslandsinvestitionsposition (NIIP) von +63% des BIP gegenüber derjenigen der USA von -50% des BIP Japan die Möglichkeit, diese Ersparnisse zu repatriieren und Schulden zu tilgen. Und schließlich kann Japan seine militärischen Verteidigungsausgaben senken und sich auf das Bündnis mit den USA verlassen, während die USA sich in Bezug auf die militärische Sicherheit nicht auf Japan verlassen können. Angesichts dieser grundlegenden Unterschiede ist es unwahrscheinlich, dass die USA dem japanischen Strategiebuch der massiven Verschuldung folgen können, ohne Konsequenzen zu spüren.

**Anfang 2020 belief sich die Staatsverschuldung der USA auf 23 Bill. USD, was etwa 107% des BIP entspricht.** Zu Beginn des Jahres wurde das Haushaltsdefizit für das laufende Fiskaljahr auf rund 1 Bill. USD oder 4,6% des BIP prognostiziert, was für Friedenszeiten und Zeiten eines niedrigen, aber beständigen Wirtschaftswachstums sehr hoch ist. Nur 1983 und 2009-2012 war das Budgetdefizit nach dem Zweiten Weltkrieg höher. Nun wird erwartet, dass sich das Haushaltsdefizit aufgrund der Coronaviruskrise auf mindestens 3,8 Bill. USD oder 18,7% des BIP fast vervierfachen wird.<sup>63</sup> Wie Mario Draghi bemühte auch der US-amerikanische Finanzminister Steve Mnuchin die Kriegszeiten-Analogie: „*We need to spend what it takes to win the war!*“<sup>64</sup>

<sup>63</sup> Vgl. „New Projections: Debt Will Exceed the Size of the Economy This Year“, CRFB, 13. April 2020

<sup>64</sup> „Mnuchin Says ‘We Need to Spend What It Takes’ to Overcome Coronavirus Crisis“, Wall Street Journal, 22. April 2020

### Schulden, Einnahmen und Defizit der USA, in Bill. USD, 1980-2030



Quelle: CBO (März 2020 Basisprojektionen der Staatsschulden), Incrementum AG

*I am the king of debt.*  
**Donald Trump**

**Ein Haushaltsdefizit von mehr als 20% des BIP würde die Staatsverschuldung auf mindestens 125% des BIP erhöhen.** Bisher wurden solche Werte nur in den Kriegsjahren 1943-1945 verzeichnet. Dennoch sind die Zustimmungsraten für eine höhere Verschuldung erschütternd. Bei der Abstimmung über das erste massive Konjunkturpaket sprach sich nur einer von 535 Kongressabgeordneten, nämlich der Republikaner Thomas Massie, gegen die Neuverschuldung aus.<sup>65</sup> Unter einem Präsidenten, der sich selbst als „König der Schulden“ bezeichnet, ist nicht viel politischer Widerstand gegen noch höhere Schuldenstände zu erwarten.

*There's Almost No Chance of a Recession This Year.*  
**Barron's Roundtable, 2020**

**Doch anders als ein echter König muss Donald Trump in diesem Jahr wieder für die Präsidentschaft kandidieren.** Wegen der Schwere der durch das Coronavirus verursachten Rezession und aufgrund der drohenden Implosion der Schieferölindustrie sieht Donald Trump seine Chancen, wiedergewählt zu werden, schwinden. „It's the economy, stupid“ – das gilt auch für die 2020er-Jahre. Um seine Chancen zu erhöhen, wird Trump die Bundesausgaben weiter erhöhen, um den Zusammenbruch der Wirtschaft abzumildern. Auch deshalb wird das Defizit der Vereinigten Staaten am Ende des (Fiskal-)Jahres ziemlich sicher noch höher ausfallen.

**Auf der anderen Seite des großen Teiches gab Großbritannien im April die Illusion der Unabhängigkeit der Zentralbank und der Ausgabe von Schuldverschreibungen gänzlich auf.** Während in der Vergangenheit das Schatzamt neue Schulden an einen Primärhändler emittierte und später die BoE die Schulden auf dem Sekundärmarkt aufnahm, um die Zinsen niedrig zu halten, gibt das Schatzamt nun lediglich seinen Geldbedarf bekannt und die BoE überweist das Geld direkt an das Schatzamt:

*„As a temporary measure, this will provide a short-term source of additional liquidity to the government if needed to smooth its cashflows and support the*

<sup>65</sup> Vgl. „Thomas Massie, House's 'Mr. No.' Tries to Force Vote on Coronavirus Aid Bill“, New York Times, 27. März 2020

*orderly functioning of markets, through the period of disruption from COVID-19.*<sup>66</sup>

Dies erlaubt es der britischen Regierung im Grunde genommen, das Geld direkt aus ihrem Kontokorrentkredit bei der BoE zu ziehen, anstatt es über die Märkte zu finanzieren.<sup>67</sup> **Politisch betrachtet ist eine Verschleierung nicht mehr länger notwendig.**

So hat die britische Regierung nur wenige Wochen nach der Verabschiedung des Haushalts am 11. März den Betrag für die Neuemission von Staatsanleihen für das zweite Quartal auf 180 Mrd. GBP vervierfacht, während die BoE gleichzeitig zugesagt hat, im Rahmen ihres jüngsten QE-Programms bis zu 200 Mrd. GBP aufzukaufen. Analysten schätzen das Haushaltsdefizit für das laufende Jahr auf 260 Mrd. GBP. Damit wird der bisherige Rekord während der GFC, als die britische Regierung 227,6 Mrd. GBP aufgenommen hatte, übertroffen.

*Kein Borger sei und auch  
Verleiher nicht; /  
Sich und den Freund verliert das  
Darlehn oft.*  
**William Shakespeare,  
Hamlet**

**Am anderen Ufer des Ärmelkanals spielt sich ein ähnliches Szenario ab:** auch die Europäische Kommission gibt im Namen der EU Anleihen aus, um Darlehen an Mitgliedsländer zu finanzieren, gegenwärtig im Rahmen des EMTN-Programms 52 Mrd. EUR.<sup>68</sup> Nach EU-Recht ist es der Europäischen Kommission allerdings nicht gestattet, Anleihen zur Finanzierung des eigenen Haushalts zu begeben.<sup>69</sup> Doch diese Gesetzeslage wird immer wieder auf den Prüfstand gestellt. Erst im April dieses Jahres wurde ein Vorschlag für ein zusätzliches Darlehensprogramm der EU mit einer Obergrenze von 100 Mrd. EUR unter dem Titel „Unterstützung zur Minderung des Arbeitslosigkeitsrisikos in Notfällen“ (SURE) unterbreitet. Dieses Finanzierungsprogramm würde im Falle seiner Genehmigung die drei bestehenden Darlehensprogramme ergänzen, nämlich den Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM), die Zahlungsbilanzhilfe und die makrofinanzielle Hilfe (MFH).<sup>70</sup>

*Ihr Nachbar ist pleite.  
Gehen Sie dann aus Sympathie  
auch pleite?*  
**Hans Werner Sinn**

Anfang dieses Jahres wurden die Diskussionen über die Ausgabe von Coronabonds mit gegenseitiger Haftung wieder aufgenommen, nachdem die Einführung von Anleihen mit gesamtschuldnerischer Haftung bereits 2012 unter dem Namen „Eurobonds“ diskutiert wurde, ohne jedoch eine Einigung zu erzielen.<sup>71</sup> Auch dieses Mal hat dieses Thema die Teilnehmer politisch gespalten, da dies die deutschen und niederländischen Steuerzahler noch enger an die fiskalische Situation in Spanien und Italien binden würde. Obwohl Deutschland und die Niederlande einer Erhöhung ihrer eigenen Verschuldung zugestimmt haben und in diesem Jahr beträchtliche Haushaltsdefizite aufweisen werden, ist die Idee, ihre Budgets mit dem Ausfallrisiko südeuropäischer Schulden zu belasten, inakzeptabel.

<sup>66</sup> Vgl. „Bank of England to finance UK government if markets turn sour“, Reuters, 9. April 2020

<sup>67</sup> „UK Treasury to quadruple borrowing to £180bn over next quarter“, Financial Times, 23. April 2020

<sup>68</sup> Vgl. EU und Euratom: „Euro Medium Term Note Programme“, Europäische Kommission

<sup>69</sup> Vgl. Europäische Kommission: „EU borrowing rules“

<sup>70</sup> Vgl. Europäische Kommission: „Investor Presentation“, April 2020

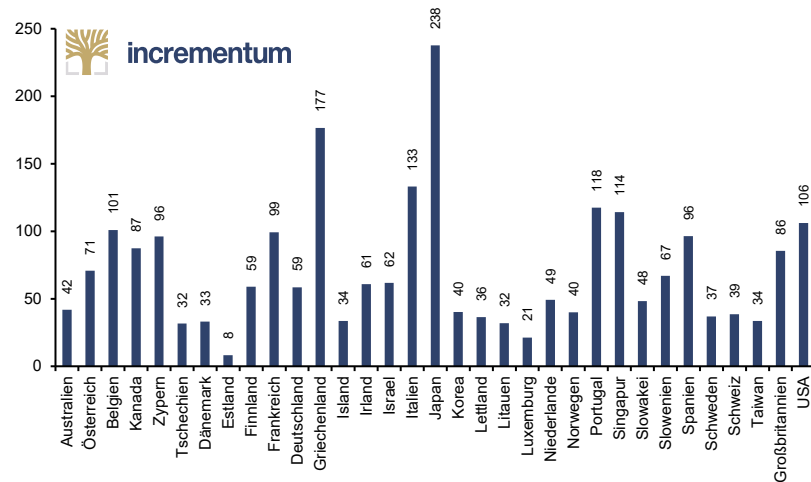
<sup>71</sup> Vgl. „European finance ministers ponder coronabonds“, The Economist, 9. April 2020

*The EU reached an agreement – except it was the kind of agreement only the EU can reach; an agreement about which everybody involved disagrees.*

**Grant Williams**

**Bisher hat sich die EU für das Jahr 2020 darauf geeinigt, ihre Haushaltsregeln vorübergehend auszusetzen. Diese Aussetzung ermöglicht zwar einen starken Anstieg der Staatsverschuldung, jedoch keinen grenzenlosen.** Der politische Appetit auf höhere Schulden wächst jedoch, und jetzt, da mit Christine Lagarde eine Politikerin an der Spitze der EZB steht, könnten neue geldpolitische Instrumente eingesetzt werden, um die Eurozone mit Liquidität zu versorgen, sollte die fiskalische Seite Zurückhaltung zeigen. Christine Lagarde hat wiederholt ihre Befürwortung einer Neuverschuldung in Billionenhöhe geäußert.

### Staatsverschuldung, in % des BIP, 2019



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*The good news is interest rates are very low, so the cost of carrying the debt to the American taxpayer is quite low.*

**Steve Mnuchin**

Im *In Gold We Trust*-Report 2019 stellten wir die Frage: **Wer wird diese Staatsdefizite finanzieren, und vor allem, zu welchem Preis?** Im Jahr 2020 kennen wir nun die Antwort. Die Zentralbanken finanzieren die Neuemissionen von Schulden nahezu zur Gänze.<sup>72</sup> Angesichts von ZIRP oder sogar NIRP weltweit könnten die Kosten für den Schuldendienst bei immer höheren Schuldenständen in absoluten Zahlen sogar sinken.

### Schwellenländer

*Emerging markets are markets you can't emerge from in an emergency.*

**John Templeton**

**Der beschleunigte Anstieg der Verschuldung ist auch in den Schwellenländern ein allgegenwärtiges Phänomen.** Allein 2019 haben diese Länder ihre Verschuldung um über 3,4 Bill. USD erhöht. Damit liegt die Gesamtverschuldung der Schwellenländer mittlerweile bei mehr als 73 Bill. USD. Das entspricht einem Anstieg um 168% in den letzten 10 Jahren.<sup>73</sup> Zu Recht lassen diese Zahlen bei vielen Ökonomen die Alarmglocken läuten.<sup>74</sup> Anstatt ihre Verschuldung nach der schweren Rezession von 2009 zu reduzieren, haben die Schwellenländer seit 2012 die Verschuldung wieder deutlich ausgebaut. Und anders als vor der GFC im Jahr 2008 konzentrieren sich die Risiken in diesen

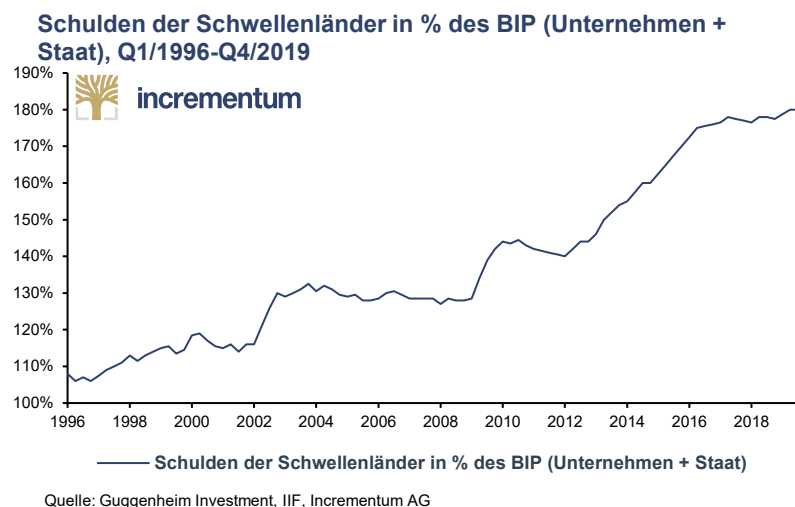
<sup>72</sup> Vgl. „US National Debt Spiked by \$1.5 trillion in 6 Weeks, to \$25 trillion. Fed Monetized 90%“, Wolf Street, 6. Mai 2020

<sup>73</sup> Vgl. „April 2020 Global Debt Monitor“: COVID-19 Lights a Fuse“, IIF, 7. April 2020 und „Don't worry about the big build-up in emerging market debt“, Financial Times, 26. Februar 2020

<sup>74</sup> Vgl. „JPMorgan warns of rise in emerging market sovereign distressed debt“, Reuters, 9. Dezember 2019



Ländern heute nicht mehr nur auf den privaten Sektor (Banken), sondern auch auf den öffentlichen Sektor.



*Vor Schulden, die man gemacht hat, auch Staatsschulden kann man nur eine Zeit lang davonlaufen, eingeholt wird man schließlich doch.*  
**Milton Friedman**

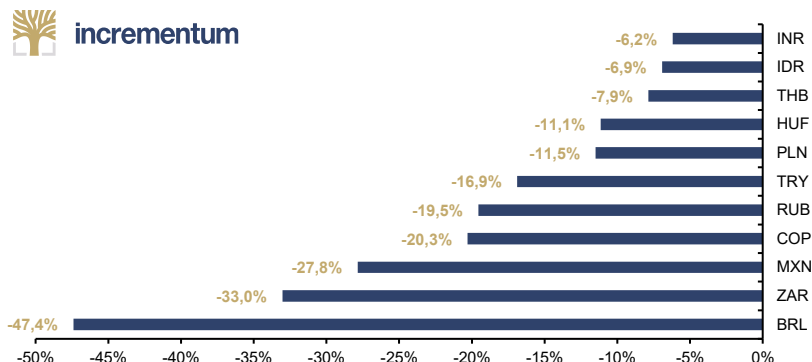
**Dieser massive Anstieg der Verschuldung der Schwellenländer ist auf das weltweit niedrige Zinsniveau zurückzuführen, das die Spreads zwischen qualitativ hochwertigen und risikoreicheren Anleihen verringerte und die Anleger in risikoreichere Anleihen drängt.** Ohne signifikante Erhöhung ihrer Kreditwürdigkeit erhielten diese Länder dadurch die Möglichkeit, bei sehr geringen Kosten mehr Geld aufzunehmen. Wie die Zahlen zeigen, nutzten sie diese Möglichkeit voll aus.

Angesichts des niedrigen Zinsniveaus haben selbst wohlhabende Länder wie die Mitgliedsstaaten des Golf-Kooperationsrates im letzten Jahr mit der Emission von Schuldverschreibungen begonnen.<sup>75</sup> Dies ist bemerkenswert, weil diese Länder in der Vergangenheit vermieden haben, sich zu stark zu verschulden.

**Hervorzuheben ist, dass ein Teil dieser Schulden in US-Dollar denominiert ist.** Ende 2018 beliefen sich die auf US-Dollar lautenden Schulden der Schwellenländer auf 7,8 Bill. USD. Die Emission von Schuldtiteln, die in US-Dollar und nicht in der Landeswährung notiert sind, ist aufgrund der niedrigeren Zinssätze günstiger und damit attraktiv. Allerdings sind in Fremdwährung emittierte Schuldtitel dem Wechselkursrisiko ausgesetzt. Eine unerwartete Aufwertung des US-Dollars als Folge eines externen Schocks kann dadurch wirtschaftlich schnell schmerzhaft werden. Der obige Chart zeigt, wie stark die Währungen der Schwellenländer in dieser Krise getroffen wurden und seit Jahresbeginn bis zu 48% an Wert gegenüber dem US-Dollar verloren haben.

<sup>75</sup> Vgl. IWF: „Global Financial Stability Report“, 20. April 2020

### Schwellenländer: Währungsperformance versus USD, 2020ytd



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

*Einmal wird der Tag kommen, da der Bürger erfahren muss, dass er die Schulden zu bezahlen habe, die der Staat macht und uns zum „Wohle des Volkes“ deklariert.*

**Ludwig Erhart**

**Zwei weitere Faktoren haben sich in den letzten 12 Jahren erheblich verändert und den Schuldenmarkt der Schwellenländer noch weniger widerstandsfähig gemacht.** Erstens hat der Anteil ausländischer Investoren erheblich zugenommen. Zwar hat der Zufluss ausländischen Kapitals positive Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum, doch hat sich damit ein sensibles Abhängigkeitsverhältnis etabliert. Infolgedessen sind diese Länder heute weitaus stärker in das globale Finanznetzwerk integriert und daher anfälliger für dessen Schocks und Schwankungen. Und zweitens haben Schuldtitelemittenten aus Schwellenländern heute schwächere Ratings als vor der GFC.<sup>76</sup>

**Insgesamt stellt dieser hohe Verschuldungsgrad für die Volkswirtschaften der Schwellenländer eine Achillesferse dar. Ihre Widerstandsfähigkeit ist bereits limitiert,** weshalb die Volkswirtschaften der Schwellenländer von der aktuellen Coronaviruskrise besonders hart getroffen werden. Zwar ist die Zahl der bestätigten Coronavirusfälle für diese Länder nach wie vor gering, doch ist dies wahrscheinlich hauptsächlich auf eine mangelnde Durchführung von Tests zurückzuführen. Schätzungen der WHO gehen davon aus, dass allein in Afrika in den nächsten drei bis sechs Monaten 10 Millionen Infektionen auftreten werden.<sup>77</sup>

*The greatest shortcoming of the human race is our inability to understand the exponential function.*

**Albert Bartlett**

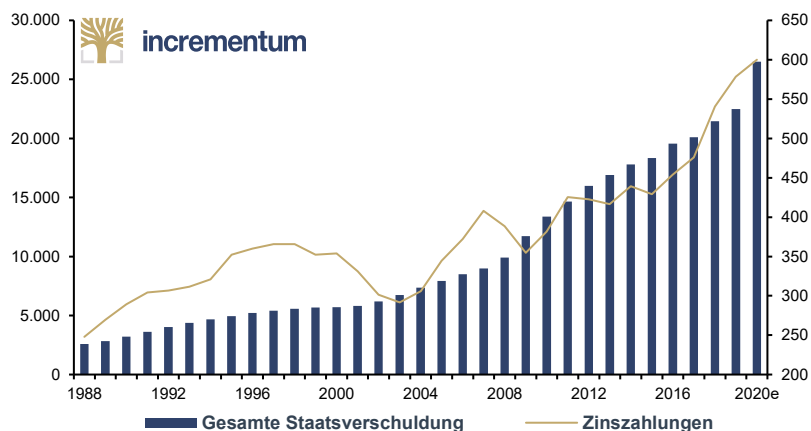
**Abgesehen von der humanitären Krise werden die wirtschaftlichen Auswirkungen der Coronaviruspandemie für diese Länder eine enorme, wenn nicht gar unüberwindbare Herausforderung darstellen.** Die unausweichliche globale Rezession wird zu einem starken Anstieg der Verschuldung der Schwellenländer führen. Die meisten Schwellenländer werden ohne Umschuldung oder Finanzhilfe des IWF nicht in der Lage sein, ihre Schulden zu bedienen. Bis Ende 2020 werden Anleihen und Konsortialkredite der Schwellenländer in Höhe von über 3 Bill. USD fällig, wobei ein Drittel in US-Dollar denominiert ist.<sup>78</sup>

<sup>76</sup> Vgl. IWF: *Global Financial Stability Report*, 20. April 2020

<sup>77</sup> Vgl. „Coronavirus: Africa could be next epicentre. WHO warns“, BBC, 17. April 2020

<sup>78</sup> Vgl. „Emerging market debt soars to record \$69.1 trln in Q1 on falling interest rates -IIF“, Reuters, 15. Juli 2019

### Gesamte Staatsverschuldung (lhs), in Mrd. USD, und Zinszahlungen (rhs), in Mrd. USD, 1988-2020e



Quelle: Moody's, Reuters Eikon, Incrementum AG

### Bereits jetzt hat die Coronaviruskrise in Verbindung mit dem beträchtlichen Rückgang der Ölpreise zu einer schwerwiegenden Unterbrechung der Kapitalströme in die Schwellenländer geführt.

Allein im März flossen 83 Mrd. USD ab.<sup>79</sup> Darüber hinaus schätzt die Weltbank, dass die Überweisungen von Gastarbeitern in ihre Heimatländer um bis zu 20% zurückgehen könnten, da Staatsangehörige aus armen Ländern, die im Ausland arbeiten, von Arbeitslosigkeit bedroht sind.<sup>80</sup>

*The borrower is servant to the lender.*

**Die Bibel**

Vielleicht am aufschlussreichsten für die Schwere der sich abzeichnenden Krise ist, dass die G20-Länder in Zusammenarbeit mit dem IWF und der Weltbank jetzt eine Stundung des Schuldendienstes für die 70 ärmsten Länder einfordern.<sup>81</sup> Darüber hinaus haben bereits mehr als 100 Länder, also die Hälfte der Welt, inzwischen eine IWF-Notfallfinanzierung beantragt.<sup>82</sup> Vorerst haben die globalen Kreditgeber noch Spielraum, bevor die Kreditkapazität von rund 1 Bill. USD ausgeschöpft ist. Die schwere Rezession, in die die Welt schlittert, wird diese Kreditvergabe Kapazität wohl bald erschöpfen.<sup>83</sup>

*Creditors have better memories than debtors.*

**Benjamin Franklin**

### Unternehmensverschuldung: Das erwartete BBB-Drama spielt sich vor unseren Augen ab

Im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report warnten wir davor, dass der Markt für BBB-Anleihen ein Dominostein ist, der umzufallen droht, und stellten die Frage, wie diese Anleihen im Jahr 2020 refinanziert werden könnten.<sup>84</sup> Denn insbesondere seit der GFC haben Unternehmen Schulden in Rekordhöhe angehäuft. Der US-Markt für Unternehmensschulden ist von 2 Bill. USD im Jahr 2009 auf mehr als 6 Bill. USD im Jahr 2018 gestiegen, das Volumen der US-BBB-Anleihen hat sich hingegen fast verdreifacht und lag 2019 bei mehr als 3 Bill. USD.<sup>85</sup> Daher haben BBB-Anleihen, das niedrigste Rating im

<sup>79</sup> Vgl. „Capital Flows Report: Sudden Stop in Emerging Markets“, IIF, 9. April 2020

<sup>80</sup> Vgl. „Coronavirus: How Covid-19 is affecting remittances to Africa“, BBC, 29. April 2020

<sup>81</sup> Vgl. „G20 Calls Time Out on Debt Service“, IIF Weekly Insight, 16. April 2020

<sup>82</sup> Vgl. „IMF has strong resources to deal with virus crisis, working to identify more officials“, Reuters, 1. April 2020

<sup>83</sup> Vgl. „The Emerging Emerging-Markets Crisis“, Guggenheim Investment, 13. April 2020

<sup>84</sup> Vgl. „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2019

<sup>85</sup> Vgl. „US BBB-Rated Bonds: A Primer“, BlackRock, August 2019

Investment-Grade-Universum, den bei weitem größten relativen Anstieg erfahren. Sowohl in Europa als auch in den USA ist ihr Anteil am Markt für Unternehmensanleihen von etwa 23% im Jahr 2008 auf über 50% im Jahr 2019 gestiegen.

*Capitalism without bankruptcy is like Christianity without hell.*  
**Jim Rogers**

**Die Unternehmen haben billig Schulden aufgenommen und ihre Bilanzen mit Fremdkapital ausgeweitet, während sie gleichzeitig das Mindestniveau der Investment Grade-Ratings beibehalten haben.** Mit anderen Worten, das Volumen der Unternehmensverschuldung ist gestiegen, während sich das durchschnittliche Rating der Emittenten verschlechtert hat. Die Rating-Agentur „Standard & Poor’s“ hat seit Jahresbeginn 125 Upgrades und 1270 Downgrades vorgenommen. Das ist ein Verhältnis von mehr als 10 zu 1. Die Fed kann also Marktpreise verzerren, aber nichts an dieser Realität der sich ständig verschlechternden Kreditqualität ändern.

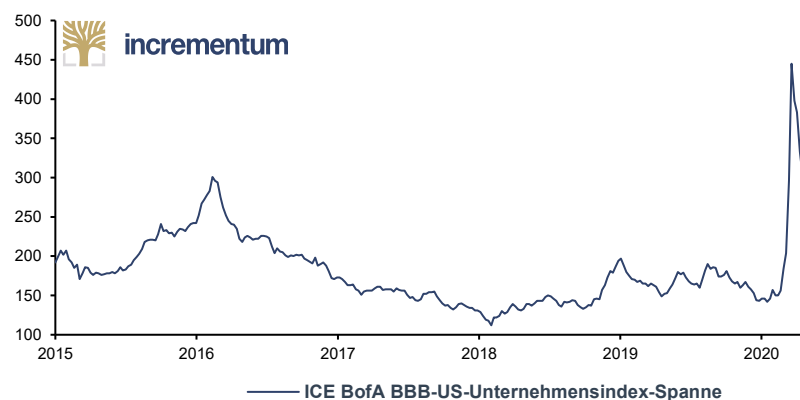
Im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report hatten wir deshalb gewarnt:

**„Die Abstufung von BBB um eine Stufe in den Junk-Bereich, also auf ‚Ramschniveau‘ mit hohem Ausfallrisiko, würde einen Dominoeffekt auslösen, denn die Refinanzierungskosten der Unternehmen würden dadurch deutlich ansteigen.“<sup>86</sup>**

*The collapse is fundamentally due to the unstable position; the instantaneous cause of the crash is secondary.*  
**Didier Sornette**

**Genau dieses Szenario spielte sich im März 2020 vor unseren Augen ab.** Der Spread am BBB-Markt explodierte in nur wenigen Tagen von 150bp auf 500bp, da die Unternehmen nicht mehr in der Lage waren, ihre Schulden zu refinanzieren. Doch bevor es überhaupt zu den Herabstufungen und Konkursen kommen konnte, griff die Federal Reserve mit über 500 Mrd. USD ein und absorbierte alle BBB-Anleihen und „Fallen Angels“, d. h. Anleihen unterhalb des Investment-Grade-Bereichs, in einer verzweifelten Aktion, um die automatischen Panikverkäufe institutioneller Anleger, insbesondere von ETFs und anderen passiven Anlagevehikeln, die nur in Investment-Grade-Anleihen investieren dürfen, zu stoppen.

ICE BofA BBB-Spread, 01/2015-05/2020



<sup>86</sup> Vgl. „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, *In Gold We Trust*-Report 2019

Wir haben diesen Absturz des BBB-Marktes im vergangenen Jahr vorausgesehen. **Allerdings kam die Federal Reserve dem Markt spektakulär zur Rettung, obwohl die Federal Reserve strenge Regeln gegen solche Käufe von Unternehmensanleihen hat.** Die Federal Reserve ging sogar noch weiter und kaufte hochverzinsliche ETFs.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Die Maßnahmen der Federal Reserve im März 2020 sind ein klarer Beweis dafür, dass sie die Rückkehr der Renditen und Kreditspreads auf das Clearing-Niveau des Marktes nicht zugelassen wird. **Tatsächlich ist es durch diese Eingriffe noch wahrscheinlicher geworden, dass es in Zukunft überhaupt keine Ausfälle bei BBB-Anleihen mehr geben wird.** Ein Aufkaufen aller Unternehmensanleihen – auch der Hochzinsanleihen – wird die Kreditspreads verringern, sodass sie zu niedrigeren Zinssätzen refinanziert werden können. Der Markt für Unternehmensanleihen ist in den USA verstaatlicht worden und die Kursbildung wurde für die Zukunft abgeschafft. **Wenn Zentralbanken Unternehmensanleihen kaufen, verschwinden die Schulden nicht. Vielmehr werden sie vom privaten auf den öffentlichen Sektor übertragen und dies wird die inflationären Tendenzen langfristig weiter anheizen.**

*I do know that there are zombies out there. Are they going to infect the banking system the way they did last time? I don't know.*

*What I do know is we seem to learn something from every crisis, and this one we didn't learn anything.*

**Stanley Druckenmiller**

*Every time you borrow money, you're robbing your future self.*

**Nathan W. Morris**

#### Zombie-Unternehmen belasten die Wirtschaft

**Die Zombifizierung von Unternehmen ist ein weiterer Auswuchs des Niedrigzinsumfelds.**<sup>87</sup> Zombie-Unternehmen sind Unternehmen, die in Konkurs gehen würden, wenn die Zinssätze nicht durch kontinuierliche Interventionen der Zentralbank künstlich unterdrückt würden. Wenn ein Unternehmen seine Schulden nicht aus seinem Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT) bedienen kann, ist es nicht wertschöpfend, sondern verbraucht nur Ressourcen – die Definition eines Zombie-Unternehmens. Laut FactSet haben 17% der 45.000 börsennotierten Unternehmen weltweit zumindest in den letzten drei Jahren nicht genug Cash Flow erwirtschaftet, um ihre Zinskosten zu decken.<sup>88</sup> Schulden wurden zur Finanzierung weiterer Schulden verwendet – das ist ein klassisches Schneeballsystem. Weil **Zombie-Unternehmen künstlich am Leben gehalten werden, wird der dynamische Innovationsprozess der "kreativen Zerstörung" erheblich gestört. Jungen Start-up-Unternehmen wird die Möglichkeit verwehrt, mit etablierten Unternehmen zu konkurrieren.**

**2019 gingen so wenige Unternehmen in Konkurs wie in den vergangenen 50 Jahren nicht.**<sup>89</sup> Gleichzeitig befindet sich auch die Gründung neuer Unternehmen auf einem 50-Jahres-Tief und die Anzahl der börsennotierten Aktiengesellschaften stagniert.

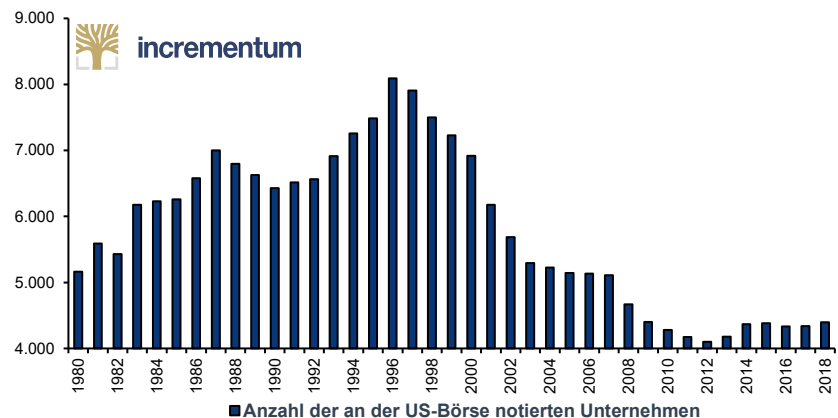
<sup>87</sup> Vgl. Hochreiter, Gregor, Stöferle Ronald, und Taghizadegan, Rahim: *Die Nullzinsfalle*, 2019

<sup>88</sup> Vgl. „Zombie companies are hiding an uncomfortable truth about the global economy“, Yahoo!Finance, 9. März 2020

<sup>89</sup> Vgl. Trading Economies: [United States Bankruptcies](#)



### Anzahl der an der US-Börse notierten Unternehmen, 1980-2018



Quelle: theglobaleconomy.com, Incrementum AG

*Debts can never erase debts.  
Debts erase wealth, or wealth  
erases debts.*

**Keith Weiner**

*We are not swimming in money,  
we're drowning in debts.*

**Wolfgang Schäuble**

### Verschuldung der privaten Haushalte

**Die globale Verschuldung der Haushalte erreicht ein Rekordhoch von 47 Bill. USD oder 60% des globalen BIP.** Dies entspricht einem Anstieg von 12 Bill. USD seit Beginn der GFC 2008.<sup>90</sup> Während die Staats- und Unternehmensverschuldung mit 31 Bill. USD bzw. 34 Bill. USD jeweils fast drei Mal so stark zugenommen hat, könnte der der Privatverschuldung schon bald den schwächsten Punkt im komplexen Wirtschaftssystem aufdecken.

**Die weltweite Verschuldung der privaten Haushalte übersteigt inzwischen die historischen Höchststände, die während der GFC erreicht wurden. Allerdings hat sie nicht im gleichen Tempo zugenommen wie die Staats- und Unternehmensverschuldung in den USA.** In den USA ist die Verschuldung der Haushalte in den letzten fünf Jahren kontinuierlich gestiegen und liegt nun bei 14,15 Bill. USD, 601 Mrd. USD mehr als im Vorjahr.<sup>91</sup> Insgesamt übertrifft dies den während der Finanzkrise erreichten früheren Rekord um ganze 1,5 Bill. USD.<sup>92</sup>

### Gesamte Konsumentenkredite, und Konsumausgaben, yoy%, 01/1985-03/2020



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

<sup>90</sup> Vgl. „COVID-19exacerbates household debt burdens“, *IIF Weekly Insight*, 26. März 2020

<sup>91</sup> Vgl. „U.S. household debt tops \$14 trillion and reaches new record“, Reuters, 11. Februar 2020

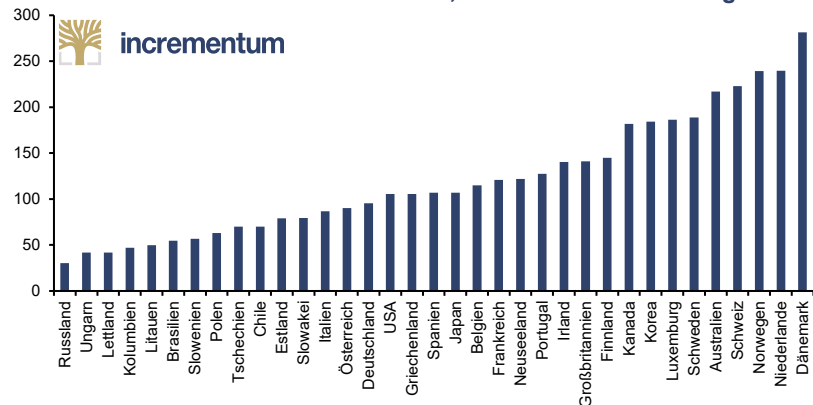
<sup>92</sup> Vgl. „Household Debt and Credit Report“, Federal Reserve Bank of New York, Q4/2019

Während fast drei Viertel dieser Schulden auf Hypothekendarlehen entfallen, haben die verbleibenden 4 Bill. USD der nicht wohnungsbezogenen Schulden den größten Anstieg bei Studenten- und Autokrediten erfahren.<sup>93</sup> Bemerkenswert war der Anstieg der Zahlungsrückstände bei Kreditkarten, Autoschulden und Studentenkrediten bereits im vierten Quartal des vergangenen Jahres.<sup>94</sup> Im Durchschnitt sind die US-Haushalte zu fast 100% ihres Jahreseinkommen fremdfinanziert.<sup>95</sup>

**Die Verschuldung der Privathaushalte in der EU belief sich 2019 auf 50% des gemeinsamen BIP.**<sup>96</sup> Hervorzuheben ist die große Streuung der Verschuldung der Privathaushalte zwischen den einzelnen Mitgliedsländern.

Während die Haushalte in Spanien im Durchschnitt im Umfang ihres verfügbaren Nettoeinkommens verschuldet sind, liegen Deutschland, Österreich und Italien mit 95,3%, 90,3% bzw. 86,8% deutlich darunter. An der Spitze dieser Liste stehen Dänemark und die Niederlande mit einem Verschuldungsgrad von 281,3% und 240,5%.

**Verschuldung der Privathaushalte in % des verfügbaren Nettoeinkommens der OECD-Länder, 2018 oder zuletzt verfügbar**



Quelle: OECD, Incrementum AG

*Je höher die Staatsschuld, desto größer die künftige Enteignung der Sparer und privaten Vermögensbesitzer.*

**Roland Baader**

Allerdings ist es in der Regel nicht die immer schnellere Zunahme der Verschuldung der privaten Haushalte, die den hohen Grad der Fremdfinanzierung so riskant macht, sondern die geringere Kreditqualität der Haushalte im Vergleich zu den Unternehmen. Da sich die Wirtschaft im Abschwung befindet, werden auch sie höchstwahrscheinlich durch die Coronaviruskrisis beeinträchtigt werden, insbesondere da die Arbeitslosenzahlen bereits jetzt in den zweistelligen Prozentbereich ansteigen. In den vergangenen Wochen haben bereits 36,4 Mio. US-Arbeitnehmer erstmalig Arbeitslosenunterstützung beantragt.<sup>97</sup> In Europa sind schätzungsweise 59 Mio. Arbeitsplätze gefährdet, wenn man Lohnkürzungen und Kurzarbeit nicht berücksichtigt.<sup>98</sup> Die Piloten der deutschen Lufthansa boten

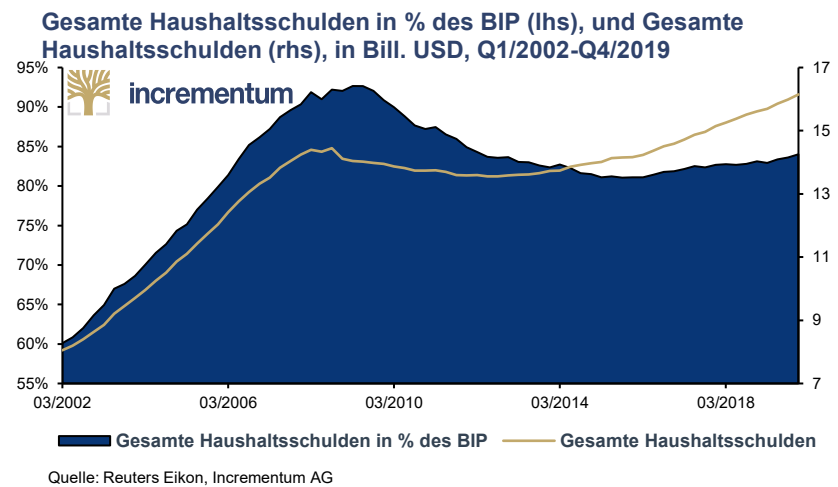
<sup>93</sup> Vgl. „Household Debt and Credit Report“, Federal Reserve Bank of New York, Q4/2019  
<sup>94</sup> Vgl. „U.S. household debt tops \$14 trillion and reaches new record“, Reuters, 11. Februar 2020  
<sup>95</sup> Vgl. Ahn, Michael, Batty, Mike und Meisenzahl, Ralf R.: „Household Debt-to-Income Ratios in the Enhanced Financial Accounts“, FEDS Notes, 11. Jänner 2018  
<sup>96</sup> Vgl. CEIC: European Union Household Debt: % of GDP  
<sup>97</sup> Vgl. „Week 8 of the Collapse of the U.S. Labor Market: Nearing a Previously Unthinkably Deep Bottom?“, Wolfstreet, 14. Mai 2020  
<sup>98</sup> Vgl. „McKinsey predicts near doubling of unemployment in Europe“, Reuters, 20. April 2020

beispielsweise eine Lohnkürzung von bis zu 45% für zwei Jahre an, um den Bankrott der zweitgrößten europäischen Fluggesellschaft zu verhindern.<sup>99</sup>

*There are three kinds of people: the haves, the have-nots, and the have-not-paid-for-what-they-haves.*

**Earl Wilson**

Viele Privathaushalte werden dieses Jahr in erhebliche Probleme geraten, ihre Schulden zu bedienen, ganz gleich, wie hoch der Verschuldungsgrad ist. Infolgedessen werden sowohl die Kreditqualität des Durchschnittshaushalts als auch die Ausfallraten deutlich ansteigen. Finanzielle Unterstützungsleistungen für die Privathaushalte wurden in vielen Ländern bereits beschlossen. Ob diese Maßnahmen ausreichen, darf freilich bezweifelt werden. Ein möglicher Schuldenerlass für Privathaushalte würde aber letzten Endes wieder eine Übertragung von privaten Schulden auf öffentlichen Schulden darstellen.



**Fest steht, dass uns eine Flutwelle von Zahlungsausfällen bevorsteht. Damit ist es nur eine vertretbare Spekulation, dass die Regierung Banken und Kreditgeber, die diese Haushaltskredite vergeben, auf die eine oder andere Weise retten werden (müssen).**

### Fazit

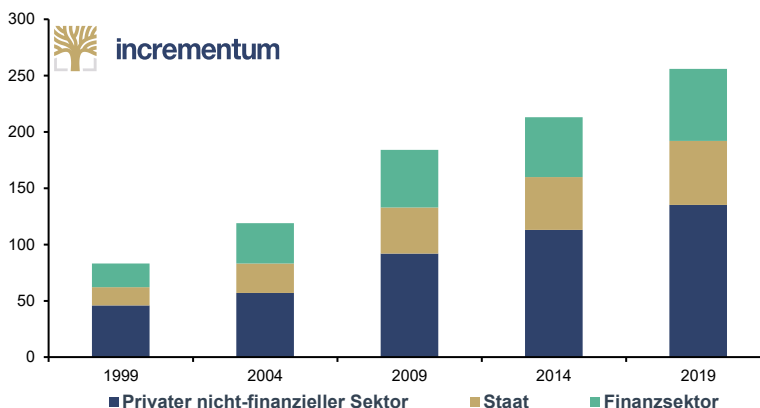
**Die globale Verschuldung von 255 Bill. USD ist besorgniserregend hoch.<sup>100</sup>** Doch ist diese Zahl von 255 Bill. USD bzw. 322% des globalen BIP eigentlich nur ein Symptom einer viel bedrohlicheren Situation, nämlich einer fragilen Weltwirtschaftsordnung. Jahr für Jahr müssen immer mehr Schulden aufgenommen werden, um den Produktivitätsrückgang in der Weltwirtschaft zu kompensieren. Schnellen Schrittes nähern wir uns dem Ende des Schulden-Superzyklus. Denn früher oder später werden die 255 Bill. USD an Schulden auf die eine oder andere Weise beglichen werden müssen.

*Giving money and power to government is like giving whiskey and car keys to teenage boys.*

**PJ O'Rourke**

<sup>99</sup> Vgl. „Lufthansa-Piloten bieten erheblichen Gehaltsverzicht an“, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 30. April 2020  
<sup>100</sup> Vgl. „COVID-19 Lights a Fuse“, IIF April 2020 Global Debt Monitor, 7 April 2020

Globale Schulden nach Sektoren, in Bill. USD, 1999-2019

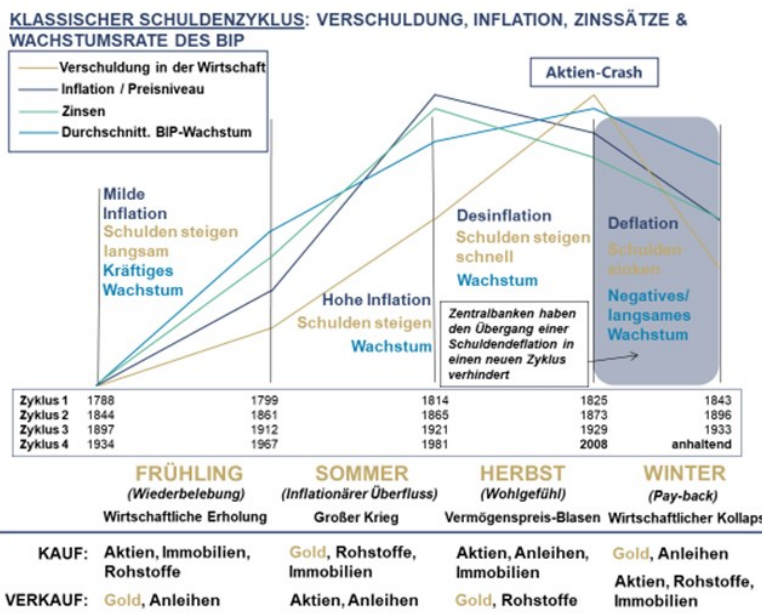


Quelle: IIF, BIS, IWF, Incrementum AG

*Debt has a time function – bringing forward consumption from the future into the present – in a sense “buying time”. Rising debt ultimately acts as a tax on growth.*

Paul Mylchreest

Während es in der Wirtschaft kurzfristige zyklische Bewegungen gibt, die allgemein als Konjunkturzyklus bezeichnet werden, erstreckt sich die Dynamik des langfristigen Schuldenzyklus oft über Generationen. Besonders an der gegenwärtigen Krise ist, dass diese nicht aufgrund eines weiteren Konjunkturabschwungs entstanden ist, sondern dass die Weltwirtschaft momentan in die späte Phase des Schulden-Superzyklus eintritt.



Quelle: Hardman & Co Research, Paul Mylchreest

*Ein gelegentlicher Spaziergang durch die Irrenanstalt zeigt, dass der Glaube nichts beweist.*

Friedrich Nietzsche

**In der Anfangsphase eines Schulden-Superzyklus können Schulden zukünftige Ausgaben produktiv in die Gegenwart verlagern.** Aber in den späten Phasen des Schuldenzyklus sind Schulden in der Regel ein medizinischer Eingriff, um Zombie-Unternehmen am Leben zu erhalten und schwierige Umstrukturierungen hinauszuschieben. Im Jahr 2020 ist unser globales Finanzsystem auf lebensverlängernde Maßnahmen angewiesen. **Letztlich wirkt exzessive Verschuldung aber nur wie Morphium: Sie hilft kurzfristig gegen Schmerzen, aber sie heilt weder die Krankheit noch das Alter.**

## 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>101</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>102</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.**



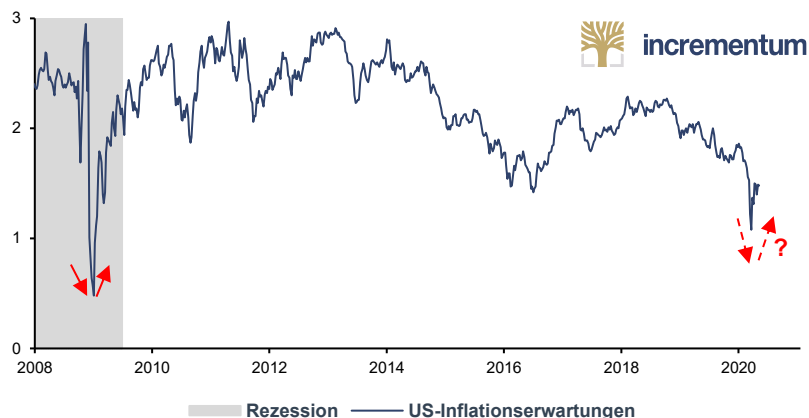
Der Corona-Crash im Februar und März 2020 war – so wie jeder Börsencrash – ein deflationärer Event. Die teilweise panisch anmutenden Maßnahmen der Notenbanken versuchten diesen Deflationsdruck mit Brachialgewalt zu bekämpfen. Grund genug für uns, erneut einen genauen Blick auf die Teuerungstendenzen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

<sup>101</sup> Nähere Informationen zu unseren Investment-Lösungen finden Sie auf [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)

<sup>102</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:

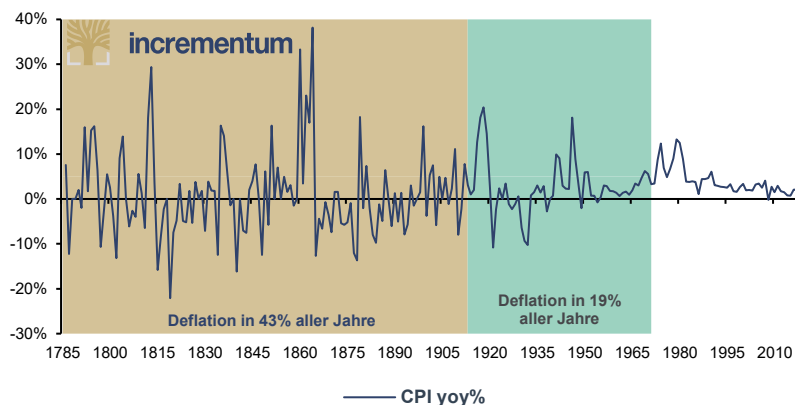
*„Our main finding is that the only episode in which we find evidence of a link between deflation and depression is the Great Depression (1929-34). We find virtually no evidence of such a link in any other period. ... What is striking is that nearly 90% of the episodes with deflation did not have depression. In a broad historical context, beyond the Great Depression, the notion that deflation and depression are linked virtually disappears.“<sup>103</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>103</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**

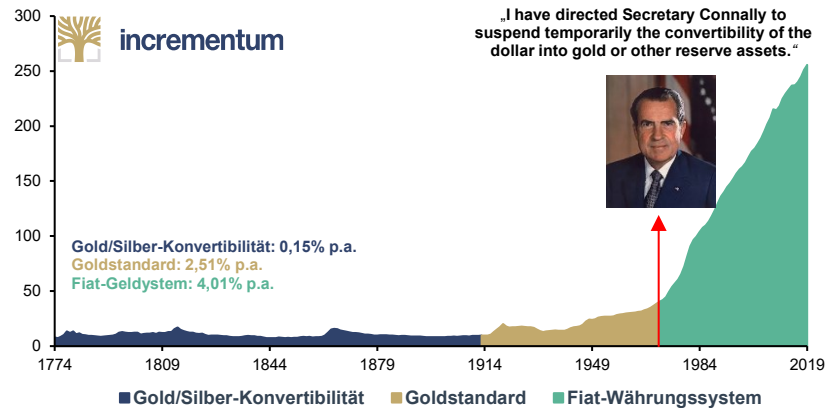
**Was ist nun die Ursache für diesen Paradigmenwechsel? Wie wir im vorherigen Kapitel über die globale Schuldenentwicklung gezeigt haben, steigen die Schuldenstände seit 2008 rascher denn je zuvor. Seit dem Beginn der Corona-Krise hat sich das ohnehin schon hohe Tempo noch weiter erhöht.** In unserem 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>104</sup> nicht passiert.

<sup>104</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.*

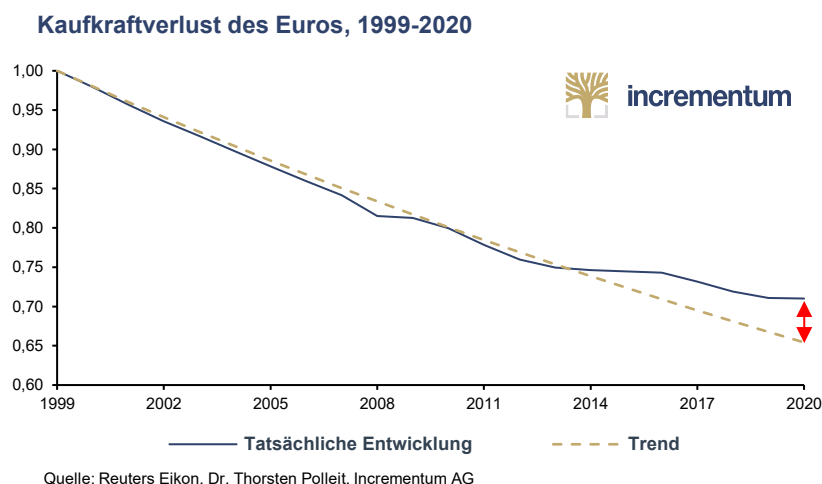
**Liaquat Ahamed**

**Treue Leser wissen, dass unsere Inflationsdefinition vom Mainstream abweicht.<sup>105</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>105</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.



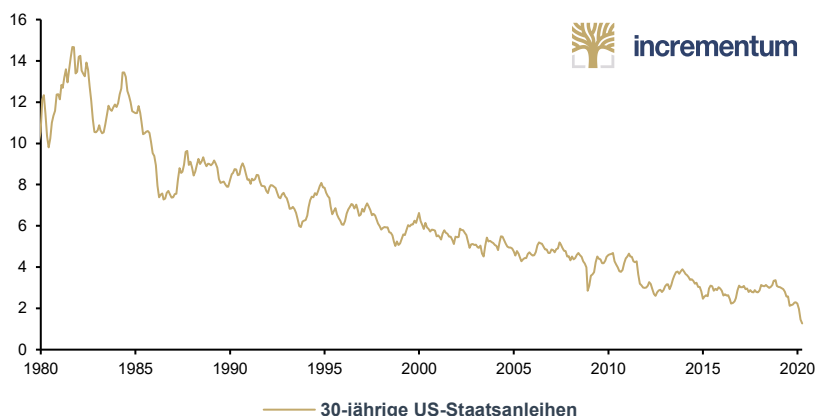
*If you impose inflation on stagnation, you get stagflation.*  
**Alan Greenspan**

**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>106</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>106</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>107</sup> – versucht sie, breitere Bevölkerungsschichten in diesen Prozess einzubinden.<sup>108</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.

### Die Chronologie einer Hyperinflation

Schon die erste Phase der Bekämpfung der dramatischen Folgen des Lockdowns, der zur Bekämpfung der Coronaviruspandemie in vielen Staaten der Welt verordnet wurde, hatte einen starken Anstieg der Geldmenge zur Folge. In den USA legte die Geldmenge M2 seit dem Beginn der Coronakrise im Jahresvergleich um rund 21,7% zu. Das sind klarerweise noch Momentaufnahmen. Doch sind auch diese monetären Entwicklungen ein guter Grund, im nachfolgenden Abschnitt zwei Erklärungsmodelle für das Auftreten und die Dynamik von hohen Inflationsraten bzw. Hyperinflation vorzustellen: **zum einen die Gedanken von Peter Bernholz in „Monetary Regimes and Inflation“, und zum anderen jene von Murray Rothbard in „The Mystery of Banking“.**<sup>109</sup>

**Der schweizerische Ökonom Peter Bernholz ist wohl einer der renommiertesten Inflationforscher. Er hat mit seinem Buch „Monetary Regimes and Inflation“ ein Standardwerk im Bereich der Analyse historischer (Hyper-)Inflationen verfasst.** Laut Bernholz sind alle Hyperinflationen im Zuge diskretionärer Papiergeldstandards aufgetreten. Ein Gold- oder Bimetallstandard zeigt dagegen keine bzw. wesentliche geringere inflationäre Tendenzen als Papiergeldstandards. Inflation ist stets ein monetäres Phänomen.

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

**Argentarius, Vom Gelde**

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

**Ronald Reagan**

<sup>107</sup> EZB: Portal: „Die EZB hört zu“

<sup>108</sup> Coronabedingt wurde die Strategieüberprüfung nun in das Jahr 2021 verlängert.

<sup>109</sup> Vgl. „Das monetäre Spiel mit dem Feuer – Wieso die Teuerungsdynamik nicht kontrolliert werden kann“, In Gold We Trust-Report, 2015; „Von der monetären Inflation zur Preisinflation: ein komplexer und langwieriger Prozess“, In Gold We Trust-Report 2018



*Die Nation muss entweder den Staatskredit zerstören oder der Staatskredit zerstört die Nation.*  
**David Hume**

*Inflation aber kann nur solange fortgehen, als die Meinung besteht, dass sie doch in absehbarer Zeit aufhören wird. Hat sich einmal die Überzeugung festgesetzt, dass die Inflation nicht mehr zum Stillstand kommen wird, dann bricht eine Panik aus.*  
**Ludwig von Mises**

**Im Regelfall lösen exorbitante Haushaltsdefizite jene exzessive Geldschöpfung<sup>110</sup> aus, die für eine Hyperinflation Voraussetzung ist.** Überhaupt gab es nur selten Situationen, in denen eine Ausweitung der Notenbankgeldmenge nicht zu einer Teuerung geführt hat. Die Forschungen von Bernholz haben ergeben, dass Budgetdefizite in der Höhe von 40% der Staatsausgaben der sichere Weg in die Hyperinflation sind. In 8 von 12 Fällen verursachte bereits Defizite von 20% eine Hyperinflation.

**Vor wenigen Monaten waren solche Defizite in den OECD-Staaten praktisch unmöglich. Dies hat sich im Zuge der Corona-Krise jedoch schlagartig geändert.** Bei einer Staatsausgabenquote von 50% entsprechen die von Bernholz eruierten Schwellenwerte in der geläufigen Darstellung des Budgetdefizits in Prozent des BIP bei einem Wert von 20% bzw. 10%. Bei einer Staatsquote von 35%, dem Wert der USA für 2018, sind die entsprechenden Defizitquoten bei 14% bzw. 7%. **Die aktuellen Prognosen für die USA liegen bereits deutlich über dem höheren Wert.**

**Die Deckung der Budgetdefizite erfolgt nach und nach mit frisch gedrucktem Geld.** Diese Form der Haushaltsfinanzierung ist jedoch nur möglich, wenn das Preisniveau stärker steigt als die Geldmenge. Aufgrund von Tanzis Gesetz steigen die realen Budgetdefizite jedoch rascher an. Tanzis Gesetz besagt, dass bei steigenden Inflationsraten die Steuereinnahmen langsamer wachsen als die Inflationsrate, weswegen sich das Budgetdefizit sukzessive vergrößert. Nachdem zwischen dem Zeitpunkt der budgetwirksamen Ausgaben und dem Zeitpunkt der Steuerzahlung unter Umständen ein erheblicher Zeitraum liegt, sinkt bei hohen Inflationsraten der Realwert der Steuerzahlungen erheblich.<sup>111</sup>

**Sobald ein Wendepunkt erreicht ist, haben Inflationen die Tendenz sich zu beschleunigen.**<sup>112</sup> In dieser Phase setzt Währungssubstitution ein. Greshams Gesetz, wonach gesetzlich überbewertetes „schlechtes“ Geld gesetzlich unterbewertetes „gutes Geld“ verdrängt, wirkt also nur in frühen Phasen der Inflation, wenn beispielsweise im Zuge eines Bimetallstandards versucht wird, eine feste Parität zu verteidigen.

**Die Bevölkerung flüchtet in dieser Phase meist in Sachwerte wie Immobilien, vulgo „Betongold“, oder richtiges Gold. Diese Flucht in „gutes“ Geld wird „Thiers‘ Gesetz“ oder auch „Gresham’s Law in Reverse“ genannt.**<sup>113</sup> Es besagt, dass in Folge der immer rascheren Abwertung, die Akzeptanz der Währung abrupt sinkt. Das Fehlen eines stabilen Zahlungsmittels verursacht zunehmend Chaos in Handel und Produktion und

<sup>110</sup> Prof. Thorsten Polleit merkte treffend an, dass der Begriff „Geldschöpfung“ etymologisch interessant sei, denn er suggeriert, dass es sich um einen göttlichen Akt handelt.

<sup>111</sup> Vgl. Lee, Duck Ho: „Die Umwandlung von sozialistischen zu kapitalistischen Gesellschaften in den postkommunistischen Ländern und die koreanische Einheit“, Dissertation Freie Universität Berlin; „Hyperinflation: viel diskutiert, wenig verstanden“, In Gold We Trust-Report 2019

<sup>112</sup> Vgl. Nannestad, Peter und Paldam, Martin: „The VP-function: A survey of the literature on vote and popularity functions after 25 years“, *Public Choice*, Vol. 79 (3-4), 1994, S. 213-245

<sup>113</sup> „The reverse of Gresham’s Law, that good money drives out bad money whenever the bad money becomes nearly worthless, has been named „Thiers’ law“ by economist Peter Bernholz in honor of French politician and historian Adolphe Thiers. Thiers’ Law will only operate later [in the inflation] when the increase of the new flexible exchange rate and of the rate of inflation lower the real demand for the inflating money.“, Wikipedia-Eintrag: [Gresham Gesetz - Gresham's law](#)

führt dazu, dass Fremdwährungen für Zahlungen verwendet werden. Aufgrund Thiers' Gesetz erhöht sich die Umlaufgeschwindigkeit, kehren einige Marktteilnehmer anschließend zu Barter-Geschäften zurück und der reale Bestand der inflationierten Geldmenge verringert sich rasch. Die Leute wählen somit das Geld aus, von dem sie ausgehen, dass es langfristig die größte Stabilität aufweist. Konkretes Beispiel für die Substitution der heimischen, hochinflationären Währung durch eine stabilere Währung ist die „Dollarisierung“, also der vermehrte Einsatz des US-Dollars, oder auch die Übernahme der D-Mark nach dem Zusammenbruch Jugoslawiens, beispielsweise in Montenegro und im Kosovo.<sup>114</sup>

*Hyperinflation has nothing to do with quantity, it has everything to do with quality of money.*

**Antal Fekete**

*Die Erfahrung zeigt: Wenn man einen falschen Weg lange genug geht, geht man ihn auch zu Ende.*

**Golo Mann**

**Bernholz erkennt im aktuellen politischen System zudem eine „inflationäre Voreingenommenheit“. Dies bedeutet, dass Stimuli und Wahlversprechen nach dem Gießkannenprinzip die Grundvoraussetzung für die Geldmengenausweitung darstellen.** Laut Bernholz unterschätzen viele Notenbanker den psychologischen Druck, unter dem sie stehen, wenn sie einen Stimulus beenden und die Notenbankgeldmenge verringern wollen. Das Reduzieren der Geldmenge sei zwar technisch problemlos möglich, politisch jedoch schwer durchzusetzen. Die Marktteilnehmer gewöhnen sich an das monetäre Freibier, das fortwährend und scheinbar ohne negative Konsequenzen fließt. Sobald der Stimulus zurückgefahren wird, steigen die Rezessionsrisiken, was wiederum politischen Druck auslöst.

**Auch Murray Rothbards viel zu wenig bekanntes Werk „The Mystery of Banking“ enthält wesentliche Gedanken zu den einzelnen Phasen der Inflation und letztlich zur Entstehung von Hyperinflationen.** Rothbard sieht in dem erbitterten Kampf gegen Deflation und dem darauffolgenden Anwerfen der Druckerpresse die Wurzel der meisten Hyperinflationen. Der starke Rückgang der „Neigung zur Geldhaltung“ (engl. demand to hold money) ist dabei ein wesentlicher Faktor, der im ökonomischen Mainstream vielerorts bestenfalls unterschätzt, zumeist aber schlichtweg ignoriert wird.

**Rothbard identifizierte drei Phasen des Inflationierungsprozesses:<sup>115</sup>**

- **In der ersten Phase wird die Geldmenge erhöht, die Preise steigen aber kaum.** Nachdem die Menschen davon ausgehen, dass es sich nur um eine temporäre Geldmengenausweitung handelt, ziehen sie es weiterhin vor, Geld zu sparen, anstatt es auszugeben. Diese Phase ist für die Politik ein Schlaraffenland, denn es lassen sich (vermeintlich) ohne Konsequenzen Defizite finanzieren und Wahlzuckerl verteilen, ohne eine Preisinflation zu erzeugen.
- **In der zweiten Phase** beginnt die Öffentlichkeit langsam steigende Preise zu antizipieren. Rothbard schreibt: *„Die deflationären Erwartungen der Öffentlichkeit werden durch inflationäre ersetzt. ... Statt Geld zu horten, wird die Öffentlichkeit ihr Geld schneller ausgeben, um vor*

<sup>114</sup> Vgl. Guidotti, Pablo und Rodríguez, Carlos A.: „Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse“, *IMF Staff Papers*, Nr. 39, 1. November 1991, S. 518-544

<sup>115</sup> Rothbard, N. Murray: *The Mystery of Banking*, 1983, S. 67

*Preiserhöhungen zu kaufen. In der Phase 2 der Inflation ... wird eine fallende Nachfrage nach Geld (Halten von Geld) die Inflation intensivieren.“*

**Just in diesem Moment steht die Politik vor einer Weggabelung:**

Entweder kann man die natürliche Deflation zulassen, die Exzesse schmerzhaft abbauen und eine Rezession billigen, oder den Weg des billigen Geldes weiter beschreiten und damit Phase 3 riskieren.

• **Phase 3 wird gemeinhin als „Crack-up-Boom“ bzw.**

**Katastrophenhaussse bezeichnet.** Die Öffentlichkeit nimmt wahr, dass die Inflationsdynamik nicht zu stoppen ist und sich sukzessive beschleunigt. Die Menschen verlassen das Währungssystem und wählen alternative Währungen. Rothbard beschrieb diese Phase folgendermaßen: *„A frantic rush ensues to get rid of money at all costs and to buy anything else. In [Weimar Germany circa 1923], this was called a ‘flight into real values.’ The demand for money falls precipitously almost to zero, and prices skyrocket upward virtually to infinity.“*<sup>116</sup>

*Inflation is like toothpaste. Once it's out, you can hardly get it back in again.*

**Karl Otto Pohl**

Erwähnenswert hinsichtlich dieser verheerenden Dynamik und des Dilemmas der Notenbanker ist auch eine Passage aus dem fantastischen Buch „Lords of Finance“ von Liaquat Ahamed:

*„Von Havenstein faced a real dilemma. Were he to refuse to print the money necessary to finance the deficit, he risked causing a sharp rise in interest rates as the government scrambled to borrow from every source. The mass unemployment that would ensue, he believed, would bring on a domestic economic and political crisis, which in Germany's current fragile state might precipitate a real political convulsion. As the prominent Hamburg banker Max Warburg, a member of the Reichsbank's board of directors, put it, **the dilemma was ‘whether one wished to stop the inflation and trigger the revolution’, or continue to print money.** Loyal servant of the state that he was, von Havenstein had no wish to destroy the last vestiges of the old order.“*<sup>117</sup>

**Unserer Meinung nach ist es gut möglich, dass wir uns gemäß der Klassifizierung von Rothbard im Moment am Übergang von Phase 2 zu Phase 3 befinden.** Eine Prognose des exakten Wendepunktes ist laut Rothbard jedoch nicht möglich:

*„There is no scientific way to predict at what point in any inflation expectations will reverse from deflationary to inflationary. The answer will differ from one country to another, and from one epoch to another, and will depend on many subtle cultural factors, such as trust in government, speed of communication, and many others.“*<sup>118</sup>

<sup>116</sup> Rothbard, N. Murray: *The Mystery of Banking*, 1983, S. 72

<sup>117</sup> Vgl. Liaquat, Ahamed: *The Lords of Finance-The Bankers Who Broke the World*, 2009, S. 125; Herzlichen Dank an Luke Gromen, der diesen Vergleich gezogen hat.

<sup>118</sup> Rothbard, N. Murray: *The Mystery of Banking*, 1983, S. 71

Doch nicht nur Ökonomen, sondern auch einflussreiche Finanzmarktteilnehmer wie Ray Dalio dachten zuletzt laut über Hyperinflation nach:

*„Hyperinflation comes from investors who are holding money and credit assets (e.g. bonds) wanting to sell those and move their money to other assets either in the same country or in other countries. As they do this selling, **the central bank is put into the position of having to choose between having interest rates go up (which is undesirable because it weakens the economy) or printing money and buying those financial assets (which can devalue money and debt).** When they need to do this a lot, it causes a monetary inflation which can become a hyperinflation.“<sup>119</sup>*

*History repeats itself, but in such cunning disguise that we never detect the resemblance until the damage is done.*

**Sydney J. Harris**

*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.*

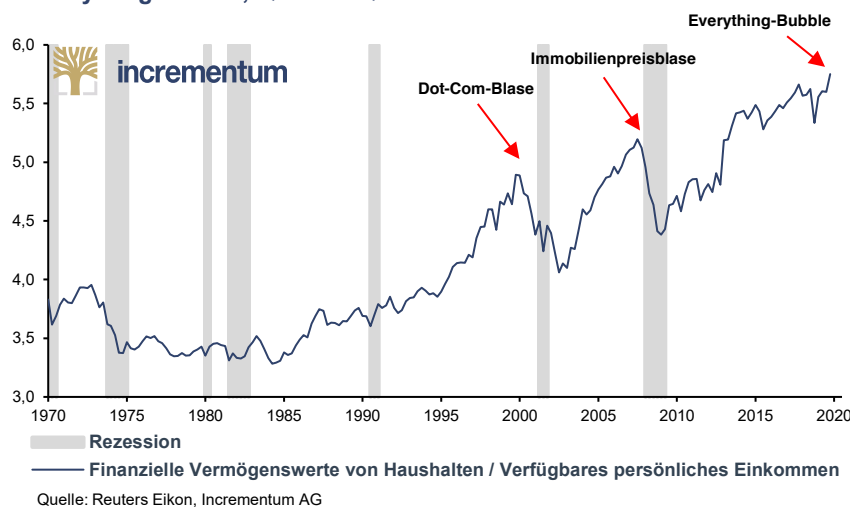
**Jim Rogers**

Abschließend ist anzumerken, dass sich Hyperinflationen, aber auch schon galoppierende Inflationen für den aufmerksamen Beobachter durchaus im Vorfeld ankündigen, während der breiten Masse diese fatalen Dynamiken verborgen bleiben. Denn sobald die Bevölkerung beginnt, das rasch an Wert verlierende Geld abzustoßen, ist es zu spät, um Vorkehrungen zu treffen. **Achtsamkeit und Respekt vor der Geschichte sind daher für Anleger essenziell.**

### 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 Inflationstendenz 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>120</sup> So stiegen im Zuge des Inflationierungsprozesses die Vermögenspreise (=Asset Price Inflation) bereits massiv an. Nun könnte die nächste Phase, also einer Phase steigender Verbraucherpreisinflation (=Teuerung) einsetzen.

Everything-Bubble, Q1/1970-Q4/2019

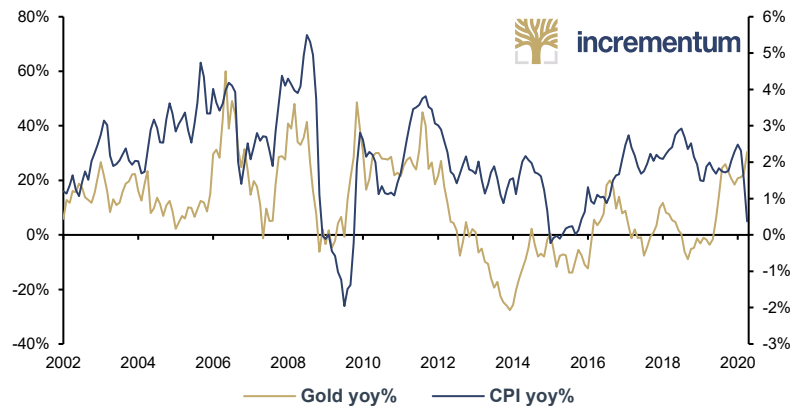


<sup>119</sup> „Ray T. Dalio - Discussion Reddit AMA“, April 2020

<sup>120</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**



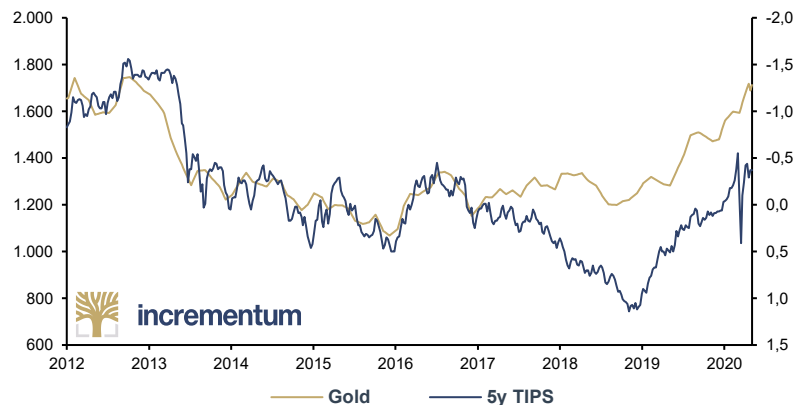
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*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**

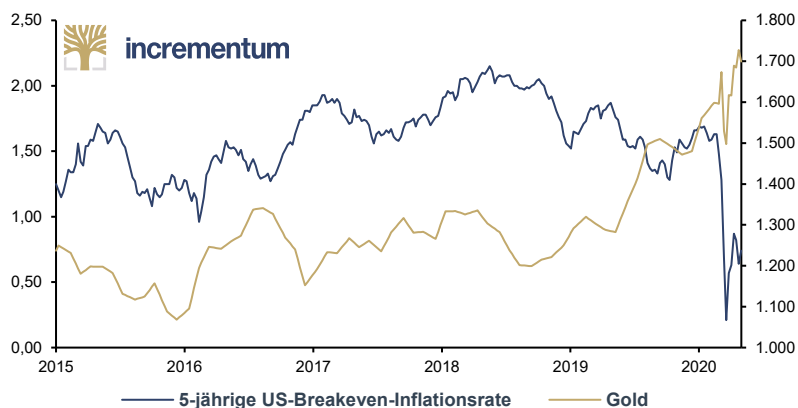


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG



Seit ihrem Tiefststand am 19. März bei 0,14% sind die Inflationssorgen gemäß der Breakeven-Rates<sup>121</sup> wieder leicht angestiegen. Aktuell notiert die 5-Jahres-Breakeven-Inflationsrate bei 0,76%. Das bedeutet, dass Investoren davon ausgehen, dass die Teuerungsrates 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 Minuswert von -2,23%.

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



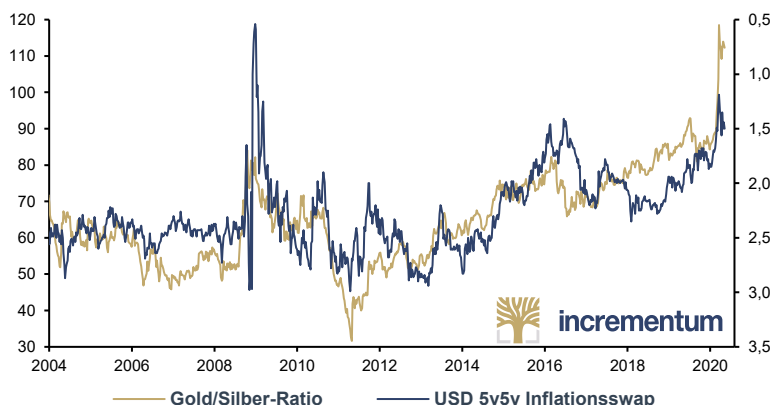
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

**Dave Rosenberg**

Die 5Y5Y Inflationsswaps<sup>122</sup> tauchten im März fast auf ihre Allzeittiefstände im Dezember 2008 bei 0,43% ab, erholten sich im Rahmen der letzten Wochen jedoch wieder rasch. Bereits im letzten Zyklus zeigte sich, wie sehr die Inflationsswaps mit dem Ölpreis aber auch mit dem Aktienmarkt korrelieren. 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>121</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>122</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>123</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.**

**Wird die Inflation ein ebenso großes Comeback wie Niki Lauda in Monza feiern?**<sup>124</sup> Was könnten fundamentale Kräfte sein, die die Inflationsdynamik strukturell befeuern?

**Wird die Inflation ein ebenso großes Comeback wie Niki Lauda in Monza feiern?**<sup>124</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>125</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 Otto Normalverbraucher 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.

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>123</sup> Vgl. „Das Gold/Silber-Ratio als Indikator zur Messung der Inflationsdynamik“, In Gold WeTrust-Report 2015; „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2018

<sup>124</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>125</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>126</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>127</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.

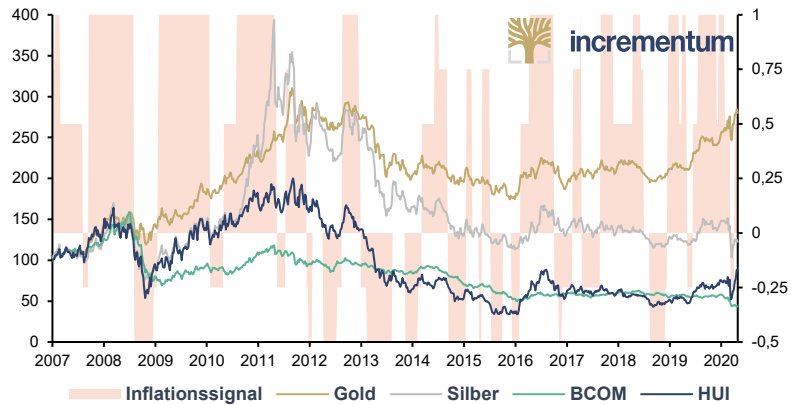
**Das Incrementum-Inflationssignal**

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.

<sup>126</sup> Vgl. „US grocery costs jump the most in 46 years, led by rising prices for meat and eggs“, CNBC, 12. Mai 2020  
<sup>127</sup> Vgl. Taghizadegan, Rahim: *Alles, was sie über die Österreichische Schule der Nationalökonomie wissen müssen: Eine Einführung*, 2016

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

**Inflationssensitive Anlagen (lhs), indiziert 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.**

*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**

*Should something akin to MMT become a reality, it will be time for a massive portfolio reallocation.*

**David Hay**

**Im Zuge der „Corona-Krise“ schwächte sich das Inflationssignal**

**dramatisch ab.** Der erneute „Risk-off“ erfasste zunächst auch den 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.**

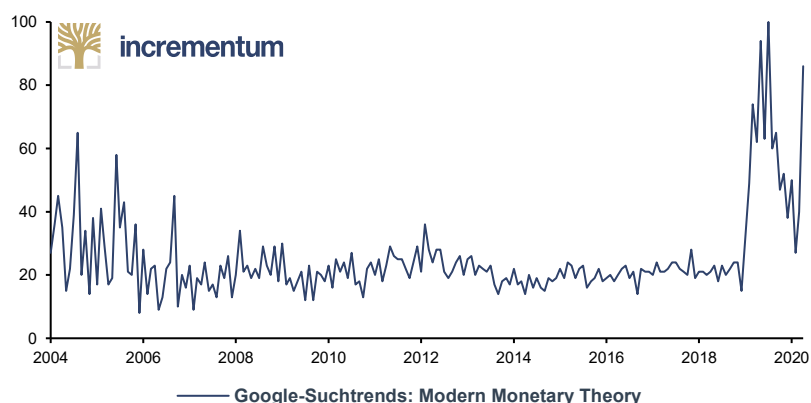
Auch dies ist konsistent mit unserer Einschätzung einer sich abschwächenden globalen Konjunktur. Wir interpretieren die Outperformance von Gold und Goldminen-Aktien als Vorboten einer mittelfristig deutlich höheren Teuerung. Silber war bis zuletzt ein relativer Underperformer, bildete in den letzten 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.**

**Öffnet das Coronavirus der „Modern Monetary Theory“ endgültig die Tore?**

**Bereits im Vorjahr haben wir uns ausführlich mit der „Modern Monetary Theory“ (MMT<sup>128</sup>), dem neuen Liebling der Inflationisten, auseinandergesetzt.**<sup>129</sup> Die Wahrscheinlichkeit für einen solchen wirtschafts- und geldpolitischen Paradigmenwechsel ist wegen der erst in den Anfangszügen stehenden Diskussion über die Finanzierung der klaffenden Budgetlöcher merklich gestiegen. Deutlich ist dies an der neuerlich explodierenden Anzahl an Google-Suchabfragen zu erkennen.

**Google-Suchrends: Modern Monetary Theory, 01/2004-04/2020**



Quelle: Google Trends, Incrementum AG

<sup>128</sup> Böse Zungen behaupten, die Abkürzung MMT stünde für „Mugabe Maduro Theory“.

<sup>129</sup> Vgl. „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2019

*QE is a stagflation machine for market-world, where we've inflated prices for financial assets and crushed productive corporate growth. MMT will be a stagflation machine for real-world, where we will inflate prices for goods/services and crush productive private sector growth.*

**Ben Hunt**

*The once sacred separation between fiscal and monetary policy is now largely a relic of the past.*

**Goehring & Rozencwajg**

**Dass die MMT keinesfalls eine „moderne“ Theorie ist, belegt folgende Anekdote aus dem Japan der 1930er-Jahre.** Am 26. Februar 1936 wurde Vicomte Takahashi Korekiyo, der ehemalige Premierminister und mehrfache Finanzminister Japans, ermordet. Als Finanzminister hatte er in der ersten Hälfte der 1930er-Jahre mit einem umfassenden Ausgabenprogramm versucht, die schlimmsten Schäden der Großen Depression, die auch Japan schwer getroffen hatte, zu mildern. So wertete der Yen gegenüber dem US-Dollar innerhalb eines Jahres um 60% ab. Die höhere Inflationsrate nahm er zunächst bewusst in Kauf. Ermordet wurde er aber nicht von einem Sparer, der wegen der inflationsbedingten Schmälerung seiner Sparguthaben erzürnt war, sondern weil er die stark expansive Fiskal- und Geldpolitik *beenden* und den „Geldhelikopter“ landen wollte.<sup>130</sup>

**Vor dem Coronavirusausbruch beherrschten Diskussionen über den menschlichen Einfluss auf den Klimawandel und über die Finanzierung des geforderten grünen Umbaus der Wirtschaft die öffentliche Debatte.** In den USA ist es vor allem die demokratische Kongressabgeordnete Alexandria Ocasio-Cortez (AOC), die einen „Green Deal“ politisch durchzusetzen versucht. Der Begriff des „Green Deal“ ist eine bewusste Anspielung auf Franklin D. Roosevelts „New Deal“ aus dem Jahre 1933. Der damalige US-Präsident hatte mit einem massiven staatlichen Investitions- und Regulierungsprogramm den Versuch unternommen, die in eine Depression abgeglittene US-Wirtschaft wieder ins Laufen zu bringen.

**Auf dieser Seite des Atlantiks nimmt im Arbeitsprogramm der neuen EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen ein „European Green Deal“ eine zentrale Rolle ein.** Die Nachfolgerin von Jean-Claude Juncker hat die Anstrengungen und das anvisierte Investitionsvolumen des „European Green Deal“ von einer Billion Euro mit einem Raumfahrtprogramm gleichgesetzt, wortwörtlich sagte sie: „Das ist Europas ‚Mann auf dem Mond‘-Moment.“<sup>131</sup>

Was sind nun aber die Eckpunkte der MMT, die, so sie umfassend implementiert würde, den wirtschaftspolitischen Alltag grundlegend verändern würde:

- In der Geldtheorie folgt die MMT der Auffassung, dass der Staat Urheber des Geldes ist. Der wichtigste Vordenker dieser Chartalismus genannten Geldtheorie ist Georg Friedrich Knapp (1842-1926) mit seiner 1923 veröffentlichten „Staatliche(n) Theorie des Geldes“ Die gegensätzliche Auffassung von Geld ist die „Markttheorie des Geldes“, wonach sich das Geld aus den Tauschvorgängen am Markt heraus bildet. Die wichtigsten Proponenten dieses erstmals von Adam Smith ausformulierten Ansatzes sind heute die Vertreter der „Österreichischen Schule der Nationalökonomie“. Demnach kann nur eine Ware Geld werden, wobei Gold und Silber im

<sup>130</sup> Vgl. Napier, Russell: „Takahashi's Lament: Europe's Rush For The Helicopter“, *The Solid Ground*, 14. Februar 2020

<sup>131</sup> „Press remarks by President von der Leyen on the occasion of the adoption of the European Green Deal Communication“, Europäische Kommission, 11. Dezember 2019



jahrhundertelangen Ausleseprozess des Marktes die Geldfunktion am besten ausgefüllt haben.

- Für die Vertreter der MMT bestimmt die Nachfrage nach Geld, näherhin nach Krediten, das Geldangebot. Dagegen behaupten Monetaristen und Vertreter einer Warentheorie des Geldes, dass das Geldangebot der Wirtschaft entweder von der Zentralbank oder dem Angebot der als Geld verwendeten Ware zur Verfügung gestellt wird.

**Daraus ergeben sich folgende praktische Schlussfolgerungen:**

- Die Aufgabenverteilung zwischen Budgetpolitik und Geldpolitik wird völlig neu geordnet. Im Status Quo ist die Geldpolitik für die Erreichung des selbst gesteckten Inflationsziels von meist um die 2% zuständig. Die Fiskalpolitik des Staates soll dieses Ziel durch verantwortungsvolles Handeln unterstützen. **Die MMT weist die Aufgabe der Befuerung bzw. Eindämmung der Inflation der Fiskalpolitik zu.** Ist die Inflation zu niedrig, soll der Staat seine Ausgaben erhöhen und durch diese Nachfragersteigerung die Inflation anregen. Ist die Inflation zu hoch, soll diese durch Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen reduziert werden.
- Die Höhe der Staatsverschuldung spielt keine Rolle, sofern diese in der Währung des eigenen Landes denominiert ist.
- Weil nach Ansicht der MMT der Staat der Schöpfer des Geldes ist, finanzieren Steuern den Staat nicht, sondern die Ausgabe staatlichen Geldes ermöglicht überhaupt erst die Zahlung von Steuern.
- Weil die Steuerpolitik hauptsächlich der Inflationssteuerung dient, ist der heute wichtige Aspekt der Einnahmengenerierung nur mehr von untergeordneter Bedeutung.
- **Die Gefahr eines Missbrauchs dieses Ansatzes für exzessives Schuldenmachen liegt auf der Hand.** Das Postulat der MMT, wonach gesunde Finanzen wichtig für Haushalte und Unternehmen sowie untergeordnete Gebietskörperschaften sind, nicht aber für Staaten, die Geld drucken können, werden Politiker in der für die Politik typischen Verkürzung als Aufruf zum Schuldenmachen wahrnehmen. Die Büchse der Pandora des Schuldenmachens würde unweigerlich geöffnet werden, selbst wenn Vertreter der MMT die Ausgabenpolitik des Staates durch die Vermeidung zu hoher Inflationsraten begrenzt sehen wollen. Realpolitisch sind Ausgabenkürzungen viel schwieriger durchzusetzen als – schuldenfinanzierte – Mehrausgaben.

*The only way...you would see us getting to hyperinflation would be if they changed the Federal Reserve Act and allowed the Fed to spend money rather than just buying assets.*

**Lacy Hunt**

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

### Fazit

Im Vorjahr waren wir bereits auf MMT eingegangen und hatten geschlussfolgert: „Wir sind der festen Überzeugung, dass MMT ‚the next big thing‘ der Inflationierungsbefürworter sein wird. MMT stellt aber eine falsche und vor allem gefährliche Verheißung dar.“ Die Geschehnisse der letzten Wochen haben den Weg für eine „kreativere“ und vor allem aggressivere Geldpolitik geebnet und wir glauben nicht, dass das Thema MMT so schnell aus der Öffentlichkeit verschwinden wird.

**Sollte MMT implementiert werden, könnte die jahrzehntelange Anleihen-Rally abrupt an ihr Ende gelangen, höhere Renditen wären vermutlich unausweichlich.** Allgemeiner gesprochen würden finanzielle Vermögenswerte tendenziell leiden, während reale Vermögenswerte wie auch Gold durch die steigende Geldentwertung profitieren dürften. Dass die Geldmengeninflationierung bislang in erster Linie Finanzassets unterstützte, zeigt folgender Chart. Der Chart vergleicht die Entwicklung des für Finanzassets repräsentativen S&P 500 mit dem Gold/Silber-Ratio, das ein repräsentativer Indikator für die Realwirtschaft, aber auch die Preisinflation ist.<sup>132</sup>

### 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.**

*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

*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**

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.

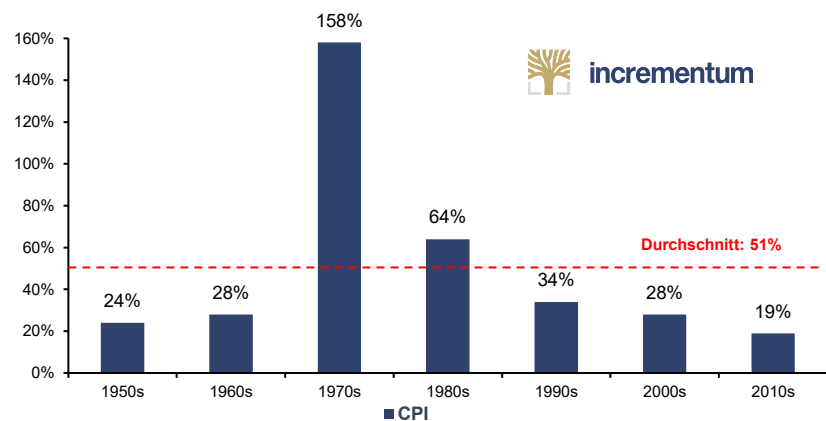
<sup>132</sup> Vgl. „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2018

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>133</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>134</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>133</sup> „August 1971: Der Beginn des weltweiten Papiergeldsystems“, Austrian Economics Analytics OG

<sup>134</sup> Vgl. Browne, Harry: „The coming Devaluation“, YouTube, 5. Dezember 2011

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

**Paul Singer**

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

**Stephen Poloz**

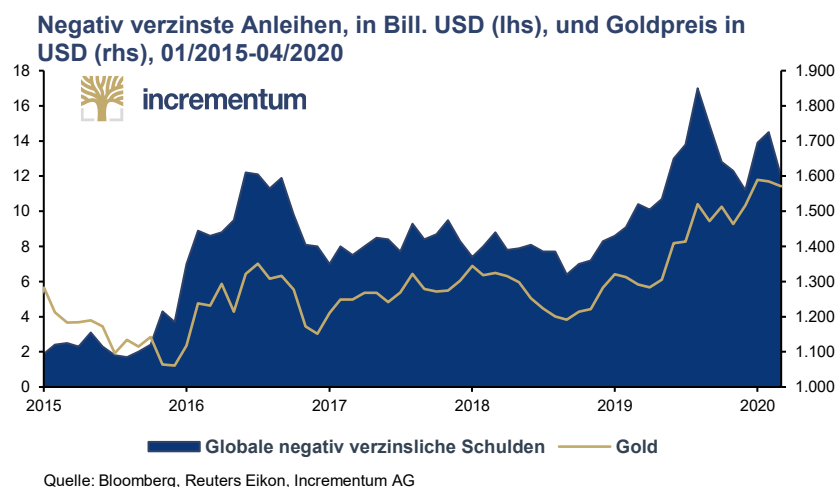
**Bank of Canada, Governor**

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.

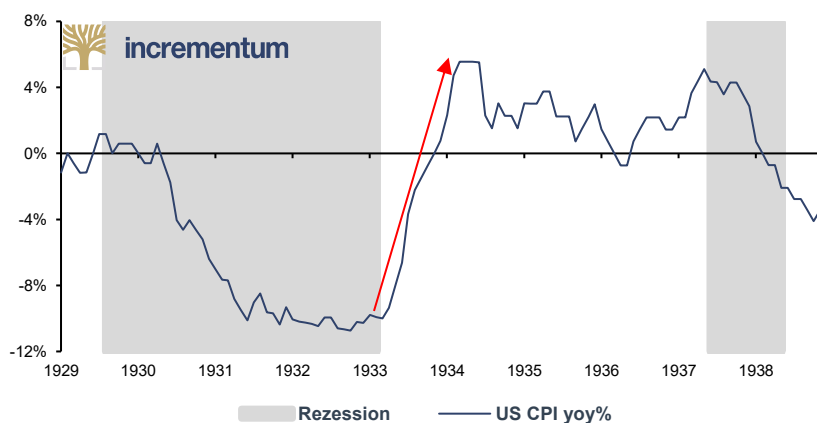
**Die Sorge vor steigender Preisinflation scheint nach wie vor als eine Narretei oder die sirenenhafte Dauerwarnung von Weltuntergangspropheten.** Derzeit werden Staatsanleihen im Ausmaß von 12 Bill. USD mit negativen Zinsen gehandelt, dies entspricht fast dem BIP der gesamten EU ohne Deutschland. Inflation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

**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.

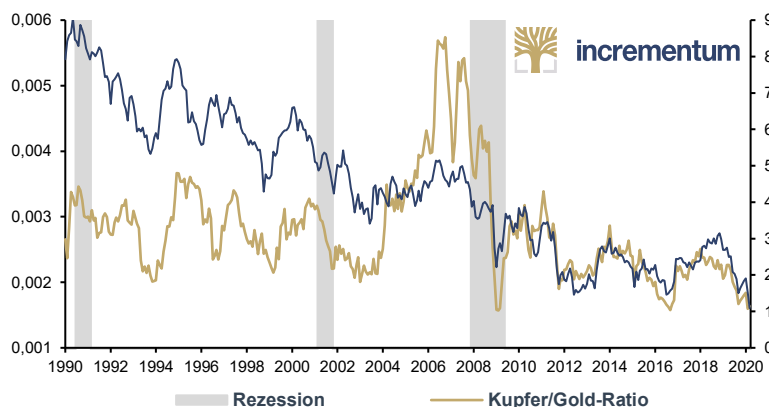
US CPI yoy%, 01/1929-12/1938



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>135</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

<sup>135</sup> Vgl. Mayberry, Jeffrey M.: „The Power of Copper-Gold: A Leading Indicator for the 10-Year Treasury Yield“, DoubleLine Funds, 2019

**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.

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.“**



*Some people think football is a matter of life and death. I don't like that attitude. I can assure them it is much more serious than that.*

**Bill Shankly**

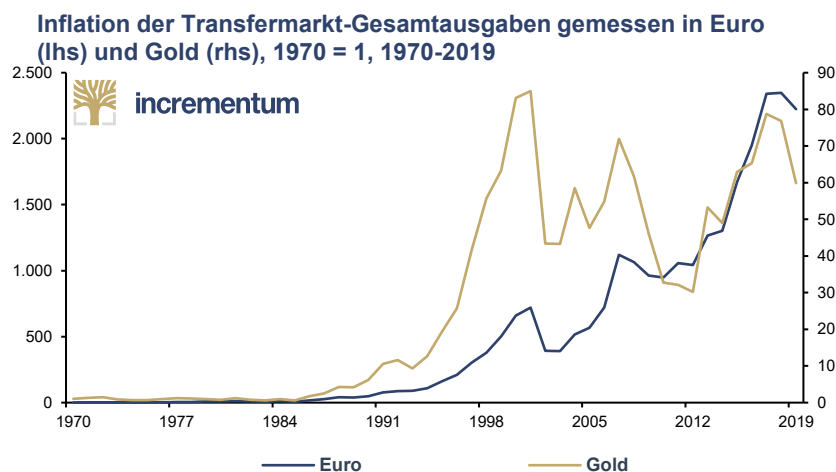
*Bevor wir für einen Torwart 15 bis 20 Millionen Mark bezahlen, stelle ich mich selbst ins Tor!*

**Reiner Calmund**

## In Gold We Trust-Extra: Der goldene Weg zum Champions-League-Titel

**Treue Leser des In Gold We Trust-Reports wissen um unser Faible, die positiven Auswirkungen der Anlage in Gold mit Charts, die zum Schmuzzeln anregen, hervorzuheben.** Unser Klassiker ist das Gold/Wiesnbier-Ratio, das wir im weiteren Verlauf des In Gold We Trust-Reports selbstverständlich präsentieren werden – „Same procedure as every year“. Dieses Jahr wollen wir Gold, das wichtigste Anlageinstrument, mit einer weiteren wichtigsten Nebensache der Welt, König Fußball, in Verbindung bringen, wie umgekehrt der Fußball mit der Vergabe des Ballon d'Or an den Weltfußballer des Jahres diese Verbindung ebenfalls sucht.<sup>136</sup>

**Was haben so klingende Namen wie Johan Cruyff, Franz Beckenbauer, Roberto Baggio, Zinédine Zidane, Cristiano Ronaldo, Neymar und Walter „Schoko“ Schachner gemeinsam?** Sie alle waren einmal der teuerste Transfer eines Kalenderjahres. Was sie unterscheidet, ist die Ablösesumme, die für ihren Wechsel zu zahlen war. Und die Ablösesummen haben sich in den vergangenen Jahrzehnten deutlich erhöht, in Euro wie auch in Gold, wie der folgende Chart zeigt.



**In Papiergeld ausgedrückt stiegen die Ausgaben in den vergangen 50 Jahren auf fast das 2.500-Fache. In Gold ausgedrückt war der Anstieg wesentlich moderater, und zwar nur um den Faktor 60.** Die größte Goldmenge wurde 2001 umgesetzt. 249.187 Unzen Gold oder knapp 77,5 Tonnen wechselten damals im Gegenzug für Spielertransfers den Klub. Damit wurden die Transferausgaben des Jahres 1970 um das 85-Fache übertroffen. Auf Goldbasis ein Wert, der seitdem nicht mehr erreicht wurde. In Papiergeld entsprechen die 77,5 Tonnen Gold bei einem Goldpreis pro Unze von im Jahresschnitt 311 EUR rund 77,5 Mio. EUR.

<sup>136</sup> Wir danken Transfermarktdaten.de für die Zurverfügungstellung des Datenmaterials.

*We must have had 99 percent of the game. It was the other three percent that cost us the match.*

**Ruud Gullit**

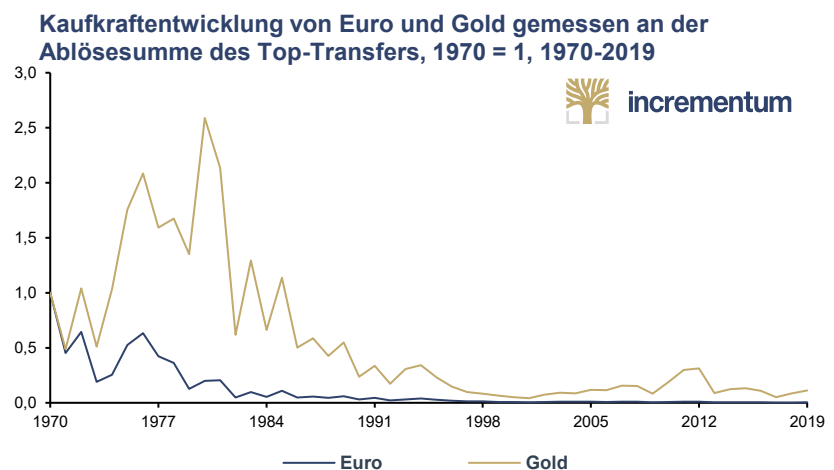
*Ich blickte kurz auf und banante den Ball zur Mitte.*

**Walter Schachner**

Der starke Anstieg der Transferumsätze in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre dürfte auch auf das Bosman-Urteil aus dem Jahr 1995 zurückzuführen sein, denn das Bosman-Urteil veränderte die Fußballwelt grundlegend. Da eine Begrenzung der Anzahl ausländischer Spieler und Ablösesummen am Ende der Vertragszeit für ungültig erklärt wurden, wandelte sich der Spielermarkt vollständig. Die bislang am Ende der Laufzeit fälligen Ablösen flossen in die Ablösesummen für Spieler mit laufenden Verträgen sowie in die Spielergehälter. Überschießend war diese Ausgabensteigerung dennoch, in Gold wie in (den Vorläuferwährungen des) Euro, wie die deutliche Korrektur nach dem Platzen der Dotcom-Blase zeigt. Die Situation ändert sich 2006 erneut vollständig. **Seither haben sich die Preise in Euro völlig von den Preisen in Gold entkoppelt.**

**Die Entwicklung der Top-Transfers ist naturgemäß erratischer.**

Ausnahmefußballer wie Roberto Baggios Transfer 1990 zu Juventus Turin, Christiano Ronaldos Transfer 2009 zu Real Madrid und der alle nominellen Grenzen sprengende Transfer von Neymar 2017 zu Paris Saint-Germain. Mit Walter „Schoko“ Schachner (1983) findet sich sogar ein Österreicher in dieser illustren Liste.

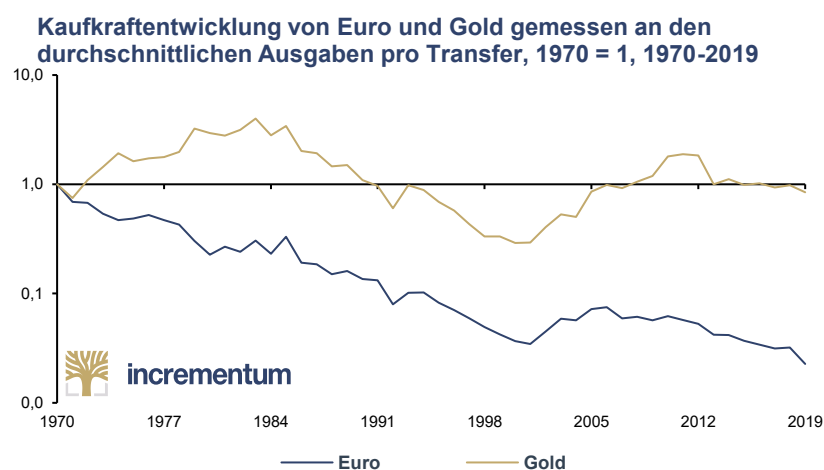


**Dennoch zeigt sich eine hohe Korrelation mit den Entwicklungen an den Kapitalmärkten.** Das Platzen der Dotcom-Blase im März 2000 und die Große Finanzkrise mit der anschließenden scharfen Rezession 2008/2009 sind klar und deutlich zu erkennen. Der Transfer von Neymar im Jahr 2017 vom FC Barcelona zu Paris SG war mit 222 Mill. EUR ein Ausreißer nach oben, ebenso wie Roberto Baggios Transfer 1990 für umgerechnet damals unvorstellbare 12,9 Mill. EUR von AC Fiorentina zu Juventus Turin. Für Gold erhält man insbesondere seit 2005 Jahr für Jahr deutlich mehr eines Spitzenfußballers als für den drastisch an Wert verlierenden Euro.

*In his life, a man can change wives, political parties or religions but he cannot change his favorite soccer team.*

**Eduardo Hughes Galeano**

**Abschließend wollen wir noch die Kaufkraftentwicklung des Euro und von Gold gemessen an den durchschnittlichen Ausgaben pro Transfer betrachten.** Trotz einiger Auf und Abs hat sich die Kaufkraft von Gold in den vergangenen 50 Jahren sehr gut gehalten. Dass man heute im Schnitt rund 18% mehr an Gold für einen Fußballer am Transfermarkt hinlegen muss, spiegelt zum Großteil die gewachsene reale Bedeutung des Fußballs wider, die sich auch in der besseren Vermarktung der TV-Rechte, dem Merchandising und der Expansion der Fußballvereine nach Asien und in die USA zeigt. Ein weiterer kaufkraftmindernder Einflussfaktor ist der Anstieg der Goldmenge in diesem Zeitraum. Für einen Papiereuro erhält man jedoch nur mehr 1/44 eines Fußballers am Transfermarkt.



**Für die Manager der Fußballvereine ergibt sich daher folgende wichtige Erkenntnis:** Wer in den vergangenen Jahren in Gold investiert war, der würde die Champions League Jahr für Jahr mit links gewinnen. Dominiert haben hingegen jene, die von der inflationären Geldpolitik der Zentralbanken deutlich profitierten. So wurden Transferrechte von Cristiano Ronaldo als Pfand für ein EZB-Darlehen angeboten.<sup>137</sup>

*Everything I know about morality and the obligations of men, I owe it to football.*

**Albert Camus**

**Doch das Coronavirus könnte auch im Fußball die Karten neu mischen.** Eines ist jedenfalls gewiss. Die zum Teil absurd hohen Ablösesummen sind vorerst einmal Geschichte. Um wie viel die Transfererlöse einbrechen, das hängt maßgeblich von der Dauer der Einschränkungen ab. Eine erste grobe Einschätzung hat das „CIES Football Observatory“ vorgenommen. Diese ergab, dass bereits im Falle eines Spielstopps bis Ende Juni die Transfersummen um 28% einbrechen könnten.<sup>138</sup>

**„Geld schießt Tore.“ – so heißt es gemeinhin. Nach unserem kurzen Streifzug durch die Stadien verlangt diese zutreffende Aussage eine wichtige Erweiterung: „Aber Gold schießt noch mehr Tore!“**

<sup>137</sup> Vgl. „Ronaldo unterm Rettungsschirm“, Süddeutsche Zeitung, 26. Juli 2011

<sup>138</sup> Vgl. Football Observatory: „Pandemic: 28% loss on players' transfer value“, Weekly Post Nr. 289, 30. März 2020

**AUCH WENN  
WIR NEUE  
WELTEN  
ENTDECKEN.**

**DIE ZUKUNFT  
IST GOLD.**



**VIEL GOLD. VIEL ZUKUNFT.**  
philororo.at • philororo.de  
philororo.ch • philororo.li • philororo.com

 **philororo**  
EDELMETALLE

## Status Quo der Goldnachfrage

*„Central banks may base their investment strategy on numerous factors, but the primary reasons for recent gold buying are: heightened economic and political risks, low and negative interest rates, and allocation rebalancing.”*

World Gold Council

Nun werden wir uns den wichtigsten Entwicklungen auf der Nachfrageseite widmen. Der Fokus wird dabei auf der Goldnachfrage der Zentralbanken und der Investorennachfrage liegen.<sup>139</sup>

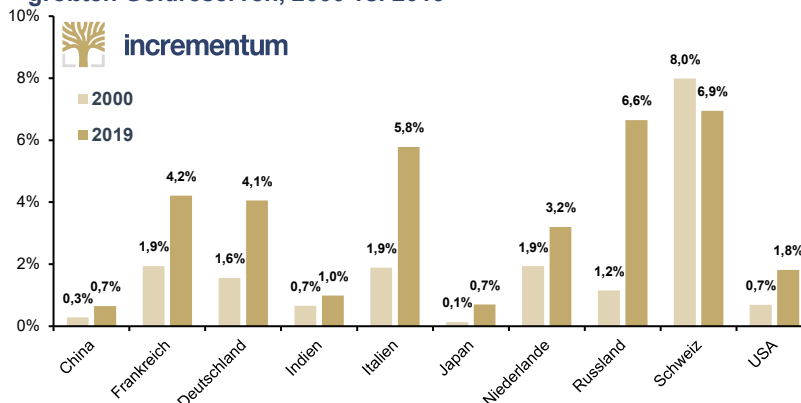
*76% of central banks view gold's role as a safe haven asset as highly relevant, while 59% cited its effectiveness as a portfolio diversifier.*

World Gold Council

### Goldnachfrage der Zentralbanken

**Im Gesamtjahr 2019 beliefen sich die Käufe der Zentralbanken laut World Gold Council auf 650 Tonnen. Damit haben die Zentralbanken eine Goldene Dekade hinter sich.** Von 1989 bis 2008 waren die Notenbanken Nettoverkäufer von Gold und stellten mit durchschnittlich 400 Tonnen pro Jahr einen wichtigen Teil des weltweiten Goldangebots dar.

### Wert der Goldreserven in % des BIP in den 10 Ländern mit den größten Goldreserven, 2000 vs. 2019



Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG

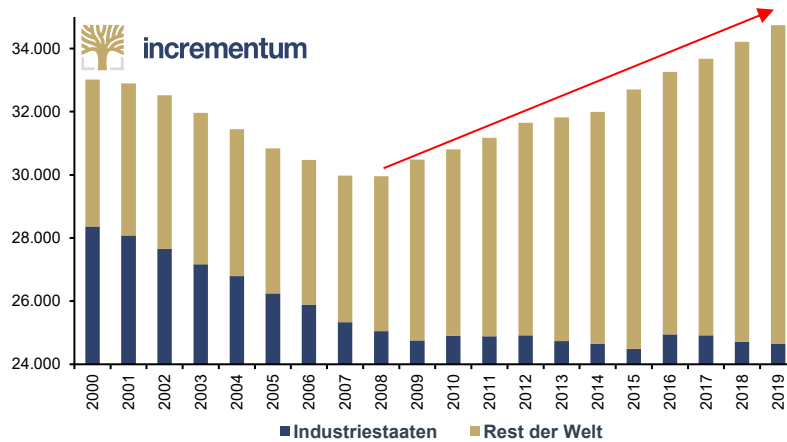
*Gold remains one of the safest instruments in the world, and, even under normal market conditions, provides a stability and confidence-building function.*

Ungarische Notenbank

**Die Große Finanzkrise 2008/2009 war für die Zentralbanken der Wendepunkt in ihrem Zugang zu Gold, mittlerweile sind sie auf der Nachfrageseite zu einem stabilen Faktor avanciert.** In dieser Zeit waren die zunehmende wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheit die beiden treibenden Kräfte gewesen, die Zentralbanken insbesondere aus den Schwellenländern dazu bewogen haben, ihre Bestände zu erhöhen. Mittlerweile liegen die gemeldeten offiziellen Goldreserven nur noch 10% unter dem Allzeithoch von 38.491 Tonnen aus dem Jahre 1966.

<sup>139</sup> Während sich die Goldnachfrage in den 1970er- und 1980er-Jahren hauptsächlich auf die Industrienationen beschränkte, stammen heute knapp zwei Drittel der Nachfrage aus den Schwellenländern. Aufgrund ihrer zentralen Bedeutung widmen wir uns der asiatischen Goldnachfrage dieses Jahr in einem eigenen Kapitel.

### Globale Zentralbank-Goldreserven, Q4/2000-Q4/2019

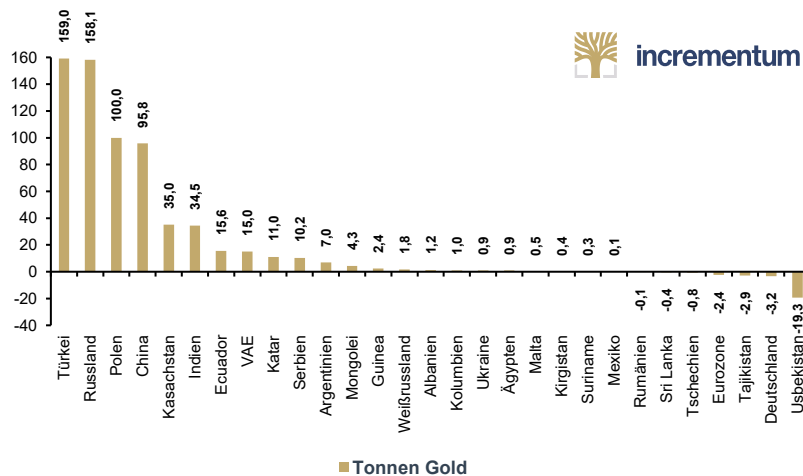


Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

### Die wichtigsten Entwicklungen im Jahr 2019 waren:

- Größter Käufer war die Türkei mit 159 Tonnen, gefolgt von Russland (158 Tonnen), Polen (100 Tonnen) und China (95,8 Tonnen).
- 15 Notenbanken tätigten Zukäufe von einer Tonne oder mehr. Die Marktbreite ist weiterhin vorhanden.
- Im Vergleich zu 2009 stehen die offiziellen Goldreserven nun bei 34.700 Tonnen und somit um 5.000 Tonnen höher als noch Ende 2009.
- Die Goldnachfrage insbesondere der Zentralbanken der Schwellen- und Entwicklungsländer dürfte weiterhin hoch bleiben. 11% der insgesamt 155 EMDE<sup>140</sup>-Zentralbanken gaben in einer Umfrage des World Gold Council im Juli 2019 an, ihre Goldreserven erhöhen zu wollen.<sup>141</sup> Als wesentlichen Grund für diese Entscheidung haben die Zentralbanken die zu erwartenden mittelfristigen Veränderungen im internationalen Währungssystem angegeben, deretwegen Gold größere Bedeutung zukommen dürfte.

### Goldzukäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 2019



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

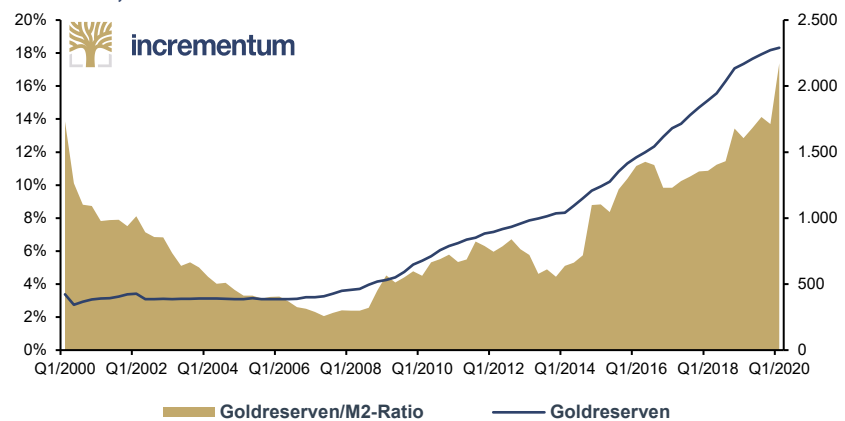
<sup>140</sup> EMDE: Emerging Markets und Developing Economies

<sup>141</sup> Vgl. „2019 Central Bank Gold Reserve Survey“, World Gold Council, 18. Juli 2019



**Russland hat in den letzten Jahren knapp 40 Mrd. USD ausgegeben, um die Goldreserven zu erhöhen.** Per 1. April (ein Putin'scher Aprilscherz?) hat die „Bank of Russia“ den Ankauf von Gold am heimischen Goldmarkt vorübergehend eingestellt. Zukünftige Entscheidungen über Goldkäufe werden „vom Zustand der Finanzmärkte abhängen“, so die Erklärung.<sup>142</sup> Aktuell belaufen sich die russischen Goldbestände auf 2.290 Tonnen und somit knapp 125 Mrd. USD. Gold macht fast 20% der russischen Reserven aus, was im Vergleich zu vielen anderen Zentralbanken überdurchschnittlich ist.<sup>143</sup>

**Russland: Goldreserven/M2-Ratio (lhs), und Goldreserven (rhs), in Tonnen, Q1/2000-Q1/2020**



Quelle: Reuters Eikon, World Gold Council, Incrementum AG

*...when the bills come due,  
politicians may start looking at  
something that rhymes with sold.*  
**Pimm Fox, Bloomberg**

**Das „Central Bank Gold Agreement“ (CBGA), der Pakt, der den Verkauf von Zentralbankgold seit 1999 begrenzte, wurde indessen nicht verlängert. Goldverkäufe von Italien oder Frankreich, die beide mehr als 2.400 Tonnen halten, können daher nicht mehr kategorisch ausgeschlossen werden.** Die Forderungen danach wurden im Zuge der Coronakrise lauter. Falls und wenn die Anleiherenditen in die Höhe schnellen und die Zentralbanken schließlich die Kontrolle über den Anleihemarkt verlieren, ist es natürlich durchaus möglich, dass Italien keine andere Wahl hat, als sein Gold zu verkaufen. Wir können dies keinesfalls ausschließen und naturgemäß würden sich solche Nachrichten zumindest kurzfristig negativ auf den Goldpreis auswirken.<sup>144</sup> Andererseits ist ein solches von „Notverkäufen“ geprägtes Umfeld eines, in dem der Goldpreis profitieren müsste, analog zur griechischen Staatsschuldenkrise, in deren Rahmen der Goldpreis in Euro neue Allzeithochs erreichte und die europäische Goldnachfrage sogar höher als 2008/2009 war.

Polen, ein Nachbar und politisch enger Verbündeter Ungarns, hat zuletzt für Aufsehen gesorgt, als es bekanntgab, 2018 seine Goldreserven um 100 Tonnen auf insgesamt 228,6 Tonnen aufgestockt zu haben. Sämtliche polnischen Goldreserven wurden ursprünglich bei der „Bank of England“ gelagert, mittlerweile wurden 100 Tonnen repatriert.<sup>145</sup> **Interessant erscheint auch die Tatsache, dass**

<sup>142</sup> Bank of Russia: „Bank of Russia suspends gold purchases in domestic market“, 30. März 2020, eigene Übersetzung

<sup>143</sup> Vgl. „Russia, world's biggest buyer of gold, will stop purchases“, Bloomberg, 30. März 2020

<sup>144</sup> Wenngleich solche Transaktionen nicht über den Markt, sondern OTC abgewickelt würden und wir einige größere Käufer, z. B. im Reich der Mitte, nennen könnten.

<sup>145</sup> „Narodowy Bank Polski zwiększył zasoby polskiego złota“, Narodowy Bank Polski, 5. Juli 2019

**Mitarbeiter der polnischen Nationalbank vor der Repatriierung eine offizielle Inspektion der Barren in London vorgenommen hatten.**

Wenngleich die Formulierung in der Pressemitteilung diplomatisch ist, so lässt sich zwischen den Zeilen lesen, dass die Risiken der Goldlagerung im Ausland der polnischen Nationalbank bekannt und bewusst waren.<sup>146</sup>

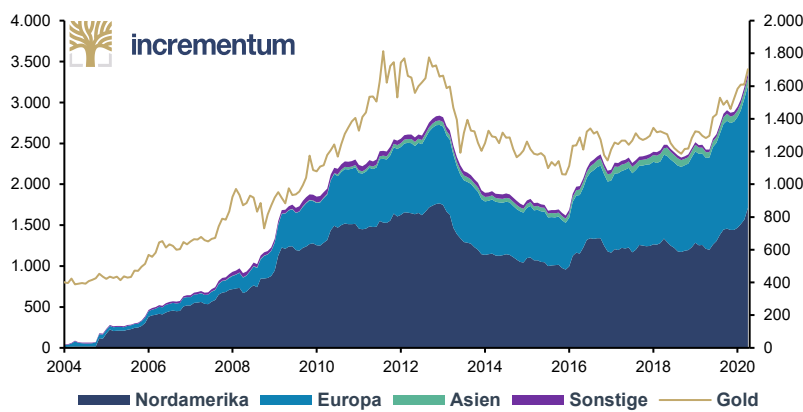
*Gold has zero yield. That means it has a higher yield than bonds from Germany, Japan, Switzerland, Sweden...*

**Jim Rickards**

**Goldnachfrage der Investoren**

Seitens der Investoren begann die Hausse im Juni 2019 und damit ein Monat bevor die Federal Reserve am 31. Juli den Zinssenkungszyklus einleitete.<sup>147</sup> Insbesondere die ETF-Nachfrage erwies sich als robust. Für uns ist diese Kennziffer repräsentativ für westliche Finanzinvestoren, die ETFs als primäres Instrument zur Steuerung ihres Gold-Exposures wählen. **Dies zeigt sich auch daran, dass die Inflows in Gold-ETFs einem extrem prozyklischen Muster folgen, d. h. steigende Preise führen zu steigenden Allokationen und vice versa.**

**Kumulierte ETF-Bestände nach Region (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2004-04/2020**



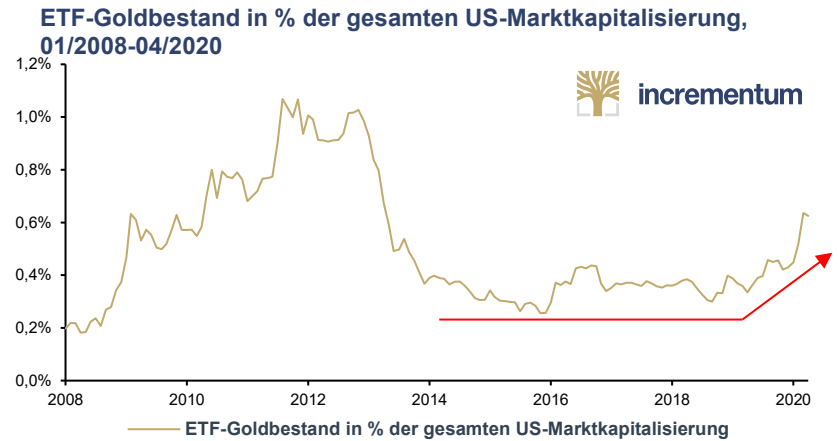
Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Per Jahresende 2019 schlossen die ETFs mit einem Stand von 2.885,5 Tonnen, die Zuflüsse beliefen sich 2019 auf 401 Tonnen und erreichten ein Höchststand von 141 Mrd. USD. Die geographische Verteilung hat sich in den vergangenen Jahren deutlich verschoben. **Vor wenigen Jahren kamen 2/3 der ETF-Bestände noch aus den USA, heute stammt die Hälfte aus Europa.**

**Auch 2020 setzen sich die Zuflüsse in die Gold-ETFs bislang ungebrochen fort.** Q1/2020 verzeichnete einen neuen Rekordzuwachs von 298 Tonnen und damit den höchsten Zuwachs seit 2016. Allein im März 2020 lagen die Zuflüsse bei 151 Tonnen, erneut kam ein Großteil aus Europa und Asien. Im April wurden weitere 170 Tonnen seitens der ETFs gekauft, der Gesamtbestand beläuft sich damit auf aktuell 3.355 Tonnen.

<sup>146</sup> „Narodowy Bank Polski zwiększył zasoby polskiego złota“, Narodowy Bank Polski, 5. Juli 2019  
<sup>147</sup> „Gold Demand Trends Full year and Q4 2019 - Central Banks and other institutions“, World Gold Council, 30. Jänner 2020

Trotz dieser Rekordergebnisse ist das in Gold-ETFs investierte Vermögen im Vergleich zum gesamten US-Aktienmarkt winzig. **Im Moment beläuft sich die Allokation auf 0,6% und ist somit noch deutlich niedriger als in 2011-2012.**



### Goldnachfrage der Anleger

Bereits im *In Gold We Trust*-Report 2019 haben wir die Goldnachfrage der Anleger behandelt und als Beispiel die Situation in der Schweiz beleuchtet. Das wollen wir auch dieses Jahr wieder tun. **Grundlage für unsere Ausführungen ist der vor kurzem erschienene „Edelmetall-Atlas 2020 Schweiz“<sup>148</sup>, den das „Forschungszentrum für Handelsmanagement“ der Universität St. Gallen (IRM-HSG) neuerlich in Zusammenarbeit mit der „philoro Schweiz AG“ durchgeführt hat.**

Im Vergleich zu 2019 hat Gold als bevorzugte Anlageform weiter an Boden gewonnen. Mit 50% der Befragten legen nur knapp weniger ihr Geld am liebsten in Gold an als in Immobilien, mit 50,4%. Mit beträchtlichem Abstand folgen Aktien (27%), Fonds (26%) und das Giro- bzw. Sparkonto (22%). Bei Männern ist Gold mit 55% sogar die beliebteste Anlageform. Auch ist der Anteil derjenigen, die Edelmetalle als sinnvolle Anlagemöglichkeit ansehen, im Jahresvergleich deutlich von 60,5% auf 65,2% gestiegen.

Jeder vierte Befragte hat bereits in Edelmetalle investiert (25,5%) und jeder fünfte sogar in physisches Gold (21,9%). Insgesamt besitzen Schweizer Privatanleger, nach den Ergebnissen dieser Befragung, Gold im Wert von 48 Mrd. CHF. Allein 2019 wurden 1,42 Mrd. CHF in Gold angelegt. Dies entspricht 11,6% der Ersparnisse.

**Interessant sind auch die Ergebnisse zu den Fragen mit Blick auf die Coronaviruspandemie.** Personen, die sich stärker durch das Virus bedroht fühlen, werden in den kommenden 12 Monaten eher Gold kaufen als jene Personen, die sich weniger stark bedroht fühlen. Auch hat die erste Gruppe mit 27,1% deutlich häufiger bereits zumindest ein Mal Gold gekauft als die zweite Gruppe mit lediglich 22,4%. Das Hauptmotiv für einen Goldkauf ist die langfristige

<sup>148</sup> [Edelmetall-Atlas 2020 Schweiz](#)

Anlage (Platz 1), gefolgt von Sicherheitsüberlegungen (Platz 2) und die hohe Stabilität von Gold (Platz 3).

Am liebsten kaufen Konsumenten Edelmetalle trotz deutlicher Marktanteilsverluste weiterhin bei ihrer Hausbank (55,3%). An zweiter Stelle folgen Edelmetallhändler mit stationärem Geschäft mit einem leichten Anstieg auf 19,6%, danach bereits die Online-Edelmetallhändler (10,0%), die dank eines kräftigen Zuwachses im Vergleich zum Vorjahr die anderen Banken (nicht die Hausbank; 8,1%) auf den vierten Platz verdrängen konnten.

Gold ist als Anlageform fest in der (Schweizer) Bevölkerung verankert und angesichts der Umfrageergebnisse ist davon auszugehen, dass die aktuelle tiefgreifende Krise der Bevölkerung die Bedeutung von Gold als Anlageform noch deutlicher vor Augen führen wird.

### Fazit

**Die Investmentnachfrage wird unserer Meinung nach der wesentliche Treiber dieses Bullenmarktes sein.** Bereits 2016 hatten wir drei verschiedene Camps der Wahrnehmung von Gold erstmals vorgestellt und dann im vergangenen Jahr neuerlich aufgenommen. Der Kehrwert der Wahrnehmung des Goldes ist unserer Meinung nach die Einschätzung des ökonomischen Status Quo. Demnach lassen sich diese drei Gruppen auch wie folgt charakterisieren<sup>149</sup>:

1. „Die Gläubigen“: Personen mit hohem Vertrauen in den Status Quo
2. „Die Skeptiker“: Personen mit ersten Zweifeln am Status Quo
3. „Die Kritiker“: Personen, die die Tragfähigkeit des Status Quo in Zweifel ziehen

*Gold is the inverse of paper, unlimited to the upside, limited to the downside. It's not the total stock of gold that matters, but the flow from those that already hold it.*

**FOFOA**

*An ounce of gold is an ounce of gold, whether it consists of guineas, sovereigns or eagles.*

**Hans F. Sennholz**

**Für die Goldpreisentwicklung von Relevanz ist die relative Größe dieser drei Gruppen zueinander.** Der Goldpreis erhält Auftrieb, sobald es zu einer relativen Verschiebung von den Gruppen mit einem vergleichsweise hohen Vertrauen in den Status Quo (1+2) zu den Gruppen mit einem vergleichsweise geringen Vertrauen in den Status Quo (2+3) kommt. Diese Verschiebung zwischen den Gruppen kann plötzlich kommen, wengleich aus Sicht der dritten Gruppe nicht unerwartet. Dies würde die Investmentnachfrage nach Gold, aber auch nach Silber und Minenaktien stark in die Höhe treiben.

Unserer Meinung nach kommt es gerade im Zuge der Coronakrise und der zahlreichen Maßnahmen zur Bekämpfung derselbigen zu einem Umdenken vieler Marktteilnehmer. Ein Umdenken, dass der Nachfrage nach Gold sicherlich nicht schaden sollte, denn die Investmentnachfrage ist das Zünglein an der Waage für die weitere Goldpreisentwicklung.

**Darüber hinaus schaffen ZIRP und NIRP ein gänzlich neues Umfeld für Anlageentscheidungen.** Da nicht damit gerechnet werden kann, dass die Zentralbanken zeitnah ihre Zinssätze wieder anheben, sind Negativzinsen wohl ein andauerndes Phänomen, das sich außerordentlich positiv auf den Goldpreis

<sup>149</sup> Vgl. „Standortbestimmung“, In Gold We Trust-Report 2016; „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2019

auswirken wird.<sup>150</sup> Gerade von Notenbanken und institutionellen Investoren wird eine größere Goldnachfrage ausgehen. Pensionsfonds und Versicherungen, die normalerweise hohe Anleihequoten aufweisen, werden ihre Investitionspolitik grundlegend überdenken müssen. Gold wird hierbei eine wesentliche Rolle spielen.

<sup>150</sup> Vgl. Hochreiter, Gregor, Stöferle, Ronald, and Taghizadegan, Rahim: *Die Nullzinsfalle*, 2019

## 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

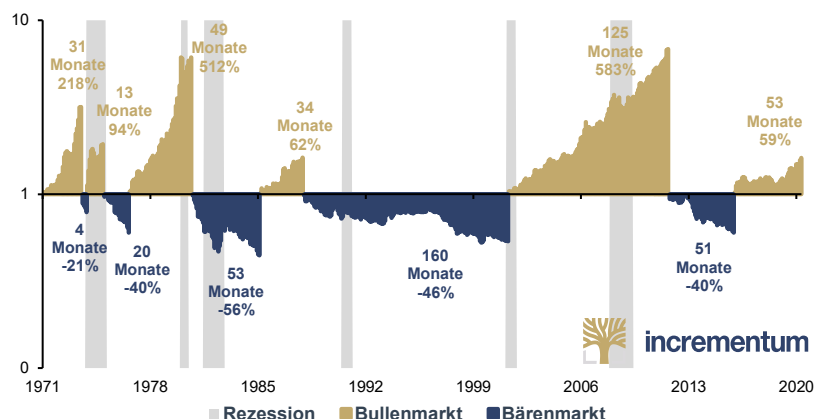
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG, per 22. Mai 2020

*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>151</sup>**

**Wir sind deshalb mehr denn je der festen Überzeugung, dass Gold ein vieldimensionaler Portfoliobaustein mit antifrügilen 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>151</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.*

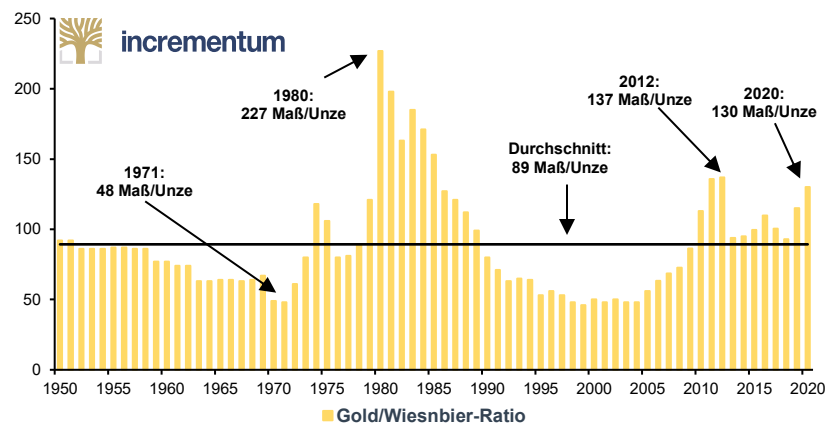
**Henry Lawson**

### ***In Gold We Trust-Extra: Das Gold/Wiesnbier-Ratio***<sup>152</sup>

„**Grau, teurer Freund, ist alle Theorie und grün des Lebens gold'ner Baum.**“<sup>153</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>154</sup> Das soll uns aber nicht daran hindern, eine der liebgewonnenen 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 Wiesnbierteuerungsrate 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>155</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>152</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>153</sup> Johann Wolfgang von Goethe: Faust 1

<sup>154</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>155</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.

# Ximen

MINING CORP.

TSX.V: XIM  
OTCQB: XXMMF  
FRA: 1XMA

100% OWNED



**Aiming to be BC's next  
Gold Producer**

## **ADDITIONAL PRECIOUS METAL ASSETS**

BRITISH COLUMBIA  
CANADA

888

[XimenMiningCorp.com](http://XimenMiningCorp.com)

**ALSO 100% OWNED**

## **BRETT EPITHERMAL GOLD PROJECT**



## **AMELIA GOLD MINE**





# De-Dollarization 2020 – Das Endspiel hat begonnen

*„There are no forevers in the global economy, making this era no more permanent than any other.“*

New York Times, 22. Februar 2019

## Key Takeaways

- Wenn es um Währungen auf der einen Seite geht – dann geht es auf der anderen Seite fast immer um Energie, vor allem um Öl. Immerhin basiert unser aktuelles US-Dollar-System auf dem Handel mit dem „schwarzen Gold“.
- Was wir sehen, ist ein Prozess, ein langsamer Weg in eine multipolare Welt, in der US-Dollar, Euro und Renminbi als Öl- und Reservewährung eine Rolle spielen.
- Der US-Dollar mag auf einer strukturellen Ebene weiterhin die unbestrittene Nummer eins sein. Aber neben den großen Schritten, wie der Einführung des Euro oder eines Yuan-Goldpreises, gibt es eine Menge an kleinen Schritten weg vom US-Dollar.
- Die Debatte rund um Libra und die nervöse Reaktion der Notenbanker und Politiker haben gut gezeigt, wie fragil das System rund um die Leitwährung US-Dollar geworden ist.

*Once you replace negative thoughts with positive ones, you'll start having positive results.*

**Willie Nelson**

*I view gold as the primary global currency. It is the only currency, along with silver, that does not require a counterparty signature.*

**Alan Greenspan**

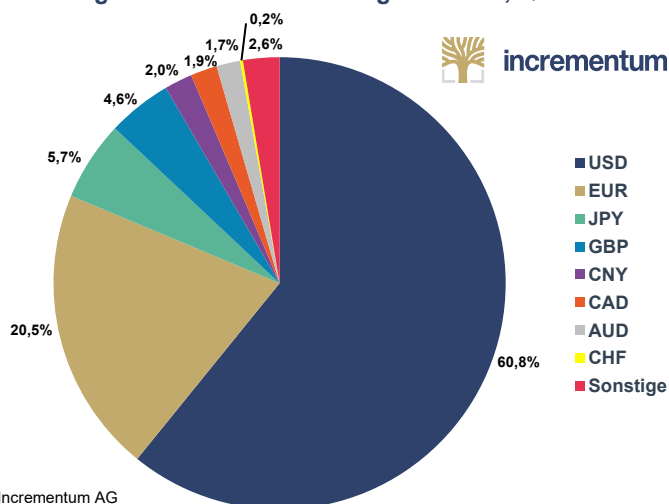
**Man mag es kaum glauben, aber es gab eine Welt vor Corona. In dieser Welt hat Mark Carney, der mittlerweile aus dem Amt geschiedene Gouverneur der Bank of England, gar Unglaubliches von sich gegeben: Der US-Dollar sei zu dominant, sagte er beim traditionellen Treffen der Notenbanker in Jackson Hole, Wyoming im vergangenen August.**

Carney schlug vor, den US-Dollar durch eine „digitale Alternative“ zu ersetzen, eine synthetische Weltwährung. So eine neue Währung würde es Staaten erlauben, ihre US-Dollarreserven zu aktivieren, die sie aktuell als „Versicherung für unsichere Zeiten“ halten, sagte er. **Rund 60% der globalen Währungsreserven werden in US-Dollar gehalten.**

**Dabei sind die Goldreserven freilich nicht eingerechnet. Die schlummern quasi in den Kellern und Bilanzen. Bis sie wieder benötigt werden. In einer heraufziehenden „goldenen Dekade“ vielleicht?** Auf jeden Fall gibt es viele Hinweise darauf, dass Gold in den Überlegungen der Notenbanker sehr wohl eine prominente Rolle spielt. Schon 2010 schlug der damalige Weltbankpräsident Robert Zoellick ein neues System vor – in dessen Mittelpunkt Gold stehen sollte:

*„The system should also consider employing gold as an international reference point of market expectations about inflation, deflation and future currency values. Although textbooks may view gold as the old money, markets are using gold as an alternative monetary asset today.“<sup>156</sup>*

**Zusammensetzung der weltweiten Währungsreserven, Q4/2019**



Aber zurück zu den aktuellen Vorschlägen von Mark Carney. Eine neue, digitale Weltwährung könnte „den dominanten Einfluss des US-Dollars im globalen Handel“ einschränken, so Carney. Er verglich den Prozess des Umstiegs auf eine neue Weltwährung mit dem Ende des Pfunds als Leitwährung, das vor ca. 100 Jahren begann und in Bretton Woods 1944 besiegelt wurde. Schon damals plädierten die Briten für ein „neutrales“ Reserve-Asset. John Maynard Keynes hat es „Bancor“ genannt. Carney argumentiert:

<sup>156</sup> Vgl. „Zoellick seeks gold standard debate“, Financial Times, 7. November 2010



*„The dollar’s influence on global financial conditions could similarly decline if a financial architecture developed around the new [digital currency] and it displaced the dollar’s dominance in credit markets. By reducing the influence of the US on the global financial cycle, this would help reduce the volatility of capital flows to emerging market economies.“<sup>157</sup>*

*China has supreme military, financial, and economic power in expanding concentric circles. Russia is carving out its own sphere of economic and military influence. Europeans now use the euro. As American power continues to ebb, the dollar will become increasingly unable to rely on geopolitical support*

**Dan Oliver**

Jetzt, da wir mitten in einer gewaltigen Krise stecken, sind Carneys Worte neu zu bewerten. Er will nicht, dass der US-Dollar durch eine andere nationale Währung ersetzt wird. Das sind klarerweise schlechte Nachrichten für Chinas Renminbi. Der Euro ist anders aufgestellt, gilt er doch in 19 Ländern als Landeswährung. Aber es geht noch internationaler. Sprach Carney von Bitcoin? Von Libra? Von einer digitalen Version der so genannten Sonderziehungsrechte (SDR) des Internationalen Währungsfonds? Sprach er von Gold, das die Rolle des staatenlosen Reserveassets schon vor Bretton Woods gespielt hat? Oder ging es ihm ums Prinzip – so wie vielen Notenbankern vor ihm. Darum, dass die Tage des US-Dollar gezählt sind – und dass es Alternativen braucht. Wollte Carney bloß eine Debatte anstoßen oder läuft die in Notenbankkreisen seit Jahrzehnten? Wollte er der Welt signalisieren, dass etwas geschehen wird, etwas geschehen muss? Seine Worte waren jedenfalls unmissverständlich:

*„Even a passing acquaintance with monetary history suggests that this center won’t hold. Let’s end the malign neglect of the international monetary and financial system and build a system worthy of the diverse, multipolar global economy that is emerging.“<sup>158</sup>*

*The Trump administration is increasingly using the dollar – and access to dollar clearing and funding – as a geopolitical weapon, risking retaliation and perhaps even jeopardizing the future of the dollar-based global monetary system.*

**William White**

Ein halbes Jahr später stecken wir in einer gewaltigen Krise. Plötzlich geht alles sehr, sehr schnell. Im Kampf gegen das Coronavirus mobilisieren Staaten und Notenbanken alles, was sie aufbieten können. Das könnte auch die Bewegung hin zu einer „multipolaren globalen Wirtschaft“ beschleunigen, die Carney beschrieben hat. Denn – und das wissen wir seit Jahrzehnten: Irgendwann wird es auch im Interesse der USA sein, die internationale Rolle des US-Dollar auf dem Altar nationaler Interessen zu opfern. Dieser Tag scheint jetzt gekommen. **Das monetäre Endspiel hat begonnen.**

Für uns ist das nicht wirklich überraschend. Wir beobachten den längst laufenden, schleichenden Prozess der „De-Dollarization“ seit vielen Jahren.<sup>159</sup> Aber auch wir sind erstaunt über die Geschwindigkeit der Veränderung seit dem Ausbruch der Coronaviruspandemie. Die Dinge überschlagen sich und selbst Profis fällt es schwer, den Überblick zu behalten.

*Part of the Game is the End.  
 Iron Man, The Avengers*

Und auch heuer gilt, was wir in den vergangenen Jahren immer geschrieben haben: **Was wir sehen, ist ein Prozess. Wir erwarten nicht, dass die Macht des US-Dollar auf einen Schlag gebrochen wird, sondern einen langsamen Weg in eine multipolare Welt, in der US-Dollar, Euro und Renminbi als Öl- und Reservewährung eine Rolle spielen.** Bei der

<sup>157</sup> Vgl. „Mark Carney: dollar is too dominant and could be replaced by digital currency“, The Guardian, 23. August 2019

<sup>158</sup> Vgl. „Carney Urges Libra-Like Reserve Currency to End Dollar Dominance“, Bloomberg, 23. August 2019

<sup>159</sup> „De-Dollarization: Goodbye Dollar, hello Gold?“, In *Gold We Trust-Report 2017*; „De-Dollarization – Vom US-Dollar via Yuan und Euro zu Gold?“, In *Gold We Trust-Report 2018*; „De-Dollarization: Europa wird aktiv“, In *Gold We Trust-Report 2019*

Beobachtung der Entwicklung sind neben dem Energiehandel auch die Schulden zu beachten. Da ein Großteil der Auslandsschulden – insbesondere von Emerging Markets – in US-Dollar denominated sind, ist ein Ausstieg aus US-Dollar-Reserven in der Praxis oft nicht so trivial. Im Fall einer Krise kommt es daher leicht zu einer US-Dollar-Knappheit, wie wir Ende März/Anfang April zum wiederholten Male beobachten konnten. Ein wichtiger Schritt zu einer signifikanten De-Dollarization wäre, wenn internationale Kredite weniger stark in US-Dollar denominated würden, was aber derzeit schwer vorstellbar scheint.

## Russland und China nutzen die Gunst der Stunde

*The US are living like parasites off the global economy and their monopoly of the dollar...if over there (in America) there is a systemic malfunction, this will affect everyone.*

**Wladimir Putin**



Bildnachweis: [news.com.au](https://www.news.com.au)

**In den USA herrscht daher weiterhin der unerschütterliche Glaube an die Alternativlosigkeit des US-Dollar als Leitwährung Nr. 1 in der Welt.**

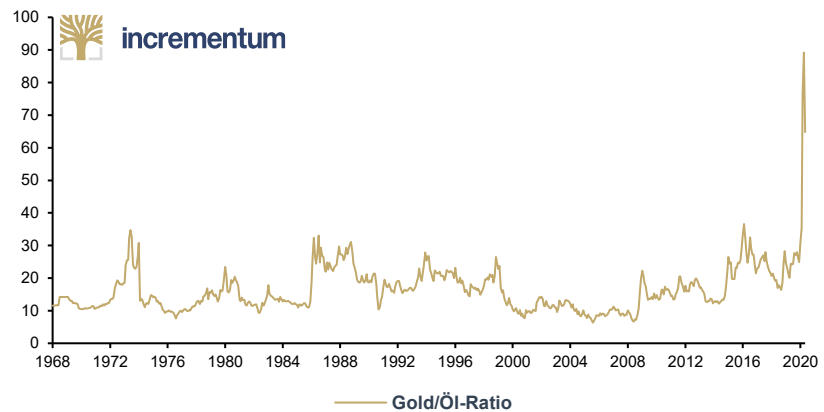
Nur wenige zweifeln an dieser Perspektive und den wenigen, die es tun, bieten die Medien keine Bühne. Als der US-amerikanische Börsensender CNBC am Freitag, den 6. März 2020, in den Tag startete, war die Stimmung deshalb gut. Zwar seien Saudi-Arabien und Russland bei den Gesprächen über eine Drosselung der Ölförderung im Rahmen der so genannten OPEC+ in Wien bisher nicht einig geworden. Aber CNBC habe am Nachmittag ja ein Interview mit dem russischen Ölminister Alexander Novak geführt, erzählte der Sprecher: „*Und warum sollte er ein Interview geben, wenn eine Einigung nicht schon im Raum steht?*“<sup>160</sup> Aus US-amerikanischer Sicht waren Förderungskürzungen eine abgemachte Sache. Die Weltwirtschaft wurde vom Coronavirus hart getroffen. **Warum sollten die wichtigsten Produzenten einen niedrigeren Ölpreis wollen?**

**Der Rest ist Geschichte. Russland ließ die (offiziell überrumpelten) Saudis am Verhandlungstisch sitzen.** Vielleicht war die Überraschung der Saudis auch nur Show, immerhin scheinen sich der arabische Kronprinz und der russische Präsident bestens zu verstehen. Wie dem auch sei: Statt einer Drosselung der Produktion wurde ein freier Ölmarkt ausgerufen. Für den teuer fördernden US-Schieferölsektor ist der Preisverfall eine Katastrophe, für China, den wichtigsten Kunden von Saudis und Russen hingegen ein Segen. Die Chinesen begannen sofort damit, ihre strategischen Ölreserven zu günstigen Preisen aufzustocken.<sup>161</sup> Billiges Öl hilft auch beim Wiederaufbau nach der Corona-Epidemie. Gleichzeitig treibt es den Wert von Gold relativ zu Öl in lichte Höhen.

<sup>160</sup> „CNBC Squak Box“, CNBC, 6. März 2020, eigene Übersetzung

<sup>161</sup> „China to Start Buying Oil for State Reserves After Crash“, Bloomberg, 2. April 2020

### Gold/Öl-Ratio, 01/1968-05/2020



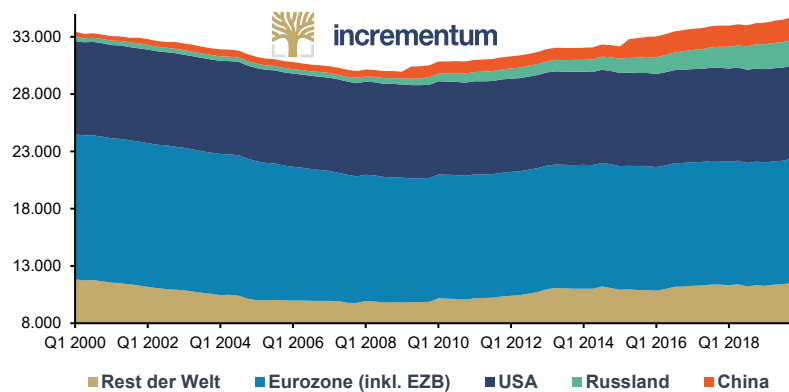
Quelle: Reuters Eikon, Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

*The castle gates will always open for gold-laden donkeys.*

#### Russisches Sprichwort

**Sowohl China als auch Russland haben seit der Finanzkrise 2008 ihre Goldreserven deutlich aufgestockt.** Vor allem im Falle von Russland ging das zu Lasten der US-Dollar-Reserven. Die Aktion vom 6. März 2020 war ein weiterer Angriff auf das Fundament des aktuellen, vom US-Dollar dominierten Geldsystems. Der Petrodollar wurde weiter geschwächt. Das ist ein monetäres Großprojekt, an dem China, Russland und Europa seit Jahrzehnten arbeiten. Und jetzt wurde Saudi-Arabien von dieser Gruppe dazu gezwungen, Farbe zu bekennen.

### Goldreserven, in Tonnen, Q1/2000-Q4/2019



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Was folgte, waren Chaostage. Am 8. März 2020 erlebten die Börsen ein Erdbeben. Die Ölpreise rasselten so schnell in den Keller wie seit 1991 nicht.**<sup>162</sup> Auch die Aktienmärkte stürzten ab. Und weil das alles vor dem Hintergrund der Bedrohung durch das Coronavirus geschah, wunderten sich viele gar nicht, was da geschah war. Aber die US-Politik wunderte sich doch sehr. Noch Wochen später beschwerten sich US-Senatoren, dass der „Alliierte“ Saudi-Arabien einen „ökonomischen Krieg“ gegen die US-Ölindustrie führen würde.<sup>163</sup>

**Und sie haben recht. Der US-Schieferölsektor kann Ölpreise unter 40 USD nicht lange überleben.** Saudi-Arabien und Russland versuchen die

<sup>162</sup> „Oil plunges 24% for worst day since 1991, hits multi-year low after OPEC deal failure sparks price war“, CNBC, 8. März 2020

<sup>163</sup> „Is the U.S. Also to Blame in the Oil Price War?“, Foreign Policy, 27. März 2020

USA aus dem Markt zu drängen, und streben danach, die Marktanteile selbst zu übernehmen. Aber das ist nicht die ganze Geschichte. Das ist maximal die Spitze des Eisbergs. Die USA reagierten wütend. Mitte April drängten sie Russland und Saudi-Arabien dazu, erst recht neue Kürzungen zu akzeptieren. Dass die Saudis nicht völlig überrumpelt sein dürften, sondern durchaus strategisch handeln, zeigt eine Reaktion der Republikaner am 8. April 2020:

*„Failure to address this energy crisis will jeopardize the joint efforts between our nations to collaborate economically and militarily. If the Kingdom fails to act fairly to reverse this manufactured energy crisis, we would encourage any reciprocal responses that the U.S. government deems appropriate.“<sup>164</sup>*

**Mitte April gab es dann eine kleine Entwarnung: Man einigte sich auf eine „historische“ Drosselung der Fördermengen. Aber das alleine dreht die Zeit nicht zurück.** Eine Reduktion der Produktion um 10 Prozent ist zwar ein großer Schritt, aber die strukturellen Verschiebungen bleiben, die Nachfrage ist noch stärker eingebrochen.<sup>165</sup>

**Die entscheidende Frage in diesem Jahr wird lauten: Wie entwickelt sich das Verhältnis zwischen Riad und Washington?**

*Arrogance diminishes wisdom.*  
**Arabisches Sprichwort**

Wir bewegen uns seit Jahrzehnten langsam auf einen Bruch dieser Achse zu – und es scheint so, als könnte er 2020 wirklich kommen, selbst wenn es mittelfristig zu neuen Cuts der Ölproduktion kommen sollte. Das Verhalten der Saudis ist der Schlüssel. Denn: **Was gerade geschieht, ist keine spontane Reaktion auf die Coronaviruspandemie, sondern eine von langer Hand geplante Strategie.** Beteiligt sind nicht nur die Saudis, sondern auch China, Europa und Russland. Um das zu erkennen, muss man sich nur die russische Goldpolitik ansehen. Unser Freund Luke Gromen, Autor des Newsletters „Forest For The Trees“, mit dem wir auch ein höchstinteressantes Interview geführt haben, sieht Folgendes als den Kern dieser Strategie:

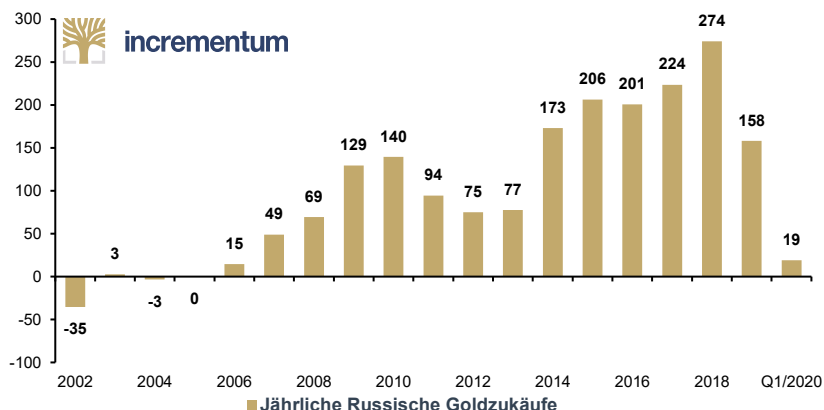
*„What Russia has been doing since 2008 (with China’s support) by buying gold reserves is basically ‘calling bullsh\*t’ on the western paper gold market, and in so doing, re-establishing gold as the global oil market’s ‘reference point’, as was the case for 121 years from 1850 till 1971.“<sup>166</sup>*

<sup>164</sup> „House Republicans threaten pushback on Saudi Arabia amid oil market slump“, The Hill, 8. April 2020

<sup>165</sup> „The Big Deal to Cut Oil Production May Not Be Big Enough“, The New York Times, 13. April 2020

<sup>166</sup> Vgl. „FFIT Newsletter“, 12. März 2020, eigene Übersetzung

### Jährliche Russische Goldzukäufe, in Tonnen, 2002-Q1/2020



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

**Alleine in den vergangenen fünf Jahren hat Moskau rund 40 Mrd. USD in Gold investiert.** Mehr als 20% der Währungsreserven werden in Form des Metalls gehalten. Interessanterweise hat Russland nur zwei Wochen nach dem Ölpreiscrash angekündigt, die Goldreserven nicht weiter aufzustocken. Man habe genug, hieß es. Russische Händler sollten besser den privaten Markt bedienen, wo die Nachfrage nach physischem Metall seit der Krise explodiert ist.<sup>167</sup> Viele Mainstream-Medien haben Russlands Schritt als negativ für Gold beschrieben.<sup>168</sup>

*Gold, in the end, is not just competition for the dollar; it is competition for bank deposits, stocks and bonds most particularly during times of economic stress – and that is the source of enduring interest among policy-makers.*

**Paul Volcker**

**Tatsächlich waren die Zukäufe durch Notenbanken seit 2010 ein oft genanntes Argument für einen steigenden Goldpreis.** Aber Russlands Entscheidung signalisiert auch, dass man inzwischen genug Gold angehäuft hat, um auf gewisse „Umstellungen“ im internationalen Währungssystem vorbereitet zu sein. Das alleine ist kein Argument *gegen* Gold. Immerhin haben die Euro-Notenbanken seit 20 Jahren kein Gold mehr gekauft – und der Preis ist in dieser Zeit stark gestiegen. Geht Russland einfach davon aus, dass der Preis weiter steigt? Zumindest relativ zu Öl? Und dass man deswegen nicht mehr Gold kaufen muss?

**Man muss verstehen: Gold kann im internationalen Finanzsystem nur eine Rolle spielen, wenn alle entscheidenden Player auch damit ausgestattet sind.** Bevor ein neues Spiel beginnen kann, müssen die Jetons verteilt werden. Und die Phase nach der Euro-Einführung, in der vor allem asiatische Notenbanken zugekauft haben, kann als eine solche Verteilung der Jetons interpretiert werden.

*Nations have no permanent friends or allies, they only have permanent interests.*

**Lord Palmerston**

**Auch das berühmte „Central Bank Gold Agreement“<sup>169</sup> ist im Sommer 2019 ausgelaufen und wurde zum ersten Mal seit 20 Jahren nicht erneuert.** Eingeführt wurde es, um die europäischen Goldverkäufe nach der Einführung des Euro zu drosseln. Diese Vereinbarung hat quasi die Basis für den Goldpreisanstieg seit Ende der 1990er-Jahre gelegt. Dass es jetzt ausgelaufen ist,

<sup>167</sup> „Russia, World's Biggest Buyer of Gold, Will Stop Purchases“, Bloomberg, 30. März 2020

<sup>168</sup> „Don't Expect a Crisis to Be Good for Gold“, Yahoo Finance, 1. April 2020

<sup>169</sup> Vgl. Wikipedia-Eintrag: „Central Bank Gold Agreement“

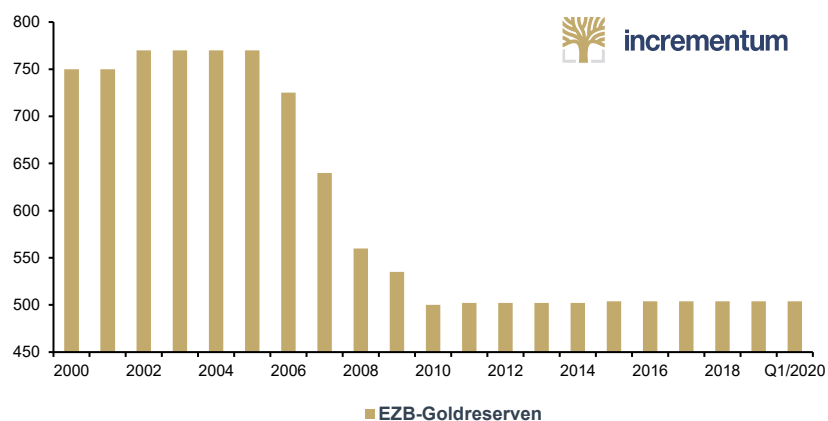
heißt nicht, dass die Eurostaaten wieder Gold verkaufen werden. Die EZB sagt sogar ganz klar, dass sie das nicht tun wird:

*„Since 1999 the global gold market has developed considerably in terms of maturity, liquidity and investor base. The gold price has increased around five-fold over the same period. The signatories have not sold significant amounts of gold for nearly a decade, and central banks and other official institutions in general have become net buyers of gold.*

*The signatories confirm that gold remains an important element of global monetary reserves, as it continues to provide asset diversification benefits and none of them currently has plans to sell significant amounts of gold.“<sup>170</sup>*

**Allerdings: Ohne Agreement können sie jetzt wieder zukaufen, sollten sie das wollen.**

**EZB-Goldreserven, in Tonnen, 2000-Q1/2020**



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Luke Gromen, Autor des Newsletters „Forrest For The Trees“ gehört zu den wenigen Analysten, dessen Linse auf diese Entwicklungen gerichtet ist. So wie wir beschreibt er seit Jahren die Entwicklungen am globalen Gold- und Ölmarkt als eine Story der graduellen „De-Dollarization“ der Welt. Mit der Aktion vom März 2020 haben Russland und China die USA vor eine schwierige Wahl gestellt:

- 1) den US-Schiefer- und Energiesektor bankrott gehen lassen;
- 2) den US-Dollar gegenüber Gold deutlich abwerten, damit das US-Öl mit Russland und Saudi-Arabien konkurrieren kann;
- 3) einen wirtschaftlichen (oder tatsächlichen) Krieg mit Russland und China führen, um sie zu stoppen.<sup>171</sup>

<sup>170</sup> Vgl. „As market matures central banks conclude that a formal gold agreement is no longer necessary“, EZB, 26. Juli 2019

<sup>171</sup> „FFTT Newsletter“, 12. März 2020



*No major institution in the US has so poor a record of performance over so long a period as the Federal Reserve, yet so high a public reputation.*  
**Milton Friedman**

In den Folgewochen hat die Federal Reserve das größte Gelddruckprogramm aller Zeiten gestartet – offiziell, um die Folgen der Corona-Krise zu bekämpfen. Seitdem wurde das Volumen laufend erhöht – und auch der Staat gibt sein Bestes, um Billionen in den Markt zu pumpen. **Es sieht so aus, als hätte man sich in Washington für Variante 2 entschieden: Die Abwertung des US-Dollar.**<sup>172</sup>

## Wie wir hier gelandet sind

*„Der Dollar ist unsere Währung, aber euer Problem.“*

John Connally, US-Finanzminister, 1971

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

**Der Widerstand gegen das US-Dollar-zentrische Währungssystem, in dem wir heute leben, ist genauso alt wie das System selbst.** Schon 1944, als es im berühmten Deal von Bretton Woods eingeführt wurde, gab es einige Nationen, die damit unglücklich waren. Allen voran die entthronten Briten, deren Verhandlungsführer John Maynard Keynes eine supranationale Verrechnungseinheit namens Bancor vorgeschlagen hatte. Die Briten wussten um die Vorteile, Herr über die Weltleitwährung zu sein. Aber sie kannten auch die Nachteile. Den Amerikanern war das egal. Sie sahen die Vorteile und konnten aufgrund ihrer gestärkten geopolitischen Position gegen Ende des zweiten Weltkrieges den Gold-Devisen-Standard von Bretton Woods durchsetzen. Künftig sollte nur noch der US-Dollar an Gold gebunden sein – und alle anderen Währungen an den US-Dollar. Die US-Währung war damit „so gut wie Gold“. Aber wie lange? Die Uhr begann sofort zu ticken.

*A great Empire, like a great Cake, is most easily diminished at the Edges.*  
**Benjamin Franklin**

**Um die Welt mit der Weltwährung zu versorgen, mussten die USA ein permanentes Handelsbilanzdefizit erzielen.** Das stimmt bis heute. Aber unter Bretton Woods waren sie verpflichtet, ihre Währung ausländischen Notenbanken und Regierungen zu 35 USD pro Unze in Gold zu konvertieren. Im Jahr 1959 trat der belgisch-amerikanische Ökonom Robert Triffin vor den US-Kongress und warnte, dass bereits mehr US-Dollar im Ausland im Umlauf waren als durch die Goldreserven der USA gedeckt waren. Seine Vorhersage, dass die nationalen Interessen des Landes, das die Reservewährung druckt, irgendwann den Interessen der internationalen Gemeinschaft, die die Reservewährung nutzt, widersprechen, ist bekannt als „Triffin Dilemma“.<sup>173</sup> Und Robert Triffin sollte recht behalten. 1971 hob US-Präsident Richard Nixon die Gold-Konvertibilität des US-Dollar einfach auf – „vorrübergehend“ – wie er damals sagte.

**Die USA hatten keine Lust, sich auch von den letzten verbliebenen 8.133,5 Tonnen Gold zu trennen.** Die Wut über diesen Schritt war vor allem in Europa groß und führte dort zum damals fast aussichtslosen Plan, endlich eine Alternative zum US-Dollar zu schaffen. Europa begab sich auf einen Weg, der 1999

<sup>172</sup> „Fed Unbound: All the U.S. Central Bank’s Corona-Related Moves“, Bloomberg, 25. März 2020

<sup>173</sup> Vgl. „Inflation und die Veranlagung“, In Gold We Trust-Report 2016; insbesondere S. 50; „Die Geschichte wiederholt sich (nicht): Plaza-Abkommen 2.0 ante portas?“, In Gold We Trust-Report 2019

*A currency can rise to global significance very quickly. The US dollar's position may look secure for now, but there is no guarantee the US currency will retain its top slot in the longer term.*

**Will Denyer**

*Nations do not die from invasion; they die from internal rotteness.*

**Abraham Lincoln**

in Form des Euros ein erstes Ziel fand. Und Robert Triffin half kräftig mit. Nachdem er in den USA ignoriert worden war, holte er sich 1977 die belgische Staatsbürgerschaft zurück und half beim Aufbau des Europäischen Währungssystems (EWS) aus dem später das Eurosystem und die Europäische Zentralbank hervor gingen. Eine Währung, die explizit international ist und keinem einzelnen Nationalstaat zugeordnet werden kann.

**Eine Währung, die zwar indirekt durch große Goldreserven von mehr als 11.000 Tonnen gedeckt ist, ohne aber in einem starren Umtauschverhältnis an Gold gebunden zu sein.** Stattdessen werden die Goldreserven vier Mal pro Jahr nach Marktwert bewertet. Das führt zu einem flexiblen System, in dem ein steigender Goldpreis erstmals nicht schlecht für eine Fiat-Währung sein muss. Die Implikationen dieser Umstellung sowie viele Hintergründe der Deals zwischen Saudi-Arabien einerseits und den USA und Europa andererseits, haben wir im vergangenen Jahr in unserem fast 50 Seiten langen Interview mit dem Finanzblogger „FOFOA“ erläutert.<sup>174</sup> **Das Dokument hat nichts an seiner Aktualität verloren. Eher im Gegenteil – es liest sich immer noch wie ein non-fiction Thriller – in dem FOFOA auch ausführlich aus den Schriften seiner Vorgänger zitiert.**

„Another“ und „Friend of Another (FOA)“ waren zwei offensichtliche Insider, die Ende der 1990er-Jahre in einer langen Serie von Postings auf Gold-Foren erstmals über dieses neue Währungssystem geschrieben haben. Den Hauptunterschied zwischen dem US-Dollar und dem damals kurz vor der Lancierung stehenden Euro sieht FOFOA wie folgt:

*„The dollar is ruled by one country and one country only. This implies that only one Economy is taken into consideration when policy is discussed, the USA. The management of interest rates, inflation, dollar value and crisis intervention, are therefore politically motivated to benefit one world group, again, Americans. We have seen the news events of how this tramples upon the needs of other geopolitical groups (countries).*

*On the other hand, the Euro will utilize a totally different structure of consensus management. It will be governed by many nations of obvious conflicting needs. This very weakness, that is so well documented by analysts, is the ‘major’ strength that will contribute to the popularity of the Euro. In time, it will be governed by many cultures, including an ‘open market’ valuation of gold.“<sup>175</sup>*

**Wer sich den traurigen Zustand europäischer Zusammenarbeit aktuell ansieht, muss sagen: Dass der Euro überhaupt (noch) existiert, grenzt an ein Wunder.** Aber wer versteht, dass die europäische Gemeinschaftswährung nicht nur für Europa, sondern auch als US-Dollar-Alternative für die Welt entworfen wurde, versteht wohl auch, warum China dem Euro in seiner größten Krise zur Seite gestanden ist.<sup>176</sup> Und warum Russlands Langzeit-Präsident

<sup>174</sup> Vgl. „20 Years later – a Freegold Project: Interview with „FOFOA“, In Gold We Trust-Report 2019

<sup>175</sup> Vgl. „20 Years later – a Freegold Project: Interview with „FOFOA“, In Gold We Trust-Report 2019

<sup>176</sup> „Eurozone crisis live: China offers support and urges action – as it happened“, The Guardian, 30. August 2012

*Many countries in the world began turning away from using the dollar as a reserve currency. They restrict Iran in its dollar settlements. They impose some restrictions on Russia and other countries. This undermines confidence in the dollar. Isn't it clear? They're destroying the dollar with their own hands.*

**Wladimir Putin**

Wladimir Putin 2010 sogar davon sprach, dass Russland dem „Euro beitreten könnte“.<sup>177</sup>

**Nun ist der Euro natürlich nicht der einzige Weg, über den Russland, China und Europa versuchen, die Dominanz des US-Dollar zu untergraben.** Öl und Gold spielen eine mindestens genauso große Rolle. Auch der Renminbi soll – aus Sicht Chinas – einmal im Konzert der Großen mitspielen. Aber alles sieht danach aus, als hätten die Mächtigen verstanden, dass nach dem US-Dollar eben keine nationale Währung die Rolle der Weltwährung übernehmen soll, sondern mehrere Währungen, zu denen der US-Dollar durchaus gehört. Einen zusätzlichen Schub gibt die Entwicklung von digitalen Währungen und Kryptowährungen, wie auch Carneys Kommentare gezeigt haben.

Der chinesische Notenbankchef Zhou Xiaochuan hielt schon 2009 fest:

*„The desirable goal of reforming the international monetary system, therefore, is to create an international reserve currency that is disconnected from individual nations and is able to remain stable in the long run, thus removing the inherent deficiencies caused by using credit-based national currencies.*

*Though the super-sovereign reserve currency has long since been proposed, yet no substantive progress has been achieved to date. Back in the 1940s, Keynes had already proposed to introduce an international currency unit named ‘Bancor’, based on the value of 30 representative commodities. Unfortunately, the proposal was not accepted. The collapse of the Bretton Woods system, which was based on the White approach, indicates that the Keynesian approach may have been more farsighted. ...*

*A super-sovereign reserve currency not only eliminates the inherent risks of credit-based sovereign currency, but also makes it possible to manage global liquidity. A super-sovereign reserve currency managed by a global institution could be used to both create and control the global liquidity. And when a country's currency is no longer used as the yardstick for global trade and as the benchmark for other currencies, the exchange rate policy of the country would be far more effective in adjusting economic imbalances.“<sup>178</sup>*

Die Erkenntnisse von Robert Triffin – und vor ihm Keynes – haben sich inzwischen also bis Peking herumgesprochen. Die Vorgabe einer „internationalen Reservewährung“, die „von einzelnen Nationen unabhängig ist“, wird aber auch vom Euro erfüllt.

<sup>177</sup> „Putin: Russia will join the euro one day“, The Telegraph, 26. November 2010

<sup>178</sup> Vgl. „Zhou Xiaochuan: Reform the international monetary system“, bis.org, 23. März 2009

## Ist Europas kleiner Aufstand bereits niedergeschlagen?

*Some day, following the example of the United States of America, there will be a United States of Europe.*

**George Washington**

**Dass die europäischen Staaten in jahrzehntelanger Arbeit eine gemeinsame Währung auf die Beine stellen konnten, grenzt an ein Wunder.** Vielleicht tun sich US-Ökonomen deshalb bis heute so schwer damit, den Euro und die damit gewonnene Selbständigkeit der Europäer als Realität zu akzeptieren. Man muss aber auch sagen: Anders als Russland und China, die autoritär und zentral regiert werden, tun sich die EU-Staaten mit ihren einzelstaatlich organisierten Demokratien sehr schwer. Deswegen kommen in Europa die Worte oft vor der Tat. Besonders auffällig war das Ende 2018, als der scheidende EU-Kommissionschef Jean Claude Juncker anlässlich des 20. Geburtstag des Euro eine Rede hielt.

### Einige Highlights daraus:

*„Der Euro muss das Gesicht und das Werkzeug der neuen europäischen Souveränität werden.“*

*„Aber wir müssen mehr tun, damit unsere gemeinsame Währung auf dem internationalen Parkett die Bedeutung erlangen kann, die ihr zusteht.“*

*„Es ergibt keinen Sinn, dass wir in Europa unsere Energieimporte – die sich auf 300 Milliarden Euro pro Jahr belaufen – zu 80 Prozent in US-Dollar bezahlen. Schließlich stammen nur rund zwei Prozent unserer Öleinfuhren aus den USA.“*

*„Genauso wenig Sinn macht es, dass europäische Unternehmen europäische Flugzeuge nicht in Euro, sondern in Dollar erwerben.“<sup>179</sup>*

*Poor old Germany. Too big for Europe, too small for the world.*

**Henry Kissinger**

An dieser Stelle sollten wir uns kurz vor Augen halten, dass die anhaltende Dominanz des US-Dollar nicht nur historisch oder politisch begründet ist, sondern vor allem strukturell. Die USA verfügen über die größten, tiefsten und offensten Finanzmärkte weltweit. Europa hat zwar seit der Euro-Schuldenkrise Fortschritte gemacht, man denke an den Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM, aber ein entscheidendes Problem bleibt. Es gibt für Anleger und ausländische Notenbanken kein Instrument, das mit US-Staatsanleihen auch nur im Entferntesten mithalten könnte.

*„The most trusted euro-denominated investment, German government bonds, are in chronically short supply. With a deep cultural aversion to debt, Germany has been reluctant to finance spending by selling bonds. As a result, investors seeking ultrasafe places to stash savings have very few options in the euro currency. By comparison, American savings bonds are in virtually limitless supply.“<sup>180</sup>*

<sup>179</sup> Vgl. Juncker, Jean-Claude: „Lage der Union 2018 – Die Stunde der europäischen Souveränität“

<sup>180</sup> „The Dollar Is Still King. How (in the World) Did That Happen?“, The New York Times, 22. Februar 2019; eigene Übersetzung

*There is a war raging in Europe. It is a war over who controls the money printing press. It is a war fought in courtrooms and behind closed doors, in the corridors of Brussels, Berlin or Paris.*

**Russell Napier**

**Als Plus für Europa sollte zählen, dass der Euro-Finanzmarkt zumindest offener ist als jener Chinas.** Und die Coronakrise könnte neue Bewegung in die finanzielle Integration Europas bringen. So wurde in der EU über so genannte „Corona-Bonds“ debattiert. Die neue EZB-Chefin Christine Lagarde hatte an die Euro-Länder appelliert, zumindest einen Versuch zu wagen.<sup>181</sup> Aber der Widerstand aus Hartwährungsländern wie Deutschland, den Niederlanden und Österreich war hart – und behielt die Oberhand, zumindest für den Augenblick. Der zahlungskräftige Norden hat immer noch Angst, vom Süden ausgenützt zu werden. **Eine „Transferunion“ will man vermeiden, Eurobonds bleiben daher (vorerst) Zukunftsmusik.**

**Aber auch ohne Eurobonds hat die Coronakrise ordentlich Bewegung in den europäischen Finanzmarkt gebracht.** Und das gilt nicht nur für die Aktienkurse, die abgestürzt sind, wie überall anders auf der Welt. Nein, die Rede ist vom Corona-Rettungsschirm, den die deutsche Regierung über die eigene Wirtschaft aufgespannt hat. Ende März war man bereits bei einem Gesamtvolumen von 1,35 Bill. EUR angekommen – wobei ein großer Teil davon in der Form von Kreditgarantien geleistet wird. Es ist eines der größten Corona-Hilfspakete überhaupt und entspricht etwa 40% der deutschen Wirtschaftsleistung. Da wird Berlin nicht ohne eine ordentliche Ausweitung der Staatsschulden auskommen. Diese könnten um 400 Mrd. EUR und damit um ein Fünftel vom aktuellen Niveau aus ansteigen – das bietet neuen Raum für Investoren und Notenbanken, die Geld in die „besten“ Euro-Staatsanleihen stecken wollen.<sup>182</sup>

**Ein weiterer wichtiger Schritt für Europa ist das Projekt INSTEX – Instrument in Support of Trade Exchanges.** Es ist seit Ende Juni 2019 online und soll die Abwicklung von Geschäften zwischen europäischen Unternehmen und ihren iranischen Partnern übernehmen – und zwar unter völliger Umgehung der US-Dollar-Infrastruktur. Der Grund: Die USA setzen bei der Durchsetzung ihrer Interessen immer stärker auf wirtschaftliche Sanktionen, sie nutzen „den US-Dollar als Waffe“, wie es der ehemalige österreichische Notenbankchef Ewald Nowotny ausdrückte. China und Russland haben ihrerseits bereits ähnliche Alternativen zum Industriestandard Swift entwickelt. Dieses Konsortium ist zwar in Belgien beheimatet, beugt sich aber immer wieder dem Druck von den USA sanktioniert zu werden. Denn, so das European Council on Foreign Relations: *„Die USA haben unilaterale Regeln für sekundäre Sanktionen festgelegt, die ihre globale finanzielle Dominanz missbrauchen.“*<sup>183</sup>

Freilich: Auch INSTEX ist kein Wundermittel. Große Firmen und Banken, die Zugang zum US-Dollarsystem benötigen, müssen auch spezifische Sanktionen fürchten und schrecken daher automatisch vor Handlungen zurück, die Washington bestrafen würde. Aber die Tatsache, dass Frankreich, Deutschland und – trotz Brexit – auch das Vereinigte Königreich bei INSTEX mit an Bord sind, sollte den USA zumindest zu denken geben. Im November 2019 sind zudem Belgien, Dänemark, die Niederlande, Finnland und Schweden beigetreten. Das

<sup>181</sup> „Exclusive: ECB's Lagarde asked euro zone ministers to consider one-off 'coronabonds' issue - officials“, Reuters, 25. März 2020

<sup>182</sup> „Das 9,2-Billionen-Euro-Experiment“, Die Welt, 26. März 2020

<sup>183</sup> Vgl. „EU mechanism for trade with Iran 'now operational'“, DW, 28. Juni 2019, eigene Übersetzung

Hauptquartier von INSTEX ist in Paris, der erste Chef ist der deutsche Bankmanager Per Fischer.<sup>184</sup>

*Potentially, the most dangerous scenario would be a grand coalition of China, Russia and perhaps Iran, an 'anti-hegemonic' coalition united not by ideology but by complementary grievances.*

**Zbigniew Brzezinski**

**Aktuell sieht es aber so aus, als wäre das Projekt ohnehin bereits wieder auf dem Weg ins Nirvana.** Denn nach der gezielten Ermordung des iranischen Generals Qasem Soleimani durch die US-Regierung Anfang Jänner 2020 kam es zwischen dem Iran und dem Westen zu weiteren Eskalationen. Die EU-Partner, die sich bis heute an die Abmachungen aus dem Iran-Nuklear-Deal gebunden fühlen, aktivierten daraufhin einen im Vertrag vorgesehenen Konfliktlösungsmechanismus. Es sieht so aus, als hätte US-Präsident Donald Trump nicht nur einen iranischen General aus dem Verkehr gezogen, sondern auch eine unerprobte, aber vielversprechende Waffe der Europäer im Kampf gegen den US-Dollar unschädlich gemacht. Oder doch nicht? Ausgerechnet mitten in der Coronakrise aktiviert Europa INSTEX.<sup>185</sup> Dass anfänglich vor allem medizinische Produkte über das neue System gehandelt werden sollen, bietet den perfekten Vorwand: Der Iran wurde von Corona härter getroffen als viele andere Länder.

## Der US-Dollar und das Öl: Eine alte Liebe rostet

*Look back over the past, with its changing empires that rose and fell and you can foresee the future, too.*

**Mark Aurel**

**Dass der Iran sowohl für die USA als auch für Europa eine derart hohe strategische Bedeutung hat, sollte niemanden verwundern.** Das war vor Corona nicht anders als nach Corona. Wenn es um Währungen auf der einen Seite geht – dann geht es auf der anderen Seite fast immer um Energie, vor allem um Öl. Immerhin basiert unser aktuelles US-Dollar-System auf dem Handel mit dem „schwarzen Gold“. Kurz gesagt: Weil die USA in den 1970er-Jahren einen Deal mit dem Königreich Saudi-Arabien schließen konnten, dass Öl in Zukunft in US-Dollar gehandelt werden soll.<sup>186</sup>

**Diesen Jahrhundertdeal, der als Basis des sogenannten „Petrodollar“ fungiert, haben wir in unseren vergangenen *In Gold We Trust*-Reporten ausführlich analysiert.<sup>187</sup> Bis heute gibt es keine offizielle Bestätigung dafür, dass Saudi-Arabien inzwischen auch in anderen Währungen wie dem chinesischen Renminbi Öl verkauft. Aber die Richtung scheint klar.<sup>188</sup> Und Öl steht im Mittelpunkt der Überlegungen.**

*With food you control people, with oil you control nations, and with money you control the world!*

**Henry Kissinger**

Für China hat es enorme strategische Vorteile, seine Energieimporte in der eigenen Währung abwickeln zu können. Nicht zuletzt den, dass man auf die Anhäufung von US-Staatsanleihen verzichten kann. Ein entscheidender Schritt für China war die Einführung eines Yuan-Ölfixings in Shanghai, wo inzwischen rund 14% des Ölhandels an großen Börsen stattfindet. Die Coronakrise und der

<sup>184</sup> Vgl. Wikipedia-Eintrag: „Instex“

<sup>185</sup> „EU's INSTEX mechanism facilitates first transaction with pandemic-hit Iran“, Euractiv, 1. April 2020

<sup>186</sup> „The Untold Story Behind Saudi Arabia's 41-Year U.S. Debt Secret“, Bloomberg, 30. Mai 2016

<sup>187</sup> Vgl. „Der leise Abschied vom Petrodollar?“, In *Gold We Trust*-Report 2012; „Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft der Währungsarchitektur: Der Petrodollar und seine Thronfolger?“, In *Gold We Trust*-Report 2016; „De-Dollarization: Goodbye Dollar, hello Gold?“, In *Gold We Trust*-Report 2017; „De-Dollarization – Vom US-Dollar via Yuan und Euro zu Gold?“, In *Gold We Trust*-Report 2018; „De-Dollarization: Europa wird aktiv“, In *Gold We Trust*-Report 2019

<sup>188</sup> „China's Ten-Year Struggle against U.S. Financial Power“, NBR – National Bureau of Asian Research, 6. Jänner 2020



Ölcrash werden allgemein als Chance interpretiert, Chinas ambitionierte Pläne für den Yuan voranzutreiben. So schreibt Bloomberg:

*„The world’s biggest oil importer has found itself contemplating rock-bottom prices and the opportunity for an unprecedented power play. Russia and Saudi Arabia’s struggle for market share — and the resulting tumble to near \$30 a barrel — has left China in a position to dictate conditions. That may include encouraging the world’s top two exporters to price and sell more of their crude in yuan.“<sup>189</sup>*

*When an ascending power is about to replace or oust a ruling power, the alarm bells should ring: danger ahead.*

**Graham Allison**

**Die „nationalen“ Anstrengungen von China, Russland und Europa sind eine Seite der Medaille.** Ihre starke Vernetzung die andere. Der US-Dollar mag auf einer strukturellen Ebene weiterhin die unbestrittene Nummer eins sein. Aber neben den großen Schritten, wie der Einführung des Euro oder eines Yuan-Goldpreises, gibt es eine Vielzahl an kleinen Schritten weg vom US-Dollar. Es gab auch andere, wahrhaft historische Schritte: Etwa die Entscheidung Chinas, die erste Euroanleihe seit 15 Jahren zu begeben. Das war 2019.<sup>190</sup> Was sonst noch geschah?

Wir stellen heuer erstmals den Zeitablauf zusammen, der den enorm langfristigen, opaken und komplexen Prozess der De-Dollarization begreifbar machen soll. Hier eine Übersicht über die wichtigsten Schritte weg vom US-Dollar in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten:

### Gold & Geldsystem

- Februar 1965: Charles de Gaulle: Das nächste Währungssystem wird auf Gold gebaut werden.<sup>191</sup>
- August 1971: Präsident Nixon kündigt die Einlöseverpflichtung von US-Dollar in Gold einseitig auf.
- Jänner 1976: Mitglieder des IWF dürfen ihre Währungen gemäß der Charter des IWF nicht mehr an Gold binden.<sup>192</sup>
- September 1999: Das erste „Central Bank Gold Agreement“ tritt in Kraft.<sup>193</sup>
- März 2009: Chinas Notenbankchef fordert eine Ablöse des US-Dollars als Weltleitwährung.<sup>194</sup>
- Oktober 2009: Arabische Staaten starten Verhandlungen mit Europa, Russland und China über die Ablöse des US-Dollar.<sup>195</sup>
- November 2010: Putin: Russland wird eines Tages dem Euro beitreten oder eine Währungsunion mit Europa schließen.<sup>196</sup>
- November 2010: Weltbank-Chef Robert Zoellick fordert eine Reform des Geldsystems und den Einbezug von Gold im neuen System.<sup>197</sup>

<sup>189</sup> Vgl. „Oil War May Revive China’s Yuan Ambitions“, Bloomberg, 16. März 2020; eigene Übersetzung  
<sup>190</sup> „China sells its first euro bonds in 15 years“, MarketWatch, 5. November 2019  
<sup>191</sup> „De Gaulle predicted the dollar crisis in 1965 and advocates the gold standard“, YouTube, Upload 31. Jänner 2013  
<sup>192</sup> „Articles of Agreement of the International Monetary Fund“, IMF, März 2020  
<sup>193</sup> Vgl. Wikipedia-Eintrag: „Washington Agreement on Gold“  
<sup>194</sup> „China calls for new reserve currency“, Financial Times, 23. März 2009  
<sup>195</sup> „The demise of the dollar“, Independent, 6. Oktober 2009  
<sup>196</sup> „Putin: Russia will join the euro one day“, The Telegraph, 26. November 2010  
<sup>197</sup> Vgl. „Zoellick seeks gold standard debate“, Financial Times, 7. November 2010

- November 2014: Yves Mersch: Die EZB könnte Gold kaufen, um die Wirtschaft anzukurbeln.<sup>198</sup>
- Jänner 2016: Gaddafi arbeitet offenbar an einer afrikanischen Goldwährung, die im Ölhandel eingesetzt werden sollte.<sup>199</sup>
- Mai 2016: Kenneth Rogoff: Schwellenländer sollten Gold kaufen.<sup>200</sup>
- August 2019: Mark Carney fordert eine „globale Währung“, um den US-Dollar abzulösen.<sup>201</sup>

## Europa

- November 2000: Saddam Husseins Irak stellt bei Ölgeschäften von US-Dollar auf Euro um.<sup>202</sup>
- Februar 2003: Der Irak verdient gut dabei, Öl für Euro statt US-Dollar zu verkaufen.<sup>203</sup>
- Juli 2014: Der CEO von Total fordert eine größere Rolle des Euro in Ölgeschäften.<sup>204</sup>
- Februar bis Juli 2019: Die EU-Kommission führt eine „Konsultation“ über die Rolle des Euro im internationalen Energiehandel und die Frage, wie man diese stärken könnte, durch.<sup>205</sup>
- Oktober 2019: Russlands Rosneft stellt den Handel komplett auf Euro um.<sup>206</sup>
- November 2019: Russland reduziert den Anteil des US-Dollar in seinem nationalen Vermögensfonds.<sup>207</sup>

## Saudi-Arabien

- August 2019: Chinesische Staatsbanken bewerben sich um eine Rolle beim IPO des saudischen Ölgiganten Aramco.<sup>208</sup>
- August 2019: Saudi-Arabien vertieft die Beziehungen mit China – trotz der Allianz mit den USA.<sup>209</sup>
- Oktober 2019: Putin besucht Saudi-Arabien zum ersten Mal seit 12 Jahren und unterzeichnet 14 neue Deals.<sup>210</sup>
- November 2019: Saudi-Arabien wird größter Öllieferant Chinas.<sup>211</sup>

## Indien

- Jänner 2019: Indische Ölraffinerien zahlen für iranisches Öl in Ru-pien.<sup>212</sup>

—  
<sup>198</sup> „ECB could buy gold to revive economy“, The Telegraph, 17. November 2014  
<sup>199</sup> „Hillary Emails Reveal True Motive for Libya Intervention“, Financial Policy Journal, 6. Jänner 2016  
<sup>200</sup> „Kenneth Rogoff: Emerging economies should buy gold“, World Economic Forum, 4. Mai 2016  
<sup>201</sup> „Mark Carney calls for global monetary system to replace the dollar“, Financial Times, 23. August 2019  
<sup>202</sup> „Iraq: Baghdad Moves To Euro“, RadioFree Europe RadioLiberty, 1. November 2000  
<sup>203</sup> „Iraq nets handsome profit by dumping dollar for euro“, The Guardian, 16. Februar 2003  
<sup>204</sup> „Total CEO calls for bigger euro role in oil payments“, Reuters, 5. Juli 2014  
<sup>205</sup> „Commission launches consultation on strengthening the global role of the euro in the field of energy“, Europäische Kommission, 14. Februar 2019  
<sup>206</sup> „UPDATE 1-Russia's Rosneft seeks euros for all new export deals -documents“, Reuters, 3. Oktober 2019  
<sup>207</sup> „Russia to cut dollar share of its \$125bn sovereign wealth fund“, Financial Times, 13. November 2019  
<sup>208</sup> „Chinese State Banks to Compete for Role on Aramco's IPO“, Bloomberg, 23. August 2019  
<sup>209</sup> „Saudi Arabia's Pivot to Asia“, U.S. News, 23. August 2019  
<sup>210</sup> „Putin on first visit to Saudi Arabia in 12 years“, Big News Network, 15. Oktober 2019  
<sup>211</sup> „Aramco closes China's biggest oil purchase, toppling Russia“, Gulf News, 21. November 2019  
<sup>212</sup> „Exclusive: Indian refiners pay for Iranian oil in rupees - UCO Bank executive“, Reuters, 8. Jänner 2019

### Iran

- Juni 2019: Japans Ministerpräsident Abe besucht den Iran für Gespräche über Öl und den Einfluss der USA.<sup>213</sup>
- September 2019: China und Iran schließen einen strategischen Deal für 25 Jahre.<sup>214</sup>

### China & Europa

- Oktober 2019: China plant ersten Euro-Bond seit 2004.<sup>215</sup>
- November 2019: Macron in China: Neue Verträge in der Höhe von 15 Mrd. USD.<sup>216</sup>
- Oktober 2019: ECB und PBoC verlängern ihren Währungsswap-Deal für weitere drei Jahre.<sup>217</sup>

### China & die Welt

- November 2013: China sagt, dass man keine US-Staatsanleihen mehr anhäufen will.<sup>218</sup>
- September 2014: China startet ein Goldfixing in Yuan.<sup>219</sup>
- Juni 2015: Russland beginnt, Öl gegen Yuan zu verkaufen.<sup>220</sup>
- September 2017: Venezuela veröffentlicht Ölpreis in Yuan.<sup>221</sup>
- März 2018: China geht erste Schritte in Richtung eines Ölpreises und Ölhandels in Yuan.<sup>222</sup>
- März 2018: China startet Öl-Futures in Yuan.<sup>223</sup>
- Oktober 2019: Minenriese Rio Tinto verkauft erstmals Metall gegen Renminbi.<sup>224</sup>

## Die US-Dollar-Storyline neigt sich dem Ende zu

*„[T]he dollar is very important to us as a tool, a tool of American power and also a tool of American values. So we would much prefer to put sanctions on a country than send our soldiers there. ... So when something threatens the dollar, we get very nervous. ... Do you understand all that fairly?“*

US-Kongressabgeordneter Juan Vargas zu Mark Zuckerberg<sup>225</sup>

### Die Debatte rund um Libra und die nervöse Reaktion der Notenbanker und Politiker haben gut gezeigt, wie fragil das System rund um die

<sup>213</sup> „Japan's Abe heads to Iran with oil and the US on the agenda“, CNBC, 13. Juni 2019

<sup>214</sup> „China and Iran flesh out strategic partnership“, Petroleum Economist, 3. September 2019

<sup>215</sup> „China Plans First Euro Bond Sale Since 2004 as Costs Slump“, Bloomberg, 23. Oktober 2019

<sup>216</sup> „Macron in China: Xi hails \$15 billion trade contracts as 'strong signal of free trade'“, DW, 6. November 2019

<sup>217</sup> „ECB and People's Bank of China extend bilateral currency swap arrangement“, EZB, 25. Oktober 2019

<sup>218</sup> „Mark Carney calls for global monetary system to replace the dollar“, Financial Times, 28. August 2019

<sup>219</sup> „Shanghai Gold Exchange Launches International Board“, The Wall Street Journal, 17. September 2014

<sup>220</sup> „Gazprom Neft sells oil to China in renminbi rather than dollars“, Financial Times, 1. Juni 2015

<sup>221</sup> „Venezuela publishes oil prices in Chinese currency to shun U.S. dollar“, Reuters, 15. September 2017

<sup>222</sup> „Exclusive: China taking first steps to pay for oil in yuan this year - sources“, Reuters, 29. März 2018

<sup>223</sup> „China Tries to Lift Yuan's Profile With Oil Futures“, The Wall Street Journal, 26. März 2018

<sup>224</sup> „Rio Tinto signs its first Renminbi portside trading contract“, Reuters, 11. Oktober 2019

<sup>225</sup> „Mark Zuckerberg Testimony Transcript: Zuckerberg Testifies on Facebook Cryptocurrency Libra“, Rev, 23. Oktober 2019

**Leitwährung US-Dollar geworden ist.** Auch die Vorstöße der chinesischen Regierung, einen digitalen Yuan zu schaffen, bereiten Washington und New York große Sorgen. Selbst Mark Zuckerberg führte die Bemühungen Chinas als Grund für seine Initiative an. Aus seiner Sicht braucht es eine Alternative aus dem freien Markt für die rote, digitale Herausforderung aus Asien. Und er ist nicht der einzige, so schreibt das Magazin „Foreign Policy“:

*„While Washington focuses on whether to allow digital currency in the U.S. financial system, in other words, China is moving ahead in earnest. The prospect of the Chinese Communist Party (CCP) dominating this emerging financial technology should be alarming.*

*Since the end of World War II, the United States has enjoyed significant advantages related to the U.S. dollar's role as the world's reserve currency. So great are those benefits that a former French president characterized them as an 'exorbitant privilege'. For example, when it comes time for Washington to finance its profligate fiscal irresponsibility, it can do so more cheaply because all of the world relies on the dollar. Meanwhile, the U.S. military would likely be the first to suffer from a more austere fiscal balance sheet if the cost of borrowing rose significantly.“<sup>226</sup>*

*I think our dollar is getting too strong, and partially that's my fault because people have confidence in me. But that's hurting – that will hurt ultimately. ... Look, there's some very good things about a strong dollar, but usually speaking the best thing about it is that it sounds good... It's very, very hard to compete when you have a strong dollar and other countries are devaluating their currency.*

**Donald Trump**  
**12. April 2017**

Auch in den USA wird der Staat eine „Lösung“ für dieses Problem finden – nicht der Markt. Wie die USA mit der Herausforderung durch Europa, China, Russland und andere Länder umgehen werden, ist die große unbeantwortete Frage dieser Geschichte.

**Was wir mit Sicherheit sagen können: In den USA ist man sich der Vorteile des „exorbitanten Privilegs“ genauso bewusst wie der Nachteile.**<sup>227</sup> Und unter Präsident Donald Trump sind viele Schritte zu beobachten, die in Richtung einer Welt weisen, in der der US-Dollar vielleicht nicht mehr die dominante Rolle spielt, die wir gewohnt sind. Seine Sanktionen und Handelskriege sind jedenfalls äußerst schädlich für die internationale Rolle des US-Dollar.

**Kann es sein, dass Trump das „exorbitante Privileg“ so brutal ausnützt, weil er weiß, dass die USA es nicht ewig besitzen werden?** Die Erkenntnis ist nicht neu, sie ist inzwischen in den Mainstream-Medien zu finden, wie der folgende Kommentar eines Fitch-Analysten zeigt:

*„Even exorbitant privileges can be lost, and there are a number of factors suggesting that, over time, the US dollar may be at risk of surrendering its lead, if not its role, as the world's preeminent reserve currency. ...*

*The most obvious U.S. policy contributions to a diminished role for the dollar are from economic sanctions and protectionist trade initiatives. All else equal,*

<sup>226</sup> [„The Greenback Needs a Digital Makeover“](#), Foreign Policy, 24. Jänner 2020, Foreign Policy, 24. Jänner 2020  
<sup>227</sup> [„75 Years Ago The U.S. Dollar Became The World's Currency. Will That Last?“](#), NPR, 30. Juni 2019

*protectionist policies divert trade away from the U.S., and may induce new trade partners to settle in currencies other than the dollar.”*

*Sanctions do the same, and since they may effectively preclude dollar settlement, the implications for the dollar are more acute. In addition to the Treasury Department’s list of 6,300 Specially Designated Nationals and more than 20 countries against which some type of sanctions are in place, the extraterritoriality of certain sanctions to affect persons and entities in other jurisdictions extends their reach further.“<sup>228</sup>*

**Erstaunlicherweise wirft der Fitch-Analyst MacCormack sogar einen Blick auf die internationale Goldpolitik.** Das ist durchaus bemerkenswert. Zwar ist Gold historisch extrem bedeutsam. Aber dennoch – oder vielleicht deswegen? – spielt es in der US-Debatte fast keine Rolle. Das ändert sich jetzt. MacCormack setzt fort:

*„IMF data reveal the dollar share of foreign reserves fell from a high of 73% in 2001 to 62% at the end of last year. Similarly, the World Gold Council confirms that central banks bought more gold in 2018 than at any other time since the gold standard ended in 1971, extending a string of large net purchases that began after the global financial crisis.*

*“If the trends continue of switching from dollars to other currencies, and from currencies collectively to gold, the dollar’s reserve currency status will continue to give ground, but only gradually. Global market preferences for the dollar as the currency of choice and for U.S. Treasuries as the favored risk-free asset show no signs of meaningful past or pending dramatic change.“<sup>229</sup>*

*The fate of reserve currencies is to decline over time.*

**Martin Murenbeeld**

*Build your opponent a golden bridge to retreat across.*

**Sun Tzu**

**An dieser Stelle sollten wir daran erinnern, dass kommendes Jahr das 50. Jubiläum der unilateralen Schließung des Goldfensters durch US-Präsident Richard Nixon ansteht.** Das war am 15. August 1971. Seitdem hat keine Unze der rund 8.000 Tonnen US-amerikanischen Währungsgoldes das Land verlassen. Anders als etwa der Euroraum, Russland oder China hat Gold in der Bilanz der Federal Reserve kaum eine Bedeutung, weil dieses noch nach der längst überkommenen Bretton-Woods-Parität von zuletzt 42,222 Dollar pro Unze verbucht wird.

**Niemand weiß es genau, aber es scheint so, als wäre die US-Dollar-Gold-Bindung der Bretton-Woods-Zeit bis heute nur „vorübergehend“ aufgehoben, wie Nixon es vor 49 Jahren ausgedrückt hat.** Natürlich glaubt niemand, dass dieses System einfach neu gestartet wird. Es ist heute allen offensichtlich, von Mark Carney über die Architekten des Euro bis zu den Chinesen, dass eine nationale Währung nicht als Weltwährung taugt und dass es

<sup>228</sup> Vgl. McCormack, James: „The risks are rising that the dollar could lose its special global standing“, CNBC, 9. Juni 2019

<sup>229</sup> Vgl. McCormack, James: „The risks are rising that the dollar could lose its special global standing“, CNBC, 9. Juni 2019

*It seems to me that our American partners are making a colossal strategic mistake (as they) undermine the credibility of the dollar as a universal and the only reserve currency today. They are undermining faith in it... They really are taking a saw to the branch they are sitting on.*  
**Wladimir Putin**

daher eine brauchbare Alternative braucht. Robert Triffin und John Maynard Keynes werden viele Jahre nach ihrem Tod von der Realität bestätigt.

**Es gibt aber zumindest einen neuen Trend, den wir identifizieren können.** Ganz im Sinne Mark Carneys wird die Debatte über eine „neue Weltwährung“ weiterhin unter dem Banner der „digitalen Herausforderung“ geführt werden. Grundsätzlich kann man beobachten, dass diese Entwicklungen über Jahrzehnte gehen und neue technische Erfindungen dabei bislang keine allzu große Rolle spielten.

**Aber die Debatte über „digitale Zentralbankwährungen“ (CBDC) bietet eine Arena für den freien Gedankenaustausch zwischen Notenbankern, der ansonsten vielleicht nicht stattfinden könnte.** In dieser Welt werden die Dinge nie direkt angesprochen. Vor allem nicht die Frage nach der US-Dollar-Nachfolge. Aber das Coronavirus hat vieles geändert. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat schon angemerkt, dass angesichts der Bedrohung für das Bargeld, die eine Virus-Pandemie darstellt, auch die Entwicklung von CBDC vorangetrieben werden sollte.<sup>230</sup> Und dass in extremen Zeiten wie diesen die Dinge plötzlich sehr schnell gehen können: Von Ölpreisschocks über gewaltige staatliche Investitionspakete bis zu einer hoch- bis womöglich hyperinflationären Geldpolitik, das alles können wir im Jahr 2020 live beobachten.

**Im November des vergangenen Jahres hielt Wladimir Putin eine erste Grabrede auf den US-Dollar, in der er den Schuldigen am sich gerade vollziehenden Untergang des US-Dollars ebenfalls nannte:**

*„The dollar enjoyed great trust around the world. It was almost the only universal currency in the world. For some reason, the US began to use dollar settlements as a tool for political struggle. Imposing restrictions on the use of dollars. They began to bite the hand that feeds them. They’ll collapse soon.*

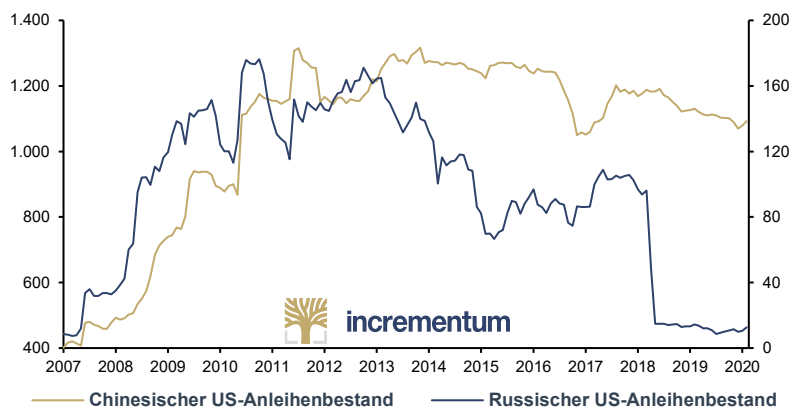
*Many countries in the world began turning away from using the dollar as a reserve currency. They restrict Iran in its dollar settlements. They impose some restrictions on Russia and other countries. This undermines confidence in the dollar. Isn’t it clear? They’re destroying the dollar with their own hands.“<sup>231</sup>*

<sup>230</sup> Auer Raphael, Cornelli Guilio und Frost John: „Covid-19, cash, and the future of payments“, BIS Bulletin, No3, 3. April 2020

<sup>231</sup> [Interview](#) mit russischen Präsidenten Wladimir Putin während der „Russischen Energiewoche“ im Oktober 2019 in Moskau, getweetet von Ben Rickert, Twitter, 15. November 2019



**Chinesischer US-Anleihenbestand (lhs), in Mrd. USD, und Russischer US-Anleihenbestand (rhs), in Mrd. USD, 01/2007-02/2020**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*This inability to rally may reflect threats to the US dollar’s role as a reserve currency—runaway budget deficits threaten it at home, while China’s attempt to “de-dollarize” trade in Asia and commodities is a threat internationally. If China is even a little bit successful in shifting the global commodity trade from dollars to renminbi, demand for the US currency could fall sharply.*

**Gavekal**

*I did not attend the funeral, but I sent a nice letter saying I approved of it.*

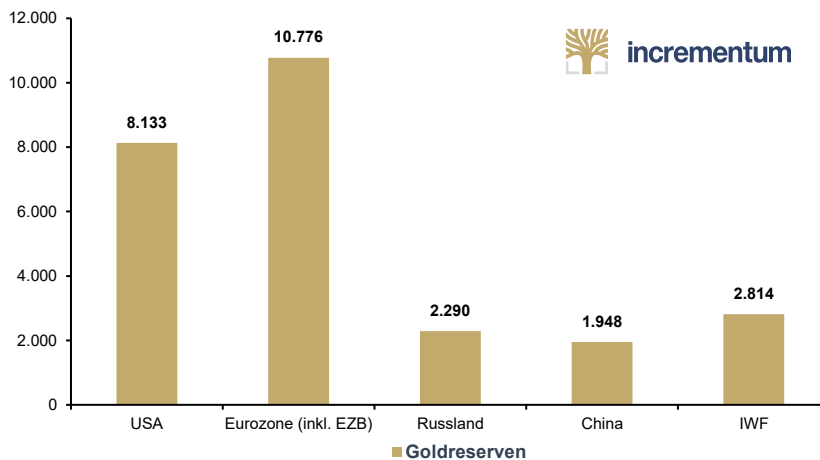
**Mark Twain**

**Der Corona-Crash hat den Anstoß gegeben. Seitdem geschehen die Dinge mit atemberaubender Geschwindigkeit.** Auch wir wissen nicht genau, wie der Weg weitergeht, oder in welcher Welt er endet. Aber dank der Vorbereitungsmaßnahmen der vergangenen Jahrzehnte, haben wir eine Vorstellung. Es herrscht global große Einigkeit, dass das US-Dollar-System, das 1944 in Bretton Woods begonnen hat, am Ende seiner Lebenszeit angekommen ist. Wir wissen von Robert Triffin, dass irgendwann auch der Punkt erreicht ist, an dem dies selbst das Land der Weltleitwährung einsehen muss.<sup>232</sup> Dieser Punkt scheint erreicht. Die „America First“-Politik von US-Präsident Donald Trump ist Beleg dafür. Wir wissen weiters, dass seit den 1960er-Jahren an einem alternativen System gearbeitet wird – und dass der Euro dabei eine Rolle spielen dürfte, die über seine Funktion als europäische Währung hinausgeht. Die Architekten des Euro haben wiederum einen schlaun Weg gefunden, Gold zurück ins System zu holen. **Als eine Art Fixstern, an dem sich die Währungshüter orientieren können.**

**Die Euro-Länder sitzen gemeinsam auf mehr als 11.000 Tonnen Gold. Russland und China haben in den vergangenen Jahren ihre Goldreserven massiv aufgestockt.** Dasselbe gilt für kleinere Länder in Asien und Osteuropa. Gleichzeitig arbeiten Europa, Russland, China, der Iran und Indien gemeinsam mit vielen weiteren Ländern am Einsatz ihrer Landeswährungen im Energiehandel, um den US-Dollar zu umgehen. Es gibt inzwischen mehrere Zahlungssysteme, die internationalen Handel ohne US-Kontrolle erlauben. Und mit Saudi-Arabien wackelt der entscheidende US-Verbündete. Es ist aus unserer Sicht nicht denkbar, dass sich die Saudis dem Wunsch Chinas nach Ölhandel in Renminbi dauerhaft entziehen können. Und die USA drohen ihrerseits bereits mit dem Ende der Allianz mit Saudi-Arabien.

<sup>232</sup> Vgl. „Inflation und die Veranlagung“, In Gold We Trust-Report 2016

**Goldreserven der USA, Eurozone (inkl. ECB), Russland, China & IWF, in Tonnen, 03/2020**



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

**Letztlich ist auch das Vertrauen in die Kreditwürdigkeit bzw. das Vertrauen in die Geldpolitik des US-Dollars mitentscheidend für seinen Status als Leitwährung.** Die Vereinigten Staaten haben in den vergangenen Jahren trotz vermeintlichem Rekordaufschwung massiv an Staatsverschuldung zugelegt. Wir sehen nun die bereits in den vorherigen Kapiteln der Publikation beschriebenen, extremen Reaktionen der Fiskal- und Geldpolitik auf die Coronakrise. Das Einsetzen einer ausgeprägten Teuerungswelle, könnte sich durchwegs auch auf die Ereignisse im Zusammenhang mit dem Status des US-Dollars auswirken.

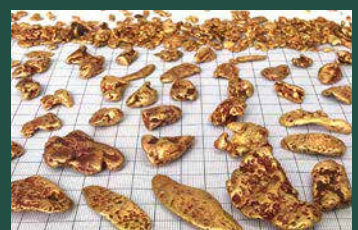
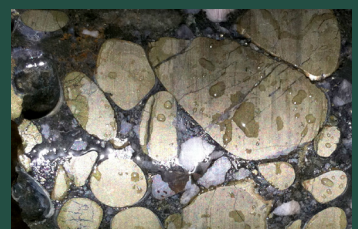
*If the world were perfect, it wouldn't be.*

**Yogi Berra**

**Es bestehen also hervorragende Grundvoraussetzungen für eine wahrhaft epochale, goldenen Dekade, in der die Karten im Wirtschafts- und Währungssystem neu gemischt werden.** Das oberste Ziel dabei muss für alle Beteiligten sein, keinen kriegerischen Konflikt loszutreten – davon würde niemand profitieren. In den vergangenen Jahrzehnten wurde dieses Prinzip stets eingehalten. Hoffen wir, dass es auch auf der Zielgeraden gelingt.

## **EXPLORING AND DEVELOPING GOLD PROJECTS IN THE PILBARA REGION OF WESTERN AUSTRALIA**

**Novo's focus is to explore and develop gold projects in the Pilbara region of Western Australia. Novo has amassed a significant land package covering approximately 13,000 km<sup>2</sup>.**



**For more information, contact:**

Leo Karabelas

VP Corporate Communications

**E-mail:** [leo@novoresources.com](mailto:leo@novoresources.com)

**Tel:** 1-(416)-543-3120



## Exklusivinterview mit Luke Gromen: A Deep Dive into the Geopolitics of Oil, Gold, and Money



Luke Gromen ist der Gründer von FFTT („Forest for the Trees“), einer Makroresearch-Firma für institutionelle Investoren und sophistische Privatinvestoren. Das Interview mit Luke Gromen führte Nikolaus Jilch am 20. April 2020 über Zoom.<sup>233</sup>

*In plain English, the longer this crisis goes on, the more of the total domestic US debt outstanding and of the eurodollar system the Federal Reserve is going to have to effectively bail out.*

Nikolaus Jilch: *We're doing this interview on April 20, 2020, the price of oil just completely collapsed. What are your thoughts these days?*

Luke Gromen: I spend a lot of time looking at the dynamic created by this forced economic collapse. We had this external shock, we responded, now GDP is doing what it is doing. I have come to the conclusion that if the Federal Reserve wishes to stave off an economic collapse, then the longer the Covid-19 crisis lasts, the more the Federal Reserve's balance sheet is likely going to have to rise toward fully reserving for not just the US-debt-outstanding, but also possibly reserving for the whole eurodollar system. **In plain English, the longer this crisis goes on, the more of the total domestic US debt outstanding and of the eurodollar system the Federal Reserve is going to have to effectively bail out.** To frame up how big that implies the Federal Reserve's balance sheet could conceivably get depending on how long this crisis lasts, **total domestic US debt is around USD 47trn, while the offshore eurodollar system is effectively infinitely-levered, with US dollar liabilities estimated at somewhere between USD 13trn (by the BIS) and USD 57trn (by Rabobank recently).** So in theory, the longer this crisis lasts with the economy shut down, etc., the more the Federal Reserve's balance sheet will have to move toward as much as USD 104trn (USD 47trn domestic + USD 57trn eurodollar) to stave off economic collapse. **To be blunt: The system was just never designed to withstand this type of shock (a pandemic of this nature and the response.)**

Nikolaus Jilch: *Can you explain the eurodollar system?*

Luke Gromen: The eurodollar system refers to basically every US dollar that has been created outside the US. Offshore banks can create offshore US dollar loans and derivatives. This creates US dollar-liabilities, but these offshore banks don't have the ability to create base money US dollars; only the Federal Reserve has that ability. **So the eurodollar system creates a mismatch of US dollar liabilities versus US dollars over time. It leads to an explosive US dollar shortage and a short squeeze every time the global economy goes into recession.**

<sup>233</sup> Nach reiflicher Überlegung haben wir die Entscheidung getroffen, das Interview im englischen Original zu belassen, denn selbst bei der besten Übersetzung gehen oftmals inhaltliche Feinheiten verloren.



Nikolaus Jilch: *Where does this lead us?*

Luke Gromen: The longer this process goes on, the most likely set of outcomes we face becomes is more and more binary. Either the Federal Reserve grows its balance sheet fast enough or they don't. If they do, we will likely see more asset price inflation, gold does extremely well, and the Federal Reserve's balance sheet likely goes to a level that drops people's jaws. The second option? The system collapses in a disorderly fashion, which could be very frightening. A disorderly collapse of the system would likely be bad for basically every asset and currency except US dollars and gold. **In our view, gold is likely the only asset that wins with either outcome.**

Nikolaus Jilch: *Printing USD 50trn or USD 100trn would still be a way of collapsing the system, no?*

*Unlike the 2008 financial crisis you can't just paper over it and create a refinancing cycle. They can't print ventilators or a vaccine.*

Luke Gromen: That is a great point. And you're not wrong. We see this tension among policy makers, this recognition of exactly that. They cannot control this external shock. **Unlike the 2008 financial crisis you can't just paper over it and create a refinancing cycle. They can't print ventilators or a vaccine.** Our view was always that they will have to print whatever they have to print in the next crisis because the system was so levered going into this crisis.

Since fall of 2018 really, we have been able to see this dynamic in the markets where when the Federal Reserve is injecting enough liquidity, risk assets do well. When they don't do enough, we've seen the US dollar rise and yields compress around the world. So we had this binary dynamic going into this crisis.

One thing that caught our attention in the Covid-19 panic, and what I think really got the Federal Reserve's attention in March of this year was when we saw the US Treasury market crash alongside the stock market. The US stock market peaked around February 21, and began to fall, and then just 14 trading days later, on March 9, the TLT ETF (long-dated US Treasury bond ETF) began to crash right alongside equities. This was unprecedented in my 25-year career. What happened here?

*... what this suggests is that since the 2008 crisis, the US has financed its recovery by effectively selling its „family silver“ if you will to pay for present day consumption.*

**I think what happened is that the eurodollar offshore US dollar shortage that we talked about began to bite.** That was one part. The second part is that the US' Net International Investment Position (NIIP) is unprecedentedly negative. The NIIP tells you how much foreigners own of the US versus how much US owns of foreign assets, and it is -51% of US GDP now. Foreigners own USD 40trn of US dollar denominated assets versus the US owning USD 29trn of foreign assets. By way of comparison, back in the 2008 crisis, it was -8% of GDP. **What this suggests is that since the 2008 crisis, the US has financed its recovery by effectively selling its „family silver“ if you will to pay for present day consumption.**

*The Federal Reserve's own minutes from March 15 noted that the US Treasury market „had ceased functioning effectively“.*

*... but from the Federal Reserve's aggressive actions, you can strongly infer how cornered the Federal Reserve is.*

*The problem is: Once the sovereign debt bubble begins to pop, there is no place left to kick it upstairs to – the only release valve you have is the currency, as money is printed to prevent sovereign debt defaults.*

So when the global economy contracted sharply in March, this exacerbated the offshore US dollar shortage greatly; foreigners needed US dollars desperately. So what did they do? They start selling their US dollar denominated assets, including their large Treasury holdings – USD 40trn in foreign US dollar assets coming up for sale to try to raise US dollars, and so we saw this unprecedented occurrence where from March 9 to March 18, 2020, the US Treasury market crashed alongside equity markets. **The Federal Reserve's own minutes from March 15 noted that the US Treasury market „had ceased functioning effectively“.**

Our view is what happened in the US Treasury market forced the Federal Reserve to act as aggressively as they did, growing their balance sheet at a USD 20trn rate for 6 weeks. This brought Treasury yields back down, **but from the Federal Reserve's aggressive actions, you can strongly infer how cornered the Federal Reserve is.** If it wouldn't have grown its balance sheet as aggressively as they had, yields likely would have continued rising as foreigners sold USD 40trn in US dollar assets to raise US dollars to cover their US dollar short, touching off a deflationary spiral that featured rising Treasury yields. This is the framework I'm relying on these days; I'm asking myself: Is the Federal Reserve printing enough or are they not and where are we in terms of the progression of the crisis? Are we reopening the economy?

Nikolaus Jilch: *When you talk about the system we need to talk about the events not only of today but also of the last decades. What is this system? Everybody thinks we are going crazy because of the virus – but that is not actually what is happening, is it?*

Luke Gromen: That's a great point. **I think it's important to go back in time a bit to establish the context in which we are operating.** In 2000 the tech bubble popped, and policymakers response was to effectively kick the problem upstairs to the banking system by creating a housing bubble. In 2008 we had a housing bubble and a banking crisis. Once again policymakers kicked the problem upstairs, this time creating a sovereign debt bubble. We basically papered over the prior two bubbles. **The problem is: Once the sovereign debt bubble begins to pop, there is no place left to kick it upstairs to – the only release valve you have is the currency, as money is printed to prevent sovereign debt defaults.** We haven't seen this bursting of a global sovereign debt bubble and since after immediately World War 1 really.

**The virus is just the snowflake that caused the avalanche, that popped the sovereign debt bubble.** In my opinion, it is important to take a step back and see where we have been on the path previous to the crisis. Probably the best spot to step back to is Q3/14, when global central banks stopped buying US Treasury bonds net for the first time in close to 70 years. This forced the global private sector to finance more of the US government's deficit. Instead of the central banks the global private sector, i.e. German and Japanese pension funds, stepped in – looking for yield. Then US banks and money market funds were regulated to buy more Treasuries. From Q3/14 until Q3/16 that stopgap fix worked, but the stronger US dollar and higher LIBOR rates this helped cause drove US deficits as a percentage of GDP to begin rising for the first time since 2009. **Usually when**



*... all of this came to a head in September 2019 when the US private sector effectively ran out of balance sheet to finance US government deficits...*

**this happens the US enters a recession 12 to 24 months later. That was the first crack in what we're now watching play out globally.**

**In 2017 the US dollar weakened, that bought time.** In Q4/18 the FX hedged Treasury yields went negative for the first time in a very long time. This was an important development that forced foreign US Treasury buyers to make choice: Do I buy the Treasuries without hedging against currency risk? Or do I hedge but lock in a negative coupon? Or do I look at other sovereign debt? At that time, euro yields after hedging were actually positive. That lowered the marginal bid for US Treasuries by the global private sector. This meant that more of the deficit fell solely to the US private sector, which began crowding out the US private sector balance sheet in Q4/18. **All of this came to a head in September 2019 when the US private sector effectively ran out of balance sheet to finance US government deficits** (which were being heavily financed in short term T-bill markets), Repo rates spiked and the Federal Reserve was forced to come in and start growing its balance sheet again.

When the Covid-19 crisis started we were already in a regime where global central banks and the global private sector were not financing the US like they did before. The US banking system was also increasingly choking on the deficit. **The Federal Reserve was already on its way to become the lender of last resort to the US government.**

*The release valve has to be the currency.*

We were already in a sovereign debt bubble and as we noted, there is nowhere to kick a bursting sovereign debt bubble up to. **The release valve has to be the currency.** Covid-19 is not something you can just paper over. But we went into this already with the burden of the biggest sovereign debt bubble the world has ever seen. We haven't seen something like this in at least 100 years since WW1.

Nikolaus Jilch: *Since the Bretton Woods System from 1944 the main question was always: Who buys the US government debt, right?*

Luke Gromen: Yes. **We run deficits and the rest of the world sterilized those deficits by buying US dollars for their reserves.** Once someone stopped sterilizing US deficits, we had to find a new financier. After the euro was launched in 1999 the Europeans stopped buying nearly enough US Treasuries to finance US deficits. Fortuitously, we got China into the WTO in 2001. Over the next 10-12 years China's Treasury holdings went from USD 60bn to USD 1,3trn. But then in late 2013, China announced they would stop growing their FX reserves (aka US Treasury holdings.) This meant the US needed to find a new financier of US deficits, but the problem is that one doesn't exist. **As a result, in 2014, the system that started in 1971 when Nixon closed the gold window, began to collapse.**

Nikolaus Jilch: *Going back to 1944. Keynes came to Bretton Woods with his concept of a super sovereign reserve currency. The US did win the debate, but he already told them then and there that their idea was a bad one. Is there a better system possible that is more balanced and not hinged on the actions of one country?*

*The euro was a nod of moving to a more bancor-like-system, considering the way they treat gold at a floating rate.*

*So we have the Europeans, the Russians and now China – basically a quorum of Eurasia – moving away from the US dollar-centric system to something new that looks a lot like a more bancor-like system.*

*... whatever the new system is, gold will have a prominent role as a neutral reserve asset that floats in all currencies.*

Luke Gromen: This crisis is going to force that change to that system. Keynes' option in Bretton Woods was the bancor, he wanted to prevent the imbalances that we can see now. **The euro was a nod of moving to a more bancor-like-system, considering the way they treat gold at a floating rate. They mark gold to market quarterly.**

Interestingly as it relates to the bancor, in March 2009 the Federal Reserve started a first round of QE and immediately the head of the Chinese central bank came out and cited Bretton Woods, Keynes and the bancor while calling for a new reserve currency. He specifically said that we had this choice in Bretton Woods between the bancor and the US dollar-centric system we went with. The head of the PBoC wrote that the fact that what we went with has since broken down multiple times suggests that maybe the bancor was the right choice.

Understanding that the PBoC wrote this white paper in March 2009, **consider what China is doing: buying commodities in their own currency, effectively opening the gold window with their renminbi fix, and marking their gold reserves to market as well.** By their words and actions they have supported an alternative system, something like the bancor. **So we have the Europeans, the Russians and now China – basically a quorum of Eurasia – moving away from the US dollar-centric system to something new that looks a lot like a more bancor-like system.** And we are 20 years into that move if you look at the start date of the euro in 1999 ... and the planning for the euro began five decades ago. So in my opinion we are much further into this process than many believe.

Nikolaus Jilch: *Ok, we talk about the bancor-like system but this new system that we can see emerging actually uses gold as the neutral reserve asset – not some new sort of basket that the bancor was meant to be, no?*

Luke Gromen: That is what I think is happening, at least in the interim. In my opinion that is the message the central banks are sounding by not buying Treasuries but buying gold on a net basis over the last six years. That tells me that **whatever the new system is, gold will have a prominent role as a neutral reserve asset that floats in all currencies. And this new crisis will accelerate this because we are now in a „print or collapse“ scenario.** I do think we will see a new system in our lifetimes and the corona crisis could be the catalyst that forces it.

Nikolaus Jilch: *What does „gold as a reserve“ mean in practice? In the current system we need to hold US dollars as reserves for a couple of reasons, for example to buy energy. But we won't buy oil with gold, right?*

Luke Gromen: No. I think the system is moving toward one where the US, China, and Europe can all print their domestic currencies for oil imports. The oil exporters would then be free to either use those US dollars, yuan, or euro to buy goods they need from the US, China, or the EU, with any net surpluses settled in gold. The way I think this system would look was hinted at by Robert Zoellick at the World Bank in 2010. He said we should get the renminbi into the SDR-basket

*If you have three buyers for your house you have a lot more bargaining power.*

*This new system would shift the world back toward the pre-1971 system where the currencies with the best balance of payments and the most gold are the best currencies.*

*US dollars can get them weapons, that is very useful. But oil exporters can only use so many weapons. What else does the US have to offer?*

*The answer is „Either the US private sector or the Federal Reserve printing the money“.*

at the IMF and **we should use gold as a reference point for inflation expectations for all SDR currencies.**

If you can print euro, renminbi, and US dollars for oil instead of just using US Dollars it produces a shift in power. Right now oil producers have to balance supply and demand, they need a cartel because all they can sell in is US dollars. It's like trying to sell your house with only one buyer. You don't have a lot of choice and power. **If you have three buyers for your house you have a lot more bargaining power.**

So if oil exporters can sell their oil in different currencies that may better suit their trade and economic patterns, the producers gain a lot more power on a relative basis.

However, this change would also force the currencies to compete on their balance of payments and reserve balances – trade on their underlying fundamentals. Up until 1971 currencies traded on these fundamentals and the question who has the most reserves, generally gold reserves. Since 1971, the nation with the worst balance of payments fundamentals and the lowest FX reserves has had the best currency (the US dollar.) **This new system would shift the world back toward the pre-1971 system where the currencies with the best balance of payments and the most gold are the best currencies.**

Nikolaus Jilch: *That would mean Europe right now.*

Luke Gromen: Yes it would be Europe and China, depending on what they actually have in gold. The US dollar would actually be the weakest. Oil producers would start to ask themselves what the US dollars oil exporters get for oil can get them in return. **US dollars can get them weapons, that is very useful. But oil exporters can only use so many weapons. What else does the US have to offer?** Boeing aircraft, some technology goods and then the list quickly drops off. Europe has more to offer, so does China. If I'm Saudi and I end up with euro or yuan I can buy goods from Europe and China. The excess I roll into gold or financial assets from Europe and China. So you can see how over time this structural change in the oil market would begin to drive a structural change in currency markets.

These changes in currency markets would be enforced or catalyzed by answering a simple question: Who is going to finance the US' world-leading deficits? **The answer is „Either the US private sector or the Federal Reserve printing the money“.** So just by moving oil pricing from a strictly US dollar-based system to a system that uses euro and yuan as well, it completely reorders the currency system – with gold as a reference point at a floating rate. It would get each nation the ability to manage their own current account particularly relative to energy in their interest.

*... so the US would want a weak US dollar relative to reference point gold ...*

EU and China are big energy importers. They cannot produce much more energy themselves, almost regardless of the price. They would want their currencies to be strong relative to the reference point gold so that they can have the cheap energy input to support their industry. The US can produce a substantial amount of energy at the right price when the US dollar is weak enough relative to oil. **So the US would want a weak US dollar relative to reference point gold.** By extension, a weak US dollar relative to the euro and yuan. That would be much more a balanced system that Keynes was referring to at Bretton Woods; that China was referring to in 2009; and that it appears that Trump has been trying to work toward for the past four years.

Right now in the US dollar-centric system, if the yuan rises too much and exports fall China still needs the US dollars to import oil. So they could run into a currency crisis. Under the new system their currency could rise against the US dollar because they can import oil paid for with their own currency. **That would also mean that China can build up more of a consumer sector like the US has done with its ability to print US dollars for energy in the past 50 years.**

Nikolaus Jilch: *So what you are saying is that for a number of years now we have been moving to a new system based multicurrency pricing of oil, and by extension, gold. But the one big piece of the puzzle that is still missing is the US and what they are going to do. Will they try to keep the old system running for another 10 to 20 years – somehow. Or if they just „give up“ and join the new system. The way you describe it, this new system would not be negative to the US.*

Luke Gromen: It would be great for the US. You would have a resurgence of manufacturing. You would have quite a lot of money spent on infrastructure. But it would be a shift of political interest. In this new system you don't need a trillion US dollar defense budget, you need just a fraction of that.

And if you start talking about taking USD 300bn-500bn away from the military industrial complex, that can get tricky in certain circles, even though there are a lot of people in the military industrial complex that will tell you that the system we have is now a net negative for US national security.

*We are the most powerful nation in the world, but we have been left to effectively beg China for face masks.*

**We borrow money from China to build weapons to face down China. And the corona crisis shows that.** We are the most powerful nation in the world, but we have been left to effectively beg China for face masks. **So the new system could be very good for the US because it would lead to Americans to consume less and produce more.** Europe would have to produce less and consume more and take more charge of their defense priorities. And the Chinese would also have to produce less and consume more on a relative basis. The EU countries spend about USD 300bn a year for energy – in US dollars. If you can print euros to buy oil you can use the reserves for investments in infrastructure and defense for example. **But a switch to this new system would require a one-time devaluation of oil versus the neutral reserve asset (which is likely to be gold), which by extension implies a one-time devaluation of all currencies against gold.**

*... so the new system could be very good for the US because it would lead to Americans to consume less and produce more.*

*... we have begun to subjugate the US dollar system to support the middle and working classes.*

*Now we are just going to print the money, spend it as we see fit and not worry about the currency.*

*At that point Trump could tell the Treasury to tell the Federal Reserve to write up the Gold and deposit the money in the Treasury's general account.*

Nikolaus Jilch: *How are we getting there? Is this where MMT comes into play?*

Luke Gromen: I think so MMT may usher it in, although I wouldn't necessarily ascribe motive. **I think MMT is where the US is going.** Donald Trump recently invoked the National Defense Production act and that in our view basically merged the Federal Reserve and Treasury into a single unit, removing the Federal Reserve's independence. Then we had the CARES-Act, the stimulus package. We think that these two things combined lead to a switch. Under the post-1971 US dollar system, the US subjugated the US middle and working classes to support the US dollar system. In response to the Covid-19 crisis, we have begun to subjugate the US dollar system to support the middle and working classes.

**What I mean by that is that since 1971 when we went of the gold standard we have been all about running deficits and sending jobs abroad to support the US dollar system.** What the US has done in the last month under the cover of Covid-19, if you will, has been a 180 degree shift in the opposite direction. Now we are just going to print the money, spend it as we see fit and not worry about the currency. It's not lost on me that you can't have Treasuries as the wealth reserve asset for creditor nations around the world when we are treating the US dollar and Treasuries this way. It is clearly a move that will force the rest of the world to move towards some other primary wealth asset. The question to me is: Is this temporary or is this the new way?

Nikolaus Jilch: *It does fit nicely with the whole concept of Donald Trump. Make America great again. Building up US industry. Going back to a time that the boomer generation still remembers. The 1950ies and 1960ies when America was still an industrial powerhouse. Do you see a conference like Bretton Woods? Or is this something we just naturally move towards without putting a label on it?*

Luke Gromen: I don't think we are going to have a single big conference. But in my view there may be agreements like the one we've just seen at a G20 level where they came up with the idea of a debt moratorium for some of the world's poorest nations. The crisis might get to a point where it is in the interest of the US to not increase debt anymore. **At that point Trump could tell the Treasury to tell the Federal Reserve to write up the Gold and deposit the money in the Treasury's general account.** But I don't see how the US and China are sitting down to agree on a new monetary system.

**Ultimately this new system can be setup over a weekend anyway.** It all depends on the actions of the oil producers if the Saudis and the Russians agree to set a new price of oil in terms of gold. Just to use an extreme example, what if the oil producers value gold at 400 barrels of oil per ounce? That would create the new reference point and neutral reserve asset we talked about with one swift move.

Nikolaus Jilch: *How much would gold rise in currency terms?*

Luke Gromen: **It depends on each nation. If the eurozone wants oil at EUR 20 which would set gold at EUR 8.000 an ounce.** If the US prefers more expensive oil to support their own producers they could say we want oil at

USD 50 which would reset gold to USD 20.000 an ounce. Now Europe gets very cheap energy, but the euro would be very strong versus the US dollar. You wouldn't be selling many German-made Mercedes cars to the US at this rate.

Nikolaus Jilch: *When Austria and Germany repatriated their gold reserves, one of the reasons that was given was: In a crisis scenario we might need gold to pay for energy. Do you think we might see a phase where energy is sold for actual, physical gold only?*

*... the repatriations and the fact that the Central Bank Gold Agreement was not renewed after 20 years tells me that the European nations want to have full control of their gold because it is going to be used as a reserve asset at some point.*

Luke Gromen: If you go back to 1940 and look at the special relationship between the US and the UK: We didn't take pounds sterling. We wanted US dollars or gold. That is what happens in extreme times. Currently there are people in the US and the EU who like to paint Russia as a threat to America and Europe. But the Europeans seem to know better because otherwise they would not get gold back to Europe that was in London or New York to be safe from Russia. **To me the repatriations and the fact that the Central Bank Gold Agreement was not renewed after 20 years tells me that the European nations want to have full control of their gold because it is going to be used as a reserve asset at some point.** But to directly answer your question – do I think it would only be sold for physical gold? In my opinion, not unless there is another global war as we saw in 1940.

Nikolaus Jilch: *It's also interesting that nations like Italy or even Greece went through crisis but never thought about selling their vast gold reserves. Is it because they know that the gold is worth far more in the next system than in the current system? And what do you think that Saudis and Russians are planning right now? Are they going to force the system?*

*It is unlikely that rebuilding will take place anywhere near the current price of USD 1,700 per ounce.*

Luke Gromen: Regarding Italy and Greece – yes, I think that's right. I think they know that if or when the system breaks down, as the *Dutch National Bank* said last October, „Gold will be used to rebuild the system.“ It is unlikely that rebuilding will take place anywhere near the current price of USD 1,700 per ounce.

Regarding your question on Saudi and Russia, back on February 27 which was shortly before they decided surprisingly to not cut production we wrote a report titled: „New sanctions on Rosneft likely the kiss of death for oil, shale and oil related assets.“ It might have been one of our best calls ever. We said that the odds of Russia cutting production were near zero. Why did we think that?

We have to take a step back and look at the structure of the oil market at the end of February and the beginning of March 2020. China was in trouble. They already had to shut down parts of their economy because of Covid-19. GDP was falling. China is the biggest client of Russia and Saudi Arabia. The US is the biggest competitor of Russia and Saudi. **Then in late February, the US sanctioned Rosneft, the biggest oil firm in Russia that has very close ties to Putin.** Going into the meeting in the first week of March the consensus in Washington and on Wall Street was that the Russians and the Saudis would cut production, keep oil prices higher and thereby hurt their biggest client and help their biggest



*... the Saudis arrested one of their princes, a man named Mohammed bin Nayef (MbN), for treason. ... One day later on Saturday the Saudis announced to run oil production at full speed and would slash oil prices massively.*

*I think Russia played the bad cop and Saudi good cop.*

*... or was it something more coordinated, a step towards that new monetary system based on multicurrency pricing of oil?*

*... it hasn't escaped my notice that a quorum of the US establishment has fought Trump very, very hard.*

competitor. And then to try help ensure that outcome, we effectively punched the Russians in the face by sanctioning Rosneft.

So unsurprisingly (to us), Russia and Saudi didn't cut, and the oil price fell 10%. But that wasn't everything. That Friday night, March 6, the Saudis arrested one of their princes, a man named Mohammed bin Nayef (MbN), for treason. This was reported by the Wall Street Journal but didn't get a lot of attention. One day later on Saturday the Saudis announced to run oil production at full speed and would slash oil prices massively.

**Now who is MbN? In 2017 he received a medal for his services from then CIA director Pompeo, who is now Head of the US State Department.**

MbN was once referred to in the US press (Politico magazine) as „Washington's favorite Saudi“. And so we have this incredible set of coincidences where MbN gets arrested on the same day as Saudis and Russians decide to let the market do its thing and stop all production cuts – helping China and hurting the US in the process.

In the US this was explained as a price war between Saudis and Russians. I don't think that's what it was at all. **I think Russia played the bad cop and Saudi good cop.** We've heard very credible rumblings that a deal was signed earlier this year for China to be able to buy oil from the Saudis in US dollars or yuan, China's choice. We heard that from more than one credible source. So I think there's much more going on here than the accepted western narrative of just a Russia/Saudi price war.

The question is: To what end? Just to teach the US a lesson? To take shale out once and for all? **Or was it something more coordinated, a step towards that new monetary system based on multicurrency pricing of oil?** In that case the incentive structure for oil producers changes from restricting production to maximize US dollars, to maximizing production to maximize oil producers to get as much gold as possible before the gold-oil-ratio rises as it would under a multicurrency energy pricing system where gold is the effective reference point, per our prior comments. Those would be some of the potential options. **The price war narrative between Saudi and Russia doesn't make much sense to me.**

Nikolaus Jilch: *In that case isn't the Trump administration basically doing everything in their power to ensure this outcome: multicurrency pricing of oil?*

Luke Gromen: I don't know. I would say this: If you asked me in 2016 how I would go about ending the US dollars' monopoly on oil by 2020 I would have advocated a lot of similar ideas to what Trump has done since 2016. I just have a hard time ascribing that level of Machiavellianism to this administration. At the same time, it hasn't escaped my notice that a quorum of the US establishment has fought Trump very, very hard.

If we go back to the oil thing, after what amounted to an attack on US shale by Saudi Arabia and Russia, they agreed to actually cut production. Why would they do that if there wasn't some kind of deal done in the background? Yes, Saudi and

Russia are feeling pain, but a cursory look at both country's reserves showed that they would not run out of money until way after shale was already gone.

When I think of it that way, it suggests to me that things are happening which we will only find out the full details long after we've seen the consequences of all of this play out in markets. I haven't fully worked it out myself, but it surely does look like big things are happening. **Sovereign debt crises always work out in one of two ways. Either the debt is restructured or defaulted on, or it's inflated away via financial repression** and as the IMF noted in a 2015 white paper, „a few hyperinflations“.

*The last time global sovereign debt was a bubble that burst, all global sovereign debt collapsed relative to gold.*

We're there now. The global sovereign debt bubble has burst. We've not seen something like this on a global level since after World War I. How did it play out then? The sovereign debt of Germany and Austria went to zero against gold back then. The debt of the US fell about 75% against gold. What I'm talking about here is the value of the currencies. US and UK devalued, the French as well. The Japanese nearly hyperinflated. **The last time global sovereign debt was a bubble that burst, all global sovereign debt collapsed relative to gold.**

*... we come to one of two outcomes: It is either print, blow up the balance sheet and devalue the currencies against gold or it is a disorderly collapse of the post-1971 US dollar-centric system.*

**Now we have a global sovereign debt bubble, centered in the Western world and this exogenous crisis that you cannot paper over.** This is a very explosive combination. The longer this goes on the closer we come to one of two outcomes: It is either print, blow up the balance sheet and devalue the currencies against gold or it is a disorderly collapse of the post-1971 US dollar-centric system.

**To me it seems clear that option one has been chosen.** No one in politics or central banking wants a nominal collapse on their watch, so it appears we are going down the route of money printing. **At some point we will either see an agreement or a de facto move to a new system where gold is at some bigger price and serves as a reserve asset once again.**

Nikolaus Jilch: *Thank you very much for the interview, Luke!*

Luke Gromen: It was my pleasure!



# SolGold

## AN EMERGING COPPER GOLD MAJOR IN ECUADOR



- Large social & environmental teams
- Focus on community consultation
- Local job creation (98% Ecuadorean workforce)



- World class Alpa Project
- Largest concession holder in Ecuador
- 13 priority exploration projects



- Ecuador - highly prospective new mining province
- First mover advantage
- Strong government relations

### Alpa Project\*:

- 21.7 Moz gold
- 9.9 Mt copper
- 92.2 Moz silver
- 55-year mine life
- NPV of \$4.4 billion
- IRR of 25.9%
- Clean high value concentrate

\*As per MRE#3 & PEA



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

LSE & TSX: SOLG

FRA:S8F

@solgold\_plc



# Von West nach Ost: Gold fließt den „starken Händen Asiens“ zu

*„Wir haben Gold, weil wir den  
Regierungen nicht trauen können.“*

Herbert Hoover, 1935

## Key Takeaways

- Der wichtigste Nachfragefaktor bei physischem Gold ist die asiatische Goldnachfrage.
- Asiatische Zentralbanken sind Nettokäufer am Goldmarkt, allen voran China und Russland.
- Indische und chinesische Privathaushalte bleiben die wichtigsten Käufer in Asien.
- Die Liberalisierung des Goldmarktes schreitet in China weiter voran, während beispielsweise Indien, Vietnam oder der Iran weiterhin versuchen, den Markt staatlich zu kontrollieren.
- Asiatische Käufer sind preissensitive Käufer, d. h. (deutlich) steigende Preise führen zu Kaufzurückhaltung. Zeitgleich zählen sie zu den „starken Händen“, die nicht in eine Korrektur hinein verkaufen, sondern Gold als langfristige Spar- und Vermögensanlage sehen und antizyklisch agieren.

**Vergangenes Jahr ist der *In Gold We Trust*-Report zum ersten Mal auf Chinesisch erschienen.** Ein ausführliches Kapitel mit dem Titel „Das Gold und der Drache – wie China seinen Aufstieg mit Gold stabilisiert“ hatten wir dem Reich der Mitte gewidmet und darüber hinaus ein Exklusivinterview mit der Investmentlegende und „China-Guru“ Jim Rogers geführt.<sup>234</sup> **Dieses Jahr wollen wir den Fokus etwas weiten und uns mit Asien insgesamt näher beschäftigen und Fragen behandeln wie: Wer sind die wichtigen Käufer? Was sind die bestimmenden Trends? Wie ist es um die Situation der Minengesellschaften bestellt? Wie sind die Regierungen Asiens dem Edelmetall gegenüber eingestellt?**

*Whoever wishes to foresee the future must consult the past; for human events ever resemble those of preceding times. This arises from the fact that they are produced by men who ever have been, and ever will be, animated by the same passions, and thus they necessarily have the same result.*

**Niccolò Machiavelli**

Während sich der Westen weitestgehend vom „barbarischen Relikt“ Gold abgewandt hat – mit Ausnahme vielleicht des deutschen Kulturraumes, in dem die Schrecken der Hyperinflationen von 1923 (Deutschland) bzw. 1924 (Österreich) noch im kollektiven Gedächtnis gespeichert sind – ist in Asien das Wissen darum, dass Gold über 5.000 Jahre lang Geld war, nach wie vor präsent. **Der größte Kontinent unseres Planeten ist auch einer der entscheidenden Faktoren, die den Goldpreis bewegen. Denn in Asien zählt vor allem das physische Metall. „Papiergold“ wie Goldzertifikate, ETFs und Derivate werden kaum erworben.**

**Die Gründe, weshalb man auf Gold setzt, sind in Asien ebenso vielfältig wie die Regionen des Kontinents. Es ist ein klassisches Sparvehikel und ein traditionelles Hochzeitsgeschenk bzw. die Brautmitgift. Deshalb wird in Asien die im Westen vorherrschende Unterscheidung zwischen Anlagegold und Schmuckgold nicht vorgenommen.** In nicht wenigen Regionen übernehmen die Goldhändler auch das traditionelle Bankengeschäft, weil es Banken bestenfalls in der nächsten größeren Stadt gibt, nicht aber in den ländlichen Dorfstrukturen. Die Goldhändler sind zudem auch häufig Kreditgeber und Pfandleiher.

#### Klassischer indischer Hochzeitsschmuck



Quelle: ID 8180766/Pixabay

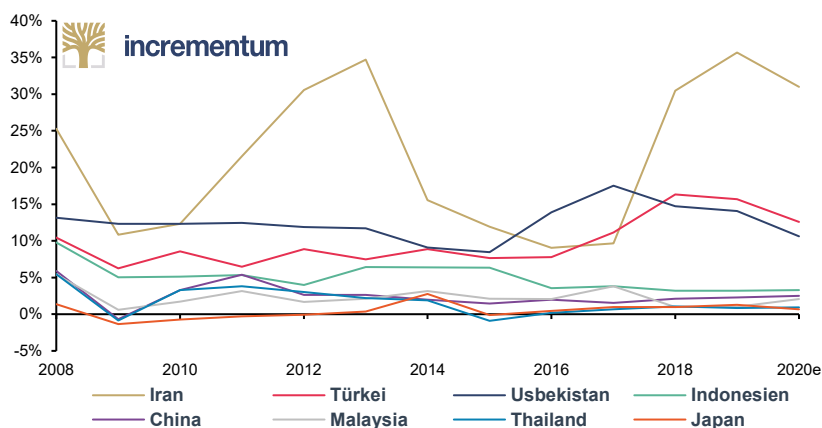
<sup>234</sup> Vgl. „Das Gold und der Drache – China stabilisiert seinen Aufstieg mit Gold“, *In Gold We Trust*-Report 2019

*The desire for gold ist the most universal and deeply rooted commercial instinct of the human race.*

**Gerald M.Loeb**

**Diese Struktur trägt dazu bei, dass sich das Bewusstsein in Asien für die Gleichsetzung von „Gold = Geld“ sehr viel stärker gehalten hat als im Westen.** In den ländlichen Gebieten Asiens ist zudem die Konsummentalität, die gerade auch in den ärmeren Gesellschaftsschichten des Westens vorherrscht, bei weitem nicht so stark ausgeprägt. Gekauft wird das Notwendige und gespart wird zumeist in Gold. Nicht nur weil die Banken und entsprechende „Finanzinnovationen“ weitestgehend fehlen, sondern auch, weil der Bevölkerung die staatliche Besteuerung via Inflation sehr viel stärker bewusst ist. Die Inflationsraten Asiens liegen meist deutlich über denen des Westens. Zudem haben die asiatischen Staaten in den letzten 50 Jahren sehr viel mehr harte Wirtschaftskrisen, Hoch- und Hyperinflationen erlebt und die meisten Währungen sind Weichwährungen.

**Ausgewählte Inflationsraten asiatischer Länder, 2008-2020e**



Quelle: Statista.com, Weltbank, IWF, Incrementum AG

*Commodities such as gold and silver have a world market that transcends national borders, politics, religions, and race. A person may not like someone else's religion, but he'll accept his gold.*

**Robert Kiyosaki**

**Die staatlichen Akteure Asiens agieren am Goldmarkt uneinheitlich. Die chinesische Zentralbank, die People's Bank of China (PBoC), und deren russisches Pendant, die Bank Rossii, sind die wichtigsten staatlichen Akteure am Goldmarkt. Doch auch fast alle größeren und kleineren Länder Asiens haben ihre staatlichen Goldreserven in den vergangenen zehn Jahren aufgestockt.** Von den Top 5 der Goldkäufer 2019 stammen mit der Türkei, Russland, China und Kasachstan gleich vier aus Asien. Zeitgleich aber gibt es Regionen, in denen mittels massiver Regulierung dem Volk die Lust aufs Gold verleidet werden soll. Dazu gehört Indien, aber auch die Regierung Vietnams ist kein Freund des Goldes. Und für Staaten, die unter Sanktionen des Westens stehen, wie der Iran, ist Gold oftmals eine der wenigen Möglichkeiten der Abwicklungen des Außenhandels durch den Rückgriff auf einen Naturaltausch.<sup>235</sup>

<sup>235</sup> Vgl. Ralph, Rotte: Das Phänomen Krieg – eine sozialwissenschaftliche Bestandsaufnahme, 2019, S. 292



## China

*„True gold fears no fire.“*

Chinesisches Sprichwort

*Heaven is above, earth is below,  
and that in between heaven and  
earth is called China. Those on  
the peripheries are the foreign.  
The foreign belong to the outer,  
while China belongs to the inner.*  
**Shi Jie**

**Längst ist das Reich der Mitte einer der wichtigsten Player am Goldmarkt. 1983 erlaubte China den privaten Goldbesitz, doch der Handel blieb bis 2001 der PBoC vorbehalten. Seitdem wurden systematisch alle Stufen der Goldindustrie gefördert und ausgebaut. Heute ist China das größte Goldförderland der Welt, der größte Goldverbraucher und der größte Goldimporteur. Die „Shanghai Gold Exchange“ (SEG) ist ein wichtiger und aufstrebender Akteur im internationalen Goldmarkt. Mit der neuen Freihandelszone in Shanghai/Pudong will China verstärkt ein internationales Publikum anlocken. Denn noch ist der Export von Gold aus China verboten.**

**Nanhui New City ist Teil der China (Shanghai) Pilot-Freihandelszone**

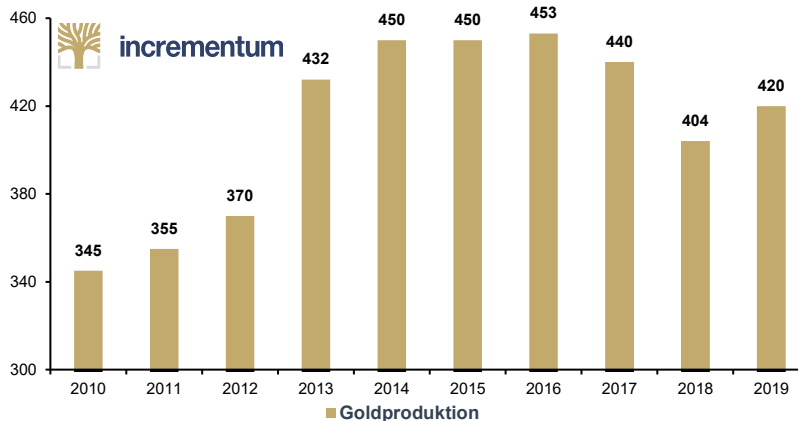


Bildnachweis: MNXANL

*Europeans found the Chinese  
amusing for their rejection of  
paper money and their practice  
of weighing metallic currency on  
scales. People presumed that the  
Chinese were five generations  
behind us – in reality they were a  
generation ahead of Europe.*  
**Felix Somary**

**Kein Gramm, das in China aus der Erde geholt oder von China importiert wurde, verlässt das Land.** Da an der SEG ausschließlich physisch hinterlegtes Metall gehandelt wird, ist es schwierig, die internationale Goldcommunity nach Shanghai zu holen, zumal wegen der Kapitalverkehrskontrollen auch eingesetztes Kapital nur schwer wieder außer Landes gebracht werden kann. Mit der China (Shanghai) Pilot Free-Trade Zone wird dieses Problem adressiert, denn das dort gelagerte Metall befindet sich außerhalb der chinesischen Zollgrenzen. Und die inzwischen deutlich beschleunigte Öffnung der chinesischen Finanzmärkte insgesamt macht Shanghai noch attraktiver.

### China: Goldproduktion, in Tonnen, 2010-2019



Quelle: World Gold Council, China Gold Association, USGS, Incrementum AG

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

**Grant Williams**

**Seit Dezember 2018 tätigte die PBoC einige Zukäufe. Am Jahresende 2019 beliefen sich die offiziellen Goldbestände auf 1.948,3 Tonnen.** Insider gehen jedoch von deutlich höheren Beständen aus, die in Finanzfirmen, bei Treuhändern und in Staatsfonds versteckt sein sollen. Jan Nieuwenhuijs, Analyst des finnischen Goldhandelshauses Voima Gold schrieb dazu:

*„Grasping the exact size of their official gold reserves is unfortunately impossible, ... but there are many clues signalling they’ve covertly bought hundreds if not thousands of tonnes of gold since 2009.“<sup>236</sup>*

Die Gründe für die regelmäßigen Zukäufe sind vielfältig. Die gewaltigen Währungsreserven Chinas betragen rund 3.106 Mrd. USD, ebenfalls per 31. Dezember 2019. Diese mit einer im Verhältnis kleinen Goldposition abzusichern, scheint mehr als vernünftig. Allerdings kann China nicht allzu viel umschichten, weil es sonst zu einer massiven Preisbeeinflussung käme, wie die PBoC selbst konstatiert:

*„Gold has a special risk-return characteristic, and at specific times is not a bad investment. ... But the capacity of the gold market is small compared with China’s foreign exchange reserves; if foreign exchange reserves were used to buy large amounts of gold in a short amount of time, it will easily affect the market.“<sup>237</sup>*

*So, the real economic struggle between the US and China may not be fought out over trade or technology, but end up as a monetary war.*

**Charles Gave**

**Zeitgleich ist sich China dessen bewusst, dass es im Falle einer Neuordnung des internationalen Finanzsystems Gold braucht, wenn man sie denn selbst mitgestalten möchte. Unser Advisory Board-Mitglied Jim Rickards wählt als Vergleich einen Pokertisch, an den man sich mit so vielen Pokerchips wie möglich setzen möchte:**

*„In any monetary reset, countries will come together and sit around the table. One can think of that meeting as a poker game. When you sit down at the*

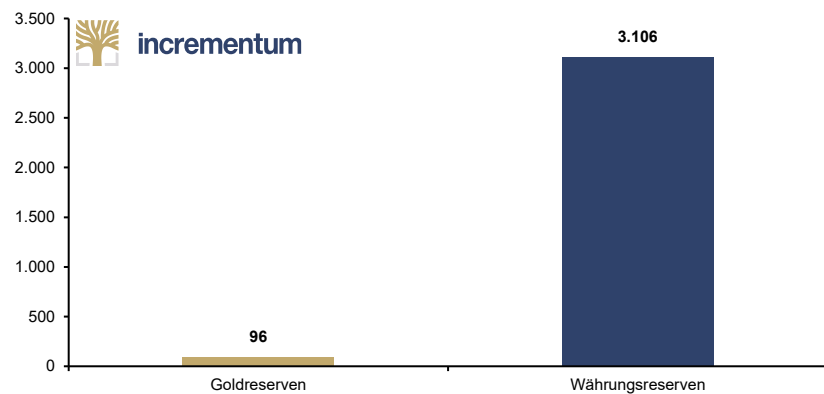
<sup>236</sup> Vgl. „PBOC Gold Purchases: Separating Facts from Speculation“, Bullionstar, 21. Juli 2017

<sup>237</sup> Vgl. „China breaks 6-year silence on gold reserves“, Financial Times, 17. Juli 2015

*poker table, you want a big pile of chips. Gold functions like a pile of poker chips in this context. This doesn't mean that the world automatically goes to a gold standard. It does mean that one's voice at the table is going to be a function of the size of its gold hoard.*<sup>238</sup>

**Darüber hinaus nutzt China Gold, um den Wechselkurs des Yuan zu kontrollieren.** Durch Goldzukäufe soll die Währung innerhalb einer gewissen Bandbreite gehalten werden.<sup>239</sup>

China: Gold- und Währungsreserven, in Mrd. USD, 2019



Quelle: PBoC, Weltbank, Incrementum AG

*China's renminbi is widely regarded as a potential candidate to supplement the dollar in the international sphere. One can imagine rapid adoption of the renminbi as an international unit of account, means of payment, and store of value, to the point where it quickly comes to be used widely in cross-border transactions, similarly to the rapid adoption of the dollar between 1914 and 1924.*

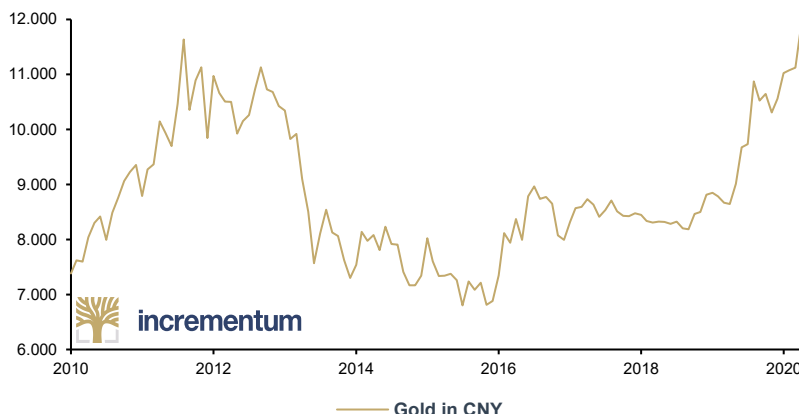
**Barry Eichengreen**

**Auch die chinesische Bevölkerung zählt zu den fleißigen Goldkäufern. Gold ist ein traditionelles Hochzeitsgeschenk. Zudem bestanden für Chinesen lange Zeit wenige Möglichkeiten, Geld zu investieren.** Die meisten Ersparnisse fließen traditionell zuerst in Immobilien, dann in Immobilien und dann in Immobilien. Klassische Anlageüberlegungen und -strategien wie im Westen sind ein junges und neues Phänomen. **Neben dem Kauf von Wohneigentum war Gold eines der wenigen Sparvehikel, das allen Chinesen bereits sehr früh während des Reformkurses offenstand. Der Aktienmarkt wird traditionell nur bedingt als echtes Investmentvehikel gesehen.** Nicht umsonst heißt es im Chinesischen: In Aktien „spielen“ – die (empfundene) Nähe zu den gerade bei Chinesen so beliebten Glücksspielen findet also auch ihren sprachlichen Niederschlag.

<sup>238</sup> Vgl. „Gold is the pile of poker chips in the next global crisis“, MarketWatch, 5. April 2016

<sup>239</sup> Vgl. „Das Gold und der Drache – China stabilisiert seinen Aufstieg mit Gold“, In Gold We Trust-Report 2019

Gold in CNY, 01/2010-04/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Like Liberty, gold never stays where it is undervalued.*

**John S. Morrill**

*Coronavirus means that something very big has gone very wrong in a very economically important part of the world.*

**Luke Gromen**

**Allerdings halten sich die Chinesen in jüngerer Vergangenheit bei Goldimporten zurück. Diese fielen im Jahr 2019 auf ein Mehrjahrestief. Nur noch rund 1.000 Tonnen wurden eingeführt.**

Neuerlich hat sich bestätigt, dass die Asiaten im Wesentlichen antizyklische Käufer sind, die sehr sensibel auf Preissteigerungen reagieren. Das vergangene Jahr war bekanntlich das beste Jahr für Gold seit sieben Jahren. Zeitgleich sinkt die Heiratsquote, was unter anderem auf die seit Jahrzehnten fallende Geburtenrate zurückzuführen ist.<sup>240</sup> Daran hat sich auch nach der Aufhebung der Ein-Kind-Politik nichts geändert.<sup>241</sup> Zudem ist für die wohlhabende, junge Generation in Shanghai oder Shenzhen der Kauf der neusten Handymodelle, angesagter Modelabels oder schneller Autos prestigeträchtiger als der Goldkauf. Auch hier lässt sich beobachten, dass das Wissen der Vorfahren tendenziell verloren geht, wenn die Zeiten zu gut und der Wohlstand zu schnell zu groß werden.

**Die Coronaviruspandemie und die chinesische Goldnachfrage**

Noch ist es zweifelsohne viel zu früh, ein abschließendes Fazit hinsichtlich der Folgen des Ausbruchs des Coronavirus zu ziehen, aber große Trends zeichnen sich bereits ab. Das Virus hat das Potential, die Struktur der Globalisierung grundlegend zu verändern.

Die staatlichen Maßnahmen, die wohl bis hin zur Verstaatlichung wichtiger Unternehmen reichen dürften, wirken grundsätzlich inflationär.<sup>242</sup> Wie massiv sich diese Inflation auf die Teuerung durchschlägt, bleibt abzuwarten. In China haben die Preise bereits seit einem Jahr deutlich angezogen. Lebensmittel kosteten im Schnitt rund 15% mehr als im Vorjahr und die allgemeine Teuerung ist ebenfalls auf über 5% gesprungen. **Die Teuerung ist bereits jetzt auf dem**

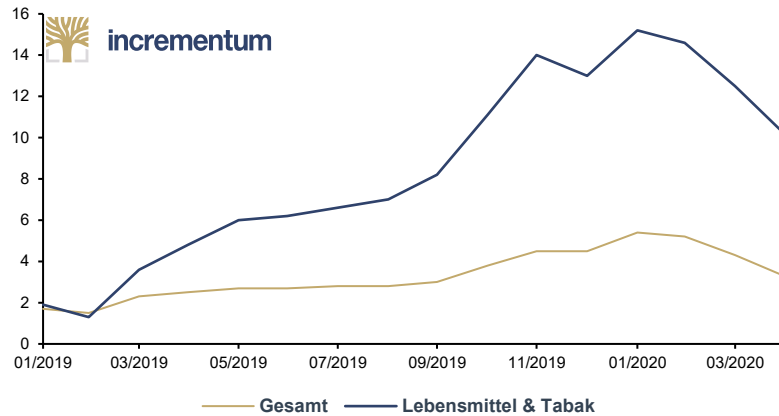
<sup>240</sup> Vgl. „Marriage rate in China hits lowest on record“, China Daily, 21. März 2019

<sup>241</sup> Vgl. „China’s Birthrate Hits Historic Low, in Looming Crisis for Beijing“, New York Times, 16. Jänner 2020

<sup>242</sup> Beispielsweise wurde der ohnehin schon stark angeschlagen Mischkonzern HNA mit Pekings Hilfe zumindest am Leben gehalten. Vgl. „China’s HNA wins government help in bid to stay afloat“, Asia Nikkei, 3. März 2020. Auch in Deutschland ist man laut Wirtschaftsminister Peter Altmeier zur Verstaatlichung „wichtiger“ Betriebe bereit. Vgl. „Corona: Verstaatlichung von Unternehmen als letztes Mittel?“, DW, 19. März 2020; Die EU-Kommission ermutigte die EU-Mitgliedsstaaten ebenfalls in diese Richtung. Vgl. „European countries need to protect their companies from Chinese takeovers, says EU Commissioner“, Euronews, 13. April 2020

**höchsten Stand seit dem Jahr 2011. Dies dürfte zweifelsohne für einen Nachfrageimpuls bei inflationssicheren Anlagegütern wie Gold sorgen.**

**China: Inflation, in %, 01/2019-04/2020**



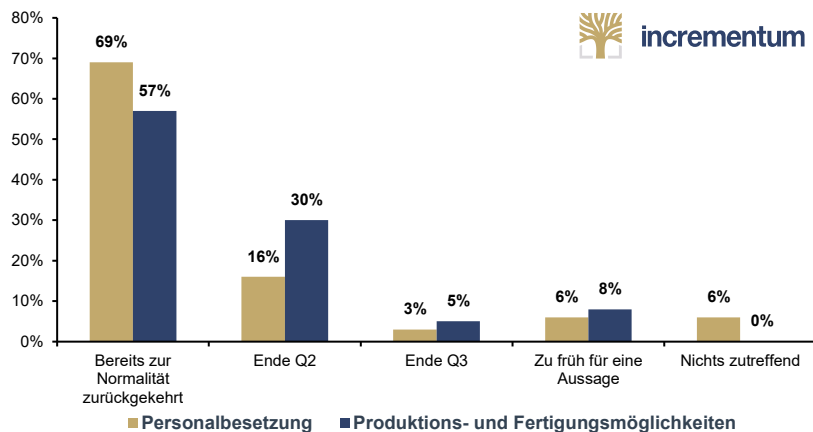
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*China treasures its promises and commitments with a thousand taels of gold.*

**Xi Jinping**

Dem freilich steht ein zweiter großer Trend entgegen. Die globale Wirtschaft wird noch lange mit den Folgen und den staatlichen Maßnahmen gegen das Virus zu kämpfen haben. **Auch wenn die Kommunistische Partei Chinas behauptet, man habe das Tal der Tränen längst durchschritten und die Wirtschaft laufe wieder planmäßig, darf man einige Zweifel daran haben. Schätzungen von Anfang April gehen davon aus, dass China erst zum Ende des 2. Quartals 2020 90% der Kapazitäten erreicht haben wird.**<sup>243</sup> Wir zeigen uns hier eher skeptisch.

**China: Beschäftigungssituation und Produktionslage, Ende März 2020**



Quelle: AHK, Deutsche Handelskammer in China, Incrementum AG

**Darüber hinaus darf man nicht vergessen, wie vernetzt die großen Volkswirtschaften inzwischen sind. Selbst wenn in China die Wirtschaft wieder anspringt, nutzt dies nur bedingt, wenn Europa und Nordamerika zeitgleich in einer Depression versinken.** Dann fehlen zum einen die Nachfrager aus diesen Regionen und zum anderen droht auch der Ausfall der Zulieferer, die nach wie vor zumeist die Herzstücke von dann in China

<sup>243</sup> Vgl. „Coronakrise: Situation in China verbessert sich nur langsam“, *Produktion*, 2. April 2020

zusammengesetzten Maschinen liefern. Die asynchrone Entwicklung der Pandemie führt so zur Disruption der vernetzten Industrien. Das von Covid-19 kaum betroffene Korea musste beispielsweise diese Erfahrung machen, als in einem der größten Automobilwerke der Welt in Busan bereits Mitte Februar 2020 wichtige Produktionsteile ausgingen, weil der chinesische Zulieferer die Produktion einstellen musste.<sup>244</sup> Durchaus möglich, dass China diese Erfahrung ebenfalls wird machen müssen.

**Zudem darf man die offiziellen Infektions- und Opferzahlen aus Peking anzweifeln.** So ging beispielsweise die Zahl der Handynutzer in China im Februar 2020 um 21 Millionen Nutzer gegenüber November 2019 zurück. Die Zahl der Festnetzanschlüsse sank um 840.000.<sup>245</sup> Auch wenn diese Zahlen sicherlich nicht der möglichen Opferzahl entsprechen, so sind sie doch ein Indiz dafür, dass es womöglich deutlich mehr als die kolportierten 4.633 Toten gab.<sup>246</sup>

Vor allem aber spiegelt sich darin ein massiver Wirtschaftseinbruch wider. Bei (weiter) schlecht laufender Wirtschaft und steigenden Lebenshaltungskosten wird mehr und mehr Chinesen schlicht das Kapital zum Goldkauf fehlen. **Bereits 2019 war die chinesische Goldnachfrage nicht zuletzt aufgrund der schwachen Wirtschaftsentwicklung auf ein 10-Jahrestief gefallen. Im vergangenen Jahr lag das Wirtschaftswachstum der Volksrepublik auf dem niedrigsten Stand seit 30 Jahren.**

*We will never allow anyone, any organization, or any political party, at any time or in any form, to separate any part of Chinese territory from China.*

**Xi Jinping**

**Dieser zweite Trend wird durch einen weiteren Trend noch verstärkt werden. Die Weltwirtschaft wird in den kommenden Jahren eine massive Diversifizierung der Zulieferketten sehen sowie die Rückholung wichtiger Betriebe in die jeweiligen Heimatregionen.** Den USA ebenso wie den europäischen Staaten ist schlagartig bewusst geworden, wie verwundbar sie sind, wenn beispielsweise 80% der Antibiotika beziehungsweise der entsprechenden Vorprodukte in China gefertigt werden.<sup>247</sup> Japan ist in dieser Hinsicht bereits vorgeprescht. Das Land zahlt seinen Unternehmen eine Prämie, wenn sie die Produktion aus China verlagern – sei es nach Japan selbst oder in ein anderes Land.<sup>248</sup>

**Auch ist zu vermuten, dass, nachdem die eigentliche Krise ausgestanden ist und das große Aufräumen beginnt, die Frage nach dem Schuldigen aufgeworfen werden wird.** Gerade in den USA und in Großbritannien wird bereits jetzt ständig betont, dass es sich um ein „China-Virus“ handelt. Die Vermutung liegt nahe, dass gerade die USA gewillt sind, Peking am Ende eine Rechnung für das Virusdesaster zu präsentieren. Die Bemerkungen des US-Senators Lindsay Graham, der von „China has to pay big time“ sprach, deuten

<sup>244</sup> Vgl. „Coronavirus stoppt die Produktion bei Hyundai“, Spiegel, 4. Februar 2020

<sup>245</sup> Vgl. „Is China hiding COVID-19 death toll? 21 million cell phones disappeared, why?“, International Business Times, 29. März 2020

<sup>246</sup> Stand per 9. Mai 2020, [worldometers.info](http://worldometers.info)

<sup>247</sup> Vgl. „Produktion zurück nach Europa holen“, Pharmazeutische Zeitung, 16. März 2020

<sup>248</sup> Vgl. „Japan to pay firms to leave China, relocate production elsewhere as part of coronavirus stimulus“, South China Morning Post, 9. April 2020



in diese Richtung.<sup>249</sup> Der republikanische Kongressabgeordnete aus Indiana, Jim Banks, forderte sogar bereits explizit Reparationen von China.<sup>250</sup>

Dieser dritte Trend wird auch auf den ersten Trend rückwirken. **Die von den westlichen Ländern angekündigte Repatriierung von Produktionsstätten – gerade in Hochlohnländer – würde die Preise weiter steigen lassen. Dazu werden sich die internationalen Beziehungen verschlechtern und die herrschenden Konflikte entlang ihrer bereits bestehenden Spannungslinien verschärfen.** Washington wird – selbst wenn es keine direkten Reparationen fordern sollte – die Pandemie sicherlich als Hebel im Handelsstreit zu nutzen suchen. In China wiederum wachsen bereits jetzt Nationalismus und Fremdenfeindlichkeit in besorgniserregender Geschwindigkeit.<sup>251</sup> Aus dieser Perspektive liegt der Schluss nahe, dass in der kommenden Phase über die nächsten Jahre der eigentliche Treiber des Goldpreises weniger auf der Nachfrageseite zu finden sein wird. **Vielmehr dürfte es die Kombination aus der massiven Ausweitung der globalen Geldmengen, der Renationalisierung von Industrien, einer allgemeinen Verschlechterung der internationalen Sicherheitslage sowie der sich beschleunigende Vertrauensverlust der Bevölkerungen in ihre Politiker sein, die ein deutliches Ansteigen des Goldpreises bewirken wird.**

## Indien

*Even during the period when Rome lost much of her ancient prestige, an Indian traveler observed that trade all over the world was operated with the aid of Roman gold coins which were accepted and admired everywhere.*

**Paul Einzig**

**In Indien sind in Sachen Gold zwei gegensätzliche Strömungen am Werk. Die Inder sind ein extrem goldaffines Volk und die indische Hochzeitssaison war lange Zeit ein bestimmender Faktor am Goldmarkt. Nach wie vor sparen Inder in Gold. Rund 75% der indischen Ersparnisse sind in Gold angelegt.**<sup>252</sup> Der Goldschmuck ist ein essenzieller Teil der Aussteuer und in vielen Hindutempeln wird mehr Gold gehortet, als so manche Zentralbank hält. Nach wie vor dürften die indischen Privathaushalte mit rund 24.000 Tonnen Gold die größten Goldbesitzer der Welt sein.

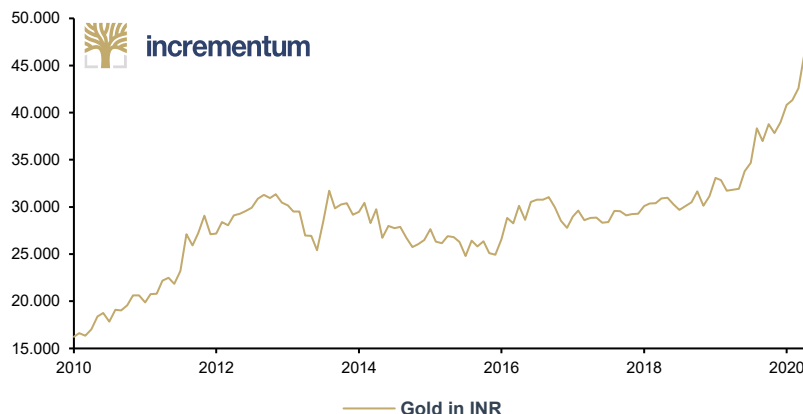
<sup>249</sup> Vgl. „China must ‘pay big time’ for coronavirus response Lindsay Graham says“, Independent, 8. April 2020

<sup>250</sup> Vgl. „Rep. Jim Banks: China’s Communist Party Should Be Forced to Pay Reparations for Coronavirus Coverup“, YouTube, 21. März 2020

<sup>251</sup> Seit dem 28. März 2020 dürfen Ausländer, selbst wenn sie ein gültiges Visum oder gar einen Wohnsitz in China haben, nicht mehr einreisen. Wer sich als Ausländer in China aufhält, wird oftmals als Bürger zweiter Klasse behandelt. Der Zutritt zu Restaurants oder öffentlichen Gebäuden wird verwehrt, Taxifahrer verweigern die Beförderung. Besonders betroffen sind Schwarze. Vgl. „COVID-19 Racism and Xenophobia“, Karain Korea, 13. April 2020; „US warns African-Americans to avoid Guangzhou after reports black people are being targeted in coronavirus clampdown“, South China Morning Post, 11. April 2020

<sup>252</sup> Vgl. „Indischer Goldmarkt“, Graphic News, 14. Dezember 2016

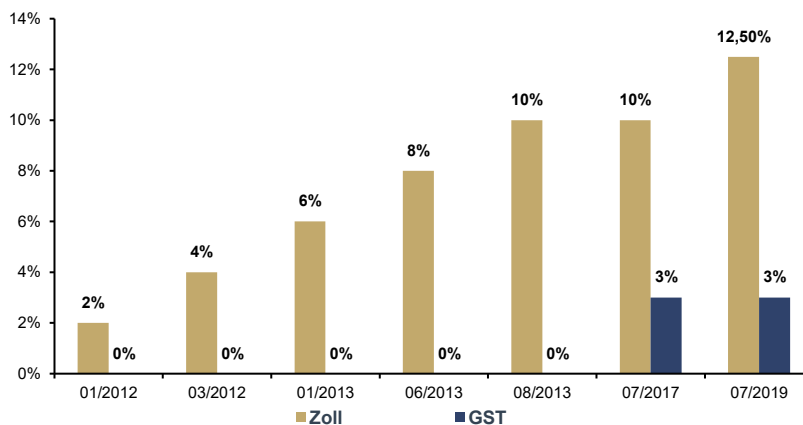
Gold in INR, 01/2020-04/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Der indischen Regierung scheint Gold allerdings verhasst zu sein. Der indische Staatspräsident Narendra Modi hat sich vorgenommen, Indien zur ersten e-Nation zu machen.** Er träumt neben anderen Dingen von einer rein elektronischen Zahlungsabwicklung, das in einem Land, in dem rund 30% der Bevölkerung nicht lesen und schreiben können<sup>253</sup> und knapp die Hälfte ihre Notdurft im Freien verrichten müssen.<sup>254</sup> **Sukzessive erhöhte die indische Regierung die Einfuhr- und Mehrwertsteuer auf Gold und regulierte den Goldhandel weiter. In nur 7 Jahren stiegen die Steuern und Zölle auf Goldeinfuhren von 2% auf 15,5%.**

Indien: Steuern und Zölle auf Goldimporte, 2012-2019



Quelle: Incrementum AG

*There is no need to go to India or anywhere else to find peace. You will find that deep place of silence in your room, your garden, or even your bathtub.*  
**Elisabeth Kubler-Ross**

Auch versucht man den Markt weiter zu vereinheitlichen, beispielsweise indem eine allgemeine, offizielle Stempelung für Barren und Schmuck eingeführt wurde. Diese wird ab dem kommenden Jahr sogar verpflichtend, da erst 26.000 der rund 600.000 indischen Goldhändler das Stempelsystem des „Bureau of Indian Standards“ (BIS) nutzen.<sup>255</sup> Programme wie das „Gold Monetisation Scheme 2015“<sup>256</sup>, bei dem die Bürger ihr Gold gegen einen festen Zinssatz über einen

<sup>253</sup> „India: Literacy rate in 2011, 2015 and 2018“, statista.com, Dezember 2019

<sup>254</sup> Vgl. „Wie fehlende Toiletten und alte Traditionen für Probleme sorgen“, National Geographic, 9. November 2017

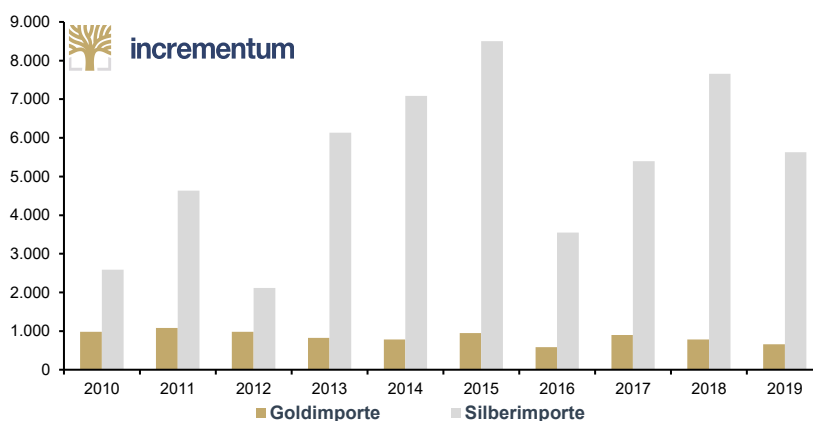
<sup>255</sup> Vgl. „BIS hallmarking for gold jewellery mandatory from January 15, 2021: Govt“, Zee News, 29. November 2019

<sup>256</sup> Reserve Bank of India: „Gold Monetisation Scheme, 2015 (Updated as on August 16, 2019)“, 16. August 2019

bestimmten Zeitraum bei Banken einlagern konnten, waren im Wesentlichen ein Fehlschlag. Gerade einmal 900 Kilogramm Gold wurden auf diese Weise eingesammelt.

**Es bleibt dabei, dass alle Bemühungen des indischen Staates, seine Bürger von Goldkäufen abzuhalten, nicht fruchten.** Zwar brach die Nachfrage am Höhepunkt der Kampagne zur Abschaffung des Bargelds deutlich ein, inzwischen aber hat sich die Nachfrage wieder etwas erholt. Mengemäßig hat sie 2019 zwar ein 3-Jahrestief verzeichnet, da die Importe 12% unter denen des Jahres 2018 lagen, aber in Rupien betrachtet beträgt der Rückgang nur 2%. Darin spiegelt sich der deutliche Preisanstieg des Goldes im vergangenen Jahr wider und bestätigt einmal mehr die allgemeine Preissensitivität der Asiaten, die bei deutlichen Kursanstiegen Kaufzurückhaltung üben.

#### Indien: Gold- und Silberimporte, in Tonnen, 2010-2019



Quelle: Smaugold, Incrementum AG

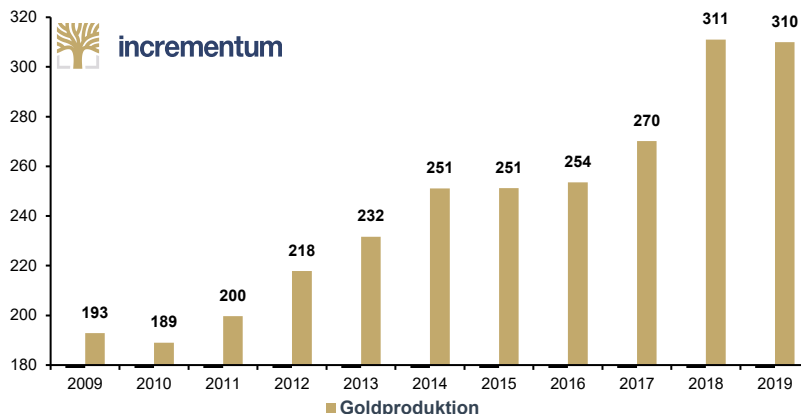
## Russland

*„If everything stops functioning our level will be able to ensure our trade turnover using its gold and foreign currency reserves for at least six months or more, which is more than enough.“*

Wladimir Putin

**Russland ist aus zweierlei Hinsicht wichtig für den Goldmarkt. Zum einen ist Russland einer der größten Produzenten. Rund 310 Tonnen produzierte das Land im vergangenen Jahr. Insgesamt legte die russische Produktion in den vergangenen 10 Jahren um mehr als 50% zu.**

### Russland: Goldproduktion, in Tonnen, 2009-2019



Quelle: World Gold Council, Bank Rossii, Incrementum AG

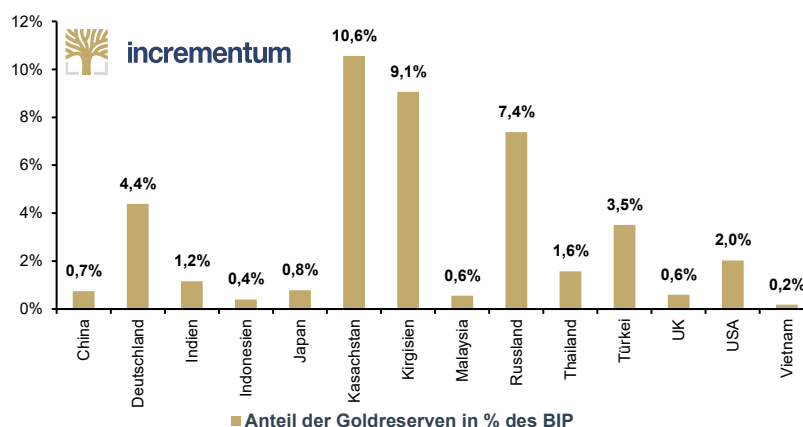
**Hinzu kommt, dass die russische Zentralbank seit Jahren als regelmäßiger Goldkäufer auftritt.** Der Grund dafür ist klar. Russland versucht sich gegen die Sanktionen des Westens mit Goldkäufen zu schützen. Vor allem der Rubel litt immer wieder massiv unter den Sanktionen.

*I strongly believe that the misuse of the role of the US dollar as an international currency will ultimately lead to its role being undermined.*

**Sergei Lawrow**

**Zeitgleich ist Russland inzwischen vermutlich einer der stabilsten staatlichen Akteure.** Die gewaltige Kredit- und Schuldenblase, die nach der Großen Finanzkrise ab 2009 aufgepumpt wurde, ging an Russland komplett vorbei. Die russischen Staatsschulden betragen weniger als 15% des BIP und die Nettoverschuldung liegt unter null. Auch für Russlands Gold gilt mehr oder weniger, was für Chinas Gold gilt: Es verbleibt im Land. Mit 2.251,89 Tonnen ist Russland mittlerweile einer der größten Goldhalter. 7,25% des BIP machen Russlands Goldreserven aus, beim in absoluten Zahlen größten Goldhalter, den USA, sind es nur etwas mehr als 2%.

### Anteil der Goldreserven in % des BIP, 2019



Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG

## Japan

**Bemerkenswerterweise spricht man selten über Japan, wenn es um Gold geht. Das mag nicht zuletzt daran liegen, dass die Kultur des Landes auf Schlichtheit und Zurückhaltung setzt.** Während in China die Farben Rot und Gold zentrale Elemente der Kultur sind und für Freude, Glück und Reichtum stehen, dominieren in Japan gedeckte Farbtöne.

*When the student is ready, the master appears.*

**Buddhistisches Sprichwort**

**Da gerät in Vergessenheit, das Japan gerade während des Booms in den 1970er- und 1980er-Jahren einen florierenden Goldmarkt hatte.** Die so genannten „Gold Accumulation Plans“ (GAP) erreichten ihre Hochphase in den 1980er-Jahren, als die japanischen Bürger insgesamt rund 300 Tonnen Gold ansparten. Der physische Goldhandel selbst wird von großen Konglomeraten wie Mitsubishi oder Tanaka kontrolliert. An der „Tokyo Commodity Exchange“ (TOCOM) wird die gesamte Bandbreite an Investmentvehikeln gehandelt. ETFs stehen dem Anleger ebenso zur Verfügung wie Futures, Goldsparpläne oder Derivate. **Der japanische Goldmarkt ist sicherlich einer der liquidesten, „erwachsensten“ und größten der Welt, auch wenn es im Westen so nicht mehr wahrgenommen wird.**

Angesichts der geographischen Nähe zu China dürfte Peking bei der Entwicklung seines Planes für den nationalen Goldsektor einige Anleihen bei Japan genommen haben. Die Bank of Japan hält mehr als 700 Tonnen Gold und auch aus dieser Perspektive ist das Land durchaus ein gewichtiger Player am Goldmarkt. **Vor allem der Wiener Philharmoniker ist als physische Anlage beliebt, was eingedenk der Liebe der Japaner zur klassischen Musik nicht so verwunderlich ist, wie es auf den ersten Blick scheint. Der Philharmoniker ist mit einem Marktanteil von 46% die derzeit mit Abstand meistverkaufte Bullion-Münze in Japan.**

*Wise men do not argue with idiots.*

**Japanisches Sprichwort**

**Zeitgleich versucht die Regierung den direkten Kauf von physischem Gold unattraktiv zu machen, indem der Goldpreis durch Steuererhöhungen künstlich erhöht wird. Die Steuern auf Goldimporte wurden seit 2014 von 5% schrittweise auf 10% angehoben.** Die Reaktion darauf ist klassisch. Die offiziellen Importe sinken und der Schmuggel blüht. Rund 160 Tonnen Gold wurden laut Schätzungen der japanischen Regierung alleine im Jahr 2017 ins Land geschmuggelt.<sup>257</sup> Dem stehen offizielle Importe von gerade einmal 16,7 Tonnen gegenüber.

## Iran

*Iran is an island of stability in a turbulent corner of the world.*  
**Jimmy Carter**

Seit der Machtübernahme der Mullahs im Jahr 1979 steht der Iran unter manchmal mehr, manchmal weniger starken westlichen Sanktionen. **Als im Jahr 2012 das erste Mal der Zugang zum Zahlungsverkehrssystem der „Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication“ (SWIFT) gekappt wurde, war Gold neben dem islamischen Hawala-**

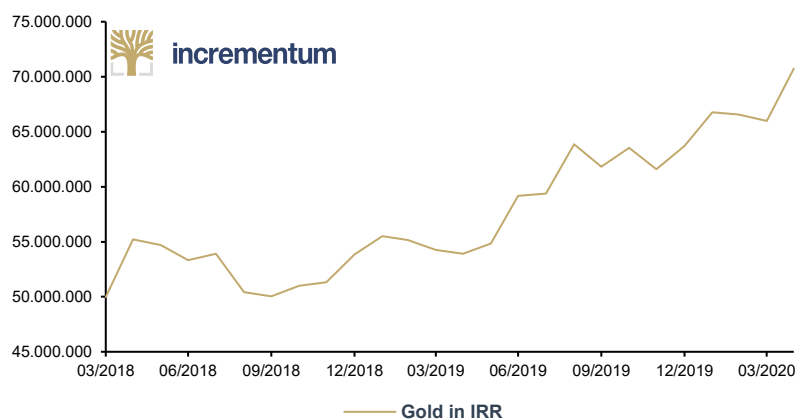
<sup>257</sup> Vgl. Persson, Torgny: „Gold Smuggling to India & Japan is a Symptom of Governments' War against Gold“, Bullionstar, 10. Juli 2019

**Netzwerk für den Iran nahezu die einzige Möglichkeit, in irgendeiner Art und Weise Außenhandel zu treiben.** Die Türkei bezahlte beispielsweise die iranischen Öllieferungen – der Iran ist nach Russland der zweitwichtigste Lieferant des schwarzen Goldes für die Türkei – mit Gold. Seit 2018 ist der Iran wieder vom SWIFT-Netzwerk abgeschnitten. Dieses Mal aber sind die Folgen nicht ganz so gravierend, da man mit Russland bilaterale Handelsverträge hat und die Russen mit „CyberFT“ für Privatanutzer und dem „System for Transfer of Financial Messages“ (SPFS) für die Nationalbank SWIFT-kompatible Systeme anbieten. Auch das ebenfalls mit dem Iran verbündete China verfügt mit dem „Cross-Border Interbank Payment System“ (CIPS) inzwischen über ein eigenes „SWIFT“-System.

*Money isn't a bear's grass.*  
**Persisches Sprichwort**

**Aus dieser Perspektive mag die Bedeutung des Goldes für den direkten Außenhandel etwas sinken, aber natürlich bleibt für die iranische Bevölkerung Gold das Sparvehikel Nr. 1. Der Wert von Gold gegenüber dem iranischen Rial hat sich trotz des Goldbärenmarktes (in USD) zwischen 2010 und heute mehr als versiebenfacht.**

Gold in IRR, 03/2018-04/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

## Türkei

*„What I’m saying is that these debts should be in gold. Because at this point the karat of gold is unlike anything else. The world is continually putting us under currency pressure with the dollar.“*

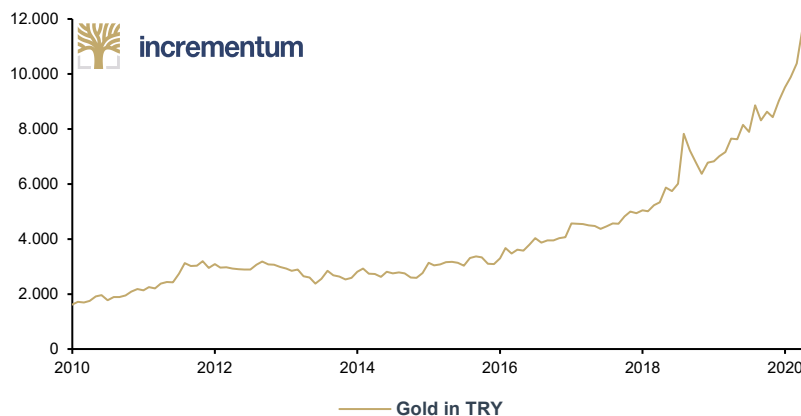
Recep Tayyip Erdoğan

**Der türkische Goldmarkt wächst schnell und stark. Einer der wichtigsten Gründe hierfür sind die Turbulenzen, in denen sich die türkische Wirtschaft und vor allem die türkische Lira seit dem Jahr 2017 befinden.** Mit Platz 13 ist die Türkei zwar eine der größten Volkswirtschaften der Welt, aber das Leistungsbilanzdefizit ist gewaltig und die Auslandsverschuldung extrem hoch. In der Folge wurde das Land sukzessive von



den Ratingagenturen heruntergestuft und die türkische Lira geriet in eine Abwärtsspirale. Die Inflation lag in den letzten Jahren im zweistelligen Prozentbereich, erst Mitte 2019 gelang es, sie knapp unter 10% zu drücken. Die Jugendarbeitslosigkeit beträgt über 25%. Dazu kommen die Belastungen aus dem syrischen Bürgerkrieg. Einerseits hat die Türkei rund 4 Millionen syrische Flüchtlinge aufgenommen, andererseits aber zur Eskalation beigetragen, sich allerdings, wie die jüngsten Ereignisse zeigen, wohl militärisch verspekuliert.<sup>258</sup>

#### Gold in TRY, 01/2010-04/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

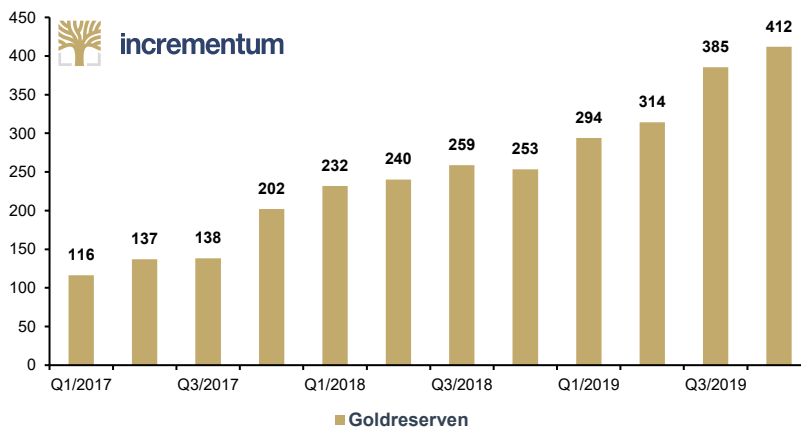
**Das alles spiegelt der Goldpreis in türkischer Lira ausgedrückt wider: Seit 2015 hat er sich mehr als verdreifacht.**

*Gold does not rust on the ground, and rocks don't get soaked in the rain.*

**Türkisches Sprichwort**

**Darüber hinaus hat die Türkei ihre Goldreserven kräftig aufgestockt, und zwar genau seit dem Beginn der Krise 2017. Die türkische Zentralbank „Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası“ (TCMB) hatte zu diesem Zeitpunkt Reserven von 116 Tonnen Gold. Per 31. Dezember 2019 verfügte die TCMB schon über 412,15 Tonnen Gold. Die Türkei hat ihre Reserven also in nur 3 Jahren fast vervierfacht.**

#### Türkei: Goldreserven, in Tonnen, Q1/2017-Q4/2019



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

<sup>258</sup> Vgl. „How Turkey lost Russia and the West“, Washington Post, 17. März 2020

**Dieses Beispiel bestätigt die altbekannte Eigenschaft von Gold, ein fester Anker zu sein, der ein marodes System stabilisieren kann.** Zudem braucht die TCMB Gold, um mögliche Erdöl- und Erdgaskäufe mit dem Iran abzuwickeln. Das verstärkt die Entfremdung von den USA. Somit stellen die aufgestockten Goldreserven auch einen Schutz gegen (weitere) mögliche US-Sanktionen dar.

Die Beziehungen zwischen der Türkei und den eigentlich engen Verbündeten sind aus diversen Gründen angespannt. Insbesondere mit den USA bestehen inzwischen gewaltige Differenzen.<sup>259</sup> Eskaliert ist die Lage insbesondere nach dem gescheiterten Putsch gegen Erdogan für den indirekt die USA verantwortlich gemacht wurden und ein US-Pastor festgesetzt wurde.<sup>260</sup> Die USA reagierten mit harten Sanktionen, die zwar nicht die Ursache, aber Mitauslöser der Wirtschafts- und Währungskrise ab 2017 gewesen sind.

## Südostasien

*„In the Far East ... we should start with a common trading currency, ... for the purpose of settling of trade. The currency that we propose should be based on gold, because gold is much more stable.“<sup>261</sup>*

Mahathir bin Mohamad, ehem. Premierminister von Malaysia

**Gold ist traditionell auch ein wichtiges Metall für religiöse Kultakte in Südostasien.** Jährlich bedecken die Gläubigen vor allem in Thailand und Myanmar ihre Heiligtümer mit Tonnen von Blattgold. Alleine die Goldplatten, die die Spitze der berühmten Shwedagon-Stupa in Yangon (Myanmar) bedecken, wiegen Schätzungen zufolge rund 60 Tonnen – das Blattgold am Fuße der Stupa noch nicht mitgerechnet. **Nicht nur die Buddhisten nutzen Gold für Akte religiöser Verehrung, auch in den islamischen Ländern spielt Gold (und Silber) als das einzige „gottgefällige“ Geld eine Rolle.**

<sup>259</sup> Solange die UdSSR Bestand hatte, war die Türkei die wichtigste Bastion an süd-östlichen Nato-Flanke und wurden entsprechend mit Waffen, Kapital und Knowhow gestützt, trotz des immer wieder eskalierenden Konfliktes mit dem Nato-Bündnispartner Griechenland, insbesondere wegen Zypern.

<sup>260</sup> Die USA gewährten dem Prediger Gülen, der lange Erdogans Verbündeter war, Asyl. Er wurde von Ankara als Drahtzieher des Putsches ausgemacht.

<sup>261</sup> Vgl. „Mahathir's Asian Gold Currency Is A Return To Asian Values“, Forbes, 18. Juni 2019

### Shwedagon-Pagode



Bildnachweis: Thettoe

**Insofern ist es nicht verwunderlich, dass Golddinar und Silberdirham, die 2010 in der Provinz Kelantan in Malaysia ins Leben gerufen wurden, in der Region eine Rolle als Brautgeschenk und Sparvehikel spielen.**<sup>262</sup> Inzwischen gibt es über 2.000 Geschäfte, die die Komplementärwährung als Zahlungsmittel akzeptieren.<sup>263</sup> In Vietnam, Laos und Kambodscha ist der religiöse Aspekt des Goldes weniger stark ausgeprägt, nicht zuletzt wegen der kommunistischen Vergangenheit dieser Länder. Allerdings besinnt sich die Bevölkerung dort zunehmend wieder der religiösen Traditionen.

*The desire of gold is not for gold.  
 It is for the means of freedom  
 and benefit.*

**Ralph Waldo Emerson**

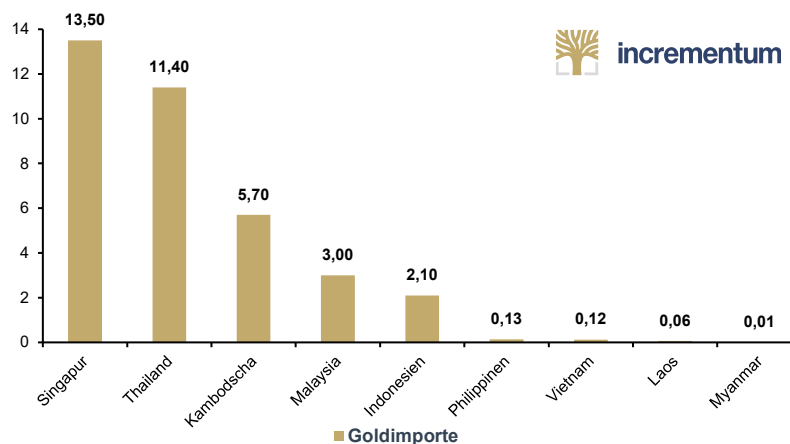
**Hinzu kommt, dass Gold natürlich in diesen Ländern aus der Sparperspektive eine wichtige Rolle spielt. Fast alle Staaten Südostasiens sind Hochinflationenländer. Kaufkraftverluste von 10% pro Jahr sind bzw. waren vielerorts normal.** Zudem haben die meisten Bürger der Region auch die Erfahrung von extrem instabilen Regierungen, Militärdiktaturen, Putschen und ähnlichem machen müssen. Insofern ist das Vertrauen in staatliche Institutionen extrem gering.

**Des Weiteren übernehmen die Goldhändler, zumeist chinesischer Abstammung, die Aufgaben der Banken. Gold ist Geld, diese Aussage ist den Menschen in Südostasien in vollem Bewusstsein.** Insofern überrascht es wenig, dass Thailand, Vietnam oder Kambodscha trotz eines relativ niedrigen Brutto sozialprodukts und Prokopfeinkommens bei den größten Goldimporteuren der Welt relativ weit vorne liegen.

<sup>262</sup> Vgl. „Regressionstheorem erklärt, wieso Gold Geld ist“, In Gold We Trust-Report 2011

<sup>263</sup> Grummes, Fabian: „Gottgefälliges Geld“, eigentümlich frei, Nr. 134, 2013, S. 55

### Südostasien: Goldimporte, in Mrd. USD, 2018



Quelle: worldstopexports.com, Incrementum AG

**Während die meisten Staaten Südasiens dem Golderwerb der Bevölkerung offen gegenüberstehen und sich regulatorische Hemmnisse für Goldhändler und -käufer im Rahmen halten, hat Vietnam seit 2010 die Zügel fest angezogen.** Der ehemals private Goldhandel wurde verboten. Ebenso die Goldleihe und die Verwahrung bei Banken. Auch die Produktion von Goldbarren liegt alleine in der Hand der vietnamesischen Zentralbank. Ab 2013 wurden Goldhandelslizenzen an ausgesuchte und streng kontrollierte Unternehmen vergeben. **Seit dem Jahr 2018 zeichnet sich eine Liberalisierung des vietnamesischen Goldmarktes ab, aber man ist noch weit von den Freiheitsgraden entfernt wie sie beispielsweise in Singapur oder Thailand herrschen.**<sup>264</sup>

**Darüber hinaus befinden sich in der Region reiche Goldvorkommen. Indonesien ist einer der größten Fördernationen der Welt.** Zeitgleich gibt es immer wieder heftige Auseinandersetzungen um die Förderung. Der Staat will an den Minengesellschaften mehr Geld verdienen und zeitgleich geht es um Vorwürfe in Sachen Umweltverschmutzung und Eigentumsrechte. Die Militärjunta in Thailand schloss beispielsweise die größte Goldmine des Landes in Phichit mit 1. Jänner 2017. Seitdem ist die Förderung in Thailand nahezu zum Erliegen gekommen. Der Fall wird nun seit dem 3. Februar vor einem Schiedsgericht in Singapur verhandelt.<sup>265</sup>

<sup>264</sup> Vgl. „Vietnam: Looking forward to a more open Gold Market“, SBMA, 2017; „Vietnam Gold Market“, Bullionstar, 2016

<sup>265</sup> Vgl. „Phichit gold mine arbitration to begin next month“, Bangkok Post, 4. Jänner 2020

## Zentralasien

*„Now I shall go far and far into the North,  
 playing the Great Game.“*

Rudyard Kipling<sup>266</sup>

Aufgrund des geringen Bruttoinlandsprodukts spielen die „Stan“-Staaten Kasachstan, Kirgisistan, Tadschikistan, Turkmenistan und Usbekistan in Sachen privater Goldnachfrage eine untergeordnete Rolle. Aber Zentralasien ist ein wichtiges Spielfeld der Großmächte. Hier betrieben England und Russland im 19. Jahrhundert „The Great Game“<sup>267</sup>, an dem sich nun auch die USA und China versuchen.

*If you are sick, think about your  
 life; if you are better, think about  
 your gold.*

**Mongolisches Sprichwort**

Gerade China zielt mit seiner „Belt and Road Initiative“ (BRI)<sup>268</sup> auf die zentralasiatischen Republiken ab und versucht politischen wie wirtschaftlichen Einfluss zu gewinnen. Dabei kommt der Goldförderung eine zentrale Rolle zu. **In Kasachstan, Usbekistan und Kirgistan finden sich gewaltige Gold- und zahlreiche andere Rohstoffvorkommen.** Alleine in Usbekistan hat eine Studie der Weltbank vier große Goldvorkommen mit Reserven von insgesamt über 8.500 Tonnen ausgewiesen.<sup>269</sup> Gold ist eines der Hauptausfuhrgüter Kirgisistans. Kasachstan und Usbekistan förderten im Jahr 2019 beide ca. 100 Tonnen Gold.

**China bemüht sich in der Region ebenso intensiv wie erfolgreich um Schürfrechte. Oftmals erhält es diese nicht gegen Geld, sondern gegen Auf- bzw. Ausbau der Infrastruktur.**<sup>270</sup> Mit dem Abzug der US-amerikanischen Truppen aus Afghanistan und dem damit verbundenen Abbau der US-Stützpunkte in den Nachbarstaaten dürfte der Einfluss Chinas in der Region weiter wachsen. Gerade die staatlichen chinesischen Gold- und Rohstoffkonzerne werden weiter Fuß fassen und so den Ausbau der chinesischen Gold- und Minenindustrie im Ausland vorantreiben.

**Aber Zentralasien ist nicht nur das Spielfeld der Großmächte. Die zentralasiatischen Staaten treten auch als Käufer auf dem Goldmarkt in Erscheinung. 2019 kaufte die kasachische Zentralbank 31,53 Tonnen Gold.** Damit belegte das Land nach Russland, der Türkei, China und Polen im globalen Ranking den fünften Platz. Die Kirgisen kauften immerhin noch 3,2 Tonnen Gold und schafften es so unter die Top 10 des Jahres 2019.

<sup>266</sup> Vgl. Wikipedia: „[Kim \(Roman\)](#)“

<sup>267</sup> Wikipedia: „[The Great Game](#)“

<sup>268</sup> Vgl. „[Das Gold und der Drache – China stabilisiert seinen Aufstieg mit Gold](#)“, In *Gold We Trust*-Report 2019

<sup>269</sup> Hedenquist, Jeffrey und Daneshfar, Bahram: [Mineral potential of Central and East Asia](#), 2003

<sup>270</sup> Vgl. „[China's Belt and Road Initiative and its Impact in Central Asia](#)“, Voices on Central Asia, 19. Jänner 2018

*Greed is powerful. Fear is stronger. But there's one thing that's even bigger than the two, which is "need". If you need to, you really don't have any choice.*

**Jeff Gundlach**

## Fazit

**Asien bleibt ein zentraler Baustein des Goldmarktmosaiks. Das Gros der privaten Nachfrage wird auch weiterhin von hier kommen und es steht auch nicht zu erwarten, dass die „starken Hände“ Asiens in einen steigenden Goldpreis hinein ihr Gold verkaufen werden.** Auch die staatlichen Akteure des Kontinents werden vermutlich Nettokäufer bleiben und ihre Akkumulation noch ausweiten. Insbesondere von China darf man erwarten, dass das Land seine ohnehin schon führende Stellung im Goldmarkt weiter ausbauen wird, da es die gesamte Wertschöpfungskette von Produktion bis zum Verkauf abdeckt und sich immer weiter professionalisiert.





# NZBD

New Zealand Bullion Depository

---

New Zealand Bullion Depository bietet Ihnen eine sichere, seriöse und diskrete Einlagerung Ihres Goldes. Für Ihre Generation und spätere Generationen.

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



# Goldlagerung – Neuseeland, Australien und Dubai im Faktencheck

*„Currencies break, Gold does not.“*

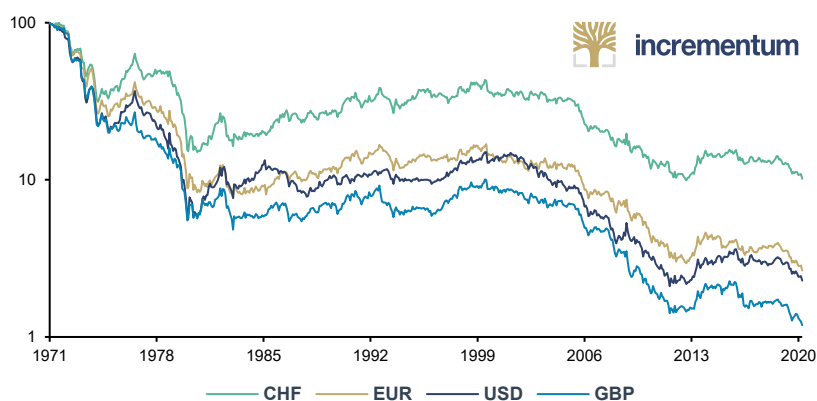
Jeffrey Snider

## Key Takeaways

- Die sichere Lagerung des physischen Goldes erfordert sorgfältige Überlegungen.
- Im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report haben wir die Vorteile und Spezifika der Goldlagerung in Liechtenstein, der Schweiz und Singapur vorgestellt.
- Dieses Jahr reisen wir weiter in die Ferne und werfen einen Blick auf Neuseeland, Australien und Dubai.
- Alle drei haben sich den Ruf erworben, hervorragend für die sichere Lagerung von physischem Gold geeignet zu sein.

**Geld ist kein „Gegenstand“, sondern ein wirtschaftliches Konzept, eine abstrakte Idee, die den Handel und die menschliche Interaktion erleichtert.** Der Austausch von Geld zwischen zwei Parteien in einer Transaktion ist eine quantitative Form der menschlichen Kommunikation. Dieser Wertaustausch kann in Form von staatlichen Währungen (USD, EUR, CHF etc.) oder in Form von Warengeld, wie Gold und Silber, im Handel mit Aktien oder Sachwerten, oder in Form von Krypto-Währungen erfolgen. Viele verschiedene Wertmarken können diese Rolle in einer Transaktion erfüllen und aufgrund ihrer Merkmale wie Knappheit, Fungibilität, Konvertierbarkeit, Festlegung als gesetzliches Zahlungsmittel, Wertanlage, Teilbarkeit, Recheneinheit, Konvertierbarkeit, Privatsphäre, breite Akzeptanz, Liquidität, Gegenparteirisiko, Preisrisiko, Unabhängigkeit usw. vorteilhaft sein.<sup>271</sup>

#### Kaufkraft von Währungen gemessen in Gold (log), 01/1971-04/2020



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

**Gold ist eine physische Manifestation von Geld und diejenige, die sich im Laufe der Menschheitsgeschichte als die vertrauenswürdigste bewiesen hat.** Silber folgt nach Gold an zweiter Stelle. Obwohl Gold derzeit nicht als gesetzliches Zahlungsmittel definiert ist, ist seine Reputation und seine Vertrauenswürdigkeit als Geldform nach wie vor unübertroffen.

*If you in fact had no gold, then your situation was hopeless.*

**Alexander Solschenizyn**

*Money has often been made worse by great kings through frequent devaluation.*

**Juan de Mariana**

Die gesetzliche Festlegung als gesetzliches Zahlungsmittel begünstigt Fiat-Währungen gegenüber Gold hinsichtlich des Transaktionsvolumens, mindert jedoch nicht die Attraktivität von Edelmetallen als sichere und zuverlässige Wertanlage. **Daher sollte es nicht überraschen, dass selbst die Zentralbanken der Welt zusammen 33.919 Tonnen oder etwa 17,2% der weltweiten Goldreserven in ihren Tresoren als Reserveaktiva halten.**<sup>272</sup>

Keine Fiat-Währung hat den Test der Zeit bestanden. Früher oder später haben sie alle an Wert verloren und damit auch ihr Versprechen nicht erfüllt, eine zuverlässige Wertanlage darzustellen. Die aktuelle Finanzkrise des Jahres 2020 wird die Vertrauenswürdigkeit unseres gegenwärtigen Währungssystems, das endlose Drucken von Geld sowie die allgemeine Glaubwürdigkeit von Fiat-Währungen in Frage stellen. Gerade in turbulenten Zeiten zeigt sich Gold als die ideale Manifestation von Geld. Das Edelmetall hat in der Vergangenheit bereits

<sup>271</sup> Vgl. „Why now & Why Gold?“, TBR Bullion Reserve

<sup>272</sup> Vgl. „Above-ground stocks“, Gold Hub, 30. Jänner 2020

vielfach bewiesen, dass es den Test der Zeit bestehen kann. Im Gegensatz zu Fiat-Währungen oder anderen finanziellen Vermögenswerten stellt physisches Gold keine Verbindlichkeit dar und ist nicht abhängig von der Funktionsfähigkeit der Finanzinstitutionen.<sup>273</sup>

**Gerade wegen dieser besonderen Eigenschaft hat Gold auch eine übermäßig große Anzahl kreativer Bemühungen von Dieben und Banditen angezogen.** Doch Gold war nicht nur wiederholt ein Opfer des kriminellen Elements, das Edelmetall wird auch von Regierungen enteignet und beschlagnahmt, von angesehenen Bankiers als ungedeckte und „nicht zugewiesene“ Einheiten verliehen oder der Goldgehalt von Münzen durch königliche Intervention vermindert. Die Liste der Vergehen in der Geschichte ist endlos. Und auch der Elfenbeinturm der Wissenschaft konnte sich der Faszination Gold nicht entziehen. So lässt sich argumentieren, dass die gesamte Disziplin der Chemie einzig durch den unwiderstehlichen Wunsch existiert, Alchemie zu betreiben, um aus minderwertigen Elementen Gold herzustellen. **Die Geschichte des Goldes ist mehr als jede andere von Diebstahl und menschlichem Fehlverhalten gekennzeichnet.**

*The record of fiat currencies through history, 100%, is eventual failure. The record of gold for 5,000 years, 100%, is lack of failure.*

**Simon Mikhailovich**

**Umso entscheidender ist die optimale Verwahrung des physischen Goldes. Überlegungen dazu sind von großer und wachsender Bedeutung.** Die Logistik zur sicheren Verwahrung des physischen Goldes legt den Fokus daher auf Vertrauen, Sicherheit, Risikodiversifikation und die Absicherung gegen mögliche Worst-Case-Szenarien. In den aktuellen Turbulenzen rund um das Coronavirus werden Gesetze und Freiheitsrechte eingeschränkt oder gar außer Kraft gesetzt. Auch Themen der finanziellen Repression und Kapitalverkehrskontrollen werden Anleger zunehmend beschäftigen.

Bei der Wahl der Jurisdiktion für die private Goldverwahrung sollten daher das Ausmaß an Schutz für die grundlegendsten Rechte des Einzelnen, d. h. die Sicherung der persönlichen Freiheit und der privaten Eigentumsrechte, die politische und wirtschaftliche Stabilität sowie die historischen Erfolgsbilanz des Landes sorgfältig geprüft werden.

*Capital is agnostic. That is one of the truisms of the system under which we live. All capital cares about are security and getting the best return.*

**Jim Rogers**

**Keine einzelne Verwahrungslösung oder Jurisdiktion darf als Lösung ohne jeden Nachteil angesehen werden.** Es gibt keine allgemeingültige Standardlösung, die für jeden Anleger optimal ist. Jede Aufbewahrungslösung sollte daher auf den einzelnen Investor individuell zugeschnitten sein. Da es die perfekte Lösung nicht gibt, sollte auch hier eine Diversifizierung der Lagerorte in Betracht gezogen werden.

Wir recherchieren kontinuierlich die sichersten und am besten geeigneten Lösungen für die Aufbewahrung von physischem Gold. Im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report haben wir die Schweiz, Liechtenstein und Singapur genauer unter die Lupe genommen.<sup>274</sup> **In diesem Jahr sind wir weiter gereist und**

<sup>273</sup> Vgl. „Diversification“, TBR Bullion Reserve

<sup>274</sup> Vgl. „Goldlagerung: Liechtenstein, Schweiz und Singapur im Faktencheck“, *In Gold We Trust*-Report 2019



**haben die Vor- und Nachteile von drei weiteren Ländern evaluiert: Neuseeland, Australien und die Vereinigten Arabischen Emirate.**

## Neuseeland: Sicherheit am Ende der Welt

Es dürfte nicht überraschen, dass Neuseeland eines der beliebtesten Reiseziele für diejenigen ist, die einen „sicheren Ort“ am Ende der Welt und weit weg von politischen und sozialen Konflikten suchen. Zahlreiche Milliardäre und Superreiche, darunter Paypal-Gründer Peter Thiel, LinkedIn-Gründer Reid Hoffman oder Unternehmer Kim Dotcom, haben mit ihrer Nutzung des neuseeländischen Visa-Programms Schlagzeilen gemacht.<sup>275</sup> Doch Neuseeland gehört nicht nur zu den beliebtesten Exilen der Welt, sondern bietet auch optimale Voraussetzungen für die sichere Aufbewahrung von Gold und anderen Edelmetallen.

*New Zealand is not a small country but a large village.*

**Peter Jackson**

*We cannot direct the wind. But we can adjust the sails.*

**Aristoteles**

*Deep roots are not reached by the frost.*

**J. R. R. Tolkien**

**Neuseelands geographische Abgeschiedenheit fällt auf den ersten Blick auf.** Der etwa 2.000 km östlich von Australien gelegene Inselstaat hat nicht nur keine direkten Grenzen zu anderen Ländern, sondern auch den besonderen Vorteil, dass der Ozean eine natürliche Barriere gegen eine Invasion darstellt. Dadurch entzieht sich der Inselstaat meist dem Fokus der globalen Aufmerksamkeit, kann bisweilen aber auch schwieriger zu erreichen sein. Das Verhältnis zu seinem nächsten Nachbarn, Australien, ist sehr freundschaftlich, wobei das Nachbarland oft scherzhaft als „the older sibling“ von Neuseeland bezeichnet wird.

Diese geographische Isolation und der starke historische Fokus auf den Agrarsektor erklären wahrscheinlich am besten die Offenheit und Gutmütigkeit der Kiwi-Kultur. Bekannt ist die relativ junge Nation auch für ihr „fair play“ und die Hochhaltung der Selbstbestimmtheit des Individuums. Die Tatsache, dass Neuseeland im Jahre 1893 das erste Land war, welches Frauen das allgemeine Wahlrecht gewährte, unterstreicht diesen Charakterzug nur.<sup>276</sup> Heute rangiert Neuseeland im Human Freedom Index wiederholt auf dem ersten Platz.<sup>277</sup> **Im Hinblick auf den globalen Wohlstand findet sich Neuseeland nicht nur unter den Top Ten wieder, sondern zeigte in den letzten Jahren auch eine positive Aufwärtsdynamik.**<sup>278</sup>

Darüber hinaus ist Neuseeland weithin für seine politische Stabilität bekannt und hat eine der fiskalisch am konservativsten geführten Regierungen in der OECD. Bemerkenswert ist, dass Neuseelands Staatsverschuldung weniger als 20% des BIP beträgt. Dies zeigt mit am besten die fiskalische Disziplin des politischen Umfelds. Während viele westlichen Nationen mit MMT (Modern Monetary Policy) und fiskalischer Verantwortungslosigkeit liebäugeln, weist Neuseeland seit vier Jahren einen Haushaltsüberschuss auf – ein Plus von 1,90% allein im letzten Finanzjahr

<sup>275</sup> Vgl. „The super-rich of Silicon Valley have a doomsday escape plan“, Bloomberg, 5. September 2018; „Why Silicon Valley billionaires are prepping for the apocalypse in New Zealand“, The Guardian, 15. Februar 2018

<sup>276</sup> Vgl. Wikipedia-Eintrag: „Frauenwahlrecht in Neuseeland“

<sup>277</sup> Vgl. Vásquez, Ian and Porčnik, Tanja: „The Human Freedom Index 2019 - A Global Measurement of Personal, Civil and Economic Freedom“, Fraser Institute, 2019

<sup>278</sup> Vgl. THE LEGATUM PROSPERITY INDEX™ 2019

2018/2019. Diese beachtliche Bilanz fiskalischer Umsichtigkeit stärkt das Vertrauen, dass das physische Gold in Neuseeland sicher ist – auch wenn man 10.000 km entfernt lebt.

**Als Teil des Britischen Commonwealth kann Neuseeland auf eine lange Geschichte vertrauenswürdiger Institutionen und einer starken, unabhängigen Rechtsstaatlichkeit zurückblicken.**<sup>279</sup> Wiederholt steht das Land an der Spitze des „Anti-Korruptionsindex“ von „Transparency International“.<sup>280</sup> In der Vergangenheit hat es nie eine Beschlagnahmung von privatem Gold durch die Regierung gegeben, und es gibt auch kein Gesetz, das die Basis dafür schaffen würde.

**Obwohl der Goldbergbau nicht unbeachtlich ist – im Jahr 2018 wurden 10.045 kg abgebaut – ist der private Goldbesitz unter den Neuseeländern nicht sehr weit verbreitet.** Schätzungen gehen von lediglich 1% aus. Hauptgrund hierfür ist die große historische Bedeutung der Landwirtschaft und damit einhergehend der Fokus auf Grundbesitz als Wertanlage. Diese Tradition ist auch bei der Royal Bank of New Zealand zu beobachten, die gegenwärtig keine Goldreserven hält und auch in den letzten 30 Jahren nicht in Gold investiert hat.<sup>281</sup> Mit anderen Worten, in Neuseeland ist Gold eher nicht auf dem Radar. Daher gibt es weniger strenge Vorschriften in Hinblick auf privaten Goldbesitz und -handel. So existieren in Neuseeland beispielsweise keine Offenlegungsvorschriften für Edelmetalle, mit Ausnahme des KYC-Verfahrens (Know Your Customer). Außerdem gibt es bei einem Goldgehalt von 99,5% oder mehr weder einen Einfuhrzoll noch greifen die Mehrwertsteuerbestimmungen.

**Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Neuseelands Beliebtheit unter Goldinvestoren berechtigt ist.** Die Inselnation besticht nicht nur durch ihre geographische Abgeschiedenheit und das hohe Ansehen des britischen Common Law, sondern auch durch die liebenswerte Kiwi-Kultur und die wunderschöne Landschaft. Diese Vorzüge überwiegen für viele Anleger auch mögliche Nachteile, die sich aus der geographischen Abgeschiedenheit und den damit verbundenen logistischen Schwierigkeiten beim Zugriff auf das Gold und dessen Transport ergeben könnten.

## Australien: Gold „Down Under“ lagern

*Don't worry about the world ending today, it's already tomorrow in Australia.*  
**Charles M. Schulz**

**Australien ist der zweitgrößte Goldproduzent der Welt und daher bei Goldanlegern sehr bekannt.** Mit einer Fläche von 7,69 Millionen Quadratkilometern ist das australische Festland ungefähr doppelt so groß wie die Europäische Union und wird oft als die größte Insel der Welt bezeichnet. Das Land erscheint größer als es ist, da der größte Teil des australischen Binnenlandes, das berühmte Outback, Wüste und weitestgehend unbewohnbar ist. Dies erklärt den hohen Urbanisierungsgrad Australiens. Der Großteil der Bevölkerung lebt im

<sup>279</sup> Vgl. [The World Justice Project \(WJP\) Rule of Law Index® - New Zealand](#)

<sup>280</sup> Vgl. [Corruption Perceptions Index 2018](#), Transparency International

<sup>281</sup> Vgl. [New Zealand's official overseas reserves](#), Reserve Bank of New Zealand, 7. April 2020



*Sittin' at home last Sunday  
mornin' me mate Boomerrang.  
Said he was havin' a few people  
around for a barbie, Said he  
might Kookaburra or two. I said,  
"Sounds great, will Wallaby  
there?" He said "Yeah and  
Vegemite come too". So I said to  
the wife "Do you wanna  
Goanna?". She said "I'll go if  
Dingos".*

**Austen Tayshus**

Melbourne-Sydney-Brisbane Korridor, während mit nur 3,3 Einwohnern pro Quadratkilometer Australien eine der niedrigsten Bevölkerungsdichten der Welt aufweist.<sup>282</sup>

Die enormen geographischen Distanzen innerhalb des Landes, bei der gleichzeitig geringen Bevölkerungszahl ist eine der größten Herausforderungen für Australien. Das ist einer der Hauptgründe dafür, dass sich die verschiedenen Bundesstaaten erst 1901 zu einem föderal aufgebauten Staat, dem Commonwealth of Australia, zusammenschlossen. Insbesondere nach dem Zweiten Weltkrieg strebte Australien danach, seine Bevölkerungszahl zu erhöhen, und verfolgte deswegen eine aktive Einwanderungspolitik. Wirtschaftliche Möglichkeiten und Aussicht auf Wohlstand mussten geschaffen werden, um für die Einwanderer ein attraktives Ziel darzustellen. In diesem Zusammenhang dehnte Australien seine Seehandelsaktivitäten weiter aus und knüpfte enge Beziehungen zu den globalen Seemächten, zunächst zu Großbritannien und später zu den USA. Damit etablierte sich Australien nicht nur als Handelspartner, sondern sicherte sich auch militärischen Schutz für seinen Seehandel.

Heute muss Australien dieses Bündnis mit den USA zunehmend mit seiner wachsenden wirtschaftlichen Integration mit Ost- und Südostasien in Einklang bringen. Politische Spannungen entstehen insbesondere durch den Spagat zwischen dem US-Bündnis auf der einen Seite, und China als größtem Handelspartner auf der anderen. Heute rangiert Australien auf Platz 14 der größten Volkswirtschaften der Welt und hat mit 53.825 USD das zehnthöchste Pro-Kopf-Einkommen. Im Human Development Index belegt Australien Platz 6.

**Eine der Hauptantriebskräfte des australischen Wirtschaftswachstums ist der Bergbau, denn das Outback verfügt nicht nur über einige der größten Eisen- und Kohlereserven der Welt, sondern auch über enorme Goldreserven.** Mit etwa 10.070 Tonnen liegen in Australien 18% der weltweit nachgewiesenen wirtschaftlichen Gesamtreserven. In der Vergangenheit lösten die reichen Goldvorkommen wiederholt einen Goldrausch aus und heute ist Australien der zweitgrößte Goldproduzent nach China. 2019 wurde in Australien die Rekordmenge von 325 Tonnen gefördert.<sup>283</sup> Die australische Goldindustrie umfasst derzeit 71 laufende Goldprojekte, von denen 14 zu den größten Goldprojekten der Welt zählen.<sup>284,285</sup>

*Predicting rain does not count.  
Building the ark does.*

**Warren Buffett**

**Australien ist nicht nur ein wichtiger Goldproduzent, sondern auch ein wichtiger Akteur in der Goldverarbeitung.** Während der größte Teil des in Australien geförderten Goldes dort auch raffiniert wird, werden jedes Jahr zusätzlich 112 Tonnen Gold für die Veredelung importiert.<sup>286</sup> Da sich die meisten Goldminen in Westaustralien befinden, finden über 90% der Goldverarbeitung und -prägung in Perth statt.<sup>287</sup> Die australischen Münzstätten gehören zu den größten und technologisch fortschrittlichsten der Welt. Am bekanntesten sind die

<sup>282</sup> Vgl. [Population Clock](#), Australian Bureau of Statistics, 30. September 2019

<sup>283</sup> Vgl. „2019 was a record year for Australian gold production“, *Mining Weekly*, 2. März 2020

<sup>284</sup> Vgl. „Australia is the world's second largest gold producer, mining More than 326 tonnes of gold in 2019“, Gold Industry Group, 2019

<sup>285</sup> Vgl. SBMA: [The Australian Gold Industry, Trade, And Markets](#)

<sup>286</sup> Vgl. SBMA: [The Australian Gold Industry, Trade, And Markets](#)

<sup>287</sup> Vgl. SBMA: [The Australian Gold Industry, Trade, And Markets](#)

*God bless America. God save the Queen. God defend New Zealand and thank Christ for Australia.*

**Russell Crowe**

staatseigene Perth Mint sowie die ABC-Raffinerie in Sydney. Da der australische Goldverbrauch im Inland relativ gering ist, wird ein Großteil des Goldes weltweit exportiert. Die Nachfrage wird überwiegend von Hongkong und China dominiert, gefolgt von Großbritannien, Thailand, Singapur und Indien.

Australiens enorme Bodenschätze und seine Erfahrung im Goldhandelsgeschäft bedeuten, dass das Land über eine ausgezeichnete Infrastruktur zur Messung, Lieferung und Lagerung von Gold verfügt. Diese Infrastruktur setzt weltweit die höchsten Standards, allein schon aufgrund des schieren Umfangs der Geschäfte. Zudem existiert ein kompetitiver Wettbewerb unter Goldhändlern, die den Kauf und Verkauf sowie die Verwahrung von physischem Gold anbieten. Dies macht Australien nicht nur für seine Einwohner, sondern auch für Goldinvestoren weltweit zu einem bevorzugten Standort.

**Hinzu kommt, dass Australiens Institutionen stark und vertrauenswürdig sind und auf den Traditionen des britischen Common Law basieren.** Nach dem „Rule of Law Index“ des „World Justice Project“ rangiert Australien wiederholt unter den besten zehn Prozent.<sup>288</sup> Jedoch hat Australien – wie viele andere Länder auch – in der Vergangenheit die Goldbestände seiner Bürger konfisziert. Im Rahmen des Bankengesetzes von 1959 beschlagnahmte die australische Regierung die Goldbestände ihrer Bürger gegen Entschädigungszahlungen in Form von Papiergeld. Dieses Gesetz wurde jedoch im Jahre 1976 wieder ausgesetzt. Heute sind aufgrund strenger Vorschriften private, banken-unabhängige Lagerungsstätten von der Bail-in-Gesetzgebung von 2017 ausgenommen. Diese gesteht der Regierung in Krisensituationen erhebliche Befugnisse über Banken und deren Einlagen zu.<sup>289</sup>

*I think the difference between America and Australia is very simple. It's 20 million people versus 350 million.*

**Jim Jefferies**

**Australien ist es gelungen, den beiden vergangenen globalen Rezessionen in den Jahren 2001 und 2008 zu entgehen, und während der Asienkrise 1997 konnte das Land sogar ein positives Wirtschaftswachstum erzielen.** Dies zeigt die wirtschaftliche Stabilität des Landes. Die australische Wirtschaft stützt sich auf einen enormen Reichtum an natürlichen Ressourcen, eine starke Rechtsstaatlichkeit und eine hochgebildete, multikulturelle Bevölkerung, was ein ununterbrochenes Wirtschaftswachstum über 27 Jahre in Folge ermöglicht hat. Die wirtschaftlichen Aussichten sind positiv, allerdings könnten potenzielle Risiken im stark fremdfinanzierten Privatsektor entstehen. Während die Staatsverschuldung mit 40,7% des BIP vergleichsweise gering ist, stieg die Verschuldung der privaten Haushalte im vergangenen Jahr 2019 auf 119,8% des BIP.<sup>290</sup>

**Insgesamt weist Australien ausgezeichnete Bedingungen für die sichere Lagerung von physischem Gold auf.** Es bietet geopolitische Stabilität, private Lagermöglichkeiten entsprechend der weltweit führenden Standards sowie einen direkten, inländischen Zugang zur Goldproduktion.

<sup>288</sup> Vgl. The World Justice Project (WJP): [Rule of Law Index® - Australia](#)

<sup>289</sup> Vgl. „[How a Private Vault Secures Your Assets From the Bank Bail-In Law](#)“, Private Vaults Australia

<sup>290</sup> Vgl. [Australia Households Debt To GDP](#), Trading Economics, 2019

## Dubai: Die Stadt des Goldes

**Der dritte Kandidat, den wir näher unter die Lupe nehmen, sind die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE), insbesondere das Emirat Dubai.**

*Gold is forever. It is beautiful, useful, and never wears out. Small wonder that gold has been prized over all else, in all ages, as a store of value that will survive the travails of life and the ravages of time.*

**James Blakely**

Die föderale Erbmonarchie liegt am südwestlichen Rand der Arabischen Halbinsel und grenzt im Westen an Saudi-Arabien und im Osten an den Oman. Im Norden, nur wenige Kilometer jenseits des Persischen Golfs, befindet sich der Iran. Da weite Teile des Landes trocken und dürr sind, waren Landwirtschaft und Handel schon immer mühsam und nur eingeschränkt möglich. Das änderte sich mit der Entdeckung von Ölvorkommen im Jahr 1962 grundlegend. Insbesondere das Emirat Abu Dhabi erlebte einen enormen Bedeutungszuwachs, da ein Großteil der Ölvorkommen sich auf dessen Hoheitsgebiet befinden.

Erst einige Jahre später, nach dem militärischen Abzug Großbritanniens, bildeten sich die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) im Jahre 1971 unter Scheich Zayed bin Sultan Al Nahyan, dem Herrscher von Abu Dhabi, des inzwischen bedeutendsten und reichsten der sieben Emirate, die sich zu den VAE zusammengeschlossen haben. Dieser Zusammenschluss ist bis heute die einzige erfolgreiche Föderation in der arabischen Welt.

**Ursprünglich strebte ihr Gründer Scheich Zayid eine neutrale und zurückhaltende Außenpolitik für die junge Nation an.** Diesem Vorhaben wurden jedoch aufgrund der geopolitischen und religiösen Spannungen im Nahen Osten einige Hindernisse in den Weg gelegt. Als der derzeitige Herrscher Scheich Mohammed bin Zayed Al Nahyan nach dem Tod seines Vaters im Jahr 2004 die Regierungsgeschäfte übernahm, legte er daher mehr Gewicht auf die außenpolitische Strategie des Landes, die darauf abzielte, die VAE von der Vorherrschaft Saudi-Arabiens zu lösen, die Streitkräfte zu modernisieren und eine strategische, für beide Seiten vorteilhafte Beziehung zu den USA aufzubauen. Letztere insbesondere im Hinblick auf die Spannungen mit den mächtigeren regionalen Großmächten Iran und Saudi-Arabien und die Sicherung der Seewege entlang der Straße von Hormus.

*The best way to predict the future is to create it.*

**Peter Drucker**

**Heute sind die VAE mit einer Wirtschaftsleistung von knapp über 733 Mrd. USD die zweitgrößte Volkswirtschaft im Nahen Osten.** Dank ihres Ölreichtums haben sie sich zu einem der reichsten Länder entwickelt. Daher ist es kaum verwunderlich, dass sie mit 70.441 USD eines der weltweit höchsten Pro-Kopf-Einkommen aufweisen, das sogar über dem der Schweiz liegt. Die außergewöhnliche Konzentration von Reichtum in den VAE übertrifft die vieler Steuerparadiese wie Andorra oder der Isle of Man. Aus diesem Grund werden sie oftmals auch als „Oase der Stabilität und Modernität im Nahen Osten“ bezeichnet.

**In den letzten Jahrzehnten haben sich die VAE mit modernen Bank- und Serviceleistungen als Finanzzentrum des Nahen Ostens positioniert.** Insbesondere Dubai hat sich einen Namen gemacht und zu einem wichtigen Handelszentrum entwickelt – unter anderem auch im Goldhandel. Schätzungen zufolge werden dort etwa 25% des heutigen weltweiten Goldhandels

*By failing to prepare, you are preparing to fail.*

**Benjamin Franklin**

umgeschlagen.<sup>291</sup> Dabei sollte nicht vergessen werden, dass Dubai bereits im 19. Jahrhundert ein wichtiger Umschlagsplatz für den Goldhandel mit dem Iran und Indien war. Zu Beginn des 20. Jahrhunderts entstand der heute berühmte Goldsok von Dubai. Mit dem Ziel, diese Handelsposition weiter auszubauen, wurde im Jahr 2002 das „Dubai Multi Commodities Centre“ (DMCC) von der Regierung von Dubai gegründet. **Im Hinblick auf seine Ambitionen im Edelmetallhandel sollte es nicht überraschen, dass das DMCC vor kurzem den größten privaten Tresor im Nahen Osten eröffnet hat.**<sup>292</sup>

Die Einlagerung von physischem Gold an einem Ort in der Nähe des Wohnsitzes oder zumindest innerhalb einer zurücklegbaren Reisedistanz hat für viele Investoren hohe Priorität und bietet gleichzeitig ein gewisses Maß an Sicherheit. Zwar ist Vertrauen in die Finanzinstitutionen wichtig, doch ebenso wichtig ist oftmals die physische Nähe. Viele Menschen leben und arbeiten in den Vereinigten Arabischen Emiraten und somit liegt es nahe, den physischen Goldbesitz in der Nähe des Wohnsitzes zu lagern. Dieser Faktor kann oftmals die vergleichsweise kurze Erfahrungs- und Erfolgsbilanz der VAE im Bereich der Edelmetallverwahrung, die erst nach dem Zweiten Weltkrieg entstanden ist, ausgleichen.

**Ein weiterer nennenswerter Faktor betrifft die Währungssicherheit.**

Die Währung der VAE, der Dirham, ist nämlich an den US-Dollar gekoppelt. Zudem verfügt die Regierung über sehr große Devisenreserven, die sie in einer Finanzkrise einsetzen kann, um diesen fixen Wechselkurs zum US-Dollar zu schützen. Diese Bindung an den US-Dollar macht die VAE zu einem effizienten und transparenten Marktplatz und verringert gleichzeitig das Risiko von zu großen Währungsfluktuationen sowie den potenziellen Folgeschäden für das regionale wirtschaftlichen und politischen Umfeld.

Aus politischer Sicht hat sich Dubais goldfreundliche Politik eindeutig als erfolgreich erwiesen und dem Standort einem guten Ruf verschafft. Im Rahmen der politischen Maßnahmen wurden Edelmetalle als Wertanlage steuerbefreit und der „Dubai Good Delivery“ (DGD) Standard, eine Akkreditierung für Goldraffinerien, die Ein-Kilogramm-Goldbarren für die Dubai Gold and Commodity Exchange herstellen, eingeführt.<sup>293</sup>

Die Vereinigten Arabischen Emirate haben in allen Aspekten außerordentliche Ambitionen und weisen bewundernswert hohe Wachstumsraten auf. Die Nation der Superlative verfügt über das höchste Gebäude der Welt, das größte Hotel der Welt, das größte Einkaufszentrum der Welt und einen der verkehrsreichsten internationalen Flughäfen der Welt. Und auch im Finanzsektor strebt Dubai an die Spitze. In vielerlei Hinsicht wickelt Dubai heute sogar mehr globale Geschäfte ab als London und könnte bald auch zu einem weltweit führenden Goldlagerort des 21. Jahrhunderts werden.

—  
<sup>291</sup> Vgl. [Gold](#), DMCC  
<sup>292</sup> Vgl. [DMCC Vault](#), DMCC  
<sup>293</sup> Vgl. [Dubai Gold Market](#), Bullionstar

Zwar können Dubai und die VAE nicht auf eine vergleichbare Rechtstradition wie die des britischen Commonwealth zurückblicken, doch die dynamische Entwicklung Dubais und der VAE zum finanziellen Hotspot des Nahen Ostens sollte als klares Indiz für ihre Agilität und ihre Wettbewerbsfähigkeit auch auf dem Goldmarkt bewertet werden.

Dubai und die Vereinigten Arabischen Emirate haben ihre Ambitionen und ihre Wettbewerbsfähigkeit auf der globalen Bühne klar unter Beweis gestellt. Heute sind sie die größten Goldlagerplätze im Nahen Osten, doch ihre Bestrebungen für die Zukunft könnten sie bald zum weltweit führenden Goldlagerplatz werden lassen.

## Fazit

*Strategy is something that emerges from reality, while tactics might be chosen.*

**George Friedman**

Alles in allem ist die Suche nach der besten Lösung für die sichere Verwahrung langfristiger Anlagen in physischem Gold und anderen Edelmetallen nicht nur eine komplexe Aufgabe, sondern auch in hohem Maße von persönlichen Präferenzen und Einschätzungen abhängig.

Fest steht, dass die Entscheidung für einen Verwahrungsort ebenso wichtig ist, wie die Entscheidung zur Investition in Gold an sich. Zwar haben viele Menschen Geld verloren, weil sie nie in Gold investiert haben, aber mindestens genauso viele haben es verloren, weil sie bei seiner sicheren Aufbewahrung nachlässig waren. Daher ist die Entwicklung einer ganzheitlichen, umsichtigen Verwahrungsstrategie von entscheidender Bedeutung. **Während geopolitische Faktoren und rechtliche Besonderheiten sowie persönliche Umstände und Vorlieben eine Schlüsselrolle spielen, lässt sich diese komplexe Aufgabe letztlich auf ein Wort reduzieren: Vertrauenswürdigkeit.** Wer ist vertrauenswürdig genug, um die Verantwortung zu tragen, mein Goldvermögen sicher zu verwahren?

*Plans are nothing; planning is everything.*

**Dwight Eisenhower**

**Alle drei Jurisdiktionen können überzeugende Argumente für eine ausgezeichnete private und sichere Goldlagerung vorbringen.** Während Neuseeland mit seiner geographischen Abgelegenheit punktet, kann Australien auf seine lange Geschichte im Abbau, in der Raffinierung und im Handel mit Gold verweisen. Dubai, als Tor zum Nahen Osten, wird in seiner Bedeutung auf dem internationalen Goldmarkt sicherlich weiter wachsen.

*To succeed, planning alone is insufficient. One must improvise as well.*

**Isaac Asimov**

Wir können nicht wissen, was die Zukunft bringt. Daher wird das tiefe Verständnis der Geschichte und Kultur einer Jurisdiktion immer wichtige Erkenntnisse darüber liefern, ob sie eine vertrauenswürdige Wahl für die sichere Sicherung von physischem Gold sein kann. Zudem sollte eine Diversifizierung zwischen verschiedenen Lagerorten zumindest erwogen werden. Denn die eine optimale Lösung gibt es nicht. Letztendlich erfordert die Entscheidung, wo das physische Gold gelagert werden soll, eine maßgeschneiderte Lösung, die auf Vertrauen basiert.



Das weltweit führende  
Unternehmen für privaten  
Besitz von Gold und Silber



**MATTERHORN**  
ASSET MANAGEMENT AG

Matterhorn Asset Management AG  
GoldSwitzerland

Bahnhofstrasse 43  
CH-8001 Zurich  
Switzerland

+41 44 213 62 45  
[contact@goldswitzerland.com](mailto:contact@goldswitzerland.com)  
[www.goldswitzerland.com](http://www.goldswitzerland.com)



# Monetäres Endgame in Sicht? Wenn Absurdität zur neuen Normalität wird

*„When Gold argues the cause, eloquence is impotent.“*

Publilius Syrus

## Key Takeaways

- Gold hat sich in der Geschichte des Geldwesens als der beste Schutz vor Kaufkraftverlust erwiesen.
- Die Zukunft wird unsicherer, da die „Great Moderation“ ein Relikt der Vergangenheit ist. Die unausweichlichen politische Turbulenzen werden auf die Märkte in einer Art und Weise übergreifen, die Gold zum zentralen Teil jedes Portfolios machen wird.
- Gold, das im Vergleich zu anderen Vermögenswerten relativ billig ist, wird eine hervorragende Absicherung gegen die unvermeidlichen politischen und wirtschaftlichen Unwägbarkeiten der nächsten Dekade sein.



**Über den Autor:** Dieses Kapitel hat unser Freund Hans Fredrik Hansen beige-steuert. Er war als Ökonom für zahlreiche multinationale Öh-unternehmen in den USA, Europa und im Nahen Osten tätig.

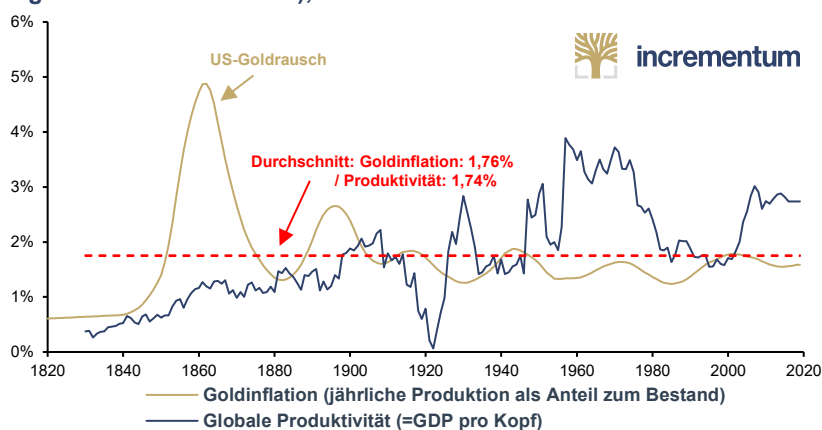
*Gold is not about Armageddon ...  
 Gold is simply a marker, a  
 barometer showing the state of  
 confidence in the financial  
 system and its managers  
 (Central Banks) at any given  
 time.*

**Barry Ritholtz**

**Inflation ist ein seltsames Konzept.** Meistens wird Inflation als Anstieg des allgemeinen Preisniveaus angesehen. Doch das ist meist, aber nicht immer, ein Symptom der Inflation. In Anlehnung an Murray Rothbard wäre „eine unzulässige Erhöhung der im Umlauf befindlichen Geldmenge“ eine raffiniertere Definition.<sup>294</sup>

**Mit „unzulässig“ meinte Rothbard die Erhöhung der Papiergeldmenge über die als Geld genutzte Goldmenge hinaus.** Entscheidet sich der Markt für Gold als bevorzugtes Tauschmittel, was wahrscheinlich ist, wenn er wirklich frei und unbehindert ist, sollte jede Erhöhung der nicht durch Gold gedeckten Fiat-Währung als unzulässig betrachtet werden. Unter der vernünftigen Annahme, dass die Goldminen neues Gold entsprechend der Gesamtproduktivität in der Wirtschaft liefern werden, wird sich das Preisniveau über die Zeit nicht ändern. Natürlich können die einzelnen Preise je nach ihrer spezifischen Angebots-/Nachfragedynamik schwanken, aber insgesamt werden die Preise stabil bleiben, wenn Gold als Tauschmittel verwendet wird.

**Globale Produktivität yoy%, und Goldinflation yoy% (10-jähriger gleitender Durchschnitt), 1820-2020**



Quelle: Rogoff (1984), Madisson, IMF, USGS, UN, Fredrik Hansen, Incrementum AG

**In den vergangenen 200 Jahren entsprach die durchschnittliche Goldproduktion mit einer Rate von 1,75% pro Jahr genau dem Wachstum der globalen Produktivität.**<sup>295</sup> Während Kaliforniens Goldrausch (1848-1854) wich die Goldproduktion von ihrem langfristigen Trend ab, und hätte sich dieser Trend fortgesetzt, wäre Gold kein optimales Tauschmittel mehr gewesen. Als das gestiegene Angebot zu niedrigeren Preisen führte, kehrte die Goldproduktion schließlich wieder zu ihrem *Fließgleichgewicht* zurück und Gold blieb das beste Tauschmittel.

<sup>294</sup> Vgl. „Hyperinflation: viel diskutiert, wenig verstanden“; In *Gold We Trust*-Report 2019

<sup>295</sup> Die Entwicklung der globalen Produktivität von 1820 bis 2020 definieren wir als die Veränderung des realen BIP pro Kopf. Da der Lebensstandard nur durch eine höhere Produktivität erhöht werden kann, sollten beide langfristig gleich sein. Da ein höherer Kapitalstock zu höheren Abschreibungen führt und eine größere Arbeitnehmerschaft die Gesamtproduktion auf eine größere Bevölkerung verteilt, erhöht nur die Produktivität das BIP pro Kopf. Welt wird hier definiert als Belgien, Schweiz, Deutschland, Dänemark, Spanien, Finnland, Frankreich, Großbritannien, Griechenland, Irland, Italien, Niederlande, Norwegen, Portugal, Schweden, Türkei, USA, Kanada, Mexiko, die Staaten der früheren Sowjetunion, China, Indien, Australien, Indonesien, Japan und Neuseeland. Zusammen genommen repräsentierten diese Länder im Jahr 2019 mehr als zwei Drittel der Weltwirtschaft und fast 90% der von 1980.

**Daraus können wir schließen, dass sich das *allgemeine* Preisniveau heute kein Jota gegenüber dem von vor 200 Jahren verändert hätte.**

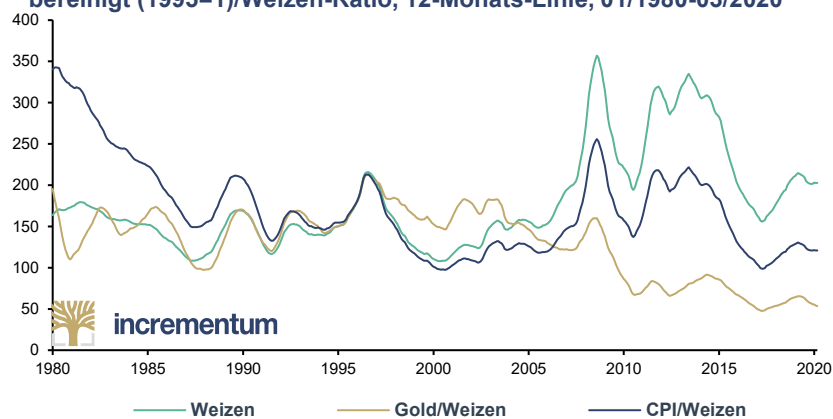
Doch das ist eindeutig nicht der Fall. Zum Beispiel ist der exponentielle Anstieg der Rohstoffpreise vor der Finanzkrise sowohl in nominalen als auch in realen US-Dollars deutlich sichtbar. Dieser Anstieg verschwindet aber, wenn er in Gold ausgedrückt wird.

*Ironically, fiscal expansion, historically considered imprudent, is now the only prudent way forward.*

**Larry Summers**

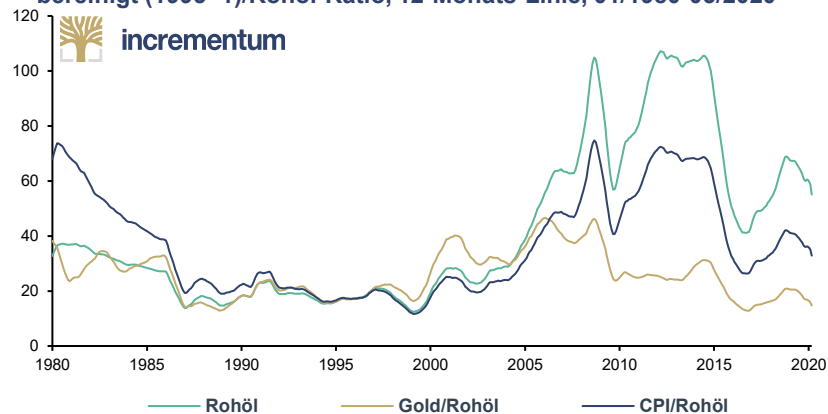
Man kann also mit Sicherheit sagen, dass der Finanzkrise eine starke monetäre Inflation im globalen US-Dollarsystem, d. h. dem Eurodollar, vorausgegangen ist, die diese auch verursacht hat. Es wird anhand der Grafiken auch deutlich, dass die Kaufkraft von Gold z. B. gegenüber Weizen oder Öl relativ stabil bleibt.

**Weizen, in USD/Tonne, Gold bereinigt (1995=1)/Weizen-Ratio, und CPI bereinigt (1995=1)/Weizen-Ratio, 12-Monats-Linie, 01/1980-03/2020**



Quelle: BLS, Weltbank, Fredrik Hansen, Incrementum AG

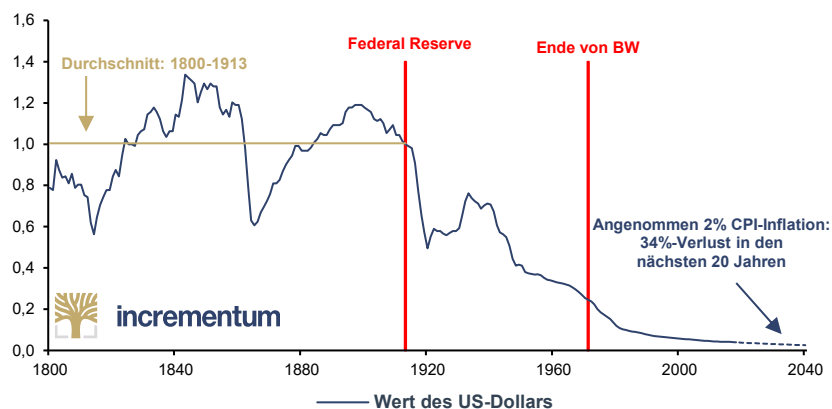
**Rohöl, in USD/bbl, Gold bereinigt (1995=1)/Rohöl-Ratio, und CPI bereinigt (1995=1)/Rohöl-Ratio, 12-Monats-Linie, 01/1980-03/2020**



Quelle: BLS, Weltbank, Fredrik Hansen, Incrementum AG

**Der US-Dollar selbst eignet sich allerdings nicht als zuverlässiges Wertaufbewahrungsmittel. Im Gegenteil – zuverlässig verliert er lediglich an Wert. Doch das war nicht immer so, wie der nächste Chart zeigt.**

### Wert des US-Dollars, 1913 = 1, 1800-2040



Quelle: Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970, BLS, Fredrik Hansen, Incrementum AG

Von 1800 bis 1913 stieg die Kaufkraft des US-Dollar zwischenzeitlich um fast 30%, obwohl es einige große Ausschläge nach unten gab, insbesondere in der Zeit des Bürgerkrieges. Der Durchschnittswert in diesen mehr als 100 Jahren vor der Einführung der Federal Reserve 1913 ist genau eins, übrigens der Wert, auf den wir im Chart die Kaufkraft des US-Dollar im Jahr 1913 normiert haben.

*A currency, to be perfect, should be absolutely invariable in value.*

**David Ricardo**

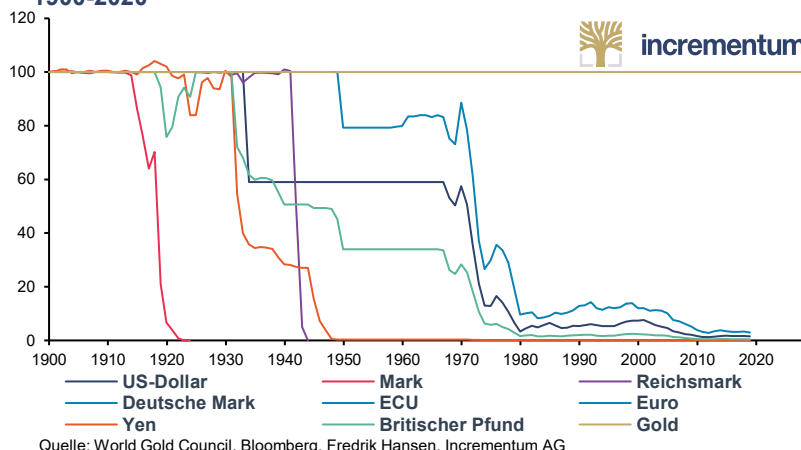
**Mit anderen Worten: Der US-Dollar blieb über ein Jahrhundert lang ein stabiler Ort der Wertaufbewahrung.** Im Gegensatz dazu sank die Kaufkraft des US-Dollar von 1913 bis 2019 um 96,5%, und wenn die Federal Reserve ihr jährliches Inflationsziel von zwei Prozent erreicht, wird der US-Dollar in den nächsten 20 Jahren weitere 34% verlieren. Wenn das tatsächlich der Fall ist, wird es der Federal Reserve gelungen sein, den Wert des US-Dollars in weniger als 130 Jahren um erstaunliche 97,5% zu senken. Wie wir weiter unten argumentieren werden, ist die Erreichung des Inflationsziels von 2% zum jetzigen Zeitpunkt allerdings ein Wunschtraum.

**Erstaunlicherweise zählte der US-Dollar im vergangenen Jahrhundert mit dieser trostlosen Erfolgsbilanz sogar zu den Währungen mit besserer Performance.** Im Vergleich mit vielen seiner „Kollegen“ hielt sich der US-Dollar viele Jahre lang gut, bis sie alle in der Überzeugung, dass der Weg zu Wohlstand nur durch eine schwache Währung, eingeschränkte Importe und maximierte Exporte möglich sei, in einer seltsamen gemeinsamen merkantilistischen Perversion einen Wettlauf nach unten antraten.

Die hypothetisch beste Lösung wäre eindeutig, nur eine einzige Einheit einer Ware zu einem unendlich starken Wechselkurs zu exportieren, während man zu diesen Konditionen alles importieren könnte, was in Zukunft benötigt wird. Obwohl diese hypothetische Lösung realistischere nicht durchführbar ist, zeigt sie doch, was man anstreben sollte – eine schwache Währung und ein schwacher Wechselkurs sind es offenkundig nicht.



### Wertverlust der Fiat-Währungen gegenüber Gold, 1900 = 100, 1900-2020



*It's funny, in a human kind of way, how we can convince ourselves that we're in control at the very moment we are beginning to lose it.*

**William C. Moyers**

**Dieser Logik scheinen sich die vermeintlichen Währungshüter zu entziehen, denn dieses zerstörerische Abwertungsrennen wird als der beste Weg angesehen, das Wirtschaftswachstum anzukurbeln.** Der einzige Weg zu mehr Wachstum, so die Federal Reserve und ihre Zentralbank-Kollegen auf der ganzen Welt, ist eine weitere Währungsabwertung, und da organisches, nachhaltiges und – wenn man so will – inklusives Wachstum im derzeitigen System nicht möglich ist, werden sich die politischen Entscheidungsträger bald gezwungen sehen neue, noch „kreativere“ Ideen wie z. B. MMT, Helikoptergeld, Yield Curve Control etc. zu verwirklichen.

## Wenn Unsinn zur neuen Normalität wird

*The fact that an opinion has been widely held is no evidence whatever that it is not utterly absurd.*

**Bertrand Russell**

So wie die Quantitative Lockerung und negative Nominalzinssätze noch vor zehn Jahren weit hergeholt schienen, werden wir bald radikal neue Maßnahmen sehen, die den heutigen Leser schockieren würden; Maßnahmen, die zuerst „rational“ verteidigt und die bald danach allgemein als konventionelle geldpolitische Instrumente akzeptiert werden.

Können Sie sich vorstellen, dass Sie vor zehn Jahren folgende Zeilen hätten lesen können: „... *in contrast to the conventional wisdom, we find that, when banks are sound, the **Negative Interest Rate Policy (NIRP) can effectively stimulate the real economic activity** by influencing the behavior of both banks and firms.*“<sup>296</sup>

Wäre ein solcher Unsinn damals geschrieben worden, wäre er als genau das, nämlich Unsinn, oder als eine Form von Betrug abgetan worden, der seinen Ausgang von einem obskuren Posting in einer der hintersten Ecken des Internets genommen hat.

<sup>296</sup> Altavilla, Carlo et al.: „[Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms](#)“, ECB Working Paper Series, No. 2289, Juni 2019, unsere Hervorhebung, eigene Übersetzung

*We have abolished the idea of failure — nature’s cleansing mechanism. As a consequence, we’ve lost real economic vitality. We’ve substituted finance for an industry as the locomotive of economic growth. In GDP terms, it looks terrific. But it is neither enduring nor real.*

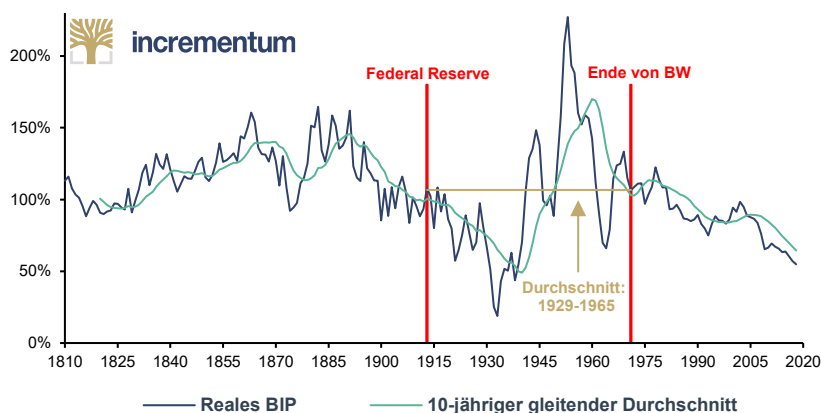
**Tony Deden**

**Das ist aber nicht der Fall. Der Satz ist einem kürzlich erschienenen Arbeitspapier der EZB entnommen, das von seriösen Ökonomen verfasst und von ebenso hochdekorierten und renommierten Kollegen, Kommentatoren und politischen Entscheidungsträgern diskutiert wurde.** Rückblickend betrachtet ist es unglaublich, wie schnell diese Ideen zum Mainstream wurden. Dass sich heute etwas nach völligem Unsinn anhört, ist eindeutig keine Garantie dafür, dass es morgen nicht zum gewöhnlichen Repertoire der Geldpolitik gehört.

Wenn es weniger als ein Jahrzehnt dauert, um etwas so Verrücktes wie negative Nominalzinssätze in eine konventionell akzeptierte Weisheit zu verwandeln, stellen Sie sich den Schaden vor, den die nächsten zehn Jahre anrichten können. Da sich der Schaden, der dem Geld zugefügt wird, natürlich auf alle Facetten der Gesellschaft erstreckt, weil Geld das universelle Medium ist, das alles verbindet, handelt es sich um eines der schädlichsten Dinge, die man sozusagen auf den Kopf stellen kann. **Wenn Geld plötzlich aus „Opposite Land“<sup>297</sup> stammt, wird die Gesellschaft schließlich denselben Weg nehmen.**

Das Wirtschaftswachstum, das in diesem Chart durch das *reale* BIP-Wachstum im 20-Jahres-Vergleich dargestellt ist, hat mit der Einführung des modernen Zentralbankwesens erheblich gelitten.

#### Reales US-BIP-Wachstum, 20-jährige Veränderung, 1810-2020



Quelle: Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970, BLS, BEA, Fredrik Hansen, Incrementum AG

Obwohl das Wachstum in den 1950er-Jahren neue Rekordhöhen erreichte, ist diese Anomalie zum Teil auf die sehr niedrige Ausgangsbasis als Überbleibsel der Großen Depression zurückzuführen, aber noch mehr auf die Art und Weise, wie die US-Regierung das Wachstum während des Zweiten Weltkriegs berechnet hat.

In diesen Jahren hat eine Kombination aus exzessivem Gelddrucken, erzwungener Ressourcenallokation für die Rüstungsproduktion und Preiskontrollen, die den Deflator zur Berechnung des *realen* BIP-Wachstums verzerrt haben, die Wachstumsstatistik so sehr geschönt, dass sie unbrauchbar geworden ist. Der Landwirt aus Kansas, dem von Zucker über Treibstoff bis hin zu Penizillin alles

<sup>297</sup> „Opposite Land“ ist ein Kinderbuch von Charlotte Rose Hamlyn, wo alles genau das Gegenteil von dem ist, was es eigentlich ist. „Opposite Land“ ist „wo Socken Füße tragen, wo Brokkoli Fleisch ist, wo dahinter davor ist, und wo die Menschen ihren Stuhlgang mit dem Kopf verrichten“.



*He [man] is free to make the wrong choice, but not free to succeed with it. He is free to evade reality... but not free to avoid the abyss he refuses to see.*

**Ayn Rand**

rationiert wurde und der sehnsüchtig auf Nachrichten von seinen in Übersee kämpfenden Söhnen erwartete, hätte den Statistiken ganz sicher nicht zugestimmt. **Für die amerikanische Öffentlichkeit muss die BIP-Statistik, die behauptete, die Wirtschaft boome, einen Affront dargestellt haben.**

Von der Anomalie des Kriegs abgesehen, würde eine Durchschnittsberechnung des Wachstums zwischen 1929 und 1965 die Fakten besser wiedergeben. Auf jeden Fall hat das Wirtschaftswachstum gelitten, egal wie man es betrachtet. Der in den vergangenen 20 Jahren in den USA erzielte Zuwachs von 60% entspricht der Zeit der Großen Depression, und wie die untenstehende Tabelle zeigt, ist das US-Experiment mit zentralisiertem Geld kein Einzelfall. Jede „fortgeschrittene“ Wirtschaft auf dem Planeten hat die gleiche schwache Leistung erbracht.

#### Reales BIP-Wachstum, 20-jährige Veränderung

	1850	1900	2000	2020
<b>Belgien</b>	46%	52%	54%	32%
<b>Schweiz</b>	42%	110%	40%	41%
<b>Deutschland</b>	42%	82%	53%	28%
<b>Dänemark</b>	52%	72%	60%	25%
<b>Spanien</b>	42%	31%	77%	39%
<b>Finnland</b>	35%	87%	68%	30%
<b>Frankreich</b>	47%	59%	58%	28%
<b>Großbritannien</b>	52%	62%	71%	40%
<b>Griechenland</b>	57%	46%	36%	3%
<b>Italien</b>	13%	32%	50%	4%
<b>Niederlande</b>	35%	60%	75%	32%
<b>Portugal</b>	4%	56%	68%	13%
<b>Schweden</b>	35%	57%	54%	50%
<b>Kanada</b>	199%	112%	72%	44%
<b>Mexiko</b>	14%	86%	69%	46%

Quelle: Maddison, Weltbank, Fredrik Hansen, Incrementum AG

## Mehr Schulden, weniger Wachstum

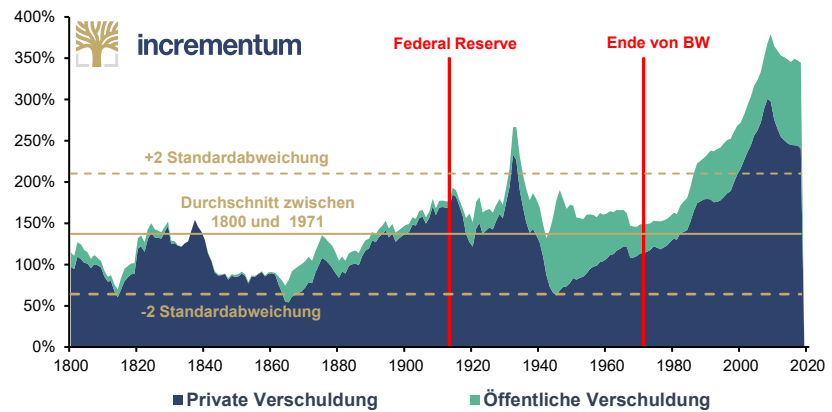
**Die Kehrseite der Währungsabwertung und des geringeren Wachstums ist eine höhere Verschuldung.** Indem die *Realzinsen* künstlich niedrig gehalten werden, werden Schulden subventioniert und Ersparnisse besteuert. Eine solch einseitige Anreizstruktur führt zwangsläufig zu mehr Schulden, weniger Ersparnissen (und damit weniger Investitionen), geringerem Wachstum und letztlich zu stagnierenden Volkswirtschaften.

Man beachte, dass die US-Wirtschaft von einer einfachen Agrarwirtschaft nicht nur zur dominierenden globalen Wirtschaft wurde, sondern dass sie zwischen 1800 und 1913 in technologischer Hinsicht auch Europa überholte. Und im Gegensatz zu dem, was man uns heute sagt, war eine ständige Erhöhung der Schuldenlevels nicht notwendig, um dieses Kunststück zuwege zu bringen. Von 1800 bis 1971 betrug die *Gesamtverschuldung*<sup>298</sup> der USA im Durchschnitt

<sup>298</sup> Die Gesamtverschuldung setzt sich aus der Verschuldung sämtlicher Sektoren der öffentlichen Hand, d. h. Bund, Länder, Gemeinde, Sozialversicherungen und in öffentlicher Hand befindlicher Privatunternehmen, sowie der privaten Haushalte und der Unternehmen zusammen.

weniger als das 1,4-fache des BIP.<sup>299</sup> Heute beträgt die Gesamtverschuldung der öffentlichen Hand, einschließlich der Verschuldung auf Bundes-, Landes- und Gemeindeebene, *allein* mehr als das 1,2-fache des BIP – Tendenz im Moment stark steigend.

### Gesamtverschuldung in % des BIP, 1800-2020



Quelle: Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970, Fed, BEA Carmen & Reinhart (2010).

Noch besorgniserregender ist, dass der Großteil der Zunahme der privaten Verschuldung nicht von einer produktiven Art ist, die dazu beiträgt, zusätzlichen Cashflow zu generieren, mit dem die Schulden bedient werden können, und der die Wirtschaft in der Zukunft expandieren lässt. Der größte Teil der Schulden wird für Konsum verwendet, was sich nachteilig auf das Wachstum auswirkt, da heutige Ressourcen verbraucht werden, ohne dass morgen ein Zuwachs erzielt wird.

*We no longer have business cycles, we have credit cycles.*

**Peter Boockvar**

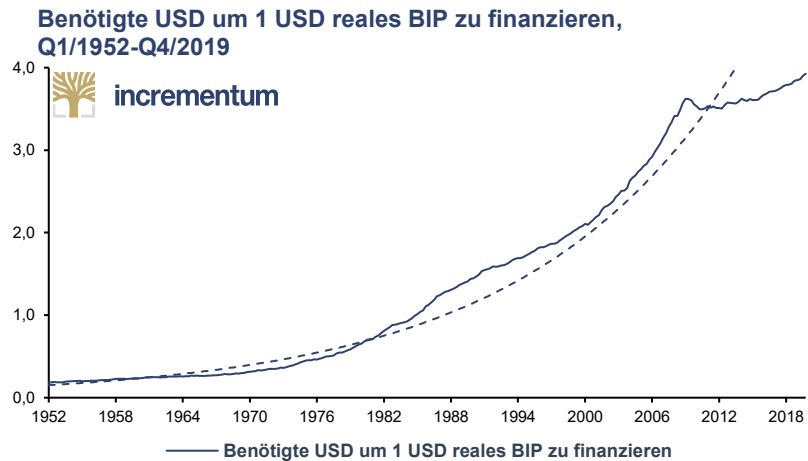
Während die private Verschuldung ursprünglich ausschließlich zur Finanzierung von Investitionen und zur Unterstützung des Unternehmenswachstums verwendet wurde, wurde sie im weiteren Verlauf immer mehr zur Finanzierung langlebiger Konsumgüter herangezogen. **Besonders pervers ist der Umstand, dass in der gegenwärtigen und vielleicht letzten Phase des Kredit-Superzyklus ein zunehmender Anteil der diskretionären Ausgaben der Haushalte zur Finanzierung von kurzlebigen Verbrauchsgütern genutzt wird.**

**Allerdings sollte „Kredit“<sup>300</sup> nicht etwas sein, das die Bank vergibt, sondern etwas, das der Schuldner bereits besitzt.** Nur durch harte Arbeit, Verlässlichkeit und Einfallsreichtum kann man einen Kredit bekommen. Durch die Monopolisierung des Geldes wurde die Kausalkette auf den Kopf gestellt, und heutzutage konkurrieren Banken und andere Gläubiger darum, so viel Kredit wie möglich zu *vergeben*.

<sup>299</sup> Zur Schätzung der privaten Gesamtverschuldung vor 1916 verwenden wir Kreditstatistiken von staatlichen, nationalen und kommerziellen Banken sowie Genossenschaftsbanken und regressieren diese auf die Gesamtverschuldung von 1916 bis 1955. Natürlich korrelieren diese gut (84%), und da Daten über Kredite bis 1834 vorliegen, können wir das Ergebnis der Regression zur Schätzung der Gesamtverschuldung verwenden. Daten für die öffentliche Verschuldung sind für die gesamte Zeitreihe verfügbar.

<sup>300</sup> Kredit: abgeleitet von lateinisch credere „glauben, vertrauen“ und lateinisch creditum „das auf Treu und Glauben Anvertraute“.

Da es der Kredit dem Schuldner heute ermöglicht, für Güter und Dienstleistungen zu bieten, für die der Kreditnehmer noch nicht die gleiche Menge an Ressourcen produziert hat, wird alles andere als eine produktive Nutzung dieser Ressourcen der Gesellschaft Kapital entziehen und die zukünftigen Wachstumsraten dämpfen.



Wenn Kredite *systematisch* zur Finanzierung von kurzlebigen diskretionären Ausgaben verwendet werden, ist es unvermeidlich, dass das erwartete zukünftige Wachstum, das implizit die gegenwärtige Kreditexpansion begründet, ausbleibt – ganz einfach deswegen, weil die Ressourcen, die für die Generierung von Wirtschaftswachstum erforderlich sind, nicht zur Verfügung stehen.

*Auf der Grundlage der wachsenden Schuldenspirale gedeiht bloß quantitatives, nicht qualitatives Wachstum.*

**Rahim Taghizadegan**

**Eine Gesellschaft, die diskretionäre Ausgaben mit Krediten finanziert, ist per definitionem eine hinscheidende Gesellschaft, die eines Tages unter der schieren Last des nicht realisierten Wachstums zerbröckeln muss; eines nicht stattfindenden Wachstums, das eigentlich zur Rückzahlung der in der Vergangenheit aufgelaufenen Schulden verwendet werden müsste.**

Durch die Art und Weise, wie das BIP konstruiert ist, also indem man die für Ausgaben verwendeten US-Dollar mitzählt, ist die Kreditausweitung eine einfache Möglichkeit, das Wachstum kurzfristig anzukurbeln. **Doch wenn Kredite nicht produktiv genutzt werden, handelt es sich nicht wirklich um Wachstum, sondern um Kapitalverzehr, der das genaue Gegenteil von Wachstum ist.**

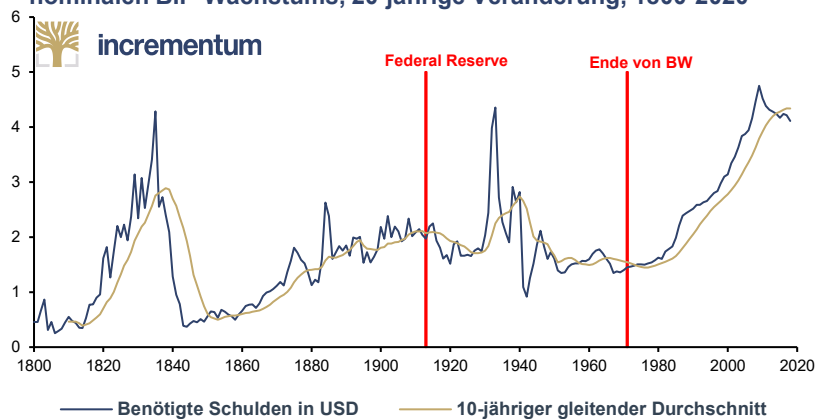
*Debt is an inexhaustible fountain of dishonesty.*

**Henry Ward Beecher**

Wir können das beweisen, indem wir uns die Höhe der Verschuldung ansehen, die für die Generierung von BIP-Wachstum erforderlich ist. Wie in folgendem Chart dargestellt, hat das Ende von Bretton Woods mit dessen letzten Überbleibseln von Zentralbankbeschränkungen nicht nur die Schuldenstände erhöht, sondern auch die Produktivität der Kreditschöpfung dramatisch verringert.

Im Jahr 1971 wurde durch 1,4 USD zusätzliche Verschuldung ein US-Dollar auf BIP-Ebene geschaffen. Heute benötigt die US-Wirtschaft 4,3 USD an Schulden, um das BIP um 1 USD zu erhöhen.

### Benötigte Schulden in USD zur Schaffung von 1 USD des nominalen BIP-Wachstums, 20-jährige Veränderung, 1800-2020



Quelle: Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970, BEA, Fredrik Hansen, Incrementum AG

Indem absichtlich Kredit über den historischen Durchschnitt des 1,4-fachen des BIP hinaus in das System gepresst wurde, hat ein gigantischer Schulden-Superzyklus auf magische Weise ein globalisiertes Wachstumswunder geschaffen, das leider eher eine Fata Morgana als ein Wunder ist.

Zur weiteren Untermauerung der Behauptung, dass die letzten vier bis fünf Jahrzehnte der Kreditexpansion bestenfalls unproduktiv, schlimmstenfalls aber reiner Kapitalverzehr gewesen sind, stellen wir fest, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes<sup>301</sup> seit ihrem Höhepunkt Ende der 1990er-Jahre deutlich gesunken ist.

Das nominale BIP, d. h. die Menge an Waren und Dienstleistungen (Y) mal den Preis (P), kann auch als Geldmenge (M) mal die Umlaufgeschwindigkeit (V) ausgedrückt werden:  $Y \times P = M \times V$ .

*Das Volk klagt nicht über Inflation, aber es unterstützt begeistert politische Maßnahmen, die nur mit Inflation verwirklicht werden können.*

**Ludwig von Mises**

*Debt is the match that lights the fire of every crisis.*

**Andrew Ross Sorkin**

Die konventionelle Wirtschaftswissenschaft lehrt uns, dass die Inflationierung der Geldmenge, entweder durch eine Ausweitung der Geldmenge oder alternativ durch eine höhere Umlaufgeschwindigkeit, das Wachstum ankurbelt. Deshalb greifen die Zentralbanken sowohl auf die Ausweitung der Bilanz (zur Erhöhung der Geldmenge) als auch auf „forward guidance“ zurück mit dem Ziel, die allgemeinen Inflationserwartungen zu ändern, und um dadurch die Umlaufgeschwindigkeit zu erhöhen.

**Unserer Ansicht nach verläuft die Kausalität jedoch in die entgegengesetzte Richtung.** Bei einer gegebenen Geldmenge muss einem Anstieg der realen Wirtschaftsleistung entweder ein Preisrückgang und/oder eine Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit „entgegengesetzt“ werden. Da die Zentralbanken jedoch alles in ihrer Macht Stehende tun, um sicherzustellen, dass

<sup>301</sup> Eine Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes entspricht einer sinkenden Nachfrage nach Geldhaltung, während der Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes einer steigenden Nachfrage nach Geldhaltung entspricht.

*Funny how bonds were labelled "certificates of confiscation" back in the early 1980s when yield were 14%. What should we call them now?*

**Bill Gross**

die Preise nicht fallen, kann jede Anpassung ausschließlich über die Umlaufgeschwindigkeit erfolgen.

**Unter dem Strich hält die Wirtschaftsleistung bei der derzeit sinkenden Umlaufgeschwindigkeit des Geldes eindeutig nicht mit den Veränderungen der Geld- und Kreditversorgung Schritt.** Entgegen landläufiger Meinung bedeutet eine sinkende Umlaufgeschwindigkeit keineswegs, dass die Zentralbanken höhere Wachstumsraten durch *Manipulation* der Geldmenge oder durch Tricks zur Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit erreichen können. Die Umlaufgeschwindigkeit ist einfach ein Marktmechanismus, damit die Produktion bei jeder beliebigen Geldmenge vom Markt (zu von der Zentralbank festgelegten Preisen) geräumt wird und nicht etwa – wie die Zentralbanken anscheinend glauben – eine Ursache für Wirtschaftswachstum.

Die unablässige Konzentration auf ein willkürliches Konstrukt wie *das* Preisniveau hat zu groben Verzerrungen in der globalen Marktwirtschaft geführt. Da die Preise für handelbare Güter fallen, was in einem kapitalistischen System der natürliche Zustand ist, haben die Zentralbanken ihre Inflationsziele erreicht, indem sie die Preise für nicht handelbare Güter in die Höhe trieben.

## Ein neues Feudalsystem ist im Entstehen

*Liberty is not a means to a higher political end. It is itself the highest political end.*

**Lord Acton**

**Dies wiederum hat dazu geführt, dass westliche Haushalte einen zunehmenden Anteil ihres Einkommens für notwendige Ausgaben wie Gesundheitsversorgung, Kreditrückzahlungen, Schulgeld und Versicherungen oder im Falle Europas für eine steigende Steuerlast aufwenden.** Die westliche Welt, die sich im 19. Jahrhundert durch die Anwendung der Prinzipien der Renaissance von der feudalen Gesellschaft losgelöst hat, führt durch die Kreditschöpfung die feudalen Strukturen derzeit wieder ein. Angesichts steigender Lebenshaltungskosten sind Haushalte, die durch Kredite zur Finanzierung des Studiums, des Autos, des nächsten Malediven-Urlaubs und vielleicht sogar einer Kreditkartenrechnung bis zur nächsten Gehaltsauszahlung belastet sind, gezwungen, eine Hypothek mit 30-jähriger Laufzeit aufzunehmen, um sich eine Wohnung leisten zu können. Das entspricht nicht mehr einer freien Gesellschaft. Das ist eine Gesellschaft von Menschen, die Gefangene und Getriebene ihrer Schulden sind.

*Debt is the slavery of the free.*

**Publius Syrus**

Die neuen Feudalherren, die sich aus der zunehmenden Konzentration von Gläubigern zusammensetzen, machen sich keine Sorgen um die Lebenshaltungskosten, die Habenichtse und Schuldklaven allerdings sehr wohl. Für sie ist die *Hoffnung*, der wichtigste Bestandteil einer gesunden Gesellschaft, verschwunden. Es gibt keinen Ausweg aus der Schuldknechtschaft, in der sie sich befinden. Sie können bis zur Pension arbeiten und sind immer noch verschuldet.

**Und da die Hoffnung auf eine bessere Zukunft dahin ist, ist die Gesellschaft anfällig für radikale politische Veränderungen.** Die zunehmende Polarisierung zwischen der künstlichen Links/Rechts-Unterscheidung ist ein fruchtbarer Nährboden für Populisten, die bereit sind,

*Everyone wants to live at the expense of the state. They forget that the state wants to live at the expense of everyone.*

**Frédéric Bastiat**

*Der Staatsbankrott ist ein einmaliger chirurgischer Eingriff, die Inflation ist permanente Blutvergiftung.*

**Felix Somary**

*The trouble with the world is that the stupid are cocksure and the intelligent are full of doubt.*

**Bertrand Russell**

anderen den Schwarzen Peter zuzuschieben, und einer verzweifelten und leichtgläubigen Öffentlichkeit einfache Lösungen zu präsentieren.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Kombination aus zentralisiertem Geld, hohen und steigenden Schuldenständen, einer nicht tragfähigen Kapitalstruktur und *realen* Ressourcenflüssen, die von einer fortgesetzten Geldentwertung abhängig sind, um sich selbst zu erhalten, alle Chancen auf ein breit angelegtes und inklusives Wirtschaftswachstum zunichte gemacht hat. Dieses ist ohne einen drastischen Richtungswechsel einfach nicht möglich – einen Richtungswechsel, der schon kurzfristig genug Schmerzen verursacht, um politische Karrieren zu zerstören.

**Mit anderen Worten: Das gegenwärtige System ist nicht mehr in der Lage, genügend Wachstum zu erzeugen, um die in ihren Schulden Gefangenen aus ihrer misslichen Lage zu befreien.** Und es ist gleichzeitig nicht in der Lage, sich zu ändern. Es ist letztlich in einer Zwickmühle gefangen.

**Die einfache Lösung wäre, wie die Geschichte beweist, ein deutlicher Schuldenschnitt durch ein Ablassjahr.** Doch das ist im heutigen Finanzsystem keine einfach umzusetzende Option. Generelle Abschreibungen würden mit ziemlicher Sicherheit das Bankensystem, die Pensionsfonds und die Versicherungen in den Bankrott treiben und zu einer Reihe unvorhergesehener Folgen führen. Die jüngere Geschichte legt nahe, dass die Inflation, die schleichende und mitunter plötzliche Entwertung des Geldes zur Ankurbelung des *nominalen* Wachstums, sowie der *nominalen* Löhne und Gewinne der bevorzugte Weg der Populisten in einem demokratischen System sein wird.

„Quantitative Easing für die Bevölkerung, nicht für die Wall Street“ wird bald der erfolversprechende Slogan in politischen Kampagnen werden. Die Modern Monetary Theory (MMT) gewinnt schnell an Popularität, wie wir bereits im Kapitel Standortbestimmung gezeigt haben. Das Versprechen, jedem Bankkonto innerhalb des Zuständigkeitsbereichs der Zentralbank beispielsweise 10.000 EUR gutzuschreiben, wird verschuldeten Haushalten schnell wieder Hoffnung geben. Das hat bis vor kurzem noch weit hergeholt geklungen, aber das taten negative Nominalzinsen und QE vor nur 10 Jahren auch. Doch im Zuge der Debatten darüber, wie die Wirtschaft nach den Lockdowns aufgrund des Coronavirus wieder in Schwung gebracht werden kann, werden Vorschläge wie dieser in immer schnellerem Tempo unterbreitet.

Da ein nachhaltiges Wachstum per definitionem nicht mehr möglich ist, wird „QE für die Bevölkerung“ eine Lösung innerhalb des nächsten Wahlzyklus und/oder der nächsten Finanzkrise sein.<sup>302</sup> Die Lösung wird global umgesetzt werden, was in den meisten Währungsräumen schnell zu einer sprunghaft ansteigenden Preisinflation führen wird. **Und deshalb vertrauen wir weiter auf Gold.**

<sup>302</sup> Eine Finanzkrise mit den heutigen Schuldenständen wird zunächst deflationär, möglicherweise sogar stark deflationär sein, was bedeutet, dass der Wert des Geldes steigt oder alternativ die Preise von allen Gütern fallen. Der Ruf nach Inflation jeglicher Art wird mit der Schwere der Deflation wachsen.



**Gold wird seine Kaufkraft aufrechterhalten und sogar noch steigern, wenn wir in die letzte Phase des Schuldenzyklus eintreten.**

## Warum hat sich die Preisinflation bislang noch nicht beschleunigt?

*You never give me your money,  
 You only give me your funny  
 paper,  
 And in the middle of  
 negotiations,  
 You break down.*  
**The Beatles**

**Der stetige Kaufkraftverlust des Geldes durch das System ist zwar garantiert, aber warum haben die beispiellosen Marktinterventionen der Zentralbanken nach der globalen Finanzkrise die inflationären Tendenzen nicht beschleunigt?** Es stimmt, dass sich die Inflationierung der Vermögenspreise tatsächlich deutlich beschleunigt hat. Aber es gab keinen deutlich größeren Kaufkraftverlust der Währungen gegenüber international gehandelten Konsumgütern als vor der Großen Finanzkrise. Warum ist das so?

Um Inflation richtig zu verstehen, müssen wir das Phänomen Geld vollständig erfassen, denn „*Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen*“, wie Milton Friedman nicht müde wurde zu betonen. Im Gegensatz zu einem reinen Warengeldstandard, bei dem Geld leicht zu verstehen ist, ist das heutige Tauschmittel eher eine theoretische Abstraktion mit praktischen Auswirkungen, die nur wenige, falls überhaupt irgendjemand, vollständig verstehen.

*Inflation ist ein periodisch  
 wiederkehrender Beweis für die  
 Tatsache, dass bedrucktes Papier  
 bedrucktes Papier ist.*  
**Helmut Nahr**

Beginnen wir beim *nominalen* BIP, das selbst eine nicht eindeutig definierbare Abstraktion ist, die durch verschiedene subjektive Vorstellungen davon definiert wird, was es sein soll und was nicht. Trotz der Unschärfe des Begriffs wissen wir, dass das *nominale* BIP im Grunde ein sehr weit gefasstes Maß für die Inflation ist. Es ist ein Maß dafür, wie viel Geld innerhalb eines vordefinierten geographischen Gebiets über einen bestimmten Zeitraum für Güter und Dienstleistungen ausgegeben wurde. Wie oben erwähnt, ist das BIP der Preis (P) mal die verkaufte Menge (Y), ob es sich nun um Lebensmittel, eine Google-Werbung, eine Taxifahrt oder einen Snack aus dem Automaten handelt – alles ist Teil der gesamten BIP-Berechnung. Ja, hinter den BIP-Berechnungen steckt eine komplexe „Wissenschaft“, aber in ihrer größten Form handelt es sich um  $nGDP = P \times Y$ .

Die Preise werden natürlich durch die Menge des verfügbaren Geldes im Verhältnis zur Menge der produzierten Waren und Dienstleistungen bestimmt. Aber was ist Geld? Auf der grundlegendsten Ebene ist Geld die Geldmenge mal seiner Geschwindigkeit,  $P \times Y = M \times V$ .

**Das wirft natürlich die Frage auf: Wie hoch ist die Geldmenge?** Wir stellen fest, dass die Zentralbank Basisgeld (BM) produziert, das von einem Mindestreserve-Bankensystem gehebelt wird. Die Geldmenge ist daher durch die Menge der von der Zentralbank bereitgestellten Reserven und des physischen Bargelds gegeben, multipliziert mit einem Multiplikator (m), d. h.  $M = m \times BM$ .

*What is needed for a sound expansion of production is additional capital goods, not money or fiduciary media. The credit expansion is built on the sands of banknotes and deposits. It must collapse.*

**Ludwig von Mises**

*...Gold is a currency. It is still, by all evidence, a premier currency. No fiat currency, including the dollar, can match it.*

**Alan Greenspan**

**An dieser Stelle wird unsere etwas langwierige und theoretische Diskussion wirklich interessant.** Die finanzielle Hebelwirkung bzw. der Geldmengenmultiplikator wird durch den bilanziellen Spielraum aller Bilanzen des Bankensystems bestimmt, was bedeutet, dass die Geldmenge selbst weitgehend von allen Faktoren abhängt, die den bilanziellen Spielraum beeinflussen wie z. B. regulatorische Anforderungen und regulatorische Arbitrage, die Zinssätze, die Risikoeinschätzung und das Wirtschaftswachstum.

**Bei der Analyse des bilanziellen Spielraums ist es wichtig, zwischen inländischen und global integrierten Banken zu unterscheiden.**

Inländische Banken reichen US-Dollar-Liquidität an Akteure weiter, die in einem Währungsgebiet wie den USA ansässig sind. Inländische Banken hebeln das Basisgeld der Zentralbank durch die Schaffung von Währungseinheiten, wie Euro oder US-Dollar, für die eigentlich keine Euro oder US-Dollar existieren – das übliche Verfahren des *Fractional-Reserve-Banking*, das Geld durch Kreditvergabe schöpft.

Auf der anderen Seite schaffen global integrierte Banken sogenannte Eurodollar<sup>303</sup>, d. h. Ansprüche auf *Fiat-US-Dollar*, meistens handelt es sich jedenfalls um US-Dollar, für die es gar keine *Fiat-US-Dollar* gibt. Eurodollar sind ein weiterer Hebel, zusätzlich zum bereits gehebelten Geld. Eurodollar sind im Grunde das Finanzderivat eines Derivats – ein Derivat zum Quadrat, wenn man so will. Wie die umgedrehte Pyramide zeigt, wird das US-Dollarangebot nur in sehr begrenztem Umfang von der Federal Reserve kontrolliert.<sup>304</sup>

#### Inverse Pyramide der US-Dollar-Hebelwirkung



Quelle: Fredrik Hansen, Incrementum AG

**Banken auf der ganzen Welt haben ein kompliziertes System errichtet, durch das sie mit ihrem bilanziellen Spielraum international anerkannte Liquidität schöpfen, die von allen möglichen Institutionen auf der ganzen Welt genutzt wird.** Handelskredite, Absicherungen,

<sup>303</sup> Zur Vertiefung empfehlen wir: Snider, Jeffrey, Yusko, Mark und Gromen, Luke: „[The Eurodollar University](#)“, MacroVoices.com

<sup>304</sup> Vgl. „[Die wegweisende Bedeutung der Exter-Pyramide](#)“, In *Gold We Trust-Report* 2019

Termingeschäfte, Swaps und eine Reihe anderer Produkte hängen alle davon ab, dass die globalen Banken über eine entsprechende Bilanz verfügen.

Die globale Geldmenge ist daher eine Funktion von zwei Multiplikatoren, dem inländischen ( $mD$ ) und dem globalen ( $mG$ ), die folgende Gleichung ergeben:  $M = (mD \times BM) + (mG \times (mD \times BM))$ .

Wie im folgenden Chart dargestellt, hat der exponentielle Anstieg der globalen Bankvermögen, die von weniger als 4 Bill. USD im Jahr 2000 auf mehr als 20 Bill. USD am Vorabend der Finanzkrise gestiegen sind, eine massive Inflation verursacht, die Kapitalstrukturen verzerrt und Fehlinvestitionen auf globaler Ebene finanziert.

*When trust and confidence weaken, a small accident may greatly hurt.*

**Walter Bagehot**

**Als die Finanzkrise einer weiteren Expansion des Eurodollar ein abruptes Ende setzte, beeilten sich die Zentralbanken, den verlorenen bilanziellen Spielraum wiederherzustellen, die das Eurodollar-System früher zur Verfügung stellte.** Obwohl die Maßnahmen der Zentralbanken beispiellos und die Billionen US-Dollar für das QE im Vergleich zum Eurodollarsystem zugegebenermaßen beträchtlich waren, ist es nie gelungen, dem System wieder jenen exponentiellen Trend zurückzubringen, mit denen die multinationalen Banken vor der Krise ihre Vermögenswerte ausweiteten. Außerdem gab und gibt es keine Möglichkeit, dass die Zentralbanken Liquidität in jede dunkle Ecke des globalen Finanzsystems bringen können. Um das tun zu können, müssten sie selbst *der* Markt werden. Im Gegenteil wurde die Zentralbankliquidität zu einem „Karussell“ an der Wall Street, mit dem die Finanzierung des Staatsdefizits gesichert wurde, wobei die Eigentümer von finanziellen Vermögenswerten dadurch profitierten.

Die Teuerung hat sich demnach deshalb nicht beschleunigt, weil die von den Zentralbanken geschaffene Geldmenge nicht die gewünschte Wirkung zeigte. **So seltsam es auch klingen mag: Die Maßnahmen wurden zu zaghaft umgesetzt, um etwas in der Größenordnung wie das kollabierende globale Bankensystem zu bewirken.**

*Vertrauen kommt zu Fuß und flieht auf dem Pferde.*

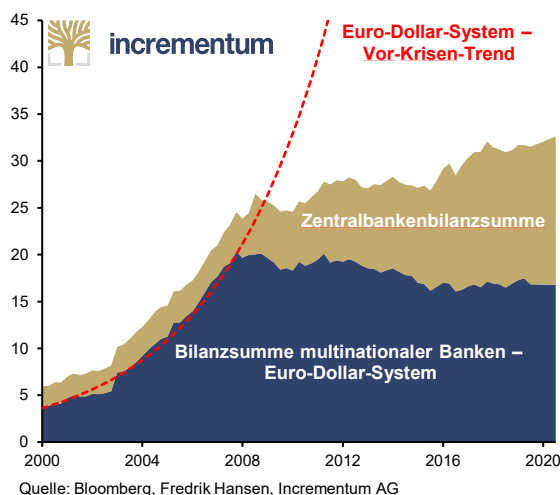
**Holländisches Sprichwort**

**Unser Argument hinsichtlich höherer Preisinflation beruht jedoch nicht auf dem Multiplikator, sondern auf der Umlaufgeschwindigkeit.**

In einem normalen Konjunkturzyklus bewegt sich die Umlaufgeschwindigkeit zwischen A und B, wie im zweiten Chart weiter unten dargestellt. Sobald der Boom an Zugkraft gewinnt, sind die Akteure weniger bereit, die Währung zu halten, und williger, ihr Geld zu investieren und mit ihm zu spekulieren (und es zu konsumieren). Angespornt durch die höhere Bewertung der Sicherheiten tragen die Banken mit ihrem vergrößerten bilanziellen Spielraum etwas zum Boom bei, da sie immer mehr Geld durch Giralgeldschöpfung als Kredit in Umlauf bringen. Auch das weltweite Angebot an US-Dollar nimmt zu.

Da der Boom jedoch unweigerlich in eine Rezession übergeht, verlieren die Wirtschaftsakteure ihre Bereitschaft, Ansprüche auf US-Dollar zu halten, und beeilen sich, ihre Ansprüche in echte US-Dollar einzutauschen. Dabei wird der Wert des Geldes nach oben getrieben oder anders ausgedrückt: die Preise für alles, was auf US-Dollar lautet, werden in einem deflationären Teufelskreis nach unten gezogen. **Ein typischer Boom-Bust Zyklus kann als ein Tauziehen zwischen Punkt A und Punkt B betrachtet werden.**

Euro-Dollar-System



Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes: Eine stilisierte Darstellung



Wenn andererseits die Wirtschaftsakteure nicht wie in vergangenen Krisenphasen in den US-Dollar gehen, sondern stattdessen das Vertrauen in die Solidität der Währung verlieren, wird sich eine andere Kette von Ereignissen entfalten.

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

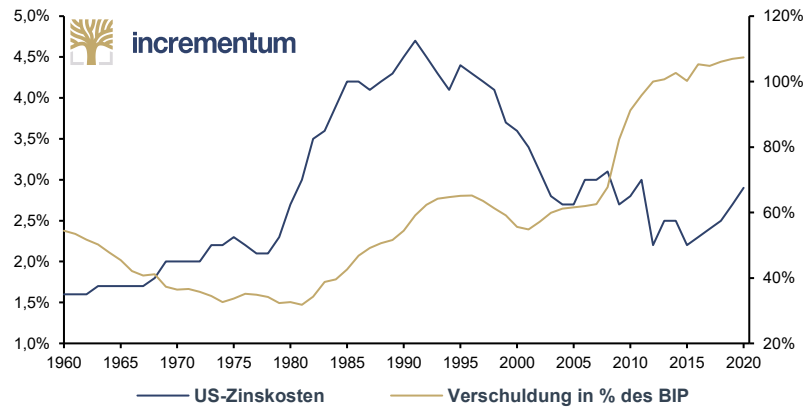
**Walter Bagehot**

**Auf den ersten Blick kann am Ende eines Booms die Bewegung von Punkt B zu Punkt C als normaler Abwärtszyklus erscheinen.** Die Anleger werden Vermögenswerte wie Wachstumsaktien, Venture Capital, industrielle Rohstoffe und Anleihen verkaufen, um sich Bargeld zu beschaffen. Nicht, weil sie an den Wert der Währung glauben, sondern weil sie sich von Finanzanlagen, deren Wert sie für gefährdet halten, lösen wollen, um sicherere Vermögenswerte wie Immobilien, Ackerland, Value-Aktien sowie Gold, Silber und andere Edelmetalle zu kaufen. **Geld ist nur ein Sprungbrett, um dorthin zu gelangen, wo Investoren ihr Vermögen wirklich anlegen wollen.**

Da die Bewegung von Punkt B zu Punkt C wie eine Rezession aussieht, wird das die Zentralbanken veranlassen, sofern überhaupt möglich, ihre konventionelle Politik der Zinssenkung zu beginnen und ihre eigene Bilanz auszudehnen, um Liquidität bereitzustellen. In dieser Phase werden die Zentralbanken den Vertrauensverlust nur noch weiter verstärken und die Bewegung von Punkt C zu Punkt D noch schneller vorantreiben. Die Investoren wollen aus der Währung aussteigen, und die Maßnahmen der Zentralbanken machen die Situation noch schlimmer.

**In den späten 1970er-Jahren war das die prekäre Situation, in der sich der US-Dollar befand.** Es bedurfte einer höchst entschlossenen Zentralbank, um die Kontrolle über die Situation wiederzuerlangen, allerdings zu den hohen wirtschaftlichen Kosten einer Deflation und einer tiefen Rezession. Hätte die Federal Reserve unter Paul Volcker nicht mit Entschlossenheit gehandelt, hätte ein vollständiger Vertrauensverlust die Inflation immer weiter beschleunigt, im Chart dargestellt als die Bewegung von Punkt D zu Punkt E.

**US-Zinskosten (lhs), und Verschuldung in % des BIP (rhs), 1960-2020**

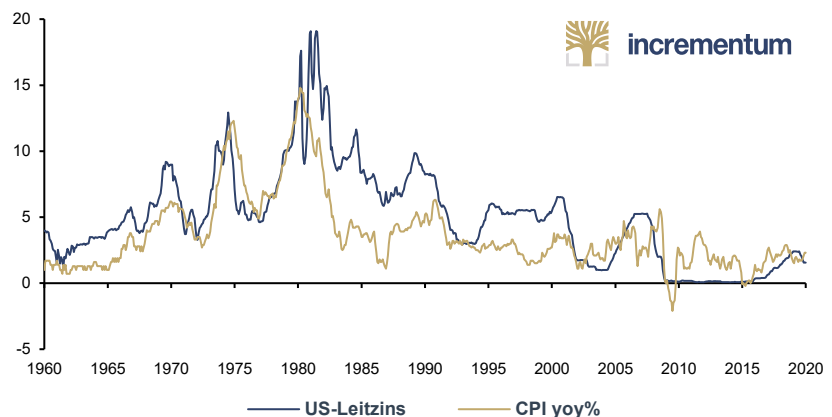


*And when I look at the current picture of expected tax revenues combined with benefits promised to future generations, this is the most unsustainable situation I have seen ever in my career.*

**Stanley Druckenmiller**

**In den 1970er-Jahren betrug in den USA die Verschuldung auf Bundesebene weniger als 40% des BIP im Vergleich zu den aktuell mehr als 100%,** und das bei steigendem Trend. Wir sollten nicht erwarten, dass die Zentralbanken mit ähnlicher Entschlossenheit handeln, wenn heute ein ähnlicher Vertrauensverlust eintreten sollte. Eine Anhebung der Nominalzinsen auf zweistellige Werte, die auch die *Realzinsen* nach oben treiben, wird unweigerlich zu einer weit verbreiteten Deflation und zu einer Kaskade von Zahlungsausfällen führen. Aufgrund der verzögerten Auswirkungen der Schuldenüberwälzung („debt roll over“) hatten die außergewöhnlich hohen Zinssätze der 1970er- und frühen 1980er-Jahre zur Folge, dass die Kosten für den Schuldendienst in den 1990er-Jahren weiterhin fast 5% des BIP ausmachten.

**US-Leitzins, und CPI yoy%, 01/1960-01/2020**



### Höhere Zinssätze für die Bundesschulden würden die US-Regierung heutzutage de facto in den Bankrott treiben.

Angesichts steigender Inflationsraten infolge einer höheren Umlaufgeschwindigkeit als Ausdruck des schwindenden Vertrauens in den US-Dollar, werden die Zentralbanken eine harte Entscheidung treffen müssen; die Entscheidung, ob sie das Wachstum in einer stagflationären Wirtschaft stimulieren sollen und dabei eine noch höhere Inflation riskieren, oder ob sie die Inflation bekämpfen, indem sie die Wirtschaft in eine deflationäre Depression stürzen. **Wir hegen ernsthafte Zweifel, dass die Option einer deflationären Geldpolitik den Zentralbankern jemals in den Sinn gekommen ist.**

## Relative Bewertung

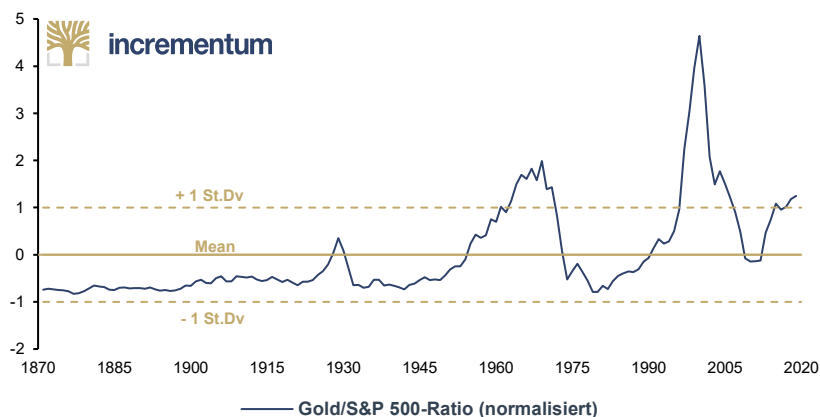
*One of the most nefarious consequences of dishonest money is to destroy our ability and willingness to act responsibly in light of our own judgments. It has led us to replace common sense by compliance.*

**Tony Deden**

**Betrachtet man den nominellen Wert von Gold, mag der Goldpreis teuer erscheinen.** Mit mehr als 1.700 USD pro Unze liegt Gold nahe an einem Rekordhoch, aber diese Perspektive wird durch die ständige Abwertung des US-Dollars getrübt. Der bessere Weg Gold zu betrachten, ist ein Vergleich mit anderen Vermögenswerten, um davon ausgehend ein Urteil über den wahren Goldpreis zu fällen.

Wir verwenden das Verhältnis zwischen Gold und einem bestimmten Vermögenswert und normalisieren dieses Verhältnis, um zu sehen, wie viele Standardabweichungen der Goldpreis von dem Vermögenswert entfernt ist. Bei anderen *nominalen* Zeitreihen wie dem Aktienmarkt oder verschiedenen Rohstoffmärkten ist die Übung einfach, aber wir müssen etwas kreativer sein, wenn wir einen Vergleich mit zum Mittelwert zurück kehrenden Märkten wie dem Anleihenmarkt anstellen.<sup>305</sup>

Gold/S&P 500 (normalisiert), 1870-2020

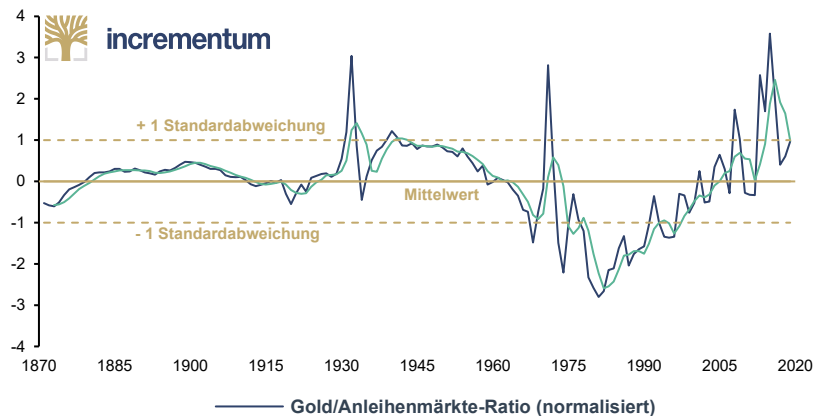


Quelle: Case/Shiller, MeasuringWorth, Fredrik Hansen, Incrementum AG

<sup>305</sup> Da die Zinssätze, oder in diesem Fall unser berechneter hypothetischer Anleihekurs, per definitionem um einen Mittelwert schwanken, vergleichen wir die Abweichung des Anleihekurses vom Mittelwert mit der Abweichung des Goldpreises von seinem zugrunde liegenden Trend mit Hilfe eines so genannten HP-Filters.



### Gold/Anleihenmärkte (normalisiert), 1870-2020



Quelle: Case/Shiller, MeasuringWorth, Fredrik Hansen, Incrementum AG

**Die Ergebnisse für die beiden Märkte sind oben dargestellt und zeigen einen stark überbewerteten US-Aktienmarkt.** Der Aktienmarkt war nur auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase und im Jahr 1968, als die Bretton-Woods-Abwertungen einsetzten, im Vergleich zu Gold stärker überbewertet.<sup>306</sup> Im Vergleich zu Anleihen ist Gold kaum jemals billiger gewesen. Und wenn wir eine deutsche Bundesanleihe statt der 10-jährigen US-Staatsanleihe verwendeten, wären die Ergebnisse für Anleihen noch vernichtender, für Gold aber noch schmeichelhafter.

## Fazit

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die systemische Verwendung von Kredit für den laufenden Konsum dem Wirtschaftswachstum die Zukunft geraubt hat. Natürlich müssen diese Schulden nicht zurückgezahlt werden. Ein *offener* Zahlungsausfall droht nicht nur das Finanzsystem, sondern auch die Mittelschicht in den Bankrott zu treiben.

*Any damn fool can run a printing press.*

### Bunker Hunt



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

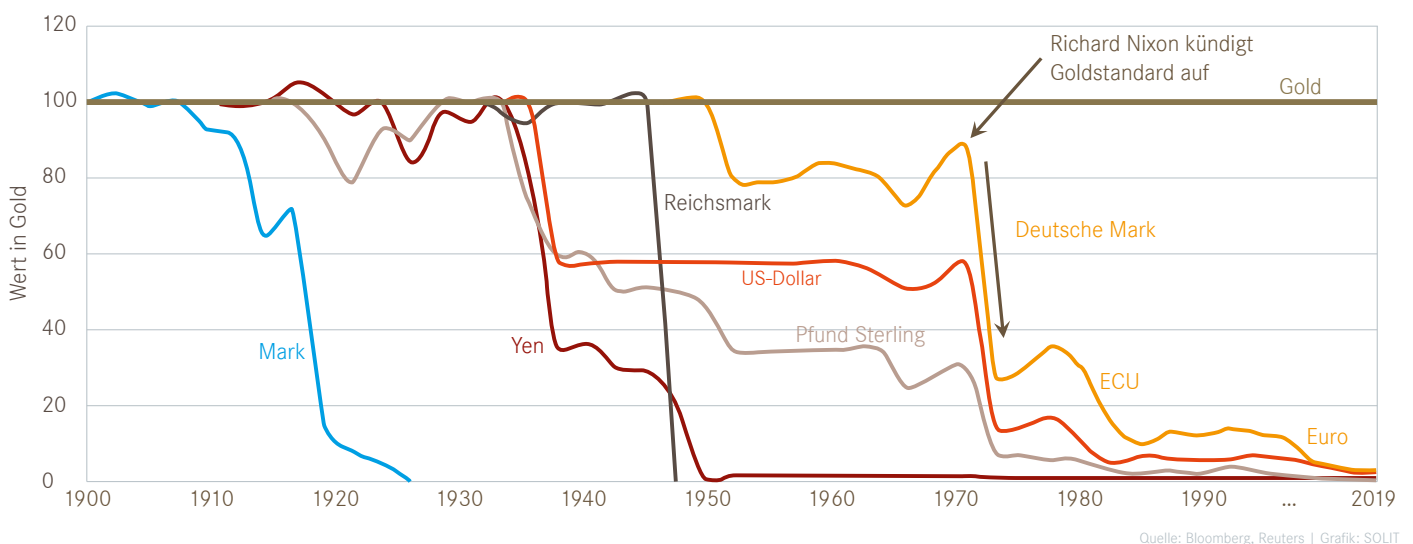
**Die einzige politisch machbare Option ist ein verdeckter Zahlungsausfall durch die Nutzung der Druckerpresse.** Da das „gute altmodische“ Quantitative Easing zu extremer Vermögensungleichheit geführt hat, werden im nächsten politischen Zyklus Kandidaten triumphieren, die „QE für die Bevölkerung“ versprechen. Geringes Wachstum und niedrige Lohnzuwächse wird den Wählern einen radikalen Wandel schmackhaft machen. **Gold, das im Vergleich zu anderen Vermögenswerten relativ billig ist, wird eine verlässliche Absicherung gegen die unvermeidlichen politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen sein, die die 2020er-Jahre bestimmen werden.**

<sup>306</sup> Zu diesem historischen Zeitpunkt wirkte sich die Inflation auf die Aktienmärkte aus, aber Gold war immer noch (preis-)kontrolliert. Sobald Nixon den US-Dollar gegenüber Gold floaten ließ, holte der Goldpreis die aufgestaute Inflation nach.

# Freiheit geht über Silber und Gold.

Bauen Sie Ihren persönlichen Goldstandard mit Ihrem professionellen All-in-One-Vermögensschutz-Partner!

Die goldene Konstante



## GIFT

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



Wladimir Lenin

## ANTISERUM

**Ohne Goldstandard gibt es keine Möglichkeit, Ersparnisse vor der Enteignung durch Inflation zu schützen.**



Alan Greenspan, Fed-President 1987-2006 (Aufsatz "Gold and Economic Freedom", 1966)

Zeit zum Handeln – Informieren Sie sich jetzt unter:

[www.goforgold.de](http://www.goforgold.de)

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



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



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



Solit

# Gold und Silber – eine biblische Perspektive

*„Gold represents the unsurpassable medium of accumulated value, based on its chemical and physical properties, scarcity while sufficiently available, and the amount of labor required to mine it and refine it to a pure, undiluted state.“*

## Key Takeaways

- Es gibt im Alten Testament sieben hebräische Wörter, und im Neuen Testament ein griechisches Wort, die mit „Gold“ übersetzt werden. In der Regel haben diese Wörter verschiedene sekundäre Bedeutungen, je nach dem Kontext, in dem sie verwendet werden.
- Gold hat einen Zweck: Es dient als das ultimative Medium des akkumulierten Werts.
- Silber ist Geld, weil es keinen Wert hat, der in anderen Maßen ausgedrückt wird. Silber ist der Wert, und der Wert einer Transaktion wird durch das Gewicht des Silbers bestimmt, das vom Käufer auf den Verkäufer übertragen wird.
- Auf der Grundlage biblischer Prinzipien kann langfristiges Vermögen nur mit Vermögenswerten aufgebaut werden, die kein Gegenparteirisiko aufweisen.

*There can be few fields of human endeavor in which history counts for so little as in the world of finance.*

**John Kenneth Galbraith**

*The more I study science, the more I believe in God.*

**Albert Einstein**

**Treue Leser wissen, dass der *In Gold We Trust*-Report einen ganzheitlichen Ansatz verfolgt.** Zwar blickt der *In Gold We Trust*-Report zum größten Teil in die Gegenwart und die Zukunft, doch schauen wir ab und zu auch in die Vergangenheit, um Gold und den sozialen und wirtschaftlichen Kontext, in dem Gold geschätzt oder verschmäht wird, besser zu verstehen. In diesem Jahr geht unsere historische Reise nicht nur weit in die Vergangenheit zurück, sondern auch in wahrscheinlich bislang unbekannte Gefilde. Wir werden uns in diesem Kapitel dem Ansehen und Ruf von Gold und Silber im Alten Testament widmen.

## Worte, die mit Gold übersetzt werden

**Im Alten Testaments gibt es sieben hebräische Wörter, die in verschiedenen Versionen mit „Gold“ übersetzt werden. Sieben ist auch die biblische Zahl für Perfektion.** Die Bestimmung der genauen Anzahl ist nicht einfach, vor allem wegen der unterschiedlichen Wortarten. Manchmal sind die Wörter Substantive, die sich auf das Metall selbst beziehen, anderswo kommen sie als Adjektive vor oder sie werden in komplexeren grammatikalischen Konstruktionen verwendet.

**Es ist wichtig zu beachten, dass diese hebräischen Wörter von Wurzelwörtern<sup>307</sup> mit unterschiedlichen Bedeutungen abstammen.**

Daher offenbaren die Passagen, in denen diese Wörter im Originaltext erscheinen, sekundäre Bedeutungen, die in modernen Übersetzungen nicht immer reflektiert werden.

**Die sieben Wörter, die mit „Gold“ übersetzt werden, sind:**

1) *Zahav* [Strong's<sup>308</sup> #2091] ist das im Originaltext am häufigsten verwendete Wort. Es findet sich an 389 Stellen und bedeutet „Gold (oder aus Gold) im Rohzustand“. *Zahav* leitet sich von einem Wortstamm ab, der „schimmern“ oder „leuchten“ bedeutet.

2) *Dehab* [Strong's #1722] ist das zweithäufigste Wort, das mit „Gold“ übersetzt wird (23 Stellen). Dieses Wort stammt aus der aramäischen Sprache und kommt nur in den Büchern Daniel und Esra vor, da ganze Passagen dieser Bücher auf Aramäisch geschrieben sind.

3) *Kethem* [Strong's #3800] kommt neun Mal vor und bezieht sich auf das Metall in seinem ursprünglichen Zustand, wie „ursprünglich abgebaut“. *Kethem* stammt von einem Wurzelwort ab, das „mit einer dauerhaften, unauslöschlichen Markierung versehen“ bedeutet.

<sup>307</sup> Die überwiegende Mehrheit der Wörter in der hebräischen Sprache lässt sich auf einen aus drei Konsonanten gebildeten Wortstamm (hebräisch: *Shoresh*) reduzieren. Die Wurzel enthält die Essenz der Bedeutung des Wortes. Hebräische Wörter werden aus diesen Wurzeln gebildet, indem man die Vokale ändert und eine Vielzahl von Präfixen und Suffixen zu dieser Wurzel hinzugefügt werden. Vgl. Zachmann-Czalomón, Isolda: [Das Verb im Modern-Hebräischen](#), 2004

<sup>308</sup> *The Exhaustive Concordance of the Bible* von James Strong, allgemein als „Strong's Concordance“ bezeichnet, wurde erstmals 1890 veröffentlicht und ist ein Index der Wörter, die in der King James-Version der Bibel vorkommen. Die Konkordanz enthält auch einen Index mit den hebräischen Wörtern, die im Originaltext des Alten Testaments, und mit den griechischen Wörtern, die im Originaltext des Neuen Testaments verwendet werden.



4) *Paz* [Strong's #6337] kommt ebenfalls neun Mal vor. Es bezieht sich auf das Mineral im veredelten Zustand und wird daher als Symbol für Reinheit und Herrlichkeit verwendet. *Paz* stammt von einem Wurzelwort ab, das „veredelt werden“ bedeutet. Es handelt sich um ein Passiv, das angibt, dass der Veredelungs- und Reinigungsprozess von jemand anderem durchgeführt wird.

5) *Charuts* [Strong's #2742] ist ein Wort, das je nach Kontext unterschiedlich übersetzt wird, aber an sechs Stellen wird es mit „Gold“ übersetzt. Es wird in Zusammenhängen verwendet, die Gold mit „Wissen“ und „Weisheit“ verbinden, da dasselbe Wort auch „Entscheidung“, „Fleiß“, „scharf“ oder „einschneidend“ bedeutet.

6) *Segor* [Strong's #5458] kommt im Buch Hiob zwei Mal vor und bezeichnet Gold als einen festen Stoff mit der Bedeutung „Einschließung“ oder „Umhüllung“.

7) *Betser* [Strong's #1220] findet sich ebenfalls zwei Mal im Buch Hiob. Es bezeichnet Gold als „wertvolles Erz“ oder „Barren“. Es stammt von einer Wortwurzel, die „befestigt“, „undurchdringlich“ oder „unzugänglich“ bedeutet.

Im Originaltext des Neuen Testaments, der in griechischer Sprache verfasst wurde, wird Gold durch verschiedene grammatikalische Versionen eines Wortes, nämlich *chrusos* [Strong's Greek #5557] ausgedrückt – *chrusion* (ein Stück Gold), oder *chrusous* (golden, aus Gold). *Chrusos* wird auch im Sinne eines „Symbols für ein mit großer Kaufkraft verbundenes Vermögen“<sup>309</sup> verwendet.

## Der Zweck von Gold

*„... das Land Havilah ..., wo es Gold gibt. Das Gold jenes Landes ist gut.“*

Genesis 2, 11-12

*Your faith is far more precious than mere gold.*

1 Peter 1:7

**Eine der wichtigsten Regeln der Bibelauslegung, also der Hermeneutik, ist die Regel der Ersterwähnung.** Nach diesem Prinzip wird der Kontext, in dem ein Begriff zum ersten Mal erwähnt wird, zur Bestimmung der wichtigsten Anwendbarkeit dieses Begriffs herangezogen. Weil im oben zitierten Vers das Wort *zahav* (Gold) zum ersten Mal erwähnt wird, ist der Gesamtkontext der Stelle für die Definition von Gold entscheidend.

**Die Aussage, dass Gold „gut“ ist, muss über das Wörtliche hinaus verstanden werden. Sie bedeutet, dass (1) Gold einem Zweck dient, und (2) es wird ein Prinzip aufgestellt, das sicherstellt, dass der Zweck erfüllt wird.** Wenn der Zweck einer Sache missverstanden wird, wird sie in der Regel entweder missbraucht oder ihr Potenzial nicht vollumfänglich ausgeschöpft. Deshalb ist das Verständnis des Zwecks von Gold sehr wichtig.

<sup>309</sup> HELPS Ministries: [The Discovery Bible](#), eigene Übersetzung

*It is advisable for one that he shall divide his money in three parts, one of which he shall invest in real estate, one of which in business, and the third part to remain always in his hands, as it may happen that he will need cash for a profitable transaction.*

**Talmud**

**Gold hat den Zweck, als *ultimatives Medium für akkumulierten Wert zu dienen*.** Diese Schlussfolgerung lässt sich aus der Analyse von Genesis Kapitel 1 und 2 ziehen, bei der ein klarer Zusammenhang von *Materie* und *menschlicher Arbeit* hergestellt wird. Über die theologische Perspektive hinaus, wurde der Menschheit ein klares wirtschaftliches Mandat gegeben – das der Herrschaft über die Erde und der Verwaltung der für das Wachstum nötigen Ressourcen.

**Dieses Mandat kann nur deshalb erfüllt werden, weil *Arbeit und wirtschaftliches Wachstum untrennbar miteinander verbunden sind*.** Wo keine menschliche Arbeit aufgewendet wird, verliert alles an Wert, stagniert oder wächst lediglich chaotisch. Durch Arbeit soll der Mensch gezielt die Umwelt kultivieren, die wünschenswerten und angenehmen Teile des Lebens vermehren sowie sie vor Raubtieren schützen und davor, von Unkraut überwuchert zu werden.

Da wirtschaftliches Wachstum und Entwicklung außerdem neue *Wertschöpfung* voraussetzen, kann der neue Wert nur geschaffen werden, wenn diese beiden Elemente – *Materie* und *menschliche Arbeit* – vorhanden sind und miteinander kombiniert werden. **Gold ist die ultimative Materie, wenn wir eine Vielzahl von Aspekten berücksichtigen:**

- Chemisch gesehen verbindet sich Gold nicht auf natürliche Weise mit anderen Elementen;
- Gold widersteht der Erosion und den Umwelteinflüssen;
- Gold ist selten und gleichzeitig ausreichend verfügbar. Die Extraktion und Purifikation sind aufwendig.

Wenn wir zu diesen Eigenschaften die Menge an Arbeit hinzufügen, die nötig ist, um es abzubauen und in einen reinen Zustand zu bringen, verstehen wir den Zweck des Goldes: das bestgeeignete Medium akkumulierten Werts zu sein.

**Silber ist ... Geld**

*„Abraham hörte auf Efron und wog ihm den Geldbetrag ab, den er in Gegenwart der Hetiter genannt hatte, vierhundert Silberstücke zum üblichen Handelswert.“*

Genesis 23,16

**Das hebräische Wort *keseph* (Strong's #3701) hat eine doppelte Bedeutung – „Silber“ und „Geld“.** Diesen Schluss kann man ziehen, weil das gleiche Wort (*keseph*) in verschiedenen Kontexten benutzt wird, manchmal um den Wert bei Handelstransaktionen zu verweisen, manchmal um sich auf Gegenstände aus Silber – wie Tassen, Schalen, Werkzeuge usw. – zu beziehen.



*Silver and gold belong to God,  
but he has given us the privilege  
to own it; because he is a God of  
Grace.*

**Gift Gugu Mona**

Hebräisch ist nicht die einzige Sprache, in der das gleiche Wort für Silber und Geld verwendet wird. Im Griechischen, der Sprache des Neuen Testaments, hat das Wort *arguros/argurion* die gleiche doppelte Bedeutung. **Dies ist beispielsweise auch im Französischen der Fall, wo „argent“ Geld und Silber bedeutet.**

Wie jedes Material, das Arbeit für die Gewinnung und Raffination erfordert, hat Silber seinen eigenen Wert. Dieser wird bestimmt durch die Verfügbarkeit, die Nachfrage und den für die Gewinnung und Raffination erforderlichen Arbeitsaufwand.

**Eine sorgfältige Lektüre jedes Verses, in dem *keseph* als „Wertmaßstab“ verwendet wird, zeigt, dass der Wert von Silber als Tauschmittel in seinem eigenen Gewicht direkt zum Ausdruck kommt.**

Unabhängig davon, welche Bibelübersetzung verwendet wird, verweisen diese Passagen eindeutig auf das Gewicht des Silbers. In den meisten Fällen wird das Wort *Schekel* (Strong's #8255) verwendet, das kein Maß für Wert, sondern ein Maß für das Gewicht ist. *Schekel* leitet sich vom Wurzelwort *shaqal* (Strong's #8254) ab, das „wiegen“ bedeutet.

**Als Abraham ein Stück Land kaufen wollte, um seine Frau zu begraben (Genesis 23), wog er vierhundert Schekel Silber als Bezahlung ab.**

Ferner macht der Text deutlich, dass Silber „gültiges Geld für die Händler“ ist. Ein genauerer Blick in den Originaltext zeigt, dass „gültiges Geld“ auch interpretiert werden kann als „akzeptabel für den Austausch durch diejenigen, die herumreisen“, weil die Worte auf eine Form des Übergangs, sowohl als *Ortswechsel* als auch *Akzeptanz einer Zahlung*, verweisen.

Die gleiche Verbindung zwischen Silber und Gewicht zeigt sich auch im Neuen Testament, wo wir erfahren, dass Judas Jesus für „dreißig Silberlinge“ verraten hat. Das griechische Wort, das zur Beschreibung der Zahlung verwendet wird, ist *histemi*, was „abwiegen“ bedeutet. Es entspricht dem hebräischen Wort *shaqal* im Alten Testament.

**Unsere Schlussfolgerung: Wie Gold hat Silber keinen Wert. Silber ist der Wert und der Wert einer Transaktion wird durch das Gewicht von Silber, das übergeben wird, bestimmt. Silber ist also Geld.**

## Abrahams Reichtümer – ein vollständiges Wirtschaftsmodell?

„Abram hatte einen sehr ansehnlichen Besitz an Vieh, Silber und Gold.“

Genesis 13,2

*Gold was a gift to Jesus. If it's good enough for Jesus, it's good enough for me.*

**Mr. T.**

Abram, später bekannt als Abraham, war einer der Patriarchen des Juden- und Christentums. Eine tiefere Analyse der Tatsache, dass er sehr reich an Rindern, Silber und Gold war, offenbart ein vollständiges und kohärentes Wirtschaftsmodell, das aus drei grundlegenden wirtschaftlichen Funktionen besteht, die alle Menschen benötigen und auf denen alle Volkswirtschaften aufgebaut sind:

- Produktion
- Tausch
- Vermögensaufbau

**Abrams Viehbestand war seine produktive Einnahmequelle, die ihn und seine Familie erhielt.** Sie sorgte für einen konstanten, sich sogar ständig vergrößernden Warenfluss. Da die Herden mehr Güter produzierten, als er und seine Familie jemals würden konsumieren können, musste er den Überschuss in eine alternative Form von Gütern tauschen, also gegen etwas, das erstens über die normale Haltbarkeit von Fleisch und Milchprodukten hinausgeht, und das zweitens von einem größeren Personenkreis akzeptiert wurde. Die Verwendung von Metallen als Tauschmittel erwies sich wegen ihrer universellen Akzeptanz als sehr praktikabel. Daher tauschte Abram die Erzeugnisse seiner Herden für *keseph* ein, also für Geld in Form von Silberstücken. Dadurch konnte Abram einen unverderblichen Vermögensgegenstand anhäufen, den er später für den Erwerb dessen, was er und seine Familie benötigten, verwenden konnte.

Daher repräsentiert Abrams Silber die zweite grundlegende wirtschaftliche Funktion: *den Tausch*.

Weil sich seine Viehherden weiter vergrößerten und auch der Bestand an Silber zunahm, dass er nicht alles Silber verwenden konnte, tauschte er das überschüssige Silber gegen Gold ein. **Da Gold etwa 15-20 Mal seltener ist als Silber, ist Gold viel wertvoller und kann dazu verwendet werden, hohe Werte in konzentrierter Form zu speichern.**

**Sowohl Silber als auch Gold sind Edelmetalle und dienen als biblisch definierte Tauschmittel – aber ihre Verwendung ist unterschiedlich.**

Silber wird für alltägliche Transaktionen genutzt, bei denen der Wert der ausgetauschten Waren und Dienstleistungen relativ niedrig ist. Gold wird für höherwertige Transaktionen verwendet, für die Anhäufung von Reichtum und zur Vermögensübertragung auf künftige Generationen.

*May your home be filled with  
laughter,  
May your pockets be filled with  
gold,  
And may you have all the  
happiness,  
Your heart can hold.*

**Irish Blessing**

Basierend auf biblischen Prinzipien kann eine langfristige Vermögensbildung nicht auf Grundlage von Vermögenswerten erreicht werden, die von der Zahlungsfähigkeit eines Dritten („counterparty risk“) abhängen, sei es von einer einzelnen Person oder von einer von Menschen geschaffenen Wirtschaftseinheit. Im zeitgenössischen Duktus werden solche Vermögenswerte als „mit einem Gegenparteirisiko behaftet“ bezeichnet, da der Wert eines Vermögenswertes davon abhängt, ob eine andere Partei in der Lage ist, ein Zahlungsverprechen einzulösen. Da einzelne Personen und Wirtschaftseinheiten Umständen ausgesetzt sind, die sich ihrer eigenen Kontrolle entziehen, können sie nur Versprechen unter bestimmten Bedingungen eingehen.

Auf der anderen Seite können nur bedingungslose Vermögenswerte, also jene „ohne Gegenparteirisiko“, als gottgegebene Vermögenswerte betrachtet werden, einfach deswegen, weil nur Gott bedingungslose Versprechen geben kann. In der Regel sind solche Vermögenswerte materiell („tangible“) und haben einen intrinsischen Wert. Das bedeutet, dass der Wert an den Vermögensgegenstand selbst gebunden ist, und dieser in der Eigenschaft des Gutes wurzelt, ein menschliches Bedürfnis zu befriedigen. Beispiele solcher Vermögenswerte sind Grundstücke, Immobilien, Bodenschätze und Edelmetalle. Der Eigentümer besitzt sie, und keine andere Partei muss etwas zur Verfügung stellen oder ausführen, um den Wert dieses Vermögenswertes zu erhalten.

**Ein langfristig orientierter Investor von heute mag es wichtig finden, die langfristige Gültigkeit der durch Abrams Reichtum offengelegten Prinzipien einzuhalten.** Sie bilden nämlich ein vollständiges Wirtschafts- und Veranlagungsmodell, das immer noch gültig ist:

- Alle drei wirtschaftlichen Funktionsbereiche – Produktion, Handel, Vermögenswerte – sind für ein gutes Leben notwendig.
- Der Besitz von Produktivvermögen, ohne es zu vermehren und für die Zukunft zu akkumulieren, macht einen vom Ertrag dieser Vermögenswerte völlig abhängig. Sobald die Produktionsmenge zurückgeht, verringert sich auch der Konsum.
- Wenn plötzlich eine beträchtliche Menge an Geld (Erbschaft, Lotterie usw.) zur Verfügung steht, aber nichts produziert wird, wird der Konsum langfristig das gesamte Geld aufbrauchen.
- Wenn kein Vermögen angehäuft wird, gibt es keine Reserven für Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs, und für künftige Generationen wird nichts mehr übrig bleiben.

## Fazit

**In der Bibel wird Gold als „gut“ definiert, was bedeutet, dass Gold einen Zweck erfüllt.** Aufgrund seiner physikalischen und chemischen Eigenschaften, seiner Knappheit und der schwierigen Extrahierung ist Gold das ultimative Medium für die Akkumulation von Wert und Vermögen. Durch den Bezug auf die Erschaffung der Erde und die Erteilung des Auftrags an die Menschheit, sich die Welt untertan zu machen, offenbart die Bibel ein wichtiges Prinzip für die Schaffung von wirtschaftlichem Wert. **Voraussetzung sind zwei Grundelemente: Materie und Arbeit.**

*A golden key opens every door  
 except that of heaven.*

### Dänisches Sprichwort

Arbeit ist der Beitrag des Menschen zu Wachstum und Entwicklung, indem er natürliche Ressourcen nutzt. Wo keine menschliche Arbeit aufgewendet wird, verliert alles an Wert, stagniert, oder wächst (nur) chaotisch. Durch Arbeit soll der Mensch selektiv anbauen (kultivieren) und die wünschenswerteren und angenehmeren Facetten des Lebens vermehren.

Genauso wichtig ist, dass Gold nicht die Verbindlichkeit einer anderen Person darstellt. Vermögenswerte, die die Verbindlichkeit einer anderen Person repräsentieren, leiten ihren Wert aus dem Zahlungsverprechen dieser Partei ab bzw. deren Fähigkeit, dieses zu einzuhalten. Nur Vermögenswerte mit einem intrinsischen Wert können als gottgegeben angesehen werden, einfach weil Gott allein bedingungslose Versprechen geben kann.

Im biblischen Originaltext, Hebräisch für das Alte und Griechisch für das Neue Testament, werden Geld und Silber durch dasselbe Wort ausgedrückt. **In der gesamten Bibel ist Silber das Tauschmittel, das von Händlern verwendet wird. Es wurde für den Handel, die Bezahlung von Arbeit, Belohnungen und sogar Verrat genutzt.**

*If you can't accept the thesis that  
 gold is the ultimate money, then  
 you're 'out of it' and in denial.  
 And most likely, you will not  
 understand the coming big  
 picture.*

### Richard Russell

**Weder Gold noch Silber haben einen Wert, der in anderen Maßeinheiten ausgedrückt wird.** Ihr Wert wird direkt in ihrem eigenen Gewicht ausgedrückt. Alles andere, was wertvoll ist, wie andere Vermögenswerte, Immobilien, Waren, Güter, Dienstleistungen oder geleistete Arbeit, wird an einem bestimmten Gewicht dieser Metalle gemessen. Die offene Frage ist: Erlauben unsere moderne Gesellschaft und unser Lebensstil die Rückkehr zu einer Form von „biblischem Geld“, d. h. zu Gold und Silber?

Weil der moderne Handel hauptsächlich auf Tauschmitteln beruht, die abgesehen von ihrer allgemeinen Akzeptanz keinen materiellen Wert haben, liegt der Hauptfehler darin, die *Technologie zur Übertragung von Wert* mit dem Wert selbst zu verwechseln.

**Das grundlegende Problem des derzeitigen Währungs- und Finanzsystems hat nichts mit technologischen Entwicklungen zu tun.** Das Grundproblem ist vielmehr, dass es auf Formen von „Geld“ basiert, bei denen die materielle Komponente völlig fehlt. Daher bedeutet die Rückkehr zu einem Wirtschaftssystem, das auf stabilem Geld basiert, nicht, dass wieder schwere Münzbeutel mit Gold- und Silberstücken herumgetragen werden müssen und der

technologische Fortschritt abgeschafft wird. Technologie kann weiterhin für die sofortige Übertragung von Werten von einer Partei auf eine andere genutzt werden – Wert, der durch unterschiedliche Mengen an Gold und Silber, die in verschiedenen Tresoren rund um die Welt gelagert werden, gedeckt ist.

*Gold has been money for many thousands of years. Gold is mentioned repeatedly in the Bible. Every civilization and every government in history has treasured gold...It's been said that gold is built into man's DNA.*  
**Richard Russell**

Sollte es keinen politischen Willen dafür geben, wird die Antwort auf diese Frage davon abhängen, wie lange es dauert, bis Einzelne eine kritische Masse bilden, die – unter Verwendung der neuesten digitalen Technologien – einen Wertaustausch in einem System einführen, das auf Gold und Silber basiert. **So seltsam es auf den ersten Blick auch geschienen haben mag, so bestätigt das Alte Testament doch das, was der *In Gold We Trust*-Report, die „Bibel“ der Goldstudien, seit seiner ersten Ausgabe propagiert.**



# Vom Gelde zum Golde

*„Wenn es heute so wenig Leute ... gibt, die das tiefinnerste Wesen und Wirken des Kapitalmarkts und der ihn dirigierenden Banken erfassen, so liegt das ... daran, dass es um das Wissen vom Gelde heute so schlecht bestellt ist.“*

Alfred Lansburgh, alias „Argentarius“

## Key Takeaways

- Das höchst empfehlenswerte Buch „Vom Gelde“ beschreibt Geld nicht als äußere Erscheinungsform, sondern als einen immateriellen Rechtsanspruch auf eine Gegenleistung, dem eine gleichwertige Leistung vorausgeht. Es ist ein abstraktes Güterbezugsrecht.
- Geld kann in diesem Sinne lediglich aus dem täglichen Wirtschaftsverkehr heraus entstehen. Kein Staat und keine Behörde sind in der Lage, Geld zu schaffen.
- Die künstliche Vermehrung von Geldzeichen, Inflation genannt, ist ein unrechtmäßiges Manipulieren einer Volkswirtschaft, indem durch die Einführung illegitimer Güterbezugsrechte Tauschregeln geändert werden.
- Seine einzigartigen, physischen Eigenschaften befähigen Gold, diese größtmögliche Wertbeständigkeit darstellen zu können.



**Über den Autor:** Maik Enders, ein überzeugter Anhänger der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, ist Investment Consultant, Referent und Risk Profiler. Seit mittlerweile mehr als 20 Jahren beschäftigt er sich mit den Herausforderungen des Geldsystems, der Finanzmarktggeschichte und der Volkswirtschaft. Er möchte die erste englische Fassung von „Vom Gelde“ veröffentlichen, um es einer breiteren Leserschaft näherzubringen. Weitere Informationen finden Sie unter [www.maikenders.com](http://www.maikenders.com).



**Manche Bücher verändern ganze Wissenschaftsbereiche grundlegend. Adam Smiths „Wohlstand der Nationen“ sowie Charles Darwins „Über die Entstehung der Arten“ sind wohl zwei der bekanntesten Beispiele.**

Das hier vorgestellte Werk, welches der Autor selbst als „in sich geschlossene Lehre vom Gelde“<sup>310</sup> beschreibt, ist jedoch bisher weitgehend unbekannt. Alfred Lansburgh, alias „Argentarius“, verfasste es in den 1920er-Jahren zu Zeiten der Weimarer Republik. Seine „Briefe eines Bankdirektors an seinen Sohn“ – so der Untertitel des Buches – bieten wichtige Erkenntnisse.

*Der Zins ist das Zünglein an der Waage des wirtschaftlichen Gleichgewichts und zeigt genau an, ob die Schale der Produktion oder die des Konsums entlastet werden muß.*

**Argentarius, Vom Gelde**

Zunächst beschreibt Lansburgh den praxeologischen Sachverhalt, dass Menschen seit frühester Zeit Waren und Dienstleistungen tauschen. Erfolgt eine solche Transaktion in vollständiger Übereinstimmung aller Parameter, spricht man vom Naturaltausch. Doch selbst bei solch primitivem Handeln ist selten ein gegenseitiges Einvernehmen bezüglich der Werte der angebotenen Güter, des Tauschortes oder des Zeitpunktes der Transaktion vorhanden gewesen. Deswegen wurde von Beginn an häufig der Gegenwert einer Leistung ganz oder teilweise gestundet. **Der Kredit ist also genauso alt wie der menschliche Wirtschaftsverkehr.**

Hier offenbart sich sogleich der abstrakte bzw. immaterielle Charakter des Geldes. Denn eine oder wenige offene Transaktionen können sich die handelnden Personen merken und es bedarf in diesem Falle keines physischen Zahlungsmittels. Das Wissen der beiden Akteure um die Übereinkunft des Zahlungsaufschubs ist die einzige Voraussetzung für die Entstehung von Geld.

## Das optimale Zahlungsmittel

*Es läuft immer genau so viel Geld in einem Lande um, wie Tauschakte zwar vorgenommen, aber nicht vollständig erledigt, sondern sozusagen noch in der Schwebe geblieben sind.*

**Argentarius, Vom Gelde**

Ein kurzes Beispiel soll der Veranschaulichung dienen. In einer historischen Stammesgesellschaft benötigt ein Fischer ein neues Boot. Der Tischler stellt ihm dies nach einer Woche Herstellungszeit zur Verfügung. Als Gegenwert fordert er 100 Fische. Diese Menge ist jedoch für den sofortigen Verzehr ungeeignet, so dass diese Situation nach einer anderen Lösung verlangte. Eine Einigung hätte erreicht werden können, indem der Fischer dem Schreiner zehn Wochen lang jede Woche zehn Fische überreicht hätte, um seine offene Schuld peu à peu zu begleichen. Solange diese Transaktion nicht komplett abgeschlossen wurde, blieb die Forderung des Tischlers auf die ausstehende Gegenleistung bestehen.

*Wer die Vergangenheit nicht versteht, versteht nichts wirklich.*

**Stefan Zweig**

**Je schneller das Bevölkerungswachstum eine solche Gesellschaft gedeihen ließ, desto arbeitsteiliger entwickelte sich die Wirtschaft.** Das hatte zur Folge, dass immer häufiger Kredit gewährt wurde. Infolgedessen wurde im Sinne der Beibehaltung der Übersichtlichkeit von den Stammesmitgliedern ein vertrauenswürdiger Buchhalter beauftragt, der diese offenen Transaktionen schriftlich festhielt. Doch auch diese Lösung erreichte schnell ihre Grenzen. Somit kam es zur Suche nach einem normierten Pfand, welches zum Zeitpunkt des Tauschaktes als Sicherheit für die noch ausstehende Gegenleistung vom Käufer an

<sup>310</sup> Vgl. Lansburgh, Alfred: *Valuta*, 1921, Einführung

*Never have the world's moneys  
 been so long cut off from their  
 metallic roots.*

**Murray Rothbard**

*Das Geld ist ein Recht und soll  
 kein Unrecht werden.*

**Argentarius, Vom Gelde**

*Unser Geldsystem ist pure  
 Fiktion und ich empfehle den  
 Bürgern, einen Teil ihrer  
 fiktionalen Ersparnisse zu  
 schützen und in Gold und Silber  
 anzulegen.*

**Jürgen Stark**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

den Verkäufer weitergegeben wurde. Das Geldzeichen oder Zahlungsmittel, nicht das Geld selbst, entstand.

Die Einführung eines optimalen Geldzeichens war die Voraussetzung dafür, dass ein Kredit äußerlich nicht mehr als solcher erschien, ohne ihn jedoch seiner Funktion im Wirtschaftsverkehr zu berauben. Der Rechtsanspruch auf die noch ausstehende Gegenleistung wurde also durch dieses physische Instrument gesichert, das man heute im allgemeinen Sprachgebrauch „Geld“ nennt. Korrekterweise muss es aber als Geldzeichen oder Zahlungsmittel betitelt werden. **Jedes existierende Geldzeichen bedeutet, dass irgendjemand einen Gegenwert, auf den er einen Anspruch besitzt, noch nicht in Empfang genommen hat.**

Es entsteht bei jedem Tausch einer Ware gegen ein Geldzeichen daher ein neues Güterbezugsrecht – das ist der Verkauf. Gleichzeitig erlischt ein solches bei derselben Transaktion – das ist der Kauf, also die Überreichung des Zahlungsmittels. Der im Gelde verbrieftete Rechtsanspruch wird durch das Zahlungsmittel objektiviert und zirkuliert in der Volkswirtschaft. Hierdurch entwickelt sich die ewige Zirkulation des Geldzeichens.

Das Zahlungsmittel tritt sozusagen vorläufig an die Stelle der noch ausstehenden Gegenleistung. Es wird daher meist selbst als diese Gegenleistung angesehen. Das führt paradoxerweise häufig zu der Ansicht, dass Geld ein Gut sei, dass man planmäßig vermehren oder vermindern kann und sollte. Es gibt jedoch nie zu viel oder zu wenig Geld. **Die korrekte Geldmenge entspricht vielmehr genau der Anzahl der offenen Transaktionen in einer Volkswirtschaft.**

Im Laufe der Geschichte wurde bekanntlich unzählige Male von Staaten und Notenbanken der Versuch unternommen, die Menge der Zahlungsmittel zu steuern. Das regelmäßige Scheitern dieses Vorhabens ist hierbei zu vergleichen mit der Beseitigung einer Wohnungsnot durch zusätzliche Eintragungen in das Grundbuch und den Häuser-Kataster. Denn niemand ist in der Lage, ein abstraktes Recht zu vermehren oder zu vermindern. Die Wohnungsnot bleibt bestehen, solange keine neuen Unterkünfte errichtet werden. Und auch der Wohlstand einer Nation erhöht sich nicht durch die Ausgabe neuer, nicht durch reale Produktion entstandener Güterbezugsrechte.

Dies wird durch folgende Beobachtung verdeutlicht: Wenn ein Besucher seine Jacke an der Garderobe im Theater abgibt, erhält er dafür eine Wertmarke. Mit dieser kann er sein Recht zur Abholung des hinterlegten Kleidungsstückes nach der Vorstellung wahrnehmen – und sie erlischt dadurch wieder. Doch was stellt hier den tatsächlichen Wert dar? Falls das Theater dem Gast mitteilen würde, dass er für seine Marke nicht mehr sein Eigentum zurückerhielte, wäre dies Betrug.

Im heutigen Finanzwesen ist diese Art von Betrug allgegenwärtig. Denn die Regierungen erzeugen im Zusammenspiel mit den Noten- und Geschäftsbanken durch das Mindestreservesystem neue Geldzeichen aus dem Nichts – in Form von Fiat-Geld. Künstlich und willkürlich neu geschaffene Zahlungsmittel sind jedoch Rechtstitel zum Bezug einer Gegenleistung ohne vorher stattgefunden

gleichwertige Leistung, und somit eine Fälschung. Ein solches Vorgehen hat die Teil-Enteignung aller bis dato bestehenden Geldzeichen zur Folge. **Eine Vermögensumverteilung im Sinne des Cantillon-Effekts<sup>311</sup> wird erzeugt.**

## Der „Wert“ des Geldes

*Acquiring gold is not an investment. It is a conscious decision to REFRAIN from investing until an honest monetary regime makes rational calculation of relative asset prices possible.*

**Andreas Acavalos**

**Welchen „Wert“ hat das Geld in dieser Betrachtung?** Als abstraktes Recht kann Geld keinen konkreten „Wert“ haben. Im Beispiel von Goldmünzen ist es nicht das Geld oder Güterbezugsrecht, welches den Wert hat, sondern das Metall. Falls sich ein Geld-„Wert“ aus seiner Eigenschaft als Geld herleiten würde, dann würden Papiergeld und Goldgeld mit gleichem Nominalwert immer den gleichen Tauschwert haben. Die historischen Erkenntnisse spiegeln diesen Zusammenhang jedoch nicht wider.

**Dies stellte Ludwig von Mises mit seinem „Regressions-Theorem“ fest.<sup>312</sup>** Das optimale Geldzeichen, so Mises, muss schon, bevor es seine Eigenschaft als Verkehrserleichterung und Beschleuniger einer weltweiten, arbeitsteiligen Gesellschaft erhalten hat, einen Tauschwert besessen haben. Denn Geld ist ein Rechtsanspruch auf eine Gegenleistung, dem eine gleichwertige Leistung vorausgeht. Dies widerspricht dem aufwandlosen Erzeugen von neuen Geldscheinen oder von Guthaben-Eintragungen in einem Computer.

*Der Staat schafft, indem er Geldzeichen ausgibt, kein neues Geld, sondern er besteuert den einen Teil der Bevölkerung zu Gunsten des anderen.*

**Argentarius, Vom Gelde**

Die Hauptaufgabe des Geldes ist die Sicherung des vollen Werts einer erbrachten Leistung bis zum Tage der Beanspruchung der Gegenleistung. Dieser Rechtsanspruch kann jedoch nicht auf eine fest bestimmte Menge von Gegenleistungen erfolgen, sondern entspricht lediglich einem ganz bestimmten Teil aller existierenden Güteransprüche. Eine sich stetig ändernde Nachfrage- und Angebotsstruktur für einzelne Güter und Dienstleistungen ändern zwangsweise auch die Kaufkraft des Geldes. Das Geld als abstraktes Recht ist dagegen machtlos. Dieses Moment der Unsicherheit tritt jedoch zurück gegenüber der Gewähr, einen fest bestimmten Anteil aller existierenden Güteransprüche erwerben zu können.

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

**Argentarius, Vom Gelde**

**Die Metapher der Verteilung eines Kuchens und des Werts eines einzelnen Kuchenstücks macht dies deutlich.** Dieser Wert kann erst ermittelt werden, wenn man die Größe des Kuchens und die Gesamtmenge der Kuchenstücke kennt. In einer Volkswirtschaft zu dieser Erkenntnis zu gelangen, ist, wie Friedrich August von Hayek richtig darlegte, eine „Anmaßung von Wissen“. Es ist unmöglich, in einer Volkswirtschaft die Gesamtheit der Güter und Dienstleistungen zu erfassen. Auch ist es aussichtslos, die Geldmenge, also die Anzahl der noch offenen Transaktionen, und die Präferenzen der einzelnen Marktteilnehmer berechnen zu wollen. Denn all diese Komponenten sind täglichen, teilweise heftigen Schwankungen unterworfen.

<sup>311</sup> Vgl. „Cantillon Effekt beschreibt ungleiche Distribution von neu geschaffenem Geld“, In *Gold We Trust-Report 2013*; Taghizadegan, Rahim, Stöferle, Ronald und Valek, Mark: *Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, 2014, S. 135ff.

<sup>312</sup> Vgl. „Das Regressionstheorem erklärt, wieso Gold Geld ist“, In *Gold We Trust-Classics 2011*

## Geld im Nutz- und im Leerlauf

### **Entscheidend für die Wirksamkeit des Geldes ist seine**

**Umlaufgeschwindigkeit.** Der folgende Unterschied in den Arten der Zirkulation des Geldes ist jedoch von äußerster Wichtigkeit. Geld kann im Leerlauf zirkulieren, d. h. es wird für unproduktive Zwecke verwendet, wie z. B. für den Kauf längst bestehender Werte (Immobilien, Aktien). Dem gegenüber kann die Zirkulation auch im Nutzlauf erfolgen. Hierbei werden im Sinne einer produktiven Verwendung z. B. neue Produktions- und Konsumgüter hergestellt. Der Preis-Mechanismus dient als Regulator für diese beiden Komponenten des Geldumlaufs. Ein niedriger Produktionspreis drängt den Geldfluss in neu herzustellende Güter, ein hoher Preis bedeutet, dass das Geld von diesem Markt abgestoßen wird.

*Denn von allen Faktoren, die sonst noch auf das Preisniveau einwirken, ist vielleicht der stärkste preisbestimmende Faktor das Vertrauen in die Währungsordnung selbst. Der Kredit, den eine Währung genießt (vonseiten des in- und ausländischen Publikums), ist wichtiger als der Kredit, der künstlich geschaffen werden kann.*

**Arthur Salz**

Die Hersteller sind also im Sinne des ständigen Wettbewerbs zwischen neuer und alter Produktion gezwungen, billig und damit in großer Menge zu erzeugen, was die Erhöhung der wirksamen Geld-Umlaufgeschwindigkeit herbeiführt. Je mehr Güter ein Produzent anfertigt und verkauft, desto mehr Güterbezugsrechte stehen zur Verfügung und desto konsumkräftiger wird er. Die Zunahme der Unternehmensproduktion führt folglich zu einer Zunahme der allgemeinen Produktion. Immer mehr Wirtschaftsleistung wird erbracht, dadurch entstehen immer mehr Güterbezugsrechte. Da aber ein Güterbezugsrecht nichts anderes ist als Geld, erschafft die Produktionszunahme das zu ihrer Bewältigung erforderliche Geld selbst. Anders ausgedrückt: die Geld- und Güterzirkulation sind identisch.

**Lediglich aus Bequemlichkeitsgründen und zum leichteren Eigentumsnachweis werden die abstrakten Güterbezugsrechte zum selbstständigen, konkreten Wirtschaftsfaktor – Geld.**

### **Folgende Illustration fasst dieses Phänomen zusammen. Produktion und Konsum verhalten sich wie der auf- und abgleitende Kolben der Wirtschaftsmaschine.**

Das Geld ist das Schwungrad, das vom Kolben erst in eine langsame, dann in eine schnelle Bewegung, diese entspricht der Umlaufgeschwindigkeit, gesetzt wird. Der Kolben, nicht das Rad, das lediglich ein technischer Behelf ist, treibt die Maschine an. Es ist vorteilhafter, den Kolben nicht direkt, sondern durch das Schwungrad auf den Gang der Maschine wirken zu lassen, aber nicht unbedingt nötig.

*Die verhältnismäßige Wertbeständigkeit des Goldgeldes rührt vielmehr daher, daß die Erzeugung solchen Geldes der staatlichen Willkür entzogen ist.*

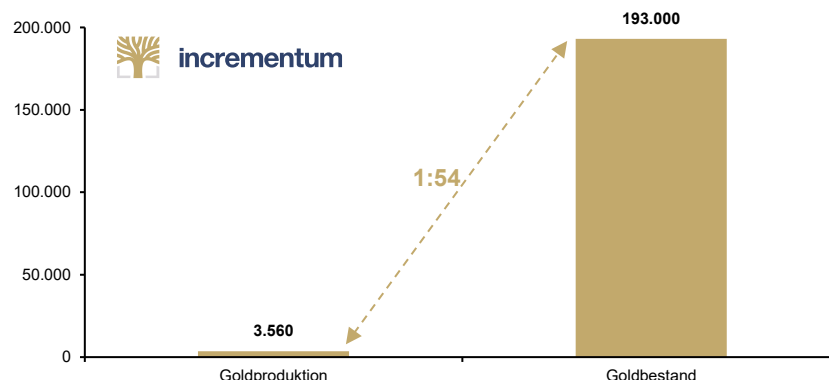
**Argentarius, Vom Gelde**

### **Warum hat sich nun Gold als das optimale Zahlungsmittel über einen**

**Jahrhunderte dauernden Ausleseprozess entwickelt?** Es muss im Wirtschaftsverkehr eine Leistung erfolgt sein, aus der heraus ein Gut entstanden ist, das in sich selbst die Gewähr der größtmöglichen Wertbeständigkeit trägt. Nur derjenige Güteranspruch, der sich auf dieses besondere Gut bezieht, ist echtes, vollwertiges und rechtmäßig entstandenes Zahlungsmittel. Seine einzigartigen, physischen Eigenschaften befähigen das Gold, diese größtmögliche Wertbeständigkeit darstellen zu können. Ausgedrückt wird sie u. a. durch das Stock-to-Flow-Ratio (SFR), d. h. dass die jährliche Goldminenproduktion von 3.000-3.500 Tonnen weniger als einem 60-stel der weltweiten, oberirdischen Goldbestände entspricht. Mit anderen Worten: der prozentuale jährliche Anstieg der Goldmenge ist vergleichbar mit dem Ansteigen der Weltbevölkerung, und das

seit vielen Jahrhunderten ohne größere Schwankungen. Dies gewährt eine äußerst stabile und dadurch planbare Entwicklung der Zahlungsmittelmenge.<sup>313</sup>

### Stock-to-Flow-Ratio von Gold, in Tonnen, 2019



Quelle: USGS, World Gold Council, Incrementum AG

Diese Sichtweise auf das Wesen des Geldes hat tiefgreifende Auswirkungen auch auf andere Fragestellungen im Wirtschaftsverkehr. Welche Rolle spielt der Zins? Ist gegenwärtig ein gesundes und nachhaltiges Geldsystem überhaupt erreichbar? Und falls ja, welche praktischen Maßnahmen, neben der Aufklärung über die theoretischen Zusammenhänge dieser Geldtheorie, müssen dafür durchgeführt werden?

## Zusammenfassung

*Wir sollten dem Gold mehr vertrauen als machthungrigen Menschen. Es hat weder deren Schwächen noch böse Absichten. Es war, ist und bleibt das Geld der Freiheit.*

**Roland Baader**

*Es ist die Leistung, die Geld erzeugt, nicht der Staat.*

**Argentarius, Vom Gelde**

Der rote Faden durch die Komplexität von Begrifflichkeiten und Zusammenhängen im Geld- und Wirtschaftssystem bleibt die einfache Erkenntnis, dass Geld ein abstraktes Güterbezugsrecht darstellt, welches in seiner Essenz immun ist gegen jedweden Manipulationsversuch. Solche, für die breite Masse ausnahmslos nachteiligen Maßnahmen durch die das Geldsystem kontrollierenden Instanzen entstehen immer erst auf der Ebene der äußeren Gestaltungsform, dem Geldzeichen oder Zahlungsmittel.

Wenn das Wissen um das inhärente Wesen des Geldes größere Verbreitung findet, wird sich die Anzahl der Personen deutlich erhöhen, die die zerstörerische Wirkung der Inflation zu erkennen vermögen, vor der selbst John Maynard Keynes einmal eindringlich gewarnt hat:

*„Es gibt keinen subtileren, sichereren Weg, die bestehenden Grundlagen der Gesellschaft umzustürzen, als die Währung verderben. Der Prozess lässt alle die verborgenen Kräfte ökonomischer Gesetze auf der Seite der Zerstörung in einer Weise wirken, die kaum jemand zu diagnostizieren in der Lage ist.“<sup>314</sup>*

<sup>313</sup> Vgl. Macleod, Alasdair: „Gold's outlook for 2020“, GoldmoneyInsights, 2. Jänner 2020

<sup>314</sup> Vgl. Keynes, John Maynard: *The Economic Consequences of the Peace*, 1920, Kapitel 6



# Finanzielle Repression – Das Coronavirus greift auch das Bargeld an

*„Only one thing is certain – no policy will ever be announced under the brand ‚financial repression‘. Such a policy would be as effective as a trumpet-playing burglar.“*

Russell Napier

## Key Takeaways

- 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.
- Ein historisches Experiment mit Negativzinsen von bis zu 10% pro Quartal hat die Schweiz in den 1970er-Jahren geliefert. Trotz dieser Strafzinsen konnte die Aufwertung des Schweizer Franken damals nicht gestoppt werden. Die durch den Coronavirusausbruch verschärfte Rezession wird den Ruf nach substanziellen Negativzinsen wieder aufleben lassen.
- Der Ausbruch des Coronavirus hat das Bargeld wieder unter Druck gesetzt, weil behauptet wird, dass das Bargeld die Verbreitung des Virus fördert.

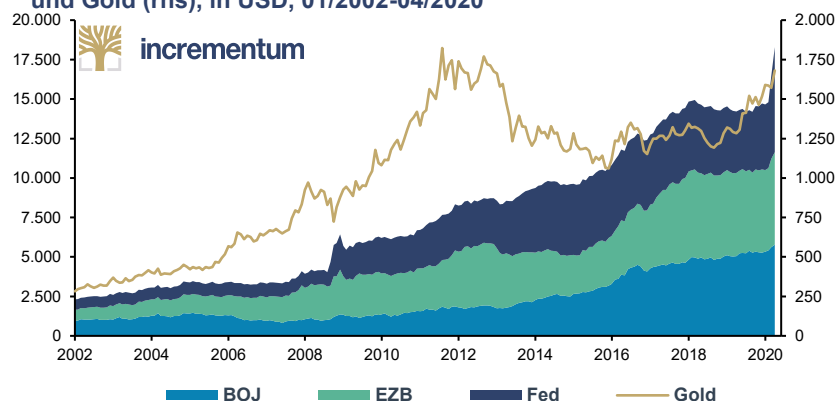




Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgey

**Der geldpolitische Aktionismus in den ersten Märzwochen 2020 war von einer bislang noch nie dagewesenen Intensität.** Zur frühzeitigen Bekämpfung der durch den Coronavirus ausgelösten Erschütterungen an den Finanzmärkten wurden in wenigen Tagen Liquiditätsspritzen in Billionenhöhe bereitgestellt und das Portfolio an außergewöhnlichen Maßnahmen wie neue Runden an QE, Interventionen am Repo-Markt und die Ausweitung der Aufkaufprogramme auf weitere Assetklassen deutlich ausgeweitet.<sup>315</sup> In den drei Wochen vom 11. März bis zum 1. April 2020 hat sich die Bilanzsumme der Federal Reserve um mehr als 1,5 Bill. USD verlängert. Das entspricht 84 Mrd. USD pro Tag, 60 Mio. USD pro Minute oder 1 Mio. USD pro Sekunde. **Die Entwicklung der Zentralbankbilanzen seit Mitte März spricht für sich.**

**Kumulierte Bilanzsummen der Fed, EZB & BoJ (lhs), in Mrd. USD, und Gold (rhs), in USD, 01/2002-04/2020**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wenngleich das Coronavirus bis Mitte Februar bei niemandem als Auslöser einer tiefgreifenden Korrektur an den Finanzmärkten auf dem Zettel gestanden ist, dass diese Flutung der Märkte mit Liquidität im Fall der Fälle kommen würde, haben wir bereits im vergangenen Jahr prognostiziert.<sup>316</sup> Schließlich sind auch schon zum damaligen Zeitpunkt die Zentralbanken mehr oder weniger tief in der Nullzinsfalle gesteckt.<sup>317</sup>

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

**Ray Dalio**

Der geldpolitische Handlungsspielraum war aufgrund der historisch niedrigen Nominalsätze von vornherein deutlich eingeschränkt. Denn die Frage, wie die Null-Prozent-Untergrenze für nominelle Zinssätze, die Zero Lower Bound, deutlich überwunden werden kann, ist noch nicht beantwortet. Weil aber viele Zentralbanken das stetige, wenngleich bescheidene Wirtschaftswachstum der vergangenen Jahre nicht dazu nutzen konnten, die Zinsen anzuheben – mit der nennenswerten Ausnahme der USA – hat diese Frage angesichts der sich bereits im vergangenen Jahr eintrübenden Wirtschaftslage neue Aktualität erhalten. Das in den vergangenen Jahren ein wenig in den Hintergrund geratene Thema der finanziellen Repression, wurde wieder in den Vordergrund gerückt.

<sup>315</sup> Für einen Überblick über das Maßnahmenbündel der Federal Reserve vgl. „What Are All the Fed’s Corporate & Investor Bailout Programs and SPVs? Here’s the Whole Shitload of Them“, wolfstreet, 23. März 2020

<sup>316</sup> Vgl. unsere ausführliche Darstellung in: „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“ – In Gold We Trust-Report 2019 sowie „Gold und die monetäre Gezeitenwende“ – In Gold We Trust-Report 2018

<sup>317</sup> Eine ausführliche Darstellung der Nullzinsfalle bietet: Stöferle, Ronald, Taghizadegan, Rahim und Hochreiter, Gregor: *Die Nullzinsfalle: Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird*, 2019

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

**Peter Warburton**

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

**Howard Marks**

**In einem früheren *In Gold We Trust*-Report haben wir die finanzielle Repression wie folgt definiert:** „Ziel der finanziellen Repression ist es, das reale Ausmaß der Staatsschulden zu reduzieren und die Finanzierungskosten des Staates unter die Kosten zu senken, die unter rein wettbewerblichen Bedingungen anfallen würden.“<sup>318</sup> Als finanziell repressiv gelten alle Maßnahmen, die zu Lasten der Gläubiger des Staates gehen. Das klassische Instrument ist die Absenkung der Nominalzinsen durch die Zentralbank. Zu den Instrumenten der finanziellen Repression ist aber auch die regulatorische Bevorzugung von Staatsanleihen zu zählen. Schließlich erhöht das Eigenkapitalprivileg, wonach Geschäftsbanken für Staatsanleihen kein Eigenkapital vorrätig halten müssen, künstlich die Nachfrage nach Staatsanleihen, was wiederum die Rendite niedriger ausfallen lässt als für vergleichbare Unternehmensanleihen.

**Die Frage, wie das Nominalzinsniveau dauerhaft und deutlich unter null gedrückt werden kann, ist neu.** Dass die Realzinsen negativ sind, ist hingegen kein neues Phänomen. Während sich in früheren Zeiten negative Realzinsen dadurch ergaben, dass in Zeiten hoher Inflationsraten die Nominalzinsen niedriger, aber deutlich positiv waren, waren die vergangenen Jahre geprägt von äußerst niedrigen Inflationsraten. Wegen der historisch niedrigen Nominalzinsen sind mit Ausnahme der USA die Realzinsen in vielen Staaten und in der Eurozone dennoch bereits seit einigen Jahren negativ.

Viele Zentralbanken hatten bereits vor dem Ausbruch der Coronaviruspandemie das Zero Lower Bound, einen Nominalzins von nahe oder bei null, erreicht. Mit dem Ausbruch der Pandemie hat sich in kürzester Zeit die Federal Reserve zu jenen Zentralbanken gesellt, deren Nominalzins am Zero Lower Bound liegt. Und angesichts der Tatsache, dass in den USA im Zuge der letzten Rezessionen die Leitzinsen im Schnitt um 520 Basispunkte reduziert wurden, ist völlig unklar, wie die Zentralbanken die aktuelle, noch dazu extrem scharfe Rezession effektiv bekämpfen wollen. Das konventionelle Werkzeug der Zinssenkung ist jedenfalls nicht mehr im Werkzeugkoffer. Kenneth Rogoff, der ehemalige Chefökonom des Internationalen Währungsfonds (IWF), erachtet Negativzinsen von bis zu 6% für notwendig, um die USA aus der nächsten Rezession zu bringen.<sup>319</sup> Und dieser Umfang für Zinssenkungen hat sich auf gewöhnliche Rezessionen bezogen.

**Die Frage, wie solch tiefe Negativzinsen am Markt durchgesetzt werden können, beschäftigt Ökonomen daher seit geraumer Zeit wieder verstärkt.** Das Grundproblem ist so einfach wie es weithin bekannt ist. Ab einem gewissen Negativzinssatz ziehen die Haushalte und Unternehmen ihre Guthaben von den Banken ab und lagern das Geld in den eigenen vier Wänden und zwar sobald der Negativzins auf die Bankguthaben höhere Kosten verursacht als die Nullverzinsung der Bargeldhaltung plus die Kosten für die sichere Verwahrung. Wenig überraschend handeln die Geschäftsbanken ebenfalls nach dieser trivialen betriebswirtschaftlichen Logik. Sobald der Einlagezins bei der Zentralbank zu stark negativ ist, wird die Bargeldhaltung in den Banktresoren erhöht.<sup>320</sup>

<sup>318</sup> Vgl. „Finanzielle Repression“, *In Gold Trust-Report* 2016

<sup>319</sup> Vgl. „Star-Ökonom für Minuszinsen von bis zu sechs Prozent“, *Die Welt*, 18. September 2016

<sup>320</sup> Vgl. „Wegen Negativzinsen: Banken horten so viel Bargeld, dass die Tresore knapp werden“, *Focus Money Online*, 6. Februar 2020

## Der IWF in der Rolle des unrühmlichen Vordenkers

*„... the zero lower bound is not a law of nature; it is a policy choice.“*

Ruchir Agarwal und Miles S. Kimball<sup>321</sup>

*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**

Nachdem in den vergangenen Jahren das Bargeld – auch von Ökonomen – vor allem wegen der Möglichkeit anonymer Transaktionen wie zur Terrorfinanzierung attackiert wurde, steht Cash nunmehr also wieder aus den erwähnten ökonomischen Gründen im Fadenkreuz so mancher Ökonomen. Federführend in der Ausarbeitung von Vorschlägen zur Durchsetzung deutlich tieferer Negativzinsen ist der IWF. So wurde vor knapp einem Jahr ein langes IMF Working Paper mit dem Titel „Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide“<sup>322</sup> publiziert, das eine detaillierte Handlungsanweisung von Maßnahmen zur Abschaffung von Bargeld enthält. Der ökonomische Schlüsselsatz findet sich gleich am Anfang des Dokuments:

*„... the zero lower bound is not a law of nature; it is a policy choice. The central message of this paper is that with readily available tools a central bank can enable deep negative rates whenever needed—thus maintaining the power of monetary policy to end recessions within a short time.“<sup>323</sup>*

Zudem – und wohl eher unbeabsichtigt – wird mit dieser Aussage die weit verbreitete These, wonach die Niedrigzinsen eine Folge der hohen Sparneigung der Bevölkerung sind, in zwei Sätzen widerlegt. Tatsächlich sind die Niedrigzinsen die Folge der bewusst verwirklichten Geldpolitik der Zentralbanken. Zudem sind die Autoren der Auffassung, dass die etwaige Durchsetzung tiefer Negativzinsen wahrscheinlich die politischen Kosten Wert seien werden.

### Fünf Wege zu negativen Nominalzinsen

Die Autoren schlagen fünf Varianten vor, wie deutlich niedrigere Negativzinsen auf Bargeld verwirklicht werden könnten, oder anders gesagt, wie verhindert werden könnte, dass Haushalte und Unternehmen bei deutlich niedrigeren Nominalzinsen auf das (negativ)zinslose Papiergeld ausweichen. In Zeiten positiver Nominalzinsen ist Bargeld gegenüber digitalem Giralgeld wegen seiner Zinslosigkeit benachteiligt, in Zeiten negativer Nominalzinsen erweist sich die Zinslosigkeit hingegen als wirtschaftlicher Vorteil. Die fünf untersuchten Ansätze sind:

1. **„Clean Approach“:** Die bevorzugte Variante sieht einen Wechselkurs zwischen Bargeld und dem unbaren, elektronischen Geld vor, wobei das unbare, digitale Geld zur Recheneinheit erklärt werden soll. Das Bargeld

<sup>321</sup> Agarwal, Ruchir und Kimball, Miles: „Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide“, IMF Working Paper No. 19/84, April 2019, S. 3, Executive Summary

<sup>322</sup> Agarwal, Ruchir und Kimball, Miles: „Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide“, IMF Working Paper No. 19/84, April 2019, S. 3, Executive Summary

<sup>323</sup> Agarwal, Ruchir und Kimball, Miles: „Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide“, IMF Working Paper No. 19/84, April 2019, S. 8

wäre demnach nur mehr zweitrangiges Geld, das gegenüber dem elektronischen Geld mit einem Aufschlag zirkuliert. In den Geschäften würden die angegebenen Preise für die Bezahlung in elektronischem Geld angewendet werden, während der Preis für die Bezahlung in bar mit einem Aufschlag in der Höhe des von der Zentralbank festgelegten Wechselkurses fällig wäre. Dieser Vorschlag hätte die kuriose Konsequenz, dass das elektronische Geld, obwohl es nicht einmal gesetzliches Zahlungsmittel ist, gegenüber dem Bargeld, das allein gesetzliches Zahlungsmittel ist, bevorzugt wird.

Diese Situation, wonach allgemein akzeptierte Tauschmittel unterschiedlicher Form nicht zu pari zirkulieren, war im 19. Jahrhundert in Europa allgegenwärtig. Als nämlich die Noten- und Geschäftsbanken deutlich mehr Banknoten in Umlauf brachten, als sie Gold in ihren Tresorräumen vorrätig hatten, erhielten die Banknoten einen Aufschlag, der Agio genannt wurde. Dieses Agio war mitunter signifikanten Schwankungen unterworfen. Ein höheres Agio war der geldgewordene Ausdruck des gestiegenen Risikos, dass die ausgebende Bank ihrer Einlöseverpflichtung überhaupt nicht oder nicht in vollem Umfang nachkommen würde.

2. **Miete (engl. rental fee approach):** Bargeld und elektronisches Geld haben den gleichen Wert, allerdings ist für die Nutzung des Bargelds eine Mietgebühr zu entrichten. Diese Mietgebühr ist für das Bargeld das, was die offiziellen Negativzinsen für das elektronische Geld sind. Damit würde also Bargeld seinen Vorteil der (Negativ-)Zinslosigkeit verlieren.
3. **Abhebebegrenzung (engl. withdrawal limit approach):** Gegenwärtig werden Bargeld und Sichtguthaben zu jedem Zeitpunkt und in jeder beliebigen Menge zum Nennwert gewechselt. Wenn die Nachfrage nach Bargeld steigt, wird diese Nachfrage durch eine Ausweitung der Bargeldmenge im Ausmaß der Nachfragesteigerung zu 100% befriedigt. Geht die Nachfrage nach Bargeld zurück, wird Bargeld im entsprechenden aus dem Wirtschaftskreislauf entnommen. Dadurch ist der „Wechselkurs“ zwischen Bargeld und Sichtguthaben zu pari fixiert und gesichert. Dieser Automatismus soll zur Durchsetzung von Negativzinsen auf Bargeld durchbrochen werden, indem die Zentralbank die Bargeldnachfrage nicht mehr vollumfänglich deckt. Durch die Begrenzung der zirkulierenden Bargeldmenge erhält das Bargeld gegenüber dem elektronischen Geld zunächst einen Aufschlag. Der dadurch bewirkte Kaufkraftverlust des Bargelds gegenüber dem elektronischen Geld belegt das Bargeld de facto mit einem Negativzins. Erstmals formuliert hat diesen Vorschlag Marvin Goodfriend im Rahmen seiner Rede beim alljährlichen von der Federal Reserve organisierten Treffen der Zentralbanker in Jackson Hole, die den vielsagenden Titel „The Case for Unencumbering Interest Rate Policy at the Zero Lower Bound“ trägt.<sup>324</sup>

<sup>324</sup> Goodfriend, Marvin: „[The Case for Unencumbering Interest Rate Policy at the Zero Bound](#)“, Rede gehalten im Rahmen des jährlichen „The Jackson Hole Economic Symposium“, 26. August 2016

**4. Begrenzung des Einlagevolumens (engl. deposit limit approach):**

Bei dieser Variante ist das Volumen an täglich fälligen Sichtguthaben, das eine Bank verwalten darf, beschränkt durch die Menge an Bargeld, das die Bank im Laufe eines Jahres an ihre Kunden auszahlt, wobei dieser Hebelsatz von der Zentralbank gesenkt werden würde, falls aufgrund der Durchsetzung der Negativzinspolitik Barabhebungen zu stark zunehmen. Banken müssten sich dann entscheiden, ob sie die Bargeldausgabe einstellen oder Sichtguthaben kündigen. Dass sie sich für ersteres entscheiden und die Bargeldausgabe stoppen werden, ergibt sich von selbst. Folglich zirkuliert das Bargeld mit einem Aufschlag, wodurch wiederum die Negativzinsen auf das Bargeld ausgeweitet werden können.

- 5. Verbot (engl. prohibition approach):** Während die bisherigen Vorschläge das *Angebot* an Papiergeld begrenzen wollen, setzt der letzte Vorschlag bei der *Nachfrage* nach Papiergeld an. So könnte gewissen Fonds die Nutzung von Bargeld zur Erfüllung von Hinterlegungspflichten verboten, Unternehmen die Bargeldhaltung nur bis zu einem bestimmten Betrag erlaubt, die Höchstgrenze für grenzüberschreitende Bargeldmitführung weiter herabgesenkt oder eine eingeführt werden, oder die Ausgabe von Banknoten mit hohen Denominationen, wie es etwa die EZB mit der Einstellung der Ausgabe von 500-Euro-Banknoten getan hat, untersagt werden.<sup>325</sup> Kenneth Rogoff schlägt sogar vor, das Bargeld auf Münzen zu beschränken, also sämtliche Banknoten zu verbieten.<sup>326</sup>

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

**Jeff Gundlach**

**An diesen Vorschlägen erkennt man, dass Notenbanker und Ökonomen weiterhin zum großen Teil dem geldpolitischen Denken anhängen, das im Grunde mit dem Zusammenbruch des Interbankenmarktes im August 2007 zu funktionieren aufgehört hat.**

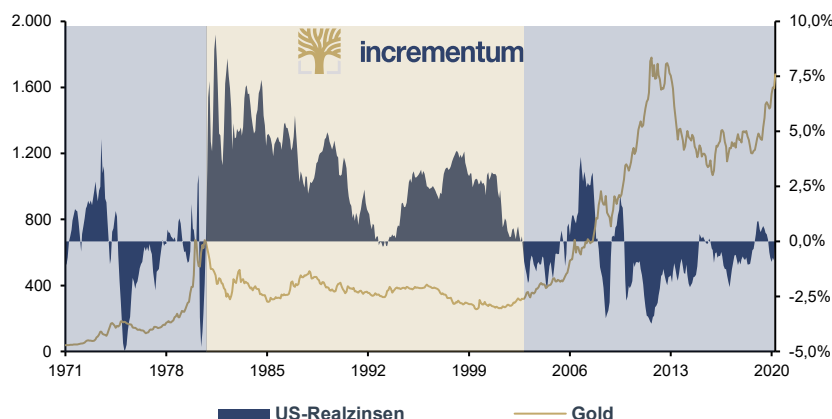
Seither sind außerordentliche Maßnahmen wie QE, LTRO, PEPP an der Tagesordnung, die im Zuge der Bekämpfung der aktuellen Rezession an Zahl und Umfang massiv ausgeweitet wurden. Ein alternativer geldtheoretischer wie geldpolitischer Zugang hat sich bislang noch nicht etabliert. Auf gut Österreichisch: es wird weiter herumgewurschtelt. **Die oben genannten Vorschläge fallen allesamt in diese Kategorie und dieses Weiterwurschteln geht maßgeblich zu Lasten der Sparer.**

Wie wir immer wieder betonen, wäre eine Fortsetzung und Verschärfung der negativen Nominalzinsen für Gold hingegen eine gute Nachricht, weil diese auch das Realzinsniveau weiter drücken werden. Historisch hat Gold in Zeiten negativer Realzinsen deutlich besser performt als in Zeiten positiver Realzinsen. Ein Grund dafür ist, dass in Zeiten positiver Realzinsen Anleihen und das Sparbuch attraktive Anlageoptionen sind im Vergleich zur Anlage in Gold, das keine Zinsen zahlt.

<sup>325</sup> Agarwal, Ruchir und Kimball, Miles: „Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide“, IMF Working Paper No. 19/84, April 2019, S. 41

<sup>326</sup> Agarwal, Ruchir und Kimball, Miles: „Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide“, IMF Working Paper No. 19/84, April 2019, S. 44

Gold (lhs), in USD, und US-Realzinsen (rhs), 01/1971-04/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

## Das Bargeld – seit Jahrzehnten auf der Abschussliste, aber weiterhin sehr gefragt



The Economist, 15. Februar 2007

Das die Anonymität von Zahlungen sicherstellende und die Einbindung von 1,7 Milliarden Menschen ohne Bankkonto in die Geldwirtschaft sicherstellende Bargeld ist schon seit vielen Jahrzehnten im Visier vieler Kritiker.

Ausschlaggebend für die Vision einer bargeldlosen Gesellschaft war die Erfindung der Kreditkarte 1894, insbesondere der Universalkreditkarte 1950 durch den Diners Club. **So erwartete das 1981 von Neil Ardley veröffentlichte Buch „World of Tomorrow: School, Work and Play“ die bargeldlose Gesellschaft bereits für das Jahr 2002:**

*„You do not carry any money on you and neither does anyone else. You pay for everything you buy with an identity card like a credit card. It has a magnetic strip containing your name and other personal information in the form of a magnetic code.“<sup>327</sup>*

Ganz so schnell ging die Transformation allerdings nicht vonstatten, wenngleich einige Länder wie Südkorea und Schweden, aber auch die USA auf diesem Weg weit vorangeschritten sind. Mit 14%, 20% bzw. 32% führen diese Länder die Liste der Staaten mit den geringsten Zahlungstransaktionen mit Bargeld an. Schwedens rasanter Abschied vom Bargeld hatte den schwedischen Handelsrat zu einer Studie motiviert, die den Tag berechnen sollte, an dem sich Schweden endgültig vom Bargeld verabschieden würde. Der 24. März 2023 soll dieser historische Tag sein.<sup>328</sup> Am anderen Ende der Liste finden sich mit einem Wert von 92% Malta, sowie mit jeweils 88% Griechenland und Zypern. **Im Schnitt erfolgen in Europa weiterhin 78,8% aller Zahlungstransaktionen in bar, gemessen**

<sup>327</sup> Zitiert in: Laboure, Marion und Reid, Jim: „The Future of Payments: Part I. Cash: the Dinosaur Will Survive ... For Now“, *dbresearch*, Jänner 2020, S. 4

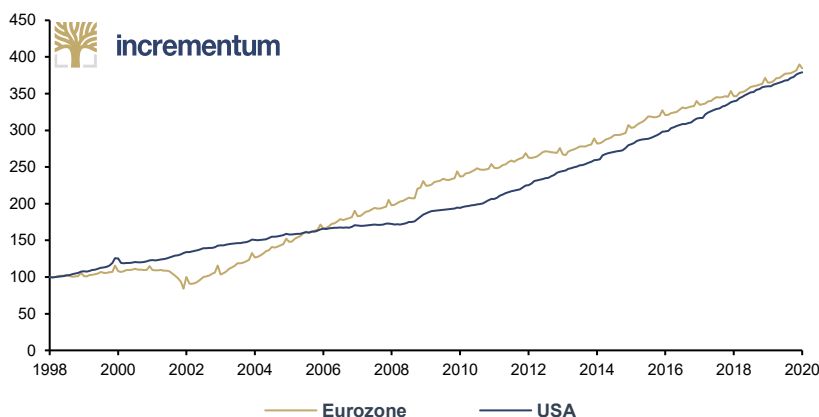
<sup>328</sup> Arvidsson, Niklas, Hedman, Jonas und Segendorf, Björn: „När slutar svenska handlare att acceptera kontanter?“ („Wann wird der schwedische Einzelhandel aufhören, Bargeld zu akzeptieren?“), Handelsrådet, *Forskningsrapport* 2018 (1), Jänner 2018; Erlandsson, Frida und Guibourg, Gabriela: „Times are changing and so are payment patterns“, Sveriges Risk Bank, No. 6, 14. Mai 2018



am Transaktionsvolumen sind es mit 53,8% immerhin mehr als die Hälfte.<sup>329</sup>

Bemerkenswert ist der Umstand, dass der Bargeldumlauf über die Jahre nicht, wie man annehmen würde, abgenommen, sondern deutlich zugenommen hat, und zwar nicht nur absolut, sondern auch pro Kopf.

Bargeldumlauf, in Mrd. USD, 01/1998 = 100, 01/1998-01/2020



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

Ein Bargeldverbot wäre ein weiterer Schritt genau jener Finanzpolitik, die den Bürgern schon bislang wenig genützt und viel geschadet hat. Freiheit und Wohlstand brauchen Bargeld.

Prof. Guido Hülsmann

In jedem Jahr seit der Einführung des Euro als Bargeld per 1. Jänner 2002 hat der Bargeldumlauf stärker zugelegt als das nominelle BIP. Besonders stark war der Unterschied in den Anfangsjahren des Eurobargelds, sowie im Jahr der Lehman-Pleite 2008, als das nominelle BIP um 2,5% zulegte, während die zirkulierende Eurogeldmenge um 12,5% anwuchs. Global beträgt der Anteil des Bargeldumlaufs am BIP 9,6%, wobei auf allen Kontinenten der Bargeldanteil im Steigen begriffen ist.<sup>330</sup>

Bemerkenswert ist, wofür das Bargeld im Euroraum verwendet wird.

Untersuchungen für Deutschland und Österreich zeigen, dass ein Drittel des im Euroraum zirkulierenden Bargelds für Transaktionen, zwei Drittel hingegen zur Wertaufbewahrung genutzt werden.<sup>331</sup> Die zunehmende Digitalisierung des Zahlungsverkehrs berührt die Wertaufbewahrungsfunktion des Bargeldes nicht, und da diese weitaus bedeutender ist als die unmittelbare Nutzung des Bargelds für Transaktionen, ist die Nachfrage nach Bargeld trotz des technologischen Wandels in den vergangenen Jahren gestiegen.

The more uncertain the future, the greater the value of [the] flexibility [of cash] and hence the greater the demand for money is likely to be.

Milton Friedman, Anna J. Schwartz

**Wie Gold ist und bleibt Bargeld eine Krisenwährung.** Das zeigt sich daran, dass in Krisensituation die Nachfrage nach Bargeld regelmäßig zunimmt. Dies hat sich in der aktuellen Krise neuerlich bestätigt.<sup>332</sup> Dies ist umso überraschender, als durch die ständig zunehmende Verbreitung des Online-Handels elektronisches Geld mittlerweile schneller durch einen Kauf abzustoßen ist als Bargeld. Im

<sup>329</sup> Vgl. G4S Global Cash Solutions: [World Cash Report 2018](#)

<sup>330</sup> G4S Global Cash Solutions: [World Cash Report 2018](#), S. 22

<sup>331</sup> Jobst, Clemens und Stix, Helmut: „Assessing recent increases in cash demand?“, *International Cash Conference 2017 – War on Cash: Is there a Future for Cash?*, 25-27. April 2017, S. 16; Vgl. Schäfer, Guido: *Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Bargelds in Österreich*, 2018, S. 28

<sup>332</sup> „Einzelne Banken begrenzen Bargeldausgabe“, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 20. März 2020

Zweifel, so scheint es, verleiht der unmittelbare Zugriff auf physisches Geld weiterhin ein höheres Sicherheitsgefühl als das elektronische Geld.

### Die Aussicht der Zentralbanken auf eine höhere Seigniorage durch die Zurückdrängung des Bargelds

Die Zentralbanken haben wiederum einen handfesten finanziellen Anreiz, das Bargeld möglichst weit zurückzudrängen. Aktuell lukrieren die Zentralbanken aus der monopolisierten Ausgabe der Banknoten Seignioragegewinne<sup>333</sup>, der im Zeitraum 2005-2015 in den USA jährlich im Schnitt 0,15% des BIP, im Euroraum hingegen 0,57% ausmachte. Die Zurückdrängung des Bargelds würde diese Monopoleinnahmen aller Voraussicht nach steigern.<sup>334</sup> Christine Lagarde, der man einen gewissen Elan in ihrem ersten Jahr als EZB-Präsidentin keinesfalls absprechen kann, möchte auch aus Kostengründen das Projekt einer digitalen Zentralbankwährung (Central Bank Digital Currency; CBDC) für den Euroraum aktiv forcieren. Im Rahmen der ersten Pressekonferenz nach einer Sitzung des EZB-Rates unter ihrer Leitung, merkte Christine Lagarde im Dezember vergangenen Jahres an, dass die EZB technologischen Entwicklungen nicht hinterher laufen, sondern an der Spitze dieser Entwicklungen stehen solle. Denn dass es einen Bedarf für digitale Zahlungsmittel gebe, stehe für sie außer Frage.<sup>335</sup> Damit soll sich der Euroraum Ländern wie Kanada, Schweden, Großbritannien, Estland, aber auch China anschließen, deren Zentralbanken das Thema einer digitalen Zentralbankwährung schon seit längerer Zeit verfolgen.

### Unternehmen sind nicht die besten Freunde des Bargelds

Das Bargeld steht allerdings nicht nur bei Regierungen aus dem vorgeschobenen Gründen des Kampfes gegen die Terrorismusfinanzierung<sup>336</sup> und der Steuerhinterziehung sowie den Zentralbanken zwecks effektiver Umsetzung der Geldpolitik in Form niedriger Negativzinsen auf der Abschussliste, sondern auch gewisse Unternehmen versuchen, das Bargeld aus dem Alltag zu verdrängen. Dazu zählen wenig überraschend die Kreditkartenunternehmen und die Fintechs, aber auch andere Einzelhandels- und Dienstleistungsunternehmen forcieren die unbare Bezahlung. Die wichtigsten Gründe sind:

- **Kostenreduktion:** der Umgang mit Bargeld – Beschaffung, Verwahrung, Einzahlung – ist kosten- und personalintensiv. Der hohe Aufwand war einer der Gründe, warum in den dünn besiedelten Gebieten Mittel- und Nordschwedens die Versorgung mit Bargeld systematisch heruntergefahren worden ist.
- **Umsatzsteigerung:** Nutzer mobiler Zahlungssysteme weisen eine höhere Konsumneigung auf.<sup>337</sup>

*The only question is whether we are able to look reality in the eye and face what is coming in an orderly fashion, or whether it will be disorderly. Debt jubilees have been going on for 5,000 years, as far back as the Sumerians.*

**William White**

—  
<sup>333</sup> Als Seigniorage wird der Münzgewinn bezeichnet, den der Münzherr aus der Differenz zwischen dem Metallwert inkl. Produktionskosten und dem Nennwert einer Münze lukriert. Auf moderne Verhältnisse umgelegt entspricht dies der Differenz zwischen den Kosten der Inumlaufbringung neuen Geldes minus des dafür nötigen Aufwandes. Im Falle des Papiergeldes und des elektronischen Geldes, deren Nennwert überhaupt keinen Bezug zu mehr zum als Geld verwendeten Material aufweist, ist die Seigniorage pro neuer Geldeinheit deutlich höher als in den Zeiten von Münzgeld.

<sup>334</sup> Rogoff, Kenneth: „*Data for The Curse of Cash*“, Harvard University, 2017

<sup>335</sup> „*ECB to accelerate digital currency research says Lagarde*“, Ledger Insights, 12. Dezember 2019

<sup>336</sup> Mai, Heike: „*Cash, freedom and crime: Use and impact of cash in a world going digital!*“, *dbresearch – EU Monitor. Global financial markets*, 23. November 2016, S. 10

<sup>337</sup> Laboure, Marion und Reid, Jim: „*The Future of Payments: Part II. Moving to Digital Wallets and the Extinction of Plastic Cards*“, *dbresearch*, Jänner 2020, S. 7

*Bargeld dürfte schon bald anrücklich werden wie Zigaretten zu rauchen: Cash wird die neue Camel ohne Filter sozusagen.*

**Christian Ortner**

- Verwertung der Daten: Das Konsumverhalten ist bei Nutzung unbarer Zahlungssysteme leicht aufzuzeichnen. Die Auswertung bzw. der Verkauf dieser Daten, das Gold des digitalen Zeitalters, bietet eine zusätzliche Einnahmequelle.

### Das Bargeld als Kollateralschaden des Coronavirus

Innerhalb weniger Tage wurde das Coronavirus zum alles dominierenden Thema, und das nahezu weltweit. Und obwohl das Coronavirus und das Bargeld auf den ersten Blick nicht miteinander in Verbindung stehen, geriet das Bargeld rasch in den Fokus der Gesundheitsbehörden. Der Grund: Die Banknoten stehen im Verdacht, das Coronavirus zu übertragen, weil das Virus einige Stunden auf der Oberfläche einer Banknote überleben könne.<sup>338</sup> Daraufhin begannen die chinesischen Behörden mit der Desinfektion von Bargeld im großen Stil.<sup>339</sup> Im Westen, insbesondere in den bargeldaffinen Ländern wie Deutschland und Österreich, wurde in den noch offen gebliebenen Geschäften nachdrücklich um eine elektronische Bezahlung gebeten. Prompt schossen die Kartenzahlungen an den Supermarktkassen in Deutschland um bis zu 65% in die Höhe.<sup>340</sup> Und wer online bestellt, und das tun aufgrund der Ausgangsbeschränkungen deutlich mehr Personen, bezahlt im Regelfall ohnehin unbar. **Gerade in den bargeldaffinen Ländern könnte das Bargeld zu einem Kollateralschaden der Coronaviruspandemie werden.**

## Negativzinsen und offene Kapitalmärkte

**In der Diskussion über die ökonomischen Grenzen der Implementierung von niedrigen Negativzinsen wurde ein wesentlicher Aspekt bislang nicht untersucht, nämlich die Offenheit der Kapitalmärkte.** Auch wenn der IWF seit 2011 unter gewissen Umständen Kapitalverkehrskontrollen akzeptiert, zählt die Freiheit des Kapitalverkehrs zu den großen Selbstverständlichkeiten in der Post-Bretton-Woods-Welt, näherhin zählt der freie Kapitalverkehr zu einer der Säulen dessen, was gegenwärtig als westliches Wirtschaftsmodell bezeichnet wird.

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

**Ray Dalio**

Die jeweilige heimische Währung ist zur Begleichung von Rechnungen in heimischer Währung, insbesondere aber von Steuern und Abgaben unabdingbar. Daher ergibt sich ein Mindestmaß an Nachfrage nach der heimischen Währung durch die jeweilige Bevölkerung und die in diesem Land steuerpflichtigen Personen und Unternehmen. Dieser Teil der Nachfrage nach der heimischen Währung ist also vergleichsweise rigid. Wesentlich weniger rigid ist die Nachfrage nach der heimischen Währung, die für den Aufbau von Ersparnissen oder die Investition in Aktien, Anleihen oder Immobilien nutzbar ist. Dieser Teil der Nachfrage nach heimischer Währung kann bei zu hohen Negativzinsen im Inland

<sup>338</sup> „Avoid cash to stop coronavirus spreading, World Health Organisation warns“, Metro, 3. März 2020; „Cash could be spreading the coronavirus, warns the World Health Organization“, Business Insider, 5. März 2020; Dagegen hat die Deutsche Bundesbank am 17. März 2020 unter Berufung auf einen Infektiologen die Übertragbarkeit des Virus durch Bargeld verneint: „Von Bargeld geht kein besonderes Infektionsrisiko für Bürger aus“, Deutsche Bundesbank, 17. März 2020

<sup>339</sup> „China is sterilizing cash in an attempt to stop the coronavirus spreading“, CNBC, 17. Februar 2020

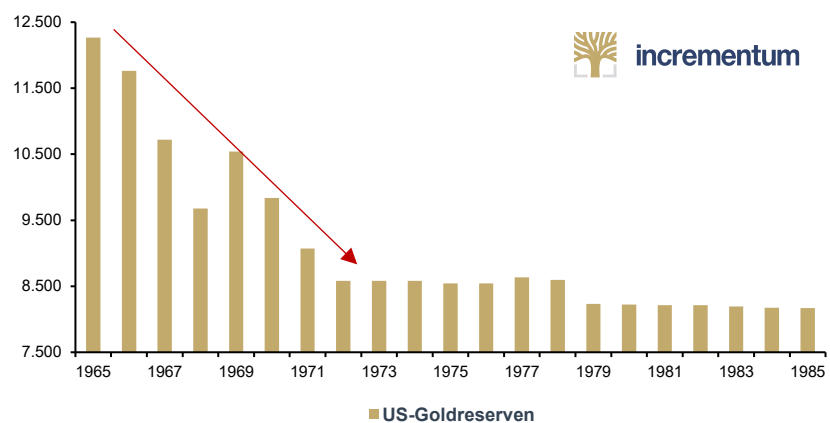
<sup>340</sup> „Aldi, Rewe & Co: Im Einzelhandel erlebt die Kartenzahlung während der Corona-Krise einen Anstieg von bis zu 65 Prozent“, Business Insider, 31. März 2020

ins Ausland abfließen. Im Zeitalter des digitalen Bankverkehrs können derartige Transaktionen in kürzester Zeit beauftragt werden, zudem erfolgt auch die Abwicklung immer schneller.

Die Vorteile eines Ausweichens ins Ausland liegen bei substanziellen Negativzinsen auf der Hand. Der Sparer bzw. Anleger profitiert nicht nur von den höheren Zinsen im Ausland, darüber hinaus kann er auch von der Aufwertung der Währung des Ziellandes profitieren, insbesondere dann, wenn es sich um die Währung einer vergleichsweise kleinen Volkswirtschaft handelt wie etwa dem Schweizer Franken. Bei deutlich niedrigeren Negativzinsen sind Kapitalverkehrskontrollen von Seiten des Ursprungslandes sehr wahrscheinlich, wobei die Verhängung von Kapitalverkehrskontrollen maßgeblich vom Zinsunterschied abhängt; je höher der Zinsunterschied, desto wahrscheinlicher sind hohe Kapitalabflüsse, und desto wahrscheinlicher sind Kapitalverkehrskontrollen.

### Kapitalverkehrskontrollen des Ursprungslandes

US-Goldreserven, in Tonnen, 1965-1985



Quelle: Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

In Zeiten des Golddollarstandards waren Kapitalverkehrskontrollen an der Tagesordnung. Diese wurden umso schärfer und umfassender, je stärker die USA den US-Dollar inflationierten. Aufgrund der Konvertibilität des US-Dollar zum fixen Kurs von 35 USD pro Feinunze entspricht jeder ins Ausland geflossene US-Dollar einem Anspruch des Auslandes an die Goldvorräte der USA im Umfang von 1/35 einer Feinunze Gold. Die Inflationierung des US-Dollar brachte es mit sich, dass ständig mehr Ansprüche auf Gold in Umlauf gebracht wurden und ins Ausland abflossen. Dies bedrohte die US-amerikanischen Goldreserven, die in wenigen Jahren deutlich abnahmen.

*Inflation is taxation without legislation.*

**Milton Friedman**

Um diesen Abfluss Einhalt zu gebieten, wurde von John F. Kennedy kurz vor seiner Ermordung der „Interest Equalization Tax Act“ eingebracht. Der Ankauf ausländischer Aktien durch US-Staatsbürger wurde mit einer Steuer von 15% belegt, beim Kauf von ausländischen Anleihen wurden nunmehr ebenfalls 15%, nach zuvor 2,75%, fällig. Innerhalb kürzester Zeit fielen die Käufe ausländischer Aktien durch US-amerikanische Investoren um 75%. Kennedys Nachfolger, der zuvor als Vizepräsident amtierende Lyndon B. Johnson, brachte die Federal

Reserve dazu, das so genannte „Voluntary Foreign Credit Restraint Program“ zu verabschieden. Dieses Programm hatte zum Ziel, Kredite US-amerikanischer Banken an Ausländer zu begrenzen.

### Kapitalverkehrskontrollen auf Seiten des Ziellandes

Doch auch das Zielland kann Kapitalverkehrskontrollen verhängen, beispielsweise um eine zu starke Aufwertung der eigenen Währung zu unterbinden. Insbesondere kleine, offene Volkswirtschaften können unter einem zu starken Kapitalzufluss und dem damit einhergehenden Aufwertungsdruck leiden. Ein typisches Beispiel für solch eine kleine, offene Volkswirtschaft ist die Schweiz, die regelmäßig unter dieser Problematik leidet. Daher ist die schweizerische Währungsgeschichte reich an Maßnahmen, die dieses Problem zu bekämpfen suchten. Ein unvollständiges Potpourri an Maßnahmen, die die Schweiz in den vergangenen 50 Jahren, also seit dem Zusammenbruch von Bretton-Woods und des Golddollarstandards, angewendet hat, wollen wir hier anführen:

#### Die Schweiz in den 1970er-Jahren

Die zunehmende Volatilität in den späten 1960er-Jahren kündigte das Ende des Bretton-Woods-Systems an. So legten aufgrund starker Zuflüsse die Devisenreserven der Schweizerischen Nationalbank (SNB) 1966 um 94,0%, 1968 sogar um 191,2% zu. Das damals noch bestehende System der fixen Wechselkurse in Form des Golddollarstandards verhinderte noch jedoch eine Aufwertung des Schweizer Frankens, führte dafür aber zu einem starken Anwachsen der Geldmenge von 2,1% im Jahr 1966 auf 10,9% 1968. Dementsprechend baute sich ein enormer Inflationsdruck in der Schweiz auf.

*Wissen Sie, ich habe keine Ahnung, wie man Geldpolitik unter flexiblen Wechselkursen macht. Das einzige, mit dem ich mich in meinem Leben beschäftigt habe, ist die Frage, wie können wir die Kapitalzuflüsse bekämpfen, wie können wir verhindern, dass zu viel Geld in die Schweiz hineinkommt.*

**Fritz Leutwiler**  
 SNB-Präsident, 1974

Bereits vor dem Zusammenbruch des Golddollarstandards am 15. August 1971 erlebte der Schweizer Franken am 9. Mai 1971 seine erste Aufwertung, damals noch durch eine Veränderung der Goldparität. Die Anpassung von der ursprünglichen, seit 31. Mai 1940 geltenden Goldparität des Schweizer Frankens von 203,22 mgr Feingold auf 217,59 mgr Feingold bzw. der damit einhergehenden Anpassung der US-Dollarparität von 4,0841 auf 4,2728 entsprach einer Aufwertung um 7,07%. Ein halbes Jahr später, genauer am 18. Dezember 1971 wurde in Washington das Smithsonian Agreement verabschiedet, im Zuge dessen der US-Dollar gegenüber Gold um 7,89% abgewertet wurde, während die anderen führenden Währungen gegenüber dem US-Dollar um zwischen 7,48% und 16,9% aufwerteten, der Schweizer Franken um weitere 6,4%. Innerhalb eines halben Jahres legte der Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar daher um fast 14% zu.

**Die 1970er waren gekennzeichnet durch mehrere Wellen an großen Kapitalzuflüssen.** Allein zwischen dem 3. und 5. Mai 1971 flossen der SNB US-Dollarbeträge im Wert von 3,2 Mrd. Schweizer Franken zu. Das entspricht rund 9 Mrd. in heutigen Schweizer Franken. Auf diesen Zustrom reagierte die Schweiz mit dem zwischenzeitlichen Schließen ihrer Devisenmärkte. Dennoch nahmen die Devisenreserven 1971 um 41,9% zu, nachdem sie 1970 bereits um 34,6% angestiegen waren. Der Anteil der Devisenreserven an der Bilanzsumme der SNB vervielfachte sich innerhalb weniger Jahre. 1965 lag er bei 8,4%, sieben Jahre später bei 52,1%. Anders gesagt: Während sich die Bilanzsumme in jenen Jahren

um insgesamt 12,7 Mrd. Schweizer Franken ausweitete, verbuchte die Schweiz in diesem Zeitraum einen Devisenzufluss von 13,3 Mrd. Schweizer Franken. Und weil später die Sterilisierung des Zuflusses ausländischer Gelder nicht gelang, schoss das Geldmengenwachstum in die Höhe, und zwar auf 21,2% im Jahr 1971 und auf 17,1% im darauffolgenden Jahr 1972.

**Zudem war die Weltwährungsordnung in einem Prozess der tiefgreifenden Veränderung.** Nach und nach bildete sich das System der flexiblen Wechselkurse heraus. Die Schweiz selbst wurde am 23. Jänner 1973 Teil dieses Systems. Deutschland war bereits während der Dollarkrise im Mai 1971 zu flexiblen Wechselkursen gewechselt, nachdem es am 5. Mai 1971 zur Abwehr der Kapitalflucht aus dem US-Dollar seinen Kapitalmarkt geschlossen hatte. Diese extreme Maßnahme setzten auch Österreich, Belgien, die Niederlande und, wie bereits erwähnt, die Schweiz.

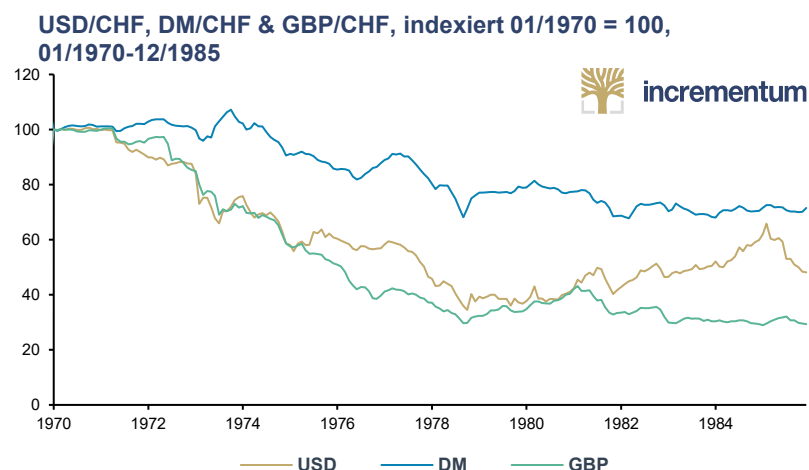
**Die massiven Kapitalzuflüsse führten nunmehr unmittelbar zur Aufwertung des Schweizer Franken.** Verschiedenste Schritte wurden gesetzt, um den Kapitalzufluss ausländischer Gelder, die vor allem aus den USA, Großbritannien und Italien zuströmten, einzudämmen. Die gesetzliche Grundlage für diese Abwehrpolitik wurde am 8. Oktober 1971 unter dem Titel „Bundesbeschluss über den Schutz der Währung“ verabschiedet, das den Bundesrat, die schweizerische Regierung, in Ausnahmesituationen ermächtigte, Maßnahmen zu treffen, „um den unerwünschten Zufluss ausländischer Gelder abzuwehren und ihren Abfluss zu fördern.“<sup>341</sup>

*In such experience as I have had with taxation – and it has been considerable – there is only one tax that is popular, and that is the tax that is on the other fellow.*  
**Sir Thomas White**

Diese Maßnahmen blieben bis 1978 in Kraft, als die SNB über Nacht ihre Politik grundlegend änderte. Anstatt der weitestgehend untauglichen Maßnahmen zur Kontrolle des Kapitalverkehrs, insbesondere zur Kontrolle der Zuflüsse von ausländischen Geldern, setzte sie einen Mindestkurs für den Wechselkurs zur D-Mark fest, und begann die Untergrenze von 80 Rappen durch Interventionen am Devisenmarkt zu verteidigen. Erst dieser „Coup von 1978“, konnte die deutliche und ökonomisch ungewollte Aufwertung des Schweizer Franken stoppen. Durch das Abrutschen des Wechselkurses von 4,34 auf 1,49 verzeichnete der US-Dollar gegenüber dem Schweizer Franken von Jänner 1970 bis Dezember 1978 einen Verlust von knapp 2/3. Das Britische Pfund gab im selben Zeitraum von 10,40 auf 3,08 mehr als 70% nach, nachdem es von Oktober 1967 an bereits einen Kursverlust von 15% verbuchen musste. Die D-Mark verlor nach einer zwischenzeitlichen Aufwertung um 7% auf 1,25 von diesem Hochpunkt aus mehr als 1/3 auf 0,80.

<sup>341</sup> Dieser Bundesbeschluss musste einer obligatorischen Volksabstimmung unterzogen werden, die am 2. Juni 1972 stattfand. Das Ja-Votum war mit 87,7% überwältigend. Am 28. Juni 1974 wurde das Gesetz zum ersten Mal verlängert und neuerlich dem Schweizer Stimmvolk zu einer obligatorischen Volksabstimmung vorgelegt. Die Zustimmung von 85,5% war nur unwesentlich geringer. Die zweite Verlängerung am 7. Oktober 1977 musste nicht mehr einer Volksabstimmung zugeführt werden, da aufgrund anderer Gesetzesbeschlüsse der „Bundesbeschluss über den Schutz der Währung“ in ordentliches Recht umgewandelt werden konnte.





Über die scharfe Aufwertung des Schweizer Franken war die Industrie ziemlich erbost, die in der signifikanten Aufwertung einen erheblichen Wettbewerbsnachteil sah, während die Geschäftsbanken dank der kräftigen Zuflüsse ausländischen Kapitals florierten. Nicht nur in der Schweiz war es die exportorientierte Industrie, die sich zunächst gegen die Umsetzung einer Hartwährungspolitik stemmte. Durch die späteren Erfolge der Hartwährungspolitik des D-Mark-Blocks und auch der Schweiz sollten sich die Befürchtungen nachträglich als unbegründet erweisen.

### Die Devisenbannwirtschaft der Schweiz

Was waren nun die Maßnahmen, mit denen der Gesetzgeber in Zusammenarbeit mit der SNB und den Banken den Kapitalzufluss einzudämmen versuchte, und die unter dem Begriff Devisenbannwirtschaft bekannt geworden sind? Die Anwendungsdauer der einzelnen Instrumente variierte stark. Teilweise kamen dieselben Abwehrmaßnahmen mehrmals – jedoch in unterschiedlicher Ausgestaltung – zum Einsatz.

- 1) Mindestguthaben: Devisenausländer mussten ihr Konto mit einer Mindesteinlage versehen. Damit wurden ausländischen Kleinanlegern die Umschichtung ihres Vermögens in Schweizer Franken deutlich erschwert.
- 2) Null- bzw. Negativverzinsung: Die Kontoguthaben der Devisenausländer wurden nicht mehr verzinst, wobei zunächst nur der Zuwachs unverzinst blieb, später das Gesamtguthaben. Zusätzlich wurde eine so genannte Kommissionsgebühr eingehoben, ursprünglich nur auf den Zuwachs, später auf Gesamtguthaben von mehr als 5 Mill. SFR. Meist lag die Kommissionsgebühr für die zusätzlichen Guthaben bei 2% oder 3% pro Quartal, im Jänner 1975 wurde sie jedoch auf 10% pro Quartal erhöht. Der Begriff der *Kommission* ist selbstverständlich nichts anderes als ein Euphemismus für Straf- bzw. Negativzinsen.
- 3) Konvertierungsbeschränkung: Die Menge an Devisen, die pro Tag in Schweizer Franken gewechselt werden durfte und umgekehrt, wurde beschränkt.

4) Einfuhrbeschränkung: Die Einfuhr ausländischer Banknoten wurde begrenzt.

5) Genehmigungspflicht für Kredite: Die Kreditaufnahme im Ausland wurde genehmigungspflichtig. Begründet wurde diese Maßnahme wie folgt: „Die Verwendung des Schweizer Frankens ist währungspolitisch nicht erwünscht ... Bekanntlich wehren wir uns seit langem gegen die ‚Internationalisierung‘ des Schweizer Frankens. Wo ... eine Bewilligungspflicht besteht, verweigern wir deshalb die Bewilligung. Zur Durchsetzung dieser Politik ist eine Herabsetzung der Freigrenze [von 1 Mio.] auf Fr. 50 000 erwünscht.“<sup>342</sup>

6) Anlageverbote: Devisenausländern wurde die Anlage in Aktien, Anleihen und Immobilien verboten. Dadurch wollte man die Entstehung von Blasen auf den jeweiligen Märkten ebenso verhindern wie eine zunehmende Instabilität der Märkte, falls in den Ursprungsländern durch Gesetzesänderungen ausländische Gelder wieder repatriert würden.

*To be ignorant of what occurred before you were born is to remain always a child.*

**Cicero**

Die anschließende Einführung des D-Mark-Mindestkurses von 80 Rappen im Oktober 1978 ist allerdings ebenfalls ein Instrument der finanziellen Repression, weil dadurch etwaige zusätzliche Aufwertungsgewinne durch die Interventionen am Devisenmarkt verhindert werden. Die Inhaber von Schweizer Franken und auf Schweizer Franken lautende Guthaben und Vermögenswerten werden um aufwertungsbedingte Kaufkraftgewinne gebracht.

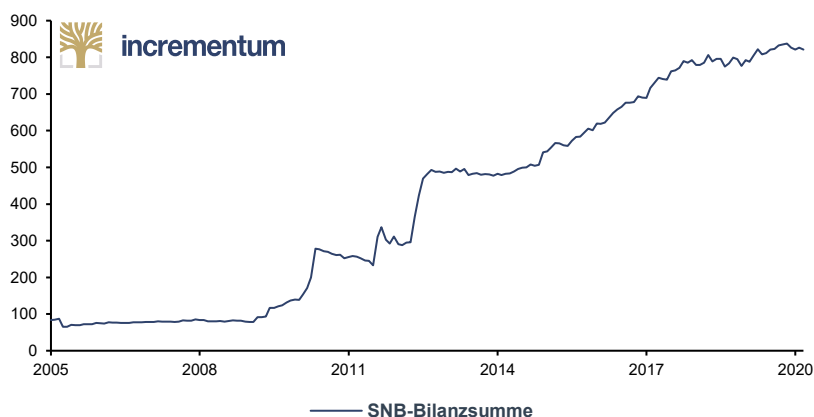
### Die Schweiz seit 2014

*Switzerland's success is largely based on the fact that it was built on economic rationality and not on politics.*

**Claudio Grass**

In den 2010er-Jahren hat die Schweiz neuerlich mit massiven Zuflüssen ausländischer Gelder zu kämpfen, die ihre Ursache in der Eurokrise und der Rubelkrise haben. Es handelt sich dabei um Gelder, die Schutz vor Abwertungsverlusten suchen, aber auch vor der (Teil-)Entwertung der Geldvermögen durch direkte Maßnahmen der finanziellen Repression, wie signifikante (Zwangs-)Kapitalschnitte und der Gläubigerbeteiligung bei Einlagen von ins Strudeln geratenen Geschäftsbanken, wie in der Zypernkrise 2013 erstmals angewendet.

SNB-Bilanzsumme, in Mrd. CHF, 01/2005-03/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

<sup>342</sup> SNB: Protokoll des Direktoriums (1973), 18. Jänner, Nr. 43, zitiert in: *Die Schweizerische Nationalbank, 1907-2007*, NZZ Libro, 2007, S. 177

Mit der Aufhebung des Franken-Mindestkurses von 1,20 pro Euro am 15. Jänner 2015 und der Einführung der Negativzinsen eine Woche später, versucht die SNB aktuell mit jenen Mitteln, die in den 1970er-Jahren nicht gegriffen haben, den Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken zu mildern, oder anders ausgedrückt, die Auswirkungen der finanziellen Repression im Ausland nicht voll auf die Schweizer Volkswirtschaft durchschlagen zu lassen. Bezahlt haben die Rechnung all jene, die sich in Schweizer Franken verschuldet haben, um vom – mitunter deutlich – niedrigeren Zinsniveau in der Schweiz zu profitieren. Franken-Kredite im Umfang von mindestens 150 Mrd. Euro wurden auf einen Schlag von einem ohnehin schlechten Geschäft zu einer finanziellen Katastrophe für die Schuldner, wobei aber viele Staaten die Gläubiger-Banken in die Pflicht genommen haben.<sup>343</sup>

## Fazit

*„The secret of a successful repression is to steal money from savers slowly.“*

Russel Napier

*The natural remedies, if the credit-sickness be far advanced, will always include a redistribution of wealth: the further it is postponed, the more violent it will be. Every collapse of a credit expansion is a bankruptcy, and the magnitude of the bankruptcy will be proportionate to the magnitude of the debt debauch. In bankruptcies, creditors must suffer.*

**Freeman Tilden**

**Das Bargeld ist vielen Akteuren ein Dorn im Auge.** Unter Ökonomen sind in den vergangenen Jahren geldpolitische Erwägungen wieder in den Mittelpunkt gerückt, ungeachtet dessen, dass erste ernste Zweifel an der Wirksamkeit von Negativzinsen geäußert wurden.

**Diesbezüglich hat Schweden in den vergangenen Monaten in mehrfacher Weise die Aufmerksamkeit auf sich gezogen.** Am 19. Dezember 2019 beendete die „Sveriges Riksbank“ das Zeitalter der Negativzinsen durch eine Anhebung der Leitzinsen um 25 Basispunkte auf 0%. Die negativen Folgen der Niedrigzinspolitik würden die positiven Konsequenzen übersteigen, so die Auffassung der schwedischen Zentralbanker. Einige Monate davor, im Sommer 2019, hatte die schwedische Zivilschutzbehörde MSB die Empfehlung ausgesprochen, jederzeit Bargeld vorrätig zu halten.<sup>344</sup> Die schwedischen Behörden realisierten, dass eine bargeldlose Gesellschaft, die Schweden fast schon ist, im Falle eines längeren Stromausfalls, z. B. infolge einer Cyberattacke, extrem anfällig ist. Zudem bestätigte der leichte Anstieg der schwedischen Bargeldmenge im Jahre 2019 die Entwicklung des Jahres 2018, als zum ersten Mal seit 2007 die Bargeldmenge in Schweden nicht zurückgegangen war.<sup>345</sup> Dieser elfjährige Rückgang ist umso bemerkenswerter, als im selben Zeitraum die schwedische Bevölkerung um rund 1 Million oder ca. 11% auf 10,1 Millionen Einwohner zugelegt hat. **Das Bargeld scheint selbst im alles andere als bargeldaffinen Schweden am Leben bleiben zu können.**

**Die anhaltende Coronavirusepidemie und die mit ihr einhergehenden massiven wirtschaftlichen Verwerfungen haben allerdings den Druck**

<sup>343</sup> „Franken-Kredite: Österreich EU-weit an erster Stelle“, Die Presse, 19. Jänner 2015

<sup>344</sup> „Stockpile coins and banknotes: Sweden tells its citizens to squirrel away hard cash under their beds in case of a cyber attack“, Daily Mail, 6. Mai 2019

<sup>345</sup> „Sweden’s march towards a cashless economy went into reverse“, Quartz, 31. Juli 2019

**auf das Bargeld stark erhöht**, im Augenblick jedoch noch kaum wahrnehmbar. Die Geldpolitik hat bereits sehr früh vielfältige monetäre Schleusen geöffnet, um dem sich von Anfang an abzeichnenden Einbruch der Wirtschaft zu begegnen. Fiskalpolitiker vieler Länder haben das „Whatever-it-takes“-Diktum von Mario Draghi aufgenommen und Rettungspakete in bislang ungeahnten Höhen beschlossen. Doch selbst diese Pakete mussten schon wenige Wochen später neuerlich aufgestockt werden.

Mit der vorsichtigen und schrittweisen Öffnung der Geschäfte begann ab Mitte April langsam wieder der Einzug der Normalität. Mit ihr werden die Diskussionen um Konjunkturprogramme deutlich an Intensität gewinnen. Eher ist also davon auszugehen, dass diese Diskussionen – indirekt – den Druck auf das Bargeld erhöhen werden. So hat Kenneth Rogoff seinen Vorschlag stark negativer Nominalzinsen neuerlich in die Diskussion eingebracht.<sup>346</sup> **Angesichts der tiefen wirtschaftlichen Verwerfungen und riesigen Budgetlöcher ist nicht ausgeschlossen, dass das Coronavirus den stark negativen Nominalzinsen – und ihren negativen Begleiterscheinungen – doch zum Durchbruch verhelfen wird.**

<sup>346</sup> Rogoff, Kenneth: „[Die Argumente für stark negative Zinsen](#)“, Project Syndicate, 4. Mai 2020





**Der Sicherheit verpflichtet.  
Führend in Innovation.  
Ein Selbstverständnis der Verantwortung.**





# Das „Plan B“-Modell: Der Heilige Gral der Bitcoinbewertung?

*„Das hohe Stock-to-Flow-Ratio, die Liquidität des Marktes und die einzigartige Eigenschaften als monetäres Gut unterscheiden Gold von allen anderen Asset-Klassen und machen es zu einem effizienten Hedge gegen systemisches Marktrisiko.“*

*In Gold We Trust-Report 2011, Seite 27*

## Key Takeaways

- Das Bewertungsmodell von „Plan B“ zur Preisentwicklung von Bitcoin erlangte über Nacht weltweite Bekanntheit. Darin wird die Preisentwicklung von Bitcoin mit dem „Stock-to-Flow-Ratio“ (SFR), einem Proxy für die Knappheit bzw. den „Härtegrad“ des Geldes, geschätzt. Bisher wurde das SFR in erster Linie im Rahmen der Analyse von Gold näher betrachtet.
- Historisch betrachtet war das SFR ein nahezu perfekter exogener Regressor für die Entwicklung des Preises von Bitcoin, denn das Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ ) beträgt 95%.
- Gemäß dem Modell müsste der Preis von Bitcoin nach dem nächsten „Halving“ im Mai auf 55.000 USD steigen. Problematisch an dem Modell ist, dass durch die Regression auf logarithmische Zahlen die Bandbreite, innerhalb der sich der Bitcoinpreis bewegen kann, sehr hoch ist.
- Das Stock-to-Flow-Modell: Mark Valek im Gespräch mit „Plan B“



## Das „Plan B“-Modell: Heiliger Gral der Bitcoinbewertung?

### Was ist das Stock-to-Flow-Ratio?

#### Das Stock-to-Flow-Ratio als „Härtegrad“

Beim „Stock-to-Flow-Ratio (SFR) handelt es sich um das Verhältnis zwischen dem Bestand und der Produktionsmenge eines Gutes. Dieses Verhältnis kann zur Preismodellierung verwendet werden.

„Stock“ bezieht sich darauf, wie viel von einem gewissen Rohstoff bereits gefördert wurde, bzw. potenziell auf dem Markt ist.

„Flow“ steht für die innerhalb eines bestimmten Zeitraums produzierte Menge dieses Gutes. Meist betrachtet man den Flow innerhalb eines Jahres.

Setzt man diese beiden Zahlen nun ins Verhältnis, ergibt sich eine Kennzahl, die als Proxy für die Knappheit von Rohstoffen verwendet werden kann.

$$\frac{\text{Stock}}{\text{Flow}} = \frac{\text{Totaler Bestand (bisher geförderte Menge)}}{\text{Jährlich geförderte Menge}}$$

Ein Beispiel: Während die gesamte jemals geförderte Goldmenge etwa 190.000 Tonnen (Stock) ausmacht, beträgt die jährliche Produktion etwa 3.000 Tonnen (Flow). Die Division des Stocks durch den Flow ergibt ein SFR von 63,3. Das bedeutet, dass es bei der jetzigen Produktionsmenge 63,3 Jahre dauert, bis sich der Goldbestand verdoppelt bzw. dass der Goldbestand aktuell mit 1,6% pro Jahre wächst.

Je grösser das SFR ist, desto weniger anfällig ist der Rohstoff für „Inflation“. Während der „Stock“ eine gegebene Größe ist und jährlich um den „Flow“ wächst, ist der „Flow“ abhängig von diversen Faktoren, wie der Seltenheit sowie der Schwierigkeit der Gewinnung des Rohstoffs.

Seitdem im März 2019 auf der Online-Plattform Medium der Artikel „Modeling Bitcoin’s Value with Scarcity“<sup>347</sup> erschienen ist, verbreitete sich dieser in Kürze weltweit und wurde inzwischen in über 25 Sprachen übersetzt.

**Der Autor des Artikels, der unter dem Pseudonym „Plan B“ bloggt, wagte in diesem Artikel den Versuch, den Preis von Bitcoin anhand des „Stock-to-Flow-Ratio“ (SFR) zu modellieren.** Das Konzept, das ursprünglich hauptsächlich Anwendung auf Gold und andere Edelmetalle fand, schlug in der Bitcoinszene wie eine Bombe ein.

Die Grundlage für das Modell bildet das sogenannte SFR, ein Konzept, das unseren treuen Lesern seit vielen Jahren bekannt sein dürfte.<sup>348</sup> Für diejenigen, die das Konzept noch nicht kennen oder ihr Wissen auffrischen wollen, verweisen wir gerne auf die linksstehende Infobox.

### Bitcoin, Gold und Knappheit

Zwei Hauptfaktoren tragen dazu bei, dass Gold, das wichtigste Edelmetall für Investoren, wertvoll ist:

#### 1. Die relative Seltenheit

Wie viel Gold zur Verfügung steht, hängt davon ab, wie viel Gold von Mutter Natur bereitgestellt wurde und wie einfach oder schwierig dessen Förderung ist. Bei Bitcoin hängt die Menge nicht von exogenen Faktoren ab, sondern von dem im Protokoll festgelegtem Computercode, der die maximale Menge an Bitcoins auf 21 Millionen Stück limitiert.

#### 2. Die Schwierigkeit der Förderung

**Gold zu fördern ist aufwendig und somit teuer.** Der Materialverschleiß und der Energieeinsatz sowie der Arbeitseinsatz sind bei der Förderung hoch. Ebenso ist das „Minen“ neuer Bitcoins aufwendig. Hardware, Software, spezifisches Knowhow und vor allem eine Menge an Strom werden benötigt, um dem Netzwerk Rechenleistung zu Verfügung zu stellen, und um dieses zu betreiben.

<sup>347</sup> Plan B: „Modeling Bitcoin’s Value with Scarcity“, Medium.com, 22. März 2019

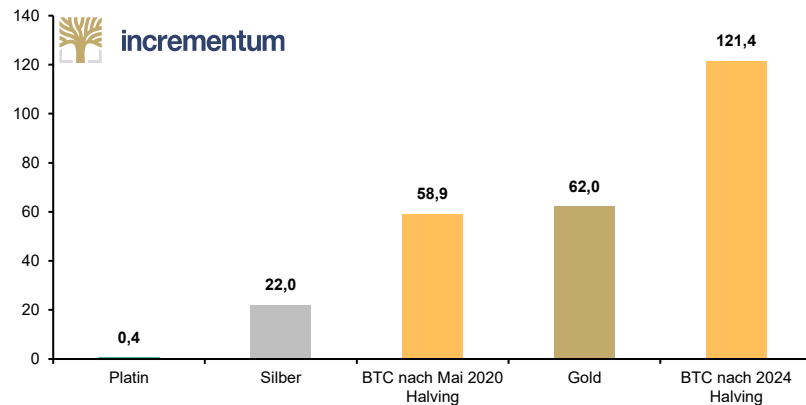
<sup>348</sup> Vgl. „Stock-to-Flow“-Ratio unterscheidet Gold von Rohstoffen“, In Gold We Trust-Report 2011; „Stock-to-Flow-Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold“, In Gold We Trust-Report 2014

*Bitcoin is the currency of resistance.*

**Max Keiser**

**Doch sind Gold und Bitcoins einmal gewonnen, verderben bzw. verschwinden sie jedoch grundsätzlich nicht mehr.** Demnach scheint eine Analyse der Preisentwicklung von Bitcoins mit dem ursprünglich für Rohstoffe konzipierten SF-Modell (SFM) durchaus sinnvoll.

#### Stock-to-Flow-Ratio, diverse Güter, 2020



Quelle: Medium Original Article, ZPX, Satoshi & Co. Research, Incrementum AG

#### Das quantitative Bewertungsmodell von „Plan B“

Eine Besonderheit des Protokolls von Bitcoin ist, dass im Code bereits festgelegt ist, wie sich das Angebot der Bitcoins und damit auch das SFR in Zukunft entwickeln werden.

*Inflation rate and societal wellbeing are inversely related: the more reliably value can be stored across time, the more trust can be cultivated among market participants.*

**Robert Breedlove**

**Die maximale Anzahl an Bitcoins liegt bei 21 Millionen (maximaler Stock).** Die Anzahl der neu generierbaren Bitcoins ist ebenfalls bereits festgelegt (Flow). Der Bitcoin-Flow ist allerdings über die Zeit nicht gleichbleibend. Alle 210.000 Blocks bzw. alle vier Jahre halbiert sich die so genannte „block-reward“. Das ist die Anzahl an Bitcoins, die der erfolgreiche Miner für seinen Validierungsdienst erhält. Da Bitcoin bis auf acht Dezimalstellen denominiert ist, wird die Belohnung pro Block genau nach dem 33. Halving bei 0 angekommen sein. Ausgehend von einem „Halving“ alle vier Jahre wird der letzte Bitcoin folglich im Jahre 2140 gemined.

**Erst vor wenigen Tagen ist ein „Halving“ zum dritten Mal in der Geschichte von Bitcoin über die Bühne gegangen.** Bis vor 2 Wochen erhielten Miner 12,5 Bitcoins pro Block, ab sofort sind es nur noch 6,25 Bitcoins pro Block.

#### Entwicklung der „block-rewards“

Zeitraum	Anzahl erhaltener Bitcoins pro Block
Genesis Block – November 2012	50
November 2012 – Juli 2016	25
Juli 2016 – Mai 2020	12,5
Mai 2020 ~ Mai 2024	6,25
Mai 2024 – Mai 2028	3,125

Quelle: Incrementum AG

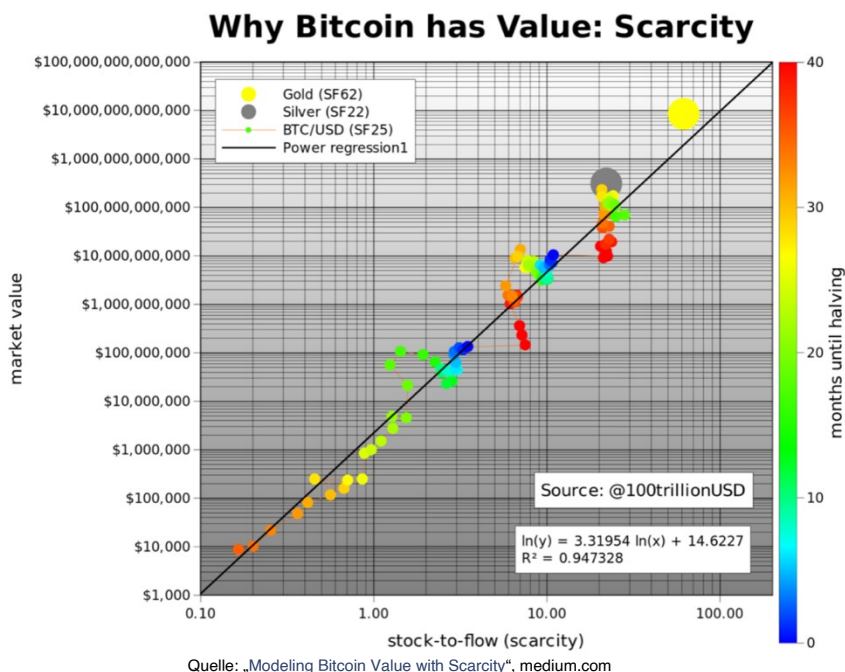
*Bitcoin is a currency without a government.*

**Nassim Taleb**

Plan B hat zwischen Dezember 2009 und Februar 2019 insgesamt 111 Datenpunkte untersucht und jeweils die Marktkapitalisierung von Bitcoin sowie das dazugehörige SFR bestimmt. Anschließend hat er diese Daten analysiert, wobei eines sofort aufgefallen ist: **Je höher das SFR war, desto grösser war auch die Marktkapitalisierung.**

Betrachten wir nachfolgend den wichtigsten Chart des Artikels von Plan B etwas genauer:

**Plan B's Stock to Flow Modell**



*Whatever assumes a monetary role will have a reliably high stock-to-flow ratio.*

**Saifedean Ammous**

Die kleinen Punkte stellen die historischen Preisdaten von Bitcoin im Zeitablauf dar. Die großen grauen und gelben Punkte bilden die jeweilige Marktkapitalisierung von Silber bzw. Gold und das jeweilige SFR ab. Die Regression beweist, was mit bloßem Auge zu erkennen ist: Eine statistisch signifikante Beziehung zwischen dem SFR und der Marktkapitalisierung von Bitcoin.<sup>349</sup>

<sup>349</sup> Das Ergebnis der Regression ist wie folgt:  $R^2: 0,95$ ; F-Test:  $2,3E-17$ ; p-Wert:  $2,3E-17$

**Plan B argumentiert, dass der Zusammenhang so stark ist, dass der dominierende Treiber für den Bitcoinpreis die Knappheit bzw. das SFR ist.** Er erkennt aber auch an, dass sich weitere Faktoren wie Regulierungsmaßnahmen, Hacks und sonstige Nachrichten auf den Preis auswirken. Er verweist darauf, dass deshalb nicht alle Datenpunkte perfekt auf der Linie liegen. Dass das SFR von Gold und Silber ebenfalls sehr gut ins Bild passt, erachtet er als weitere Bestätigung für die Aussagekraft des Modells.

#### Kritikpunkte am Modell von „Plan B“

- Das Modell stützt sich rein auf die Angebotsseite (maximale Anzahl Bitcoins pro Block, etc.), die Nachfrage nach Bitcoins wird nicht in die Vorhersagen miteinbezogen.
- Regulierungsmaßnahmen, mögliche Hacks etc., also – großteils nicht quantifizierbare – Kontrollvariablen werden im Modell nicht berücksichtigt.
- Historische Daten sind keine Quelle für Vorhersagen.
- Es handelt sich beim statistischen Zusammenhang zwischen dem SFR und dem Preis von Bitcoin um keine Kausalität, sondern nur um eine Korrelation.
- Sollte das Modell korrekt sein, müsste sich dies bereits jetzt in den Preisen widerspiegeln.
- Irgendwann wird Bitcoin wirklich deflationär sein, d. h. der Verlust an BTC pro Jahr würde die jährliche Miningproduktion übersteigen, was zu einem negativen SFR führt. Was dann mit dem Preis passiert, kann durch das Modell nicht vorausgesagt werden.
- Fehlende Stationarität der Daten.
- Der hohe R<sup>2</sup>- Wert könnte auf die fehlende Stationarität der Daten zurückzuführen sein.
- Die empirische Arbeit von Plan B ist nicht präzise dokumentiert, was das Auffinden methodischer Schwächen schwierig macht.

Da gemäß diesem Modell die Halvings einen signifikanten Einfluss auf das SFR haben, hat Plan B die Monate vor und nach den Halvings im Diagramm farblich hervorgehoben. Dunkelblau sind die Halving-Monate gekennzeichnet, rot die Punkte kurz nach dem Halving. Das aktuelle SFR hat sich soeben von 25 auf 50 verdoppelt, und ist somit nahe am SFR von Gold.

**Basierend auf diesem Modell beträgt der Marktwert für Bitcoin nach dem Halving im Mai 2020 1 Bill. USD, was einem Bitcoin-Preis von 55.000 USD entspricht.** Aufgrund der Regression mit den logarithmischen Werten sind zwischenzeitlich jedoch hohe absolute Abweichungen möglich. Mittelfristig muss sich der Bitcoinpreis jedoch weiter in der vorgeschlagenen Preisspanne des Modells bewegen, sofern das Modell weiterhin seine hohe statistische Signifikanz behält. Problematisch am Umgang mit dem Modell sind die unterschiedlichen Interpretationsmöglichkeiten hinsichtlich der Abweichung des Bitcoinpreises von dem vom Modell prognostizierten Preis. Es ist nicht eindeutig feststellbar, wann das Modell verworfen werden müsste.

#### Varianten des Modells von Plan B

**Wir haben noch etwas tiefer gegraben und herausgefunden, dass es bereits diverse Varianten des Modells von Plan B gibt.**<sup>350</sup>

- Das ursprüngliche Modell beruht lediglich auf Zahlen bis zum Dezember 2018. Eine Variante des ursprünglichen Modells von Plan B hat weitere Monatsdaten in das Modell aufgenommen, und zwar sowohl frühere Daten bis in den September 2009 zurück als auch spätere Daten. Diese Datenerweiterungen hatten zur Folge, dass neue Preisschätzungen für Bitcoin nach dem Halving berechnet werden konnten. Diese variieren zwischen 60.000 USD und 90.000 USD und liegen somit über dem Wert, den das ursprüngliche Modell prognostizierte.

<sup>350</sup> Vgl. Podcast: [Stephan Livera](#), Episode 67

- Eine weitere Variante des Modells basiert ausschließlich auf Daten von vor November 2012, d. h. auf die Zeit vor dem ersten Halving. Dieses Modell hat für die beiden ersten Halvings 2012 und 2016 die Verzehnfachung des Bitcoin-Preises prognostiziert. **Wenn man auf diese „Out-of-Sample“-Variante des Modells zurückgreift, erhält man eine Preisschätzung von 100.000 USD nach dem nächsten Halving.**
- Ein weiteres, interessantes Modell ist das sogenannte „zeitbasierte Modell“. Diesem Modell liegt für den Wertzuwachs von Bitcoin eine andere Kausalität zugrunde. Das Modell führt den Kursgewinn von Bitcoin darauf zurück, dass immer mehr Marktteilnehmer über Bitcoin Bescheid wissen, sich damit auseinandersetzen und den Schritt wagen, Bitcoins zu erwerben. Dieser These zufolge liegt der Grund für die Wertsteigerung in der höheren Nachfrage nach Bitcoins, nicht aber in deren Knappheit (SFR). Die Schätzungen dieses Modells sind konservativer. Der Preis von Bitcoin soll demnach „erst“ zwischen 2021 und 2028 die Marke von 100.000 USD überschreiten.

### Varianten des SF-Modells

Modell	Das ursprüngliche Modell	Das „Zusatzdatenmodell“	Das „Out of Sample“-Modell	Das „zeitbasierte Modell“
<b>Wert nach dem 2020-Halving</b>	55.000 USD	60.000 bis 90.000 USD	100.000 USD	Unklar Zwischen 2021 und 2028: 100.000 USD
<b>Besonderheit</b>	Das erste, sich rasant verbreitende Modell für die Preisevaluierung von Bitcoin mit Knappheit als Proxy.	Ergänzt „das Original“ durch weitere Daten (ältere und jüngere).	Verwendet nur Daten vor November 2012. Somit hat im Datenset noch kein Halving stattgefunden.	Grund für das Preiswachstum in diesem Modell ist die fortschreitende Adaption von Bitcoin.

Quelle: [Plan B: Podcast Stephan Livera Episode 67](#), Incrementum AG

### Fazit

**Das „Stock-to-Flow“-Bewertungsmodell hat die Diskussionen in der Bitcoin-Community im Jahr 2019 geprägt wie kaum eine andere Entwicklung.** Die Genauigkeit, mit der das Modell Preisentwicklungen der Vergangenheit erklärt, ist herausragend, wenngleich die Regression auf logarithmische Zahlen starke Abweichungen zulässt, ohne dass das Modell verworfen werden muss. Zudem konnte beobachtet werden, wie das Modell weitere Analysten motivierte, sich eingehend mit der Preisentwicklung von Bitcoin auseinanderzusetzen. Das Modell kann mittel- und langfristig dazu beitragen, dass sich das Verständnis von Bitcoin weiter verbessert und sich breitere Bevölkerungsschichten für harte Währungen wie Bitcoin und Gold interessieren werden. **Das teilweise heftig kritisierte Modell von Plan B erhält zudem in den nächsten Monaten die Möglichkeit, sich einmal mehr zu beweisen.**

*It's all about relative supply curves – the supply curve for bullion is far more inelastic than is the case for paper money. It really is that simple.*

**David Rosenberg**





Plan B bloggt unter einem Pseudonym. Wer sich genau hinter dieser Baseballmütze steckt, bleibt unbekannt. Wir haben ihm in diesem Interview auch einige persönliche Fragen gestellt. Seine Twitter Name ist @100trillion USD.

*Ich habe das Whitepaper von Bitcoin gelesen, wurde süchtig und tauchte tief in die Kryptowelt ein.*

**Plan B**

## Das Stock-to-Flow-Modell: Mark Valek im Gespräch mit „Plan B“

### „Plan B, wann zeigst du dich?“

Wir haben uns mit dem Vater des zuvor beschriebenen „Stock-to-Flow-Modells“ zu einem Interview verabredet. Plan B meint, dass Bitcoin gekommen ist, um zu bleiben. Ebenso erwartet er, dass die von seinem Modell vorhergesagte Explosion des Bitcoin-Preises eintreten wird. Wieso er sich dessen so sicher ist, wie er mit Kritikern umgeht und ob er jemals die Mütze abnehmen und sein Gesicht zeigen wird, erfahren Sie im nachfolgenden Interview.

*Mark Valek: Plan B, vor knapp über einem Jahr hat die Veröffentlichung Ihres Modells die gesamte Krypto-Gemeinde durchgerüttelt. Wie gehen Sie mit all der Aufmerksamkeit um, die Ihnen und Ihrem Modell entgegengebracht wird? Wie haben Sie das letzte Jahr erlebt?*

Plan B: Es war ein sehr interessantes Jahr seit der Veröffentlichung des Artikels am 22. März 2019. Der Artikel wurde gut aufgenommen und ich habe wertvolles Feedback von Ökonometrikern, Mathematikern und Statistikern aus der ganzen Welt erhalten. Ich liebe die Interaktion mit der Gemeinschaft und die Open-Source-Vision des Wissensaustauschs. Die Podcasts haben mir wirklich Spaß gemacht. Doch mit 60.000 Followern und einem Vollzeitjob muss ich manchmal auch einfach Prioritäten setzen. Es ist fast unmöglich, alle Kommentare, Direct Messages, Telegram- und WhatsApp-Nachrichten sowie E-Mails zu lesen und ich hoffe, dass dies auf Verständnis stößt. Ich möchte mich zukünftig auf Analysen, Investments und das Schreiben weiterer Artikel konzentrieren.

*Mark Valek: Können Sie uns sagen, womit Sie Ihren Lebensunterhalt verdienen und warum Sie ein Pseudonym verwenden?*

Plan B: Ich bin sowohl Analyst als auch Investor in einem großen institutionellen Investmentbüro in den Niederlanden. Als Team verwalten wir derzeit mehr als 50 Milliarden US-Dollar. Mein Hauptaugenmerk liegt auf Hypotheken, Darlehen und strukturierten Finanzierungen. Durch die Verwendung eines Synonyms möchte ich verhindern, dass mein Arbeitgeber irgendwelche negativen Konsequenzen aus meinem Bitcoin-„Hobby“ hat. Außerdem halte ich es für eine gute persönliche Sicherheitsmaßnahme, anonym zu bleiben.

*Mark Valek: Woher kommt Ihr Interesse an Bitcoin?*

Plan B: Wenn Sie den Film „The Big Short“ (2015) gesehen haben, war das mein Leben von 2007-2008: CDOs („Collateralized Debt Obligations“), ABS („Asset Backed Securities“) und RMBS („Residential Mortgage Backed Securities“) usw. Die Verrücktheit der darauffolgenden negativen Zinssätze und von Quantitative Easing (QE) zwang mich, alles, was ich über Finanzen wusste, neu zu überdenken. So suchte ich 2013 aktiv nach QE-Absicherungen und fand einen Artikel über

Bitcoin auf Zero Hedge. Ich habe das Bitcoin-Whitepaper<sup>351</sup> gelesen, wurde süchtig und vertiefte mich immer mehr in die Materie.

Mark Valek: *Warum haben Sie damit begonnen, den Wert von Bitcoin zu modellieren?*

Plan B: Ich habe mit dem Modellieren begonnen, weil ich wissen wollte, was den Preis von Bitcoin bestimmt. Mir fiel auf, dass es viele technische Analysen, aber kaum statistische und ökonomische Modelle gab. Also versuchte ich, ein grundlegendes Modell zu erstellen, das auf dem wertbringenden Alleinstellungsmerkmal von Bitcoin basiert, der Knappheit von Bitcoin.

*The root problem with conventional currency is all the trust that's required to make it work. The central bank must be trusted not to debase the currency, but the history of fiat currencies is full of breaches of that trust.*

**Satoshi Nakamoto**

Mark Valek: *In vergangenen In Gold We Trust-Reporten haben wir seit 2011 immer wieder über das Stock-to-Flow-Ratio (SFR) von Gold und Silber geschrieben.<sup>352</sup> Es ist großartig, dass durch Ihr Modell dieses Konzept der Knappheit einer noch größeren Gemeinschaft vorgelegt werden konnte. Was die Terminologie betrifft, so ziehen wir es jedoch vor, bei SF von Konstanz, statt von Knappheit zu sprechen. Ein höheres SFR deutet eher auf eine konstantere Menge als auf eine knappere Menge des Gutes hin, da eine höhere Knappheit anzeigt, dass die Menge tatsächlich abnimmt. Auch wenn dies nur eine geringfügige Differenzierung in der Terminologie ist, denken wir, dass dies für ein intuitiveres Verständnis des SFR-Konzepts hilfreich sein könnte. Was sind Ihre Gedanken in dieser Hinsicht?*

Plan B: Fälschungssichere Knappheit (Nick Szabo) ist ein in der Bitcoin-Gemeinschaft wohlbekanntes Konzept, daher sehe ich SFR als eine schöne Quantifizierung dieses Konzepts an. Ehrlich gesagt glaube ich, dass einige Leute in der „Rohstoff-Community“ keine sehr gute Definition von Knappheit haben. Ich habe zum Beispiel mit vielen Rohstoffanlegern gesprochen, die denken, dass Platin knapper ist als Gold, weil es auf der Welt weniger Platin als Gold gibt. Ich ziehe die Definition von Knappheit vor, die die Produktion (flow) mit den Lagerbeständen (stock) in Beziehung setzt. Man könnte dies auch als Unfähigkeit der Produzenten interpretieren, die Lagerbestände (und damit den Preis) zu beeinflussen: Beim Öl etwa haben die Produzenten viel Einfluss, beim Gold weniger. Vielleicht ist Ihre Definition von „Konstanz“ die gleiche? Dies ist etwas, das wir vertiefter diskutieren sollten.

#### „Der Betrunkene und sein Hund“

Ein betrunkenen Matrose geht mit seinem Hund an der Leine hinaus und wandert richtungslos umher. Der Hund muss bei ihm bleiben. Manchmal ist er rechts, manchmal links vom Matrosen, aber er kann sich nicht weit entfernen, da er an der Leine ist. Man weiß nicht, wo der betrunkenen Matrose und der Hund hingehen, aber man weiß, dass sie zusammen bleiben.

Mark Valek: *Könnten Sie uns bitte noch einmal die Parabel „Der Betrunkene und sein Hund“ erklären und uns die Bedeutung in Bezug zu Bitcoin für unsere Leserschaft erläutern?*

Plan B: Die Geschichte von dem Betrunkenen und seinem Hund ist eine beliebte Geschichte, um Kointegration zu erklären. Bei der Korrelation geht es um die Frage, wie sich zwei Zahlenserien im

<sup>351</sup> Nakamoto, Satoshi: Bitcoin: „A Peer-to-Peer Electronic Cash System“, bitcoin.org, ohne Datumsangabe

<sup>352</sup> Vgl. „Stock-to-Flow-Ratio unterscheidet Gold von Rohstoffen“, In Gold We Trust-Report 2011; „Stock-to-Flow-Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold“, In Gold We Trust-Report 2014

Verhältnis bewegen. Bei der Kointegration hingegen geht es darum, dass zwei Zahlenserien zusammenbleiben. Der Betrunkene geht also einen zufälligen, unvorhersehbaren Weg und sein Hund auch, aber der Abstand zwischen dem Betrunkenen und dem Hund ist vorhersehbar, er ist nie größer als die Länge der Leine. Ohne zu wissen, wohin der Betrunkene oder der Hund gehen, können wir also vorhersagen, dass sie zusammenbleiben. Bei dem SFR und Bitcoin ist das natürlich ein Sonderfall, weil wir wissen, wohin einer der beiden geht: SFR. Die Kointegration wird verwendet, um zu testen, ob die Korrelation falsch oder echt ist. Besteht keine Kointegration, existiert keine Korrelation. SFR und BTC sind kointegriert, die Korrelation ist also wahrscheinlich eine richtige.

Mark Valek: *Ihr Modell ist gelegentlich kritisiert worden, dass es z. B. den Bitcoin-Preis nur in Bezug auf das Bitcoin-Angebot erklärt. Wenn dies überhaupt möglich ist, wie integrieren Sie die Nachfrage in ihrem Modell?*

*Much of contemporary politics is based on the assumption that government has the power to create and make people accept any amount of additional money it wishes.*

**Friedrich August von Hayek**

Plan B: Menschen, die das Argument der Nachfrage verwenden, haben wahrscheinlich weder eine Statistikausbildung, noch sind sie im Anlagebereich tätig. Das Argument ist theoretisch richtig, denn der Preis ist eine Funktion von Angebot und Nachfrage, aber es gibt viele berühmte Preismodelle, die die Nachfrage – oder das Angebot – nicht als Input verwenden und trotzdem gute Vorhersagen liefern. Einige Beispiele hierfür sind das „Capital Asset Pricing Model“ (CAPM) und das Black-Scholes-Modell, da beide nur auf Grundlage von Risiko/Volatilität (Standardabweichung usw.) die Bepreisung vornehmen. Das Nachfrage-Argument basiert in Wirklichkeit auf Unwissenheit.

Mark Valek: *Lassen Sie uns das Ganze noch einmal aus einer anderen Perspektive betrachten. Das Modell versucht, den Preis von Bitcoin in US-Dollar zu erklären. Wir wissen, dass es schwierig ist, den Wert von Fiat-Geld im Laufe der Zeit zu messen, da Fiat-Währungen so konzipiert sind, dass sie permanent ihre Kaufkraft verwässern. Unserer Meinung nach berücksichtigt das Modell die Inflation von Fiat-Geld implizit nicht. Ein Gedankenexperiment: Falls, sagen wir der US-Dollar innerhalb der nächsten Jahre hyperinflationiert werden würde, so würden wir erwarten, dass das Modell den Bitcoin-Preis in US-Dollar erheblich unterschätzt. Was denken Sie über die US-Dollar-Inflation im Hinblick auf das SF-Modell?*

Plan B: Es stimmt, dass das SF-Modell nicht um die Inflation korrigiert wird. Wenn wir das täten, würden wir wahrscheinlich sowieso keinen großen Unterschied sehen, weil die Inflation von 2009-2019 niedrig war. Und in der Tat sagt das SF-Modell meiner Meinung nach implizit eine US-Dollar-Hyperinflation voraus, da sich demnach Bitcoin in USD alle 4 Jahre etwa verzehnfachen sollte. Viele Leute haben Probleme mit diesem Gedanken, aber für mich ist es kein unwahrscheinliches Szenario, angesichts der negativen Zinssätze und dem, was die Zentralbanken mit QE machen. Sie bewegen sich meiner Meinung nach voll in Richtung Simbabwe.

Mark Valek: *Sie haben einen Künstler beauftragt, der aus Diagrammen von Plan B ein Kunstwerk machen soll. Was ist der Stand der Dinge?*

*Das Aufkommen von Kryptoeinheiten, die nun das staatliche Geldproduktionsmonopol in Frage stellen, lässt sich so gesehen als eine „Korrektur“, als eine Art „Rückkehr zur währungsgeschichtlichen Normalität“ begreifen.*

**Thorsten Polleit**

Plan B: Die Künstlerin Petek war vom SF-Modell fasziniert und bat mich um die Erlaubnis, dieses zu malen. Es wird ein einzigartiges Gemälde mit einigen besonderen Elementen sein, die noch offengelegt werden müssen. Es ist aufregend zu sehen, dass viele andere Leute ebenfalls inspiriert sind und ein ähnliches SF-Gemälde in Auftrag geben. Ihre Idee ist, dass sie eine Reihe von Bildern mit verschiedenen Farben und Materialien auf der Grundlage von SF malen wird. Ich denke, bei Bitcoin geht es nicht nur um Programmierung und Geld, sondern auch um eine Bewegung bzw. eine Revolution. Kunst und Wissenschaft sind zwei Seiten derselben Medaille, sie gehören zusammen.

Mark Valek: *An welchen anderen Projekten arbeiten Sie derzeit?*

Plan B: Ich arbeite mit anderen Bitcoinern in der Forschung zusammen und schreibe weitere Artikel. Ich arbeite mit einigen Investmentfonds zusammen, auch mit traditionellen Instituten, um Wege zu finden, eine exotische Investition wie Bitcoin in den bestehenden Anlagemix aufzunehmen. Außerdem führe ich eine Kettenanalyse durch, indem ich die 300GB-Blockchain durchsuche, um weitere Muster zu finden, die Einblicke geben und für den Eigenhandel genutzt werden können. Das ist wirklich Neuland.

Mark Valek: *Wann können wir damit rechnen, dass sich Plan B der Welt zeigen wird?*

Plan B: Ich denke, die Wahrscheinlichkeit, dass ich versteckt bleibe, ist höher, als dass ich mich zeigen werde. Ich habe nicht den Wunsch, eine öffentliche Person zu werden. Vor allem nicht, wenn das Modell funktioniert, was ich natürlich hoffe und erwarte. Leute, die mich treffen wollen, wissen, wo sie mich über mein Netzwerk finden können, und jeder kann durch meine kryptographische Signatur, wie ich sie beispielsweise auf den Artikeln anbringe, überprüfen, ob ich es wirklich bin.



TSX.V: EMX  
NYSE American: EMX  
Frankfurt: 6E9

52-week High: \$2.77 / Low: \$1.44<sup>1</sup>

EMX holds a 19.9% equity interest in the Rawhide Acquisition Holding LLC's Rawhide Gold-Silver mine, located within the prolific Walker Lane gold-silver belt of Nevada. The LLC distributes 50% of its taxable income to the LLC members on a quarterly basis.



EMX Royalty holds a 0.5% Net Smelter Royalty over Zijin Mining's Timok Copper-Gold Project in the Bor District of Serbia.\*

\* EMX's 0.5% NSR royalty is subject to reduction only as provided in the royalty agreement.

- EMX Royalty Recovers Expenses from Its Partners Through Reimbursements, Operator Fees and Property Income
- Incoming Cash Flow from Production Royalties, Advance Royalty Payments, Milestone Payments, Management Fees and Annual Property Payments
- 83 Million Shares Outstanding and 90 Million Shares Fully Diluted<sup>\*</sup>
- Strong Balance Sheet<sup>\*\*</sup> Comprised of:
  - Cash - \$69 million<sup>†</sup>
  - Investments - \$5.5 million<sup>†</sup>
  - Debt - \$0<sup>†</sup>

<sup>†</sup> Canadian Dollars

<sup>\*</sup> As of March 31, 2020    <sup>\*\*</sup> As of December 31, 2019



EMX Royalty holds a 1% gross smelter royalty over a portion of Nevada Gold Mines' Leeville (right), Four Corners, Carlin East and Turf deposits, providing the Company with ongoing cash flow.

## EMX Royalty is The Royalty Generator

The Company enjoys cash flow from royalty assets which it generates organically and through value-driven acquisition. EMX's execution of the royalty generation business model supports global precious and base metals exploration programs leading to further expansion of an already sizeable royalty portfolio. The Company has exploration and royalty property portfolios in the United States, Canada, Sweden, Finland, Norway, Serbia, Australia, Turkey and Haiti.

Isabel Belger, Manager of Investor Relations for Europe  
IBelger@EMXRoyalty.com | +49 178 4909039

Scott Close, Director of Investor Relations  
SClose@EMXRoyalty.com | +1 303.973.8585

emxroyalty.com



# Goldgedeckte Kryptowährungen – Ein Blick in die Zukunft?

*„True gold is never afraid of the crucible.“*

Chinesisches Sprichwort

## Key Takeaways

- Häufig wird argumentiert, dass Gold und Krypto-Assets in Konkurrenz zueinander stehen und letztlich nur eine Asset-Klasse „siegreich“ hervorgehen wird. Doch es gibt eine wachsende Anzahl an Leuten (zu der wir uns ebenfalls zählen), die das Potenzial in der Verschmelzung der beiden Assets erkennen.
- Derzeit gibt es über 70 gold-gedeckte Coins und höchstwahrscheinlich werden viele dieser Projekte scheitern. Es wird einige Zeit dauern, bis sich die Marktführer wirklich herausbilden, weite Verbreitung finden und so das Ansehen von Gold-Token als Wertaufbewahrungsmittel sichern. Das kommende Jahr wird entscheidend dafür sein, welche Projekte die Führungsrolle beanspruchen werden.
- Die folgenden vielversprechenden Stablecoins haben wir uns näher angesehen: Tether Gold (XAUT), Pax Gold (PAXG), InfiniGold (PMGT) und CACHE Gold Token (CGT).

*Gold is bitcoin without electricity.*

**Charlie Morris**

*If you don't believe it or don't get it, I don't have the time to try to convince you, sorry.*

**Satoshi Nakamoto**

*Stablecoins are important in the same way that a bridge is important. You may not care much about the bridge, but without it, the beautiful land beyond is much harder to get to.*

**Erik Voorhees**

**In vielerlei Hinsicht kommen Gold und Krypto-Assets von entgegengesetzten Enden des Anlagespektrums. Gold ist allgemein anerkannt, weit verbreitet und hat eine lange und erfolgreiche Historie als sicherer Hafen, die ihresgleichen sucht.** Krypto-Assets wie Bitcoin, Ethereum und eine ganze Reihe anderer Kryptowährungen und -token sind dagegen alles andere als universell etabliert. Doch ihre relative Neuartigkeit und die Volatilität des Sektors hindern Krypto-Vermögenswerte daran, sich in einer echten Krise als sicherer Hafen zu erweisen und in breiten Besitz zu gelangen. Wenn man erwähnt, dass Krypto-Vermögenswerte Teil des eigenen Investitionsportfolios sind, ruft das in höflicher Gesellschaft nach wie vor besorgte und ungläubige Blicke hervor.

**So unterschiedlich diese beiden Anlageklassen auch sind, so sehr ziehen sie doch oft die Aufmerksamkeit von geistesverwandten Investoren auf sich.** Marktteilnehmer, die dem derzeitigen globalen Mindestreserve-Finanzsystem und der exponentiell steigenden Verschuldung misstrauisch gegenüberstehen, haben nach einem Versicherungsinstrument gesucht, das außerhalb des derzeitigen Finanzsystems angesiedelt ist. **Krypto-Assets und physisches Gold in Privatbesitz können Sicherheit bieten, wo andere traditionelle Finanzanlagen versagen.** Bei alledem muss man seitens der Kryptowährungen zwischen der grundsätzlichen Natur privater und öffentlicher Ledgers sowie zwischen permission-less (genehmigungslos) und permissioned (eingeschränkten) Krypto-Assets unterscheiden. Die folgende Tabelle beschreibt die wichtigsten Unterschiede zwischen diesen Vermögensarten.

	Private Blockchain	Öffentliche Blockchain
<b>Zugangsebenen</b>	Einzelne Organisation	Jeder
<b>Sicherheit</b>	Nur zugelassene Teilnehmer	Konsens-Mechanismus
<b>Geschwindigkeit</b>	Schnellere Transaktionsgeschwindigkeiten	Langsamere Transaktionsgeschwindigkeiten
<b>Teilnahme</b>	Erlaubt, wenn Identitäten bekannt sind	Genehmigungslos, Anonym

Während häufig argumentiert wird, dass Gold und Krypto-Assets in Konkurrenz zueinander stehen und letztlich nur eine Asset-Klasse aus dieser Auseinandersetzung „siegreich“ hervorgehen wird, gibt es eine wachsende Anzahl an Leuten – wir zählen uns zu dieser Gruppe – die das Potenzial in der Verschmelzung der beiden Assets sehen. Das Ergebnis dieser Kombination wäre ein allgemein bekanntes und vertrauenswürdige Gut wie Gold, das mit moderner Technologie sofort und online zwischen den Eigentümern übertragen werden kann. Diese Assets können in einer reibungslos funktionierenden Wirtschaft rund um die Uhr an jedem Tag des Jahres weltweit bewegt werden.

**Laut Goldscape.net gibt es derzeit mehr als 70 Projekte, die sich noch im Rennen befinden, wobei mehr als 30 inzwischen entweder gescheitert oder ins Stocken geraten sind.**<sup>353</sup> Von denen, die noch am Leben sind, hat sich bislang noch keine klare Nummer Eins herauskristallisiert.

<sup>353</sup> Vgl. „A guide to gold-backed cryptocurrency“, Goldscape.net, 28. März 2020

*We are stuck with technology when what we really want is just stuff that works.*

**Douglas Adams**

In der letztjährigen Ausgabe des *In Gold We Trust*-Reports haben wir über zahlreiche Projekte weltweit berichtet, die sich um die Einführung goldgedeckter Krypto-Assets bemühen. Zu den im letzten Jahr behandelten Projekten gehörten Digix Gold Tokens (DGX), AnthemGold, AgAu, Novem und HelloGold.<sup>354</sup>

Im Folgenden behandeln wir eine Auswahl neuerer goldgedeckter Krypto-Assets, die sich dem heiligen Gral zu nähern scheinen und die hoffentlich die Lösung bringen, auf die viele in der Gold-Community warten.

## Tether Gold (XAUt)

Tether Gold (XAUt)<sup>355</sup> ist ein relativ neues Produkt, das von Tether im Jänner 2020 auf den Markt gebracht wurde. Laut dessen White Paper wurde TG Commodities Limited (Tether Gold) als neue Einheit mit dem Ziel gegründet, den Wert des Golds mit Hilfe des neuen Tokens XAUt zu digitalisieren.<sup>356</sup> Dieser neuartige Token soll den XAUt-Inhabern die Möglichkeit geben, digital zugewiesenes Gold in kleinen Beträgen zu besitzen, das in hohem Maße übertragbar ist und für das vergleichsweise niedrige Gebühren anfallen.

### Wichtige Fragen für die Anlage in gold-gedeckten Krypto-Assets:

1. Kann die Kryptowährung bei Bedarf in physisches Gold eingelöst werden? Wie einfach ist das Verfahren?
2. Legt das Unternehmen offen, wie es das Gold lagert?
3. Wer lagert das Gold, das die Krypto-Währung deckt? Ist das Unternehmen vertrauenswürdig?
4. Wie hoch ist die Gesamtkostenquote für die tokenisierten Anteile des Goldfonds? Der bekannteste Gold-ETF, SPDR Gold Shares, hat eine Verwaltungskostenquote (Gesamtkosten des Fonds/ Gesamtfondsvermögen) von nur 0,40%.
5. Wie sieht das Geschäftsmodell der Coin aus? Wie verdienen die Personen, die den Coin geschaffen haben, Geld? Wenn es nicht leicht zu verstehen ist, wie Gewinne erzielt werden sollen, dann gibt es vermutlich indirekte Kosten oder hohe Risiken.

**Was die Einlösbarkeit betrifft, so können XAUt-Inhaber ihre Token gegen das zugehörige physische Gold einlösen, wenn sie eine Lieferadresse in der Schweiz besitzen.** Alternativ kann ein Inhaber Tether Gold bitten, zu versuchen, das Gold zu verkaufen, und den Erlös aus diesem Verkauf zu erhalten. **Tokenbesitzer können die Einlösung nur dann beauftragen, wenn sie über ein Mindestguthaben von 430 XAUt-Marken verfügen,** was 430 Feinunzen Gold oder dem Höchstgewicht eines Good Delivery-Barren der LBMA London entspricht.

**Gold, das von Tether Gold gehalten wird, ist individuell zugewiesen (allocated), wobei jedes XAUt das Eigentum an einer Feinunze physischen Golds in einem bestimmten Goldbarren begründet.** Das Unternehmen beansprucht, dass die XAUt-Inhaber daher „ungeteilte“ Eigentumsrechte an Gold eines bestimmten Goldbarrens erhalten. Das zugewiesene (allocated) Gold ist durch eine eindeutige Seriennummer, Reinheit und Gewicht des Barrens identifizierbar. XAUt-

Inhaber können jederzeit die Details der mit ihrer Adresse verbundenen Goldbarren über die Website von Tether Gold überprüfen.

Tether Gold wird derzeit an den Börsen BitFinex, Renrenbit und der FTX gehandelt. Per Ende April 2020 zirkulieren Token im Gesamtwert von

<sup>354</sup> Vgl. „Goldgedeckte Tokens vs. Bitcoin vs. Stablecoins“, *In Gold We Trust Report* 2019

<sup>355</sup> [Tether Gold](#)

<sup>356</sup> Vgl. „Tether Gold - A Digital Token Backed by Physical Gold“, Tether Gold, 21. Jänner 2020

43,4 Mio. USD. XAUt-Token werden anfänglich auf den Protokollen ERC20 und TRC20 verfügbar sein, weitere werden folgen. Für das Halten von XAUt fallen keinerlei Lager- oder Verwahrungsgebühren an. Für die Einlösung von XAUt wird eine Gebühr von 25 Basispunkten auf den einzulösenden Goldwert (zuzüglich Lieferung) erhoben.

**Tether, eine nicht mit Gold gedeckte US-Dollar-Stablecoin, ist derzeit der am weitesten verbreitete Stablecoin. Daher hat jede andere vom Tether-Team unterstützte Kryptowährung den Vorteil, dass sie ebenfalls eine weite Verbreitung findet. Tether Gold ist definitiv ein Token, der im Auge behalten werden sollte.**

## Pax Gold (PAXG)

**Paxos<sup>357</sup> ist ein weiteres Projekt, das die Eigenschaften von Gold und Kryptowährungen kombiniert.** In ihrem Whitepaper halten die Betreiber fest, dass es kein physisches Goldprodukt von Investment Grade-Qualität gibt, das gleichzeitig ohne großen Aufwand besessen und gehandelt werden kann. Zwar können Anleger derzeit große Mengen an physischem, zugewiesenem (allocated) Gold sowie Gold mit Investment-Grade-Qualität besitzen, doch die Lagerung ist in der Regel teuer, das Gold schwierig aufzuteilen oder bei Bedarf zu transportieren.

**Gold, das leicht gehandelt oder gehebelt werden kann, wie z. B. nicht zugewiesenes (unallocated) Gold, Gold-ETFs oder Gold-Futures, stellen kein volles Eigentum am zugrunde liegenden Gold dar.** Was gehandelt wird, ist lediglich ein synthetischer Goldwert und bietet nicht „the real thing“. **Um die Liquidität und Fungibilität von Gold nutzen zu können, muss man nach Ansicht von Paxos auf die Eigentümerschaft an Gold verzichten.**

*The advocates of public control cannot do without inflation. They need it in order to finance their policy of reckless spending and of lavishly subsidizing and bribing the voters.*

**Saifedean Ammous**

Nach eigenen Angaben in ihrem Whitepaper wird Paxos in der Lage sein, mit PaxGold (PaxG) eine innovative Lösung anzubieten, die den oben erwähnten, grundlegenden Kompromiss abschwächt.<sup>358</sup> PAXG bietet ein Produkt an, das „echtes, physisches Gold von höchster Qualität“ digitalisiert. Wenn jemand einen PAXG-Token kauft, besitzt er eine Unze von einem in der London Bullion Market Association (LBMA) akkreditierten Good Delivery-Barren, der in sicheren Tresoren auf der ganzen Welt aufbewahrt wird. Diese Barren haben in der Regel ein Gewicht von etwa 400-430 Feinunzen. Durch die Kennzeichnung dieser sicher verwahrten LBMA-Barren und die Aufnahme in die Blockchain hofft Paxos, das Eigentum an diesen Barren zugänglicher zu machen. **Für die Einlösung in physische Goldbarren ist ein Mindestguthaben von mindestens 430 PAXG, d. h. 430 Feinunzen, nötig.**

Genau wie Tether Gold ist auch Pax Gold (PAXG) relativ neu. Beide sind erst seit dem dritten Quartal 2019 verfügbar. Jeder PAXG-Token ist mit einer Feinunze Gold hinterlegt, jede Unze mit einem Goldbarren mit Seriennummer verbunden.

<sup>357</sup> [Pax Gold](#)

<sup>358</sup> „Pax Gold Whitepaper“, Pax Gold, 5. September 2019



PAXG gibt es auch als ERC20-Token auf Ethereum-Basis. Das erlaubt den Transfer über das mächtige Netzwerk der Ethereum-Blockchain mit ihren Wallets, Börsen und Verleihern sowie auf andere Plattformen.

Paxos beansprucht, dass sein Produkt einzigartig ist. **Erstens ist Paxos eine vom New York State Department of Financial Services (NYDFS) behördlich genehmigte Finanzinstitution und qualifizierter Verwahrer (custodian).** Aus diesem Grund behauptet Paxos, dass es höchste Standards für den Schutz von Kundenvermögen einhalten muss. Zweitens plant Paxos, seine Beziehungen zu großen Institutionen auf dem Goldmarkt zu nutzen. Partnerschaften mit Top-Goldanbietern, Verwahrstätten und Minenunternehmen stellen sicher, dass „Pax Gold“ mit „Gold höchster Qualität unterlegt ist, das in einigen der sichersten Tresore der Welt gelagert wird“. Schließlich ist Paxos davon überzeugt, dass sein früherer Erfolg bei der Schaffung von durch Vermögenswerte gedeckte Token wie Paxos-Standard (PAX) und HUSD dem Unternehmen eine gute Ausgangsposition verschafft.

PAXG wird derzeit an den Börsen Triv Pro, Bithumb Global, Kraken, HitBTC und itBit gehandelt. Mit Ende April 2020 zirkulieren Token im Wert von 43,4 Mio. USD. Mit dem Besitz von PAXG sind keine Lagerungs- oder Verwahrungsgebühren verbunden. Für die Erstellung und Einlösung von PAXG-Tokens in der Paxos-Wallet ist eine Gebühr in der Höhe von 0,03 bis 1% je nach Volumen zu entrichten. Die Transaktionsgebühren für die Ethereum-Blockchain betragen 20 Basispunkte (0,20%).

## InfiniGold (PMGT)

**InfiniGold<sup>359</sup> hat einen digitalen Gold-Token auf einer öffentlichen Blockchain lanciert, der als erster mit staatlich garantiertem Gold gedeckt ist.** Der Token trägt den Namen PMGT, eine Abkürzung für Perth Mint Gold Token<sup>360</sup>. Es handelt sich um einen kryptographischen Token, der auf dem Ethereum-Netzwerk unter Verwendung des ERC20-Standards basiert. PMGT möchte seinen Nutzern den problemlosen Handel und die einfache Aufbewahrung von Gold ermöglichen, das bei der Perth Mint in Australien gelagert wird. PMGT wurde im 3. Quartal 2019 lanciert.

*The digitisation of gold via a public ledger will promote gold as a mainstream investment, enhance its accessibility, and offer greater liquidity and auditability.*

**Richard Hayes,**  
**CEO der Perth Mint**

Jeder PMGT ist eine tokenisierte Version eines GoldPass-Zertifikats<sup>361</sup>, das über die Goldpass-App der Perth Mint gehandelt werden kann. GoldPass-Zertifikate sind zu 100% mit physischem Gold hinterlegt, das in den Tresoren der Perth Mint aufbewahrt wird. **Die Perth Mint ist der Verwahrer des zugrunde liegenden physischen Goldes, das alle GoldPass-Zertifikate unterlegt, wobei jede Unze Gold von der Regierung von Westaustralien garantiert wird.** Es sind diese digitalen Zertifikate, die die 1:1-Goldunterlegung für PMGT bilden. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass InfiniGold 1 PMGT so bewertet, dass es einem 1-Unze-GoldPass-Zertifikat und 1 Unze reinen physischen Golds

<sup>359</sup> [InfiniGold](#)

<sup>360</sup> [Perth Mint Gold Token](#)

<sup>361</sup> [GoldPass](#)



vollständig entspricht. PMGT kann gegen GoldPass-Zertifikate eingetauscht werden. Ebenso können GoldPass-Zertifikate gegen PMGT eingetauscht werden, der Wechselkurs ist jeweils 1:1. Der Umtausch wird von InfiniGold durchgeführt, und es fallen dafür keinerlei Gebühren an.

**PMGT verspricht, im Vergleich zu anderen Goldprodukten einen besseren Wert bieten zu können, da keine Verwaltungs- oder Lagergebühren anfallen.** PMGT hält auch eine strikte 1:1-Deckung mit GoldPass-Zertifikaten und damit mit physischem Gold aufrecht, im krassen Gegensatz zu vielen Goldprodukten, die oft nicht vollständig gedeckt sind. PMGT verlangt auch keinerlei On-Chain-Gebühren, was unter Kostengesichtspunkten im Vergleich zu anderen digitalen Vermögenswerten wie PAXG vorteilhaft ist.

**PMGT ist über GoldPass in physische Produkte von The Perth Mint einlösbar – von kleinen gegossenen 1-Unzen-Barren bis zu 400-Unzen-Good Delivery-Barren.** Derzeit ist nicht zugewiesenes (unallocated) Gold das einzige Produkt, das über GoldPass gekauft, verkauft und übertragen werden kann. Es wird jedoch erwartet, dass in naher Zukunft weitere Metalle wie Silber und andere Produkte zur Verfügung gestellt werden. **Die Rücknahmegebühren für die Umwandlung dieses nicht zugewiesenen (unallocated) Metalls in physisches Gold werden auf der Website der Perth Mint angegeben.**

*Bitcoin, and the ideas behind it, will be a disrupter to the traditional notions of currency. In the end, currency will be better for it.*

**Edmund Moy, Director of the United States Mint**

PMGT wird derzeit an der KuCoin-Börse gehandelt. Per Mitte Mai 2020 zirkulieren lediglich 217 Unzen in Form von digitalen GoldPass-Goldzertifikaten, die von InfiniGold Custodians Pty Ltd. gehalten werden. Dies entspricht einem Gegenwert von etwa 370.000 USD. GoldPass ist vollständig konform mit den australischen Gesetzen und Vorschriften zur Bekämpfung von Geldwäsche (AML) und Terrorismusfinanzierung.

**Ohne Transaktions-, Lagerungs- oder laufende Verwaltungsgebühren hofft PMGT, sich als eine der kosteneffektivsten Gold-Assets und als eine wettbewerbsfähige Alternative zu traditionellen Goldprodukten zu positionieren. Die Perth Mint ist ein angesehener Name in der Goldbranche und dient als starker Vertrauensbildner für PMGT.** Ob das Modell, das InfiniGold einsetzt, funktioniert, hängt davon ab, wie gut sie in der Lage sind, zu skalieren und einen breiten Markteinkauf zu erzielen.

## CACHE Gold-Token (CGT)

Der CACHE Gold Token (CGT) ist ein von CACHE Private Limited entwickelter digitaler Asset-backed Token.<sup>362</sup> **CACHE Private Limited wurde in Singapur gegründet, um einen transparenten, frei handelbaren, vollständig einlösbaren Gold-Token zu entwerfen und zu entwickeln, der auf Millionen von Unzen Gold skaliert werden soll,** was mehreren Milliarden US-Dollar entspricht.

<sup>362</sup> [CACHE Private Limited](#)

*Any sufficiently advanced technology is equivalent to magic.*

**Arthur C. Clarke**

CGT ist ein mit Gold unterlegter Token, der einem Gramm physischen Gold entspricht. CACHE erklärt, dass der Token von Grund auf so konstruiert wurde, dass er transparent, einlösbar, reguliert, liquide und offen ist. Der Website von CACHE zufolge sind diese Eigenschaften von wesentlicher Bedeutung, wenn CGT skaliert wird und sein Ziel erreichen will, die unverzichtbare digitale Goldanlage schlechthin zu werden.

Ähnlich wie PAXG und XAUt nutzt CGT zugeteiltes (allocated) Gold, wobei Barren mit Seriennummern die im Umlauf befindlichen Token unterlegen. **CGT unterscheidet sich jedoch dadurch von PAXG und XAUt, dass einzelne Pakete kleinerer Barren im System verwendet werden können. Eine Vielzahl von 100 g, 1 kg und 400 oz London Good Delivery-Barren wird für die Unterlegung von CACHE sorgen, wobei die Einbeziehung kleinerer Barren den Nutzern die Einlösung ihres Goldes deutlich erleichtert.** Die Barren, die sich im System befinden, werden als „Pakete“ gelagert und können auf der Website von CACHE eingesehen werden. Im Falle der Einlösung von CGT können einzelne Barren, die weltweit an verschiedenen Standorten gelagert werden, ausgewählt werden. Die Einlösung kann durch die Entgegennahme von „Paketen“ oder durch den Verkauf der Barren an das Goldhändlernetz von CACHE erfolgen.

CACHE unterscheidet sich von den anderen Projekten dadurch, dass die Einlösung über vertrauenswürdige Dritte erfolgen kann. **Die Möglichkeit für Händler, Gebote für die einzulösenden CGT-Token abzugeben, ermöglicht eine dezentrale Preisfindung.**

CACHE hat eine Lizenz unter dem „Precious Stones and Precious Metals Dealers Gesetz“ (PSPM Act) erhalten, das im Februar 2019 vom Parlament Singapurs verabschiedet wurde. Dieses Gesetz entspricht den Empfehlungen der Financial Action Task Force (FATF). **Das PSPM-Gesetz wird vom Justizministerium in Singapur umgesetzt, das für die Erstellung klarer und transparenter Gesetze in Singapur zuständig ist.**

Genau wie die anderen oben erwähnten Token ist CACHE Gold ein ERC20-Token auf der Ethereum-Blockchain. Derzeit, also noch vor dem offiziellen Start, der für Anfang Juni geplant ist, zirkulieren CGT im Umfang von 510.000 USD, wobei bei der Einführung bereits mit einem Volumen von 25 Mio. USD gerechnet wird.

CACHE erhebt eine Gebühr von 25 Basispunkten pro Jahr, um die Kosten für die Lagerung in Tresoren von Partnerfirmen zu decken. Außerdem wird eine Transfergebühr von 10 Basispunkten erhoben, wenn Token von einer Adresse zu einer anderen transferiert werden.

Ein transparenter Aufbau, der es den Kunden ermöglicht, tatsächliche Barren im Tresor zu sehen, die zur Einlösung zur Verfügung stehen, ist neu und eine begrüßenswerte Entwicklung. **Die Möglichkeit, sein Guthaben an zahlreichen Standorten weltweit einzulösen, verbessert die Einlösbarkeit des CACHE-Gold-Tokens erheblich.** Darüber hinaus stehen den Kunden auch 100g-Barren zur Verfügung, wodurch dieser Token leichter

zugänglich ist als PAXG und Tether Gold. Es bleibt abzuwarten, ob CACHE in der Lage sein wird zu skalieren, und die anderen Angebote in Bezug auf Liquidität und Markenbekanntheit zu überholen. Wir sollten dieses Unternehmen mit Sitz in Singapur auf jeden Fall genau im Auge behalten.

## Fazit

*If you think you are too small to make an impact, try spending the night in a room with a mosquito.*

**Afrikanisches Sprichwort**

Wie wir im *In Gold We Trust*-Report 2019 erwähnt haben, versprechen goldgedeckte Kryptowährungen digitales Gold zu sein. Es ist richtig, dass noch niemand herausgefunden hat, wie man einen wirklich dezentralen Stable Coin mit Golddeckung konzipiert – insofern, als man sich darauf verlassen muss, dass jemand das Gold für einen lagert. **Ähnlich wie ein an einer Börse gehandelter Gold-ETF bergen goldgedeckte Stable Coins Gegenparteienrisiko.**

Mit den kürzlich auf den Markt gekommenen Projekten hat sich jedoch ein bedeutender Vorteil herauskristallisiert, weil das Gold, das diese digitalen Assets deckt, nun als zugeteiltes (allocated) Gold in Barren mit Seriennummern verfügbar ist. Im Fall von PMGT ist das Gold nicht zugewiesen (unallocated), sondern es wird von der Regierung Westaustraliens garantiert. Bei PAXG und XAUt wird das Gold in Form von London Good Delivery-Barren gelagert, wobei deren Seriennummern auf den jeweiligen Websites angeführt werden. CGT hingegen ermöglicht es den Nutzern, Aufnahmen der verwahrten Barren zu sehen, was die Einlösung bestimmter Goldbarren-„Pakete“ ermöglicht.

**Die Assetklasse der goldgedeckten digitalen Assets ist definitiv professioneller, innovativer, vertrauenswürdiger und transparenter geworden, sie hat jedoch noch einen langen Weg und viele Hürden vor sich.**

*Truth, like gold, is to be obtained not by its growth, but by washing away from it all that is not gold.*

**Leo Tolstoi**

Die Gold-Token-Projekte, die wir oben vorgestellt haben, werden von soliden Unternehmen verwaltet. Diese sind für die Systeme verantwortlich, die sicher stellen sollen, dass ihre Token wie behauptet mit physischem Gold unterlegt sind. **Daher muss der Nutzer darauf vertrauen, dass kein staatlicher oder privater Akteur in der Lage sein wird, das Gold aus den betreffenden Tresoren zu stehlen oder konfiszieren.** Alle genannten Token werden auf der öffentlichen Blockchainstruktur von Ethereum gehandelt, XAUt verwendet zusätzlich noch die Tron-Blockchain. Das bedeutet, dass die Coins für die Probleme von Ethereum anfällig sind, wie z. B. Skalierbarkeit und Sicherheit.

*Number one, cash is king...  
number two, communicate...  
number three, buy or bury the competition.*

**Jack Welch**

**Schließlich gibt es derzeit über 70 goldgedeckte Coins und höchstwahrscheinlich werden viele dieser Projekte scheitern. Es wird einige Zeit dauern, bis sich die Marktführer wirklich herausbilden, weite Verbreitung finden und so das Ansehen von Gold-Token als Wertaufbewahrungsmittel sichern.** Das kommende Jahr wird entscheidend dafür sein, welche Projekte die Führung bei diesem Unterfangen übernehmen werden.

## Bitcoin vs. Gold – ein fiktives Streitgespräch

**Da uns die Themenbereiche Gold und Bitcoin seit einigen Jahren stark beschäftigen,<sup>363</sup> haben wir bereits etliche Gespräche zum Thema Veranlagung in Gold und Bitcoin geführt.** In Form eines (fiktiven) Streitgespräches zwischen einem Befürworter von Goldanlagen (Herr Goldfinger) und einer Befürworterin der Kryptowährung Bitcoin (Frau Nakamoto) wollen wir einige oft diskutierte Punkte wie die Gemeinsamkeiten, Unterschiede und Opportunitäten dieser beiden Anlageformen bzw. Währungen diskutieren. **Wir wünschen Ihnen eine aufschlussreiche Lektüre!**

**Frau Nakamoto:** Lieber Herr Goldfinger, es freut mich, dass wir uns hier und heute getroffen haben. Ich bin durchaus gespannt, ob ich Sie davon überzeugen kann, dass es zwischen Gold und Bitcoin einige Parallelen gibt, und dass Bitcoin definitiv seine Daseinsberechtigung hat bzw. noch weitaus wichtiger werden wird.

**Herr Goldfinger:** Danke für die Einladung! Wie Sie wissen, bin ich als eher konservativer Investor gegenüber der Kryptowelt doch sehr kritisch eingestellt, guten Argumenten gegenüber aber immer offen.

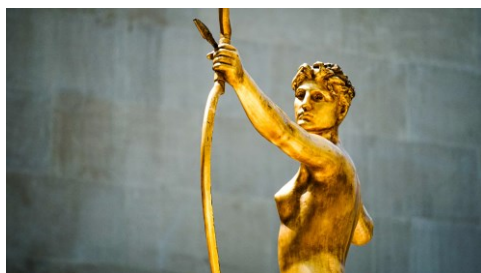
**Frau Nakamoto:** Das ist doch eine gute Basis, auf der wir unser Gespräch aufbauen können. Lassen Sie uns doch damit beginnen, Unterschiede und Gemeinsamkeiten von Bitcoin und Gold zu erörtern. Was halten Sie davon?

**Herr Goldfinger:** Das ist eine hervorragende Idee! Ich bemerke zwar, dass es einen gewaltigen Trend zur Digitalisierung gibt, aber bei der Wertanlage hört es bei mir auf. Denn Gold ist ein Edelmetall, man kann es anfassen und es übt seit je her eine fast mystische Faszination auf Menschen aus, insbesondere auch auf meine Frau.

**Frau Nakamoto:** (Lacht) Ja, das ist wohl ein fundamentaler Unterschied. Gold ist ein physikalisches Element, es existiert materiell, man kann es, wie Sie sagen, angreifen. Und zugegeben, es hat als solches recht interessante Eigenschaften. Bitcoin hingegen ist ein offenes Protokoll, das nur digital als Bits und Bytes existiert. Hingegen ist Bitcoin letztendlich eine bahnbrechende Innovation! Bitcoin hat es geschafft, erstmals erfolgreich Informationen zu verknappen.

**Herr Goldfinger:** Was bedeutet das?

**Frau Nakamoto:** Wenn Sie jemandem beispielsweise ein Email schicken, dann senden Sie tatsächlich keine Daten. Sie senden eine Kopie Ihrer Daten. Die Daten sind nachher sowohl bei Ihnen als auch beim Empfänger vorhanden. Bis zur Erfindung von Bitcoin bzw. der damit verbundenen Blockchain-Technologie war es nicht möglich, digitale Information eindeutig übertragbar zu machen, also dass sie „von mir zu Ihnen gelangen und nachher nicht mehr bei mir sind“.



Gold begeistert die Menschheit seit Jahrtausenden.  
Bildnachweis: [Unsplash.com](https://unsplash.com)



Bitcoin ist eine relativ junge Technologie. Wird es zum Gold der digitalen Welt?  
Bildnachweis: [Unsplash.com](https://unsplash.com)

<sup>363</sup> „Kryptos: Freund oder Feind?“, In *Gold We Trust-Report 2018*; „Gold & Bitcoin –gemeinsam stärker?“, In *Gold We Trust-Report 2019*

**Herr Goldfinger:** Ok, ich kann dem soweit folgen. Und ich kann mir sogar vorstellen, dass dies – wie Sie behaupten – eine bahnbrechende Erfindung ist. Aber woher weiß ich, dass diese Übertragung sicher funktioniert? Im Internet wird doch alles gehackt!

**Frau Nakamoto:** Die Erfinder von Bitcoin haben für jene Personen, die sich an der Sicherung des Netzwerkes beteiligen, eine sehr intelligente Anreizstruktur geschaffen. Diese so genannten „Miner“ erfüllen die Aufgabe der Überprüfung, dass also jede Transaktion valide abläuft und auch nur tatsächlich einmal ausgeführt wird. Es kann derselbe Bitcoin nie zweimal gleichzeitig ausgegeben werden. Mit der von den Minern zur Verfügung gestellten Rechenleistung machen diese das Netzwerk sicher. Als Lohn dafür erhalten sie neu geschürfte Bitcoins. Umso mehr Miner sich beteiligen, desto unmöglicher wird eine Verschwörung von Minern, eine betrügerische Transaktion zu validieren.

**Herr Goldfinger:** Meinetwegen. Ich kann mir vorstellen, dass man über das Bitcoin-Netzwerk relativ sicher Bitcoins übertragen kann. Ich habe zwar noch nie einen Bitcoin überwiesen, aber vermutlich wäre das ja schon jemandem aufgefallen, wenn die sichere Übertragung ernsthaft gefährdet wäre.

*Bitcoin gilt als hack-sicher, da die Bitcoin-Blockchain vom gesamten Netzwerk ständig überprüft wird. Daher sind Angriffe auf die Blockchain selbst sehr unwahrscheinlich.*

**BitPanda.com**

**Frau Nakamoto:** Genau! Seit Bestehen des Netzwerkes ist jede einzelne Transaktion korrekt abgelaufen.

**Herr Goldfinger:** Trotzdem, wieso sollte sich genau Bitcoin durchsetzen? Es gibt doch heute angeblich schon tausende solcher Kryptowährungen! Hingegen gibt es das Element Gold sicherlich nur einmal, garantiert!

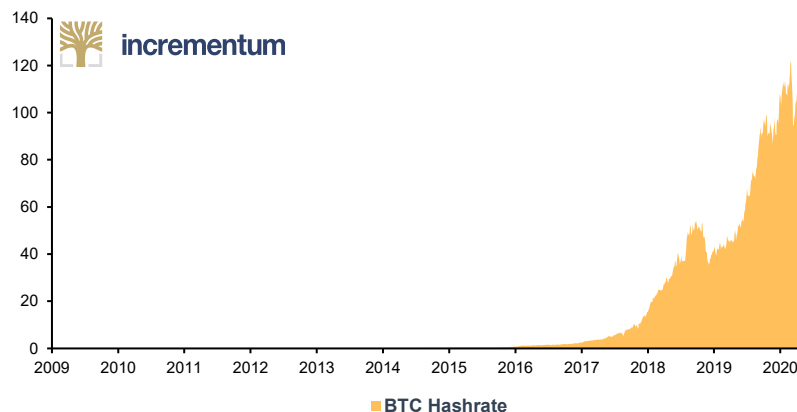
**Frau Nakamoto:** Nun, ich muss zugeben, 100%ig kann ich es nicht ausschließen, dass es nicht irgendwann einmal eine andere erstzunehmende Kryptowährung geben wird.

**Herr Goldfinger:** Sehen Sie!

**Frau Nakamoto:** Trotzdem ist seit der Initiierung von Bitcoin die Wahrscheinlichkeit, dass sich eine andere Kryptowährung als Wertaufbewahrungsmittel durchsetzt, bereits deutlich gesunken. Das ist in erster Linie der enormen Verbreitung des Netzwerkes und damit der Sicherheit von Bitcoin geschuldet. Die Rechenleistung, die das Bitcoin-Netzwerk absichert, ist mittlerweile gigantisch. Keine andere Kryptowährung hat eine annähernd ähnliche Rechenleistung hinter sich. Dies lässt sich an der so genannten „Hashrate“ ablesen.



**BTC Hashrate, in EH/s, 01/2009-04/2020**



Quelle: blockchain.com, Incrementum AG

*Wäre das Bitcoin-System ein Land, dann stünde es mit diesem Stromverbrauch an 43. Stelle in der Welt – zwischen der Schweiz und Tschechien, Tendenz steigend.*  
**Zeit.de**

**Herr Goldfinger:** Ok, Sie sagen also ich kann auf der Blockchain sicher und reibungslos Bitcoins übertragen, da die größte Rechenleistung hinter dem Bitcoin-Netzwerk steht. Dies ist aber extrem energieaufwendig! Ist das nicht eine Katastrophe in Zeiten des Klimawandels?

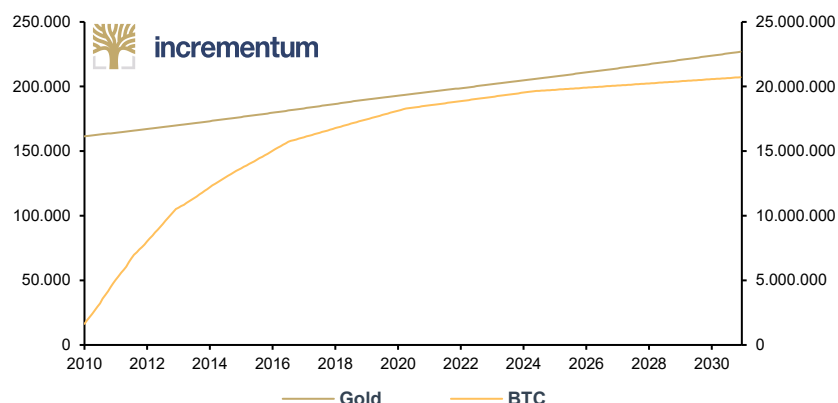
**Frau Nakamoto:** Hierüber lässt sich sicher lang diskutieren. Meiner Meinung nach ist in diesem Zusammenhang der wichtigste Punkt, dass der Strom, der für die Erzeugung von Bitcoin verwendet wird, oftmals überschüssiger Strom ist, der sonst verschwendet würde.

**Herr Goldfinger:** Was meinen Sie damit? Der Strom, der für das Betreiben des Bitcoin Netzwerkes verwendet wird, muss doch wem anderen abgehen!

**Frau Nakamoto:** Strom lässt sich bekanntlich sehr schlecht speichern und nur mit riesigen Verlusten über weite Strecken transportieren. Um Bitcoins wirtschaftlich minen zu können, ist es unerlässlich, die billigsten Stromquellen zu verwenden. Das sind meistens entlegene Wasserkraftwerke, da hier oft keine Möglichkeit besteht, den Strom zu speichern. Viele der Bitcoin-Farmen sind daher z. B. in Skandinavien und Island angesiedelt, wo es überschüssigen und somit billigen Strom aus Wasserkraft gibt. Unterschiedliche Stromversorger haben das bereits erkannt und verwenden Bitcoin-Mining teilweise zur Nutzung der überschüssigen Energie. An Orten mit Energie bzw. Stromknappheit kann nie an Mining gedacht werden, da dort die Strompreise hoch sein werden. Selbst ein durchschnittliches Strompreisniveau ermöglicht noch lang kein wirtschaftliches Mining!

**Herr Goldfinger:** Ok, das wusste ich wirklich nicht. Trotzdem, warum soll ich nun in Bitcoin investieren? Bei Gold weiß ich, dass die Menge auf der Erde begrenzt ist. Gold wird daher immer etwas wert sein. Aber Bitcoin ist so spekulativ. Und Zinsen zahlte es außerdem auch keine.

**Bestand im Zeitverlauf von Gold (lhs), in Tonnen, und BTC (rhs), in Stück, 01/2010-12/2030**



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

**Frau Nakamoto:** Ok, alles der Reihe nach. Sowohl bei Gold als auch bei Bitcoin handelt es sich um zwei Anlagen, die keine Zinsen abwerfen. Beide sind „unproduktive“ Assets, deren Wertursprung in der Anlage selbst verankert ist. In Aktien wird investiert, um am Erfolg des Unternehmens zu partizipieren. Oder über Staatsanleihen partizipiert man in gewisser Weise an der Entwicklung der gesamten Volkswirtschaft.

**Herr Goldfinger:** Ich verstehe Ihre Argumentation, allerdings würde ich Gold und Bitcoin dennoch nicht gleichsetzen. Denn Gold ist hart und stabil. Gold ist nur begrenzt verfügbar und ist deswegen wertvoll. Jedes Jahr wächst die Menge des geschürften Goldes sehr konstant um etwa 1,5 Prozent. Selbst nach großen Preissteigerungen konnten Minenunternehmen ihre Förderung nicht signifikant ausweiten. Zentralbanken hingegen schöpfen seit der Finanzkrise Unmengen an Geld, Beträge, die ich mir wegen der vielen Nullen gar nicht mehr vorstellen kann. Das muss doch irgendwann einmal schief gehen!

**Frau Nakamoto:** Hier sind wir uns völlig einig. Die Anzahl der Bitcoin kann man ja auch nicht beliebig vermehren! Gold und Bitcoin könnten somit zwei Möglichkeiten sein, um sich gegen die Gefahren des Zentralbankensystem abzusichern.

**Herr Goldfinger:** Aber bei digitalen Währungen kann man doch auch einfach irgendwo im Code die Zahlen null und eins hinzufügen und dadurch neues „Geld“ schaffen.

**Frau Nakamoto:** [Lacht!] Es freut mich, dass Sie das jetzt ansprechen. Damit spielen Sie mir nämlich freundlicherweise in die Karten. Tatsächlich ist es so, dass Bitcoin über die Zeit noch „härter“ werden wird als Gold, denn die maximale Anzahl vorhandener Bitcoins liegt bei exakt 21 Millionen. Mehr gibt es nicht und mehr wird es nie geben, das schreibt das Protokoll von Bitcoin so fest. Alle vier Jahre halbiert sich daher die Inflationsrate von Bitcoin. Im Mai dieses Jahres fiel die Inflationsrate von Bitcoin in etwa auf jene von Gold und in Zukunft wird Bitcoin noch „härter“, noch weniger inflationär als Gold sein. Siehe dazu auch die verschiedenen Stock-to-Flow-Ratios im Vergleich [Chart auf der nächsten Seite,

Abb. 5]. Einfach so ein paar Zahlen im Code zu ändern, das ist absolut ausgeschlossen. Es müsste hierfür eine 95 prozentige Zustimmung der Miner geben. Bitcoin lebt aber genau davon, dass es eben ein knappes Gut ist, somit ist eine breite Zustimmung zu so einer Änderung ausgeschlossen.

**Herr Goldfinger:** Aber was ist dann mit der Möglichkeit, einfach eine neue Kryptowährung zu programmieren? Ich habe gehört, dass man Bitcoin einfach kopieren und jeder seine eigene Version starten kann. Heißt das nicht Hard-Fork? Dadurch könnte die maximale Anzahl an Bitcoins doch einfach innerhalb von Sekunden verdoppelt werden?

#### Hard-Forks

##### Was ist eine Fork?

Einfach gesagt: eine Fork ist die Weiterentwicklung einer Software.

##### Was ist eine Hard-Fork?

Eine Hard-Fork, d. h. eine nicht rückwärts-kompatible Änderung der Regeln auf der Blockchain, hat zur Folge, dass aus einer Blockchain zwei Blockchains werden. Zu dem Zeitpunkt, zu dem die Hard-Fork veröffentlicht wird, müssen sich die Blockchainbenutzer entscheiden, ob sie auf der alten Blockchain bleiben wollen, oder ob sie auf die neue wechseln. Diese Entscheidung muss aktiv gefällt werden. Eine Hard-Fork führt somit immer zu einer Spaltung, wobei die Blocks bis zur Spaltung allerdings dieselben bleiben.

Eine ausführliche Erklärung finden Sie [hier](#).

**Frau Nakamoto:** Das ginge technisch theoretisch ziemlich einfach, dass sich aber eine Bitcoin-Kopie durchsetzt, ist letztendlich extrem unwahrscheinlich:

Erstens hängt das Überleben einer neuen Kryptowährung davon ab, ob es für diese überhaupt ein Interesse gibt. Warum sollten Bitcoin-Investoren, die wahrscheinlich auch deshalb auf Bitcoin vertrauen, weil das System eine beschränkte Inflation aufweist, auf ein neues System wechseln wollen? Es muss hier ein zusätzlicher Nutzen geboten werden. Gibt es diesen nicht, wird es die Hard-Fork schwer haben. Das hat man bislang bei allen Bitcoin Hard-Forks gesehen. Zweitens müssten die Miner, die das System absichern, mitziehen und künftig ihre Rechenleistung der neuen Bitcoin-Version zu Verfügung stellen. Das tun sie aber nicht, da der Anreiz für sie höher ist, das wertvollste Gut zu minen. Ohne hohe Rechenleistung ist die neue Bitcoin-Version aber sehr unsicher und somit als Investment nicht interessant.

**Herr Goldfinger:** Ok. Ich höre immer wieder, dass Bitcoin ein Skalierungsproblem hat. Wenn man es massenhaft als Zahlungsmittel verwenden will, ist es viel zu teuer, oder?

**Frau Nakamoto:** Sie haben recht, es besteht derzeit eine Skalierungsproblematik, welche aufgrund der Größe und der Dezentralisierung des Bitcoin-Netzwerkes ausgelöst wird. Es besteht ein Zielkonflikt zwischen der Sicherheit des Netzwerkes und der Schnelligkeit der Transaktionen. Eine Betrachtungsweise ist, Bitcoin muss nicht ein Massenzahlungsmittel werden, um wertvoll zu sein. Auch beim Gold sind die Transaktionskosten in Form der Preisspanne zwischen Ankauf und Verkauf umso höher, je kleiner die Goldmenge ist. Es ist fraglich, ob man wirklich in Gold investieren soll, wenn man nur 1 Gramm Gold kaufen will. Bei größeren Goldmengen fallen die Transaktionskosten kaum ins Gewicht. Somit ist Gold aus der Kostenperspektive als Wertaufbewahrungsmittel für größere Investitionsbeträge gut geeignet. Genauso kann man auch Bitcoin betrachten. Ein – zugegeben – spekulatives Wertaufbewahrungsmittel für größere Beträge, sprich digitales Gold.

#### Die „Scalability“ – oder das Skalierungsproblem von Bitcoin

Die aktuelle Version von Bitcoin lässt maximal sieben Transaktionen pro Sekunde zu. Will Bitcoin wirklich langfristig als Zahlungsmittel Verwendung finden, so ist das irgendwann zu wenig.

**Herr Goldfinger:** Interessant. Aber der ursprüngliche Anspruch von Bitcoin lautete doch ein elektronisches Zahlungssystem zu sein. Bleibt dies nun unerfüllt?

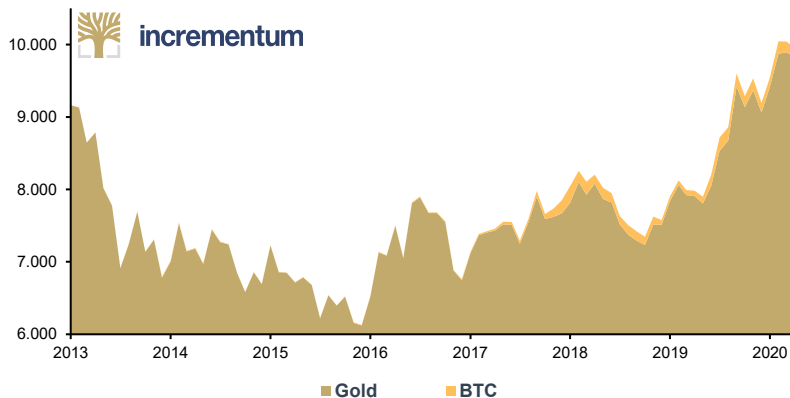
**Frau Nakamoto:** Sehr richtig. Der Titel des so genannten White Papers lautete sogar „Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System“.<sup>364</sup> Und es gibt intensive Bemühungen, diesen Anspruch zu erfüllen. Es gibt diverse Ansätze, um mehr Transaktionen pro Sekunde zu ermöglichen. Hard-Forks sind nur ein Ansatz, den wir z. B. bereits bei BitcoinCash gesehen haben. Weitere Möglichkeiten bestehen in den Bereichen von Off-Chain-Transaktionen, wie z. B. dem Lightning-Network. Dort werden Transaktionen außerhalb der Blockchain schnell und sicher abgewickelt. Jedenfalls ist es aber so, dass weltweit tausende Programmierer an der Lösung der Probleme arbeiten. Hier steckt unglaublich viel Humankapital dahinter, das auch dafür verantwortlich ist, dass die bislang überwundenen Hürden so gut gemeistert wurden. Wenn die Skalierungsproblematik tatsächlich noch gelöst wird, wäre es nicht nur digitales Gold, sondern auch hartes, digitales Geld! Somit ist ein weiterer Unterschied zwischen Gold und Bitcoin, dass Bitcoin gleichzeitig als Zahlungsmittel und als Wertaufbewahrungsmittel verwendet werden kann. Das ist ein großer Vorteil von Bitcoin gegenüber Gold, denn dieses taugt kaum als Zahlungsmittel.

**Herr Goldfinger:** Nun, hier muss ich aber entschieden Einspruch leisten. Zu Zeiten des klassischen Goldstandards war Gold sehr wohl Zahlungsmittel! Gerne wird von den heutigen Zentralbanken die Zeit von 1870-1914 übersehen, als es eine leichte Deflation gab bei gleichzeitig sehr hohen Wachstumsraten. Das ist aber eine andere Debatte, denke ich. Jedenfalls verstehe ich nicht, wieso Sie als Bitcoin-Fan immer wieder davon sprechen, dass Bitcoin wie Gold ein Wertspeicher sein soll, wenn man sich die hohe Volatilität vor Augen führt?

**Frau Nakamoto:** Ich denke, dass ich Ihnen bereits einige solide Argumente liefern konnte, wie z. B. die begrenzte Inflation oder die Sicherheit des Systems durch die Hashrate. Ebenfalls hervorzuheben ist die Tatsache, dass Bitcoin noch immer in den Kinderschuhen steckt. Die Marktkapitalisierung zum 14. Mai 2020 beträgt mit etwa 180 Mrd. USD nur einen Bruchteil der von Gold. Den deutlichen Kursschwankungen steht also auch ein exorbitant hoher potenzieller Gewinn gegenüber. Es ist sogar so, dass Bitcoin eine extrem asymmetrische Anlageklasse ist, da Bitcoin mittelfristig entweder reüssiert und sich als globaler digitaler Wertspeicher durchsetzt oder – aus welchen Gründen auch immer – scheitert und wertlos wird.

<sup>364</sup> Nakamoto, Satoshi: Bitcoin: „A Peer-to-Peer Electronic Cash System“, bitcoin.org, ohne Datumsangabe

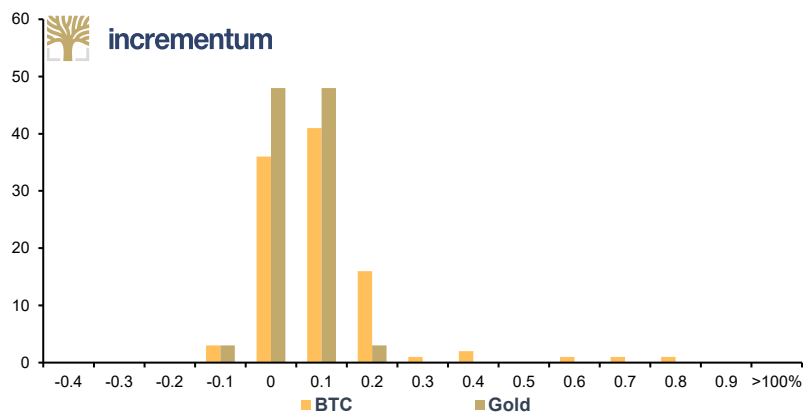
**Marktkapitalisierung von Gold und BTC, in Mrd. USD, 01/2013-04/2020**



Quelle: coinmarketcap.com, Reuters Eikon, World Gold Council, Incrementum AG

**Herr Goldfinger:** Hmmm, so habe ich das noch nie gesehen. Was Sie sagen ist, dass Bitcoin ein anderes Auszahlungsprofil hat als Gold. Ich meine, Gold kann ja wirklich nicht auf null fallen, oder widersprechen Sie mir in diesem Punkt?

**BTC und Gold: Verteilung der monatlichen Rendite**



Quelle: yahoo.com/finance, Incrementum AG

**Frau Nakamoto:** Nein, hier sind wir einer Meinung! Gold kann nicht wertlos werden. Aber das Aufwertungspotenzial ist natürlich beschränkt, da Gold jedermann bekannt ist. Bitcoin ist nach wie vor extrem klein und sehr jung. Seit 30 Jahren gibt es das Internet, seit 10 Jahren erst Bitcoin. Die Vision ist, dass Bitcoin in einer immer stärker digitalisierten Welt zum universalen und digitalen Wertstandard wird. Hiervon ist bis jetzt noch immer sehr wenig eingepreist. Wieso sollten Zentralbanken in 10 Jahren keine digitalen Anlagen halten? Sie denken ja heute schon über digitale Währungen nach, wieso sollten sie selbst dann nicht in „digitales Gold“ investieren? Wenn sich Bitcoin als härtestes digitales Geld durchgesetzt haben wird, werden die Zentralbanken neben Gold auch Bitcoin als Währungsreserve halten. Ich finde das gar nicht so weit hergeholt. Die Welt ist im Wandel!



**Herr Goldfinger:** Ok. Angenommen Sie hätten mein Interesse geweckt, was würden Sie mir anlagetechnisch raten? Eines sage ich Ihnen gleich vorweg. Mein Gold verkaufe ich sicher nicht, zumindest nicht alles!

**Frau Nakamoto:** Es gibt tatsächlich Kryptoenthusiasten, die schwören Stein und Bein auf Kryptowährungen und haben ihr ganzes Ersparnis investiert. Das ist natürlich extrem riskant! Noch dazu kommt es meistens so, wie es kommen muss! Sie kaufen in die Euphorie und verkaufen in die Panik. Doch gerade das asymmetrische Auszahlungsprofil macht eine kleine Beimischung von Bitcoin interessant. Und die hohe Volatilität kann man durch ein regelbasiertes Rebalancing zu seinem Vorteil nutzen!

**Herr Goldfinger:** Nun gut, es scheint als wären sich Gold und Bitcoin doch ähnlicher als man denkt, nicht? **Gemeinsam bilden die zwei Anlageklassen ein durchaus dynamisches Duo. Genau das macht sich auch eine innovative Anlagestrategie von Incrementum zunutze. Erfahren Sie mehr auf <https://noninflatable.com>.**



# MUX

**McEWEN MINING**  
**ASSET RICH**  
**GROWING VALUE**

## MARKET LIQUIDITY, LEVERAGE TO GOLD, SILVER & COPPER

### Rob McEwen, CEO & Chief Owner

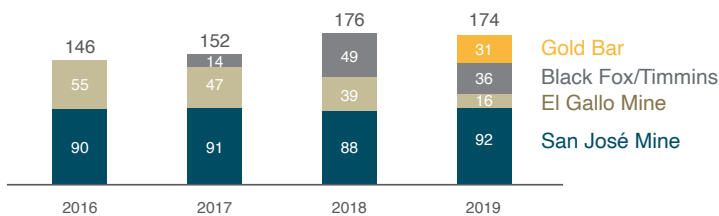
Invested \$164 Million  
 Owns 20% MUX  
 Salary \$1 / Year  
 No Bonus, No Options

### MUX Growing in Two of the World's Richest Gold Districts

1. Exploring & Producing - Cortez Trend, Nevada, US
2. Exploring & Producing - Timmins, CA
3. Producing & Extending Mine Life - MX
4. Copper Deposit, Big Optionality - AR
5. High Grades & Sustained Production - AR



### ANNUAL PRODUCTION THOUSAND GEOS<sup>2</sup>



### CORPORATE RESOURCE & RESERVE<sup>3</sup>

	Resources		Reserves
	Inferred	Measured & Indicated	Proven & Probable
<b>GOLD</b>	5,786 Koz	7,486 Koz	706 Koz
<b>SILVER</b>	150.3 Moz	108.9 Moz	7.4 Moz
<b>COPPER</b>	19.3 B lbs	10.2 B lbs	

<sup>1</sup> As at April 23, 2020 <sup>2</sup> Gold / silver ratio 75:1 until 2018, 85:1 for 2019.

<sup>3</sup> Reserves and Resources as of Jan 26, 2020. For complete details, visit [www.mcewenmining.com/Operations/Reserves-and-Resources/default.aspx](http://www.mcewenmining.com/Operations/Reserves-and-Resources/default.aspx)



**CONTACT**  
 Mihaela Iancu,  
 Investor Relations

1.866.441.0690 x320  
 info@mcewenmining.com  
 www.mcewenmining.com



# Des Silbers Silberstreif

*„Everyone’s looking for gold. So, I’ll be the one collecting the silver.“*

Rehan Khan, A Tudor Turk

## Key Takeaways

- Silber ist unbeliebt, wird ignoriert und mitunter milde belächelt. Mit anderen Worten: Für den umsichtigen und klugen Contrarian-Investor hat es selten eine bessere Zeit gegeben als jetzt, um in Silber zu investieren.
- Mehrere Angebotsengpässe wirken sich positiv auf das Kurspotenzial von Silber aus. Von den acht Angebotsquellen befinden sich sechs in einem Zustand der Stagnation oder Schrumpfung.
- Es besteht zudem die Möglichkeit, dass eine der Angebotsquellen kippt und zu einer Nachfragequelle avanciert, wie es beim Gold der Fall war: die Notenbanken.
- Das Gold-Silber-Ratio hat Mitte März sein Allzeithoch erreicht.
- Silber könnte in naher Zukunft, vielleicht nach einem weiteren großen deflationären Kredit- und Schuldenausfallzyklus, seine Reise in deutlich niedrigere Bereiche des Gold-Silber-Ratios antreten.
- Wir wären überrascht, wenn die kommenden ein oder zwei Dekaden nicht zu den besten Jahren in der langen Geschichte von Silber gehörten.

*To many people miss the silver lining because they're expecting gold.*

**Maurice Setter**

*If everybody's thinking the same thing, then nobody's thinking.*

**George S. Patton jr.**

*Humanity appreciates truth about as much as a squirrel appreciates silver.*

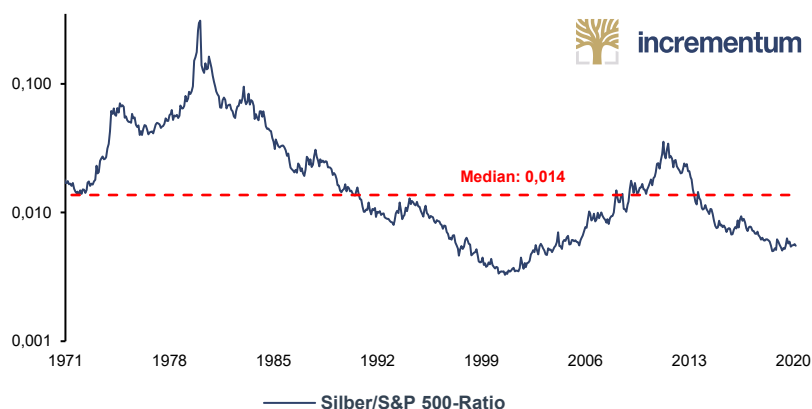
**Vernon Howard**

**Silber ist unbeliebt, wird ignoriert und mitunter milde belächelt.** Sein industrieller Bedarf? Stagnierend, dank einer der schwächsten Phasen von Wirtschaftswachstum in den letzten 150 Jahre. Die Schmucknachfrage? Die kommt nicht vom Fleck. Und was ist mit dem Preis? Gemessen an seinem großen Bruder Gold notiert der Silberpreis auf dem tiefsten Stand seit mehr als 300 Jahren. In absoluten Preisen gemessen siecht der Silberpreis nun seit 2014 dahin. Das Interesse gleicht dem Zuschaueransturm bei den derzeitigen Geisterspielen.

**Mit anderen Worten, für den langfristig orientierten Contrarian-Investor hat es selten eine bessere Zeit gegeben, sich für Silber zu interessieren. Grund genug, uns im heurigen Jahr besonders intensiv mit dem Silbermarkt und dessen wichtigsten Einflussfaktoren zu beschäftigen.**

**Silber war stets eines der wichtigsten Metalle der Menschheit und ist es bis heute geblieben.** Historisch gesehen war es nie so bedeutsam wie Bronze oder Eisen, nach denen jeweils ganze Epochen benannt sind. Silber hat es auch nie geschafft, den Ruf seines monetären Bruders, Gold, zu übertreffen, auch wenn Silber für Anschaffungen des täglichen Bedarfs sehr gut geeignet war. Und gleichzeitig ist Kupfer in der Industrie wichtiger, und im Finanzbereich behält Gold seine Königskrone. Aber nur weil Silber nicht *die* Antwort auf die Fragen ist, die sich im Wirtschafts- und Währungsbereich stellen, bedeutet das nicht, dass es keine der Antworten ist, und schließt auch nicht aus, dass das Silber gut performen kann. **In der Tat könnten die fundamentalen Aussichten für Silber sogar besser sein als die für Gold.**

Silber/S&P 500-Ratio (log), 01/1971-05/2020



**Unbeliebt, ignoriert und mitunter milde belächelt. Von allen. Nicht mehr lange, glauben wir. Wir wären überrascht, wenn die kommenden ein oder zwei Jahrzehnte nicht zu den besten Jahren in der langen Geschichte von Silber gehörten.**



## Angebot

### Sehen wir uns zunächst die Angebotsseite am Silbermarkt an. Mehrere Engpässe wirken sich positiv auf das Kurspotenzial von Silber aus:

- Erstens ist das Angebot an Silberminen preisunelastisch, da 75% des Angebots aus sekundären Quellen also z. B. Kupfer- oder Goldminen stammen.<sup>365</sup> Wenn der Silberpreis steigt, werden diese Minen, die den Löwenanteil an Silber fördern, es nicht automatisch zu ihrer Priorität machen, das Angebot zu erhöhen, weil Silber eben nur ein „By-product“ darstellt.
- Zweitens haben diese Nicht-Silberminen die Investitionsausgaben seit fast einem Jahrzehnt reduziert. Und nach der Corona-Krise? Die Investitionen zur Erkundung, Erweiterung oder Aufrechterhaltung von Minen – insbesondere im Bereich der Basismetalle – werden deutlich schwieriger und teurer zu finanzieren sein.
- Drittens werden Industrieschrott und recycelte fotografische Filme, die insgesamt ca. 12% des jährlichen Gesamtangebots ausmachen, von der lahmdenden Wirtschaft begrenzt.

*It is weil warit they have sorrow,  
 that buyes it with their silver.*  
**Schottisches Sprichwort**

**Von sämtlichen Angebotsquellen für Silber befinden sich nur zwei nicht in einem Zustand nahezu vorherbestimmter Stagnation oder Schrumpfung, nämlich recycelter Schmuck und Münzen. Auf Preiserhöhungen reagieren diese beiden Sparten traditionell sensitiv.** Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, dass eine Angebotsquelle kippt und zu einer Nachfragequelle wird, ähnlich wie es beim Gold der Fall war: Wir halten eine Renaissance der Notenbanknachfrage für realistisch.

### Das Gesamtangebot

Der treue *In Gold We Trust*-Leser beschäftigt sich kaum mit der Angebotsseite, und das ist verständlich. Gold und Silber verfügen im Vergleich zu anderen Rohstoffen über ungewöhnlich hohe, oberirdische Lagerbestände, sodass jährliche Angebotsschwankungen kein Grund zur Sorge sind.<sup>366</sup> Dennoch hat Silber einige spezifische Eigenschaften, die wir nun näher analysieren werden.

**Das Silberangebot stammt nicht nur aus Minen.** In den letzten 30 Jahren kamen zwischen 14% und 30% des Gesamtangebots aus anderen Quellen, darunter staatliche Verkäufe, recycelter Schrott und von Produzenten, die das künftige Angebot absichern (Hedging). Noch im Jahr 2006 waren staatliche Verkäufe für fast 10% des Angebots verantwortlich. Und im Jahr 2011 stammte ein Viertel des Gesamtangebots nur aus recycelten fotografischen Filmen, Schmuck, Silberwaren und Industrieschrott. Obwohl sich die Schlagzeilen auf die Primärförderung

<sup>365</sup> Alle Zahlen zu Angebot und Nachfrage sind unsere eigenen Berechnungen und stellen die Konsensussschätzung der Industrie dar. Sie stammen von Industrieverbänden, Rohstoffberatungsfirmen, Investmentbanken und Ministerien.

<sup>366</sup> Vgl. „[Stock-to-Flow Ratio unterscheidet Gold von Rohstoffen](#)“, *In Gold We Trust*-Report 2011; „[Die Stock-to-Flow-Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold](#)“, *In Gold We Trust*-Report 2014



*Gold and silver and sunshine is rising up.*  
**Noel Gallagher**

*Make new friends, but keep the old; Those are silver, these are gold.*  
**Joseph Parry**

konzentrieren, wird der erfahrene Silberinvestor auch die anderen maßgeblichen Angebotsquellen berücksichtigen.

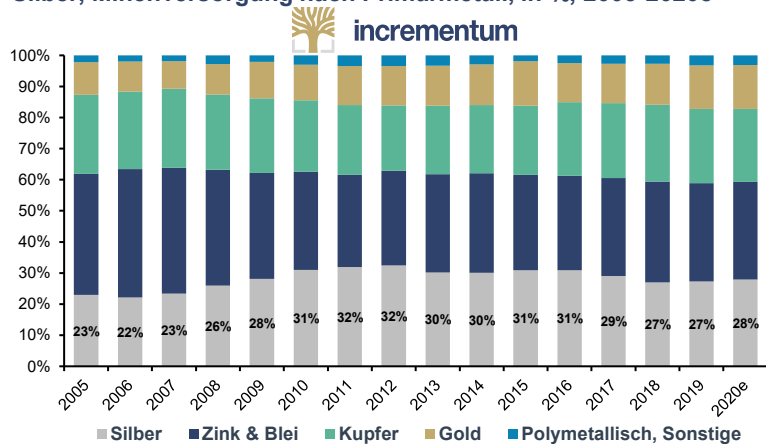
### Minen-Angebot

**Die vielleicht wichtigste Tatsache, die man bei der Analyse des aus Silberminen stammenden Angebots bedenken muss, ist die Tatsache, dass etwa 75% davon preisunelastisch sind.** Dieses zugegebenermaßen ungewöhnliche Verhalten eines Wirtschaftsgutes ist auf die Eigenschaft von Silber als Nebenprodukt zurückzuführen.

### Silber – Ein Nebenprodukt

Die Minenunternehmen, die Silber als Nebenprodukt gewinnen, optimieren ihre Anlagen und ihren Minenplan so, dass die Förderung anderer Metalle im Vordergrund steht, während Silber von sekundärer oder tertiärer Bedeutung ist. In den letzten 15 Jahren trugen die primären Silberminen im Durchschnitt 28% zum gesamten jährlichen aus Minen stammenden Angebot bei. Der Rest stammt aus Zink-Blei-Minen, die im Durchschnitt 34% des Gesamtangebots ausmachten, sowie aus primären Kupferminen (24%), Goldminen (12%) und anderen Polymetallminen (3%).

Silber, Minenversorgung nach Primärmetall, in %, 2005-2020e



Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

**Daraus folgt: Drei von vier Silberproduzenten werden nicht automatisch versuchen, mehr Silber zu produzieren, wenn die Preise steigen.**

### Mangelnde Investitionen in sekundäre und tertiäre Silberminen

Der Hauptgrund für diesen Abstecher ist, die Aufmerksamkeit auf den klassischen, jahrhundertealten Zyklus der Kapitalunterinvestitionen und dem daraus resultierenden Preisboom in der Branche zu lenken.

**Lassen sie uns den typischen Rohstoffzyklus in etwas simplifizierter und humorvoller Form skizzieren:** Die Preise steigen, was zu Investitionen bei bestehenden Projekten ermutigt. Die Preise steigen weiter an, die strengen Finanzabteilungen lassen sich erweichen und Investitionen in neue Entwicklungen werden gefördert. Die Preise steigen noch weiter und plötzlich werden noch so zweifelhafte Projekte in Angriff genommen.

*Nicht alles, was glänzt, ist Gold,  
 / Oft hast du das sagen hören. /  
 Manch einer hat sein Leben  
 verkauft, /  
 Nur mein Äußeres zu sehen. /  
 Vergoldete Gräber umschließen  
 Würmer.*

**Der Kaufmann von Venedig**

Die Preise erreichen ihren Höhepunkt und beginnen plötzlich zu fallen. Die Minenunternehmen beginnen, die Exploration zu stoppen, bis die „vorübergehende“ Volatilität vorüber ist. Die Preise fallen weiter. Die Unternehmen entlassen nach dem Zufallsprinzip Angestellte und ziehen gleichzeitig Mittel für die Entwicklung neuer Projekte ab. Die Preise setzen ihren Rückgang fort; die Minenunternehmen kapitulieren schließlich und reduzieren die Investitionsausgaben für bestehende Projekte, während sie sich nach einem ganz anderen Betätigungsfeld umsehen, vielleicht dem Gärtnern.

Während früher der Schwerpunkt auf der Zukunft lag, wird nun die Priorität auf das kurzfristige Überleben gelegt. Die nachhaltige Entwicklung wird auf dem Altar der Kurzfristigkeit geopfert, weil es bei so niedrigen Preisen vielleicht kein Morgen gibt. **Die Investitionsausgaben sinken und bleiben über Jahre hinweg niedrig.**

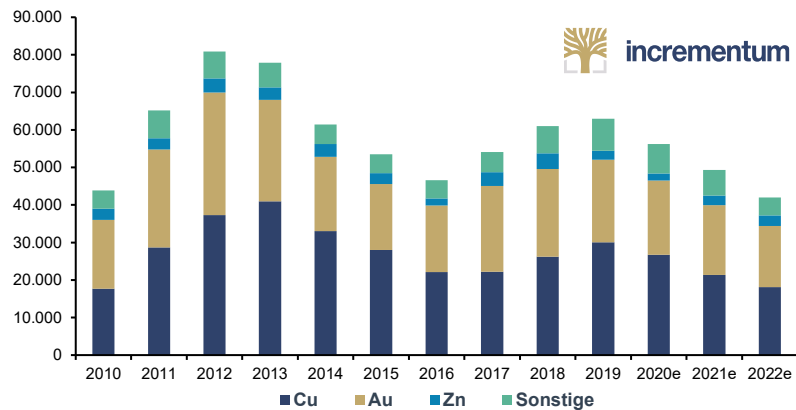
Eines Tages steigen die Preise. Aber ist ein zusätzliches Angebot leicht und rasch verfügbar? Nein, das ist definitiv nicht der Fall. Ende 2019 hat „S&P Global Intelligence“ ausgeführt, wo wir aktuell im Zyklus stehen:

*„[The 2020] 6.4% year-over-year reduction in capex follows an expected five-year high of almost US\$85 billion in 2019. In 2020, capex levels will retreat to those last seen in 2018; however, the number of projects expected to begin construction in 2020 is lower than in 2018. Therefore, the majority of capex will be contributed from those projects already under construction or in production. **The outlook to 2022 is currently for a gradual continued capex reduction.** This will likely evolve, however, as miners make decisions to finance new projects and expansions based on market conditions.“<sup>367</sup>*

**Gemäß des „S&P Global Intelligence“-Reports haben die Minenbetreiber seit 2012, als die Kupfer-, Gold- und Zinkindustrie noch knapp 75 Mrd. USD für Investitionen ausgab, die Investitionen Jahr für Jahr zurückgefahren.** Im Jahr 2016 lagen diese drei Hauptquellen für das Silberangebot bei knapp über 42 Mrd. USD an Investitionsausgaben. In den Jahren des wirtschaftlichen Aufschwungs von 2017 und 2018 wurden sie leicht ausgeweitet, sodass das Capex-Volumen in der Kupfer-, Gold- und Zinkindustrie 2019 den Wert vom 54 Mrd. USD erreichte. Laut des S&P Global Intelligence-Reports sollte dieser Betrag bis 2021 auf nur mehr 37 Mrd. USD sinken. Und das war, bevor sich die Marktbedingungen aufgrund der Coronaviruspandemie weiter verschlechterten.

<sup>367</sup> „Capital Expenditure In The Mining Industry To Drop By US\$5.4B In 2020“, S&P Global Market Intelligence, 4. Dezember 2019, unsere Hervorhebung

### Investitionsausgaben, in Mio. USD, 2010-2022e



Quelle: S&P Global Market Intelligence, Incrementum AG

Zu Beginn des Jahres lautete die Konsensprognose der Analysten, dass das aus Silberminen stammende Angebot ein Plateau erreicht habe und nun sukzessive sinken werde. Bereits für das Jahr 2020 prognostiziert der im April veröffentlichte „World Silver Survey 2020“ des „Silver Institute“ einen Rückgang um 5% oder ca. 40 Mio. Unzen gegenüber dem Vorjahr.<sup>368</sup>

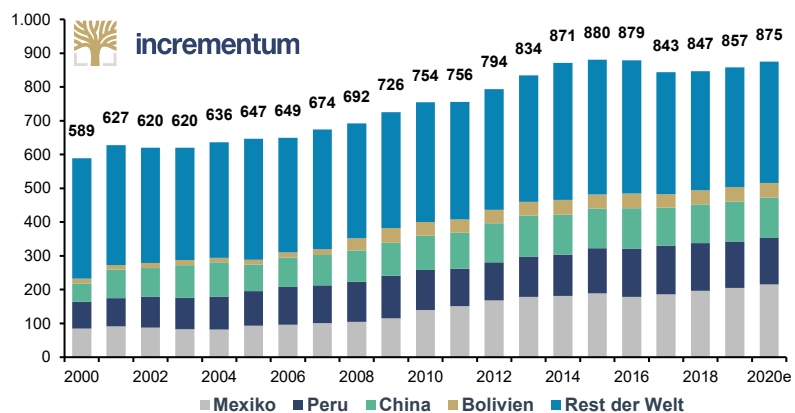
*The best time to buy is when blood is running in the streets.*  
**Nathaniel M. Rothschild**

### Die breite Länderstreuung ist ein Vorteil

Anders als bei Platin oder Palladium ist die Förderung von Silber nicht stark auf ein bestimmtes Land oder eine bestimmte Region konzentriert. **Mexiko ist mit einem Marktanteil von rund 20% die größte Förderung.**

Obwohl Mexiko in den letzten Jahrzehnten seinen Marktanteil vergrößern konnte, ist die Konzentration der Produzenteländer zurückgegangen. Von 1990 bis 2010 ging die Anzahl der Länder, die 90% des weltweiten Angebots an Silber aus Minenproduktion produzierten, noch leicht von 14 auf 13 zurück. Heute fördern die 20 führenden Länder hingegen 80% des primären Angebotes.

### Silber, Minenversorgung nach Ländern, in Mio. Feinunzen, 2000-2020e



Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

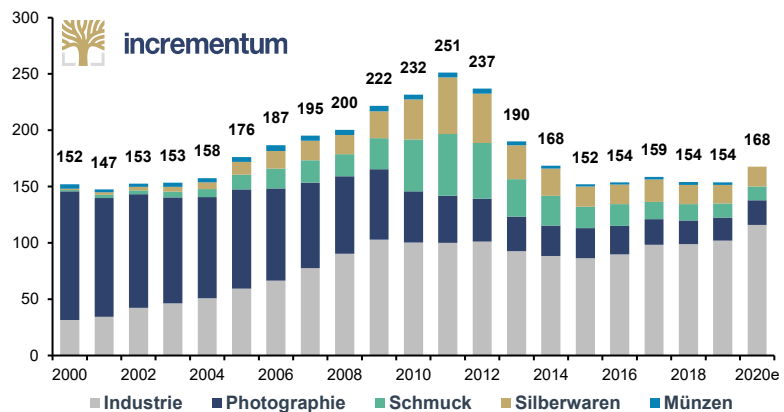
<sup>368</sup> Vgl. „World Silver Survey 2020“, The Silver Institute, April 2020

Es scheint unwahrscheinlich, dass es bei Silber aufgrund länderspezifischer Umwälzungen zu Versorgungsengpässen in den Minen kommt, wie dies bei Platin der Fall sein könnte, wo knapp drei von vier Unzen aus Südafrika stammen, oder bei Palladium, wo der gleiche Prozentsatz gilt, wenn wir die südafrikanische und russische Produktion zusammenfassen.

## Recycling-Angebot

**Das Schrott- und Recyclingsegment des Silberangebots könnte sich in Zukunft ebenfalls verknapfen.** Wenn wir auf die letzten drei Jahrzehnte zurückblicken, können wir feststellen, dass im Durchschnitt 19% des Gesamtangebots an Silber aus Schrott und Recycling stammten. In den 1990er-Jahren haben Schrott und Recycling jährlich im Schnitt rund 131 Mio. Unzen oder 20% beigetragen. In den 2000er-Jahren stieg das Volumen deutlich auf 174 Mio. Unzen, der relative Anteil blieb dagegen unverändert. In den 2010er-Jahren kam es zu einem bescheidenen Anstieg des Jahresdurchschnitts auf 185 Mio. Unzen, der relative Anteil ging jedoch auf 18% zurück.

**Silber, Sekundärversorgung, Recyclingquelle, in Mio. Feinunzen, 2000-2020e**



Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

**Der angehende „Silver Bug“ könnte angesichts dieser Zahlen davon ausgehen, dass bei der Sekundärversorgung kaum fundamentale Änderungen stattgefunden haben. Das ist allerdings ein großer Irrtum.**

## Staatliches Silberangebot, eine kostenlose Call-Option?

**Die Verkäufe und Käufe der Zentralbanken auf dem Goldmarkt werden häufig medial thematisiert.** In den letzten drei Jahrzehnten gab es jedoch eine wichtige Entwicklung, die langfristige Silberanleger berücksichtigen sollten. **Insbesondere deswegen, weil dieser Pool an potenziellem Angebot mittlerweile erschöpft ist. In den letzten fünf Jahren beliefen sich die staatlichen Silberverkäufe auf durchschnittlich 0 Mio. Unzen pro Jahr.** Nur wenn man weit rechts neben dem Komma genau schaut, sieht man, dass noch einige wenige Verkäufe stattfinden. Dies war nicht immer der Fall.

In den 1990er-Jahren beliefen sich die staatlichen Nettoverkäufe von Silber auf durchschnittlich 14 Mio. Unzen pro Jahr, was 2% des gesamten jährlichen Angebots entsprach. Das mag nicht nach einer bedeutenden Menge aussehen. Aber

*What we may be witnessing is not just the end of the Cold War, or the passing of a particular period of post-war history, but the end of history as such ... That is, the end point of mankind's ideological evolution and the universalization of Western liberal democracy as the final form of human government.*

**Francis Fukuyama**

auf den Silberpreis hatten diese Verkäufe einen enormen Einfluss. Wichtiger war aber, was als nächstes geschah.

**Die „Great Moderation“ war eine Ära ungewöhnlicher Ruhe an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft.** Eine Forschungsarbeit von James Stock und Mark Watson aus dem Jahr 2002 bot drei Erklärungen für diese Ruhe an:

*„The first category is changes in the structure of the economy. Candidate structural changes include the shift in output from goods to services, information-technology-led improvements in inventory management, and innovations in financial markets that facilitate intertemporal smoothing of consumption and investment. The second category is improved policy, in particular improved monetary policy, and the third category is good luck, that is, reductions in the variance of exogenous structural shocks.“<sup>369</sup>*

Nun, der geneigte *In Gold We Trust*-Leser wird nicht überrascht sein, dass die Technokratie die zweite Erklärung am liebsten hatte; die „Große Mäßigung“ war ihr Werk. Mit dem sozio-ökonomischen Rückenwind eines erfolgreich beendeten Kalten Krieges und der Aufnahme Chinas in die WTO im Jahr 2000 stand einer kooperativen, geordneten und technokratisch gesteuerten Zukunft nichts mehr im Wege. **So war es an der Schwelle zum neuen Jahrtausend an der Zeit, die Anachronismen und Überbleibsel einer vergangenen monetären Ära, wie z. B. Gold und Silber, endgültig loszuwerden.**

**Gordon Brown ist (etwas unfaireweise) ein Sinnbild für diese unglückliche Fehleinschätzung.** Als britischer Schatzkanzler verkaufte er zwischen 1999 und 2002 rund 400 Tonnen oder mehr als die Hälfte der Goldreserven Großbritanniens.<sup>370</sup> Es erscheint nicht fair, Brown herauszupicken, da andere Notenbanken genau dasselbe taten. In einem Bericht des Finanzministeriums aus dem Jahr 2002 heißt es: *„Die Schweizer sind dabei, rund 1.300 Tonnen zu verkaufen, die Niederländer haben rund 800 Tonnen verkauft, und Belgien hat rund 1.000 Tonnen verkauft.“<sup>371</sup>* Aber die britische Boulevardpresse hat ein besonderes Faible für Wortspiele und „Brown's Bottom“ dient als trauriges Beispiel für den Verkauf von Gold zu Tiefstpreisen.

Silber hat niemanden wie Gordon Brown, auf den man mit dem Finger zeigen kann, aber zwischen 2000 und 2004 wurden die Regierungen von der Great Moderation dazu verführt, durchschnittlich 67 Mio. Unzen pro Jahr oder 8% des jährlichen Gesamtangebots auf den Markt zu werfen. Die Kurzfristorientierung setzte sich mit einem durchschnittlichen Verkauf von 77 Mio. Unzen in den Jahren 2005 und 2006 fort. Die Große Finanzkrise brachte die Geschichte zurück und setzte sowohl der Globalisierung als auch der Great Moderation ein Ende.

<sup>369</sup> Stock, James H. und Watson, Mark W.: *„Has the Business Cycle Changed and Why?“, NBER Macroeconomics Annual 2002, Band 17, 2003, S. 159-218, hier S. 162*

<sup>370</sup> *„Review of the sale of part of the UK goldreserves“, HM Treasury, Oktober 2002*

<sup>371</sup> *„Review of the sale of part of the UK goldreserves“, HM Treasury, Oktober 2002, S. 3, eigene Übersetzung*



*With the Hopes that our World is  
built on they were utterly out of  
touch, /*

*They denied that the Moon was  
Stilton; they denied she was even  
Dutch; /*

*They denied that Wishes were  
Horses; they denied that a Pig  
had Wings; /*

*So we worshipped the Gods of  
the Market Who promised these  
beautiful things.*

**Rudyard Kipling**

*Then the Gods of the Market  
tumbled, and their smooth-  
tongued wizards withdrew, /  
And the hearts of the meanest  
were humbled and began to  
believe it was true, /*

*That All is not Gold that Glitters.*  
**Rudyard Kipling**

**Im Gegensatz zu Gold, das nun – in erster Linie von Schwellenländern gekauft wurde, verkauften die Zentralbanken weiterhin Silber, allerdings in wesentlich geringerem Tempo.** Von 2007 bis 2011 erreichten die Silberpreise zwar ihren nominalen Höchststand, doch die Verkäufe durch die Regierungen beliefen sich im Durchschnitt nur auf 29 Mio. Unzen pro Jahr oder magere 3%. Seitdem haben die Regierungen in den letzten fünf Jahren insgesamt 12 Mio. Unzen verkauft.

**Aber lassen Sie uns die charmante Idee ansprechen, dass in der gerade angebrochenen Dekade Staaten ihre Währungsreserven mit Silber und nicht nur mit Gold aufstocken werden.** Länder wie China, Indien, Mexiko, die USA, Russland und Polen, die allesamt hohe Silbervorkommen aufweisen und/oder früher Silber als Geldmetall nutzten – sind mögliche Kandidaten. Der kritische Leser mag Einspruch erheben, dass dieses Vorgehen nicht der aktuellen Zentralbankorthodoxie entspricht. **Aber warum muss die Währungsordnung der Zukunft die bestehende imitieren?**

Erstens scheinen die politischen Trends die aktuellen Regierungen nicht zu begünstigen, wie die Wahlen der letzten sechs Jahre in Europa, Nord- und Südamerika gezeigt haben. **Das Virus und dessen wirtschaftliche Konsequenzen wird zusätzliche Volatilität an den Wahlurnen verursachen. Mit neuen Menschen können neue Ideen kommen.**

**Zweitens haben die Zentralbanken in den letzten zwölf Jahren einen Reputationsverlust erlitten.**

**Drittens sind viele „unmögliche“ finanzielle Ereignisse mit einer beunruhigenden Regelmäßigkeit eingetreten,** darunter u. a. negative nominale Zinssätze, das Eingreifen der Federal Reserve am Junk-Bond Markt, Flash-Crashes an den Börsen, negative Ölpreise, die Überzeichnung von argentinischen Anleihen mit einer Laufzeit von 100 Jahren etc.

**Viertens** besitzt der Staat seit mehr als 250 Generationen Silber und bis vor nicht allzu langer Zeit, nämlich 1992, haben die Staaten ihre Silbervorräte noch aufgestockt.

**Fünftens: Silber ist absurd billig.**

**Ob die Notenbanken unmittelbar wieder auf der Käuferseite aktiv werden ist ungewiss.** Es scheint aber gewiss, dass die Verkaufsprogramme abgeschlossen sind und diese Angebotsquelle versiegt ist.

**Recyclingangebot kehrt bei hohen Preisen zurück**

Das Angebot an recyceltem Silber hing in der Vergangenheit vom Preis und der Konjunktur ab. Sollten die Silberpreise schnell und über psychologisch wichtige Marken (z.B. USD 30 oder USD 50 je Unze) hinaus ansteigen, werden die Besitzer von Schmuck und Silberwaren auf den Markt kommen, um zu verkaufen. **Dieses Verhalten ist in erster Linie in Gesellschaften anzutreffen, in denen das Vermögen traditionell in Form von Silber- und Goldschmuck**

*Since you have failed to achieve, even in the modest task that was your charge, since you have stolen my money, and since you have unrepentantly betrayed my trust, I have no choice but to tell these bums that they should do whatever is necessary to recover their money from you.*

**Jeffrey Lebowski,  
The Big Lebowski**

*You wouldn't cancel your insurance policy in the middle of a hurricane, and you shouldn't sell silver when it takes a tumble. Like any insurance, silver's value will pay out over time, not day by day.*

**Howard Ruff**

**gehalten wird.** Dieses Phänomen ist in China, Südostasien, Indien, Südasien und im Nahen Osten vorzufinden. Da die Silberpreise unbefriedigend niedrig sind – nicht nur in US-Dollar und Euro, sondern auch in Indischer Rupie und Chinesischem Yuan – wird Silberschmuck derzeit nicht zum Verkauf angeboten.

**Umgekehrt wächst das Angebot an Recycling-Silber im Westen vor allem in Zeiten wirtschaftlicher Not.** Es wird für Silberinvestoren keine Überraschung sein, dass die aktuelle und zu erwartende konjunkturelle Malaise das Angebot an Münzen, Silberwaren und Schmuck in Zukunft erhöhen könnte. Aber um wie viel?

Das letzte Mal, dass die Welt in eine Situation geriet, die in etwa dem sozioökonomischen Zustand des Jahres 2020 entspricht, war zwischen 2008 und 2012, im Zuge der Großen Finanzkrise und der europäischen Staatsschuldenkrise. Während dieser fünfjährigen Zeitspanne wurden Schmuck, Silberwaren und Münzen in einem Zusammenspiel von wirtschaftlicher Not und hohen Preisen in historischen Mengen verkauft. Im Durchschnitt wurden jedes Jahr 78 Mio. Unzen verkauft, was 8% des jährlichen Angebots entsprach. Zum Vergleich: Im Fünfjahreszeitraum davor und danach wurden durchschnittlich 28 Mio. bzw. 47 Mio. Unzen umgesetzt.

**In diesem Zusammenhang könnte der Silbermarkt mit einem zusätzlichen jährlichen Angebot von 30 Mio. bis 40 Mio. Unzen rechnen, solange die wirtschaftliche Notlage anhält und die Silberpreise stark ansteigen.**

#### **Fotografischer Film ist keine Angebotsquelle mehr**

**In den 1990er-Jahren stammte mit 75% der Löwenanteil des Recyclings aus dem Recycling von Fotofilmen.** Mit dem Aufkommen der Digitaltechnik ist die Verwendung von Silber jedoch stark zurückgegangen. Heute liegt der Anteil bei unter 15%. Während des Fünfjahreszeitraums 2008-12, der von den beiden ökonomischen Krisen geprägt war, machte der Fotografieschrott im Schnitt 5% des Gesamtangebots aus. Künftig wird sich dieser Anteil weiterhin sukzessive verringern.

#### **Industrieschrott ist preisunelastisch**

**Die wichtigste Quelle für die Sekundärversorgung mit Silber ist der industrielle Sektor.** Nachdem er in den 1990er-Jahren durchschnittlich 4% des Gesamtangebots ausgemacht hat, ist er in den letzten zehn Jahren auf 9% bzw. 96 Mio. Unzen gestiegen. Wird es beim nächsten Preisanstieg ein großes Angebot aus diesem Bereich geben? Wir gehen nicht davon aus, denn das Angebot an Industrieschrott ist nicht so preispfindlich wie die industrielle Aktivität.

Auf kurze Sicht werden die im ersten Halbjahr 2020 verordneten wirtschaftlichen Einschränkungen die Industrieproduktion und damit das Schrotangebot des Sektors verringern. **Mittelfristig gehen wir davon aus, dass es kein Wachstum dieser Angebotsquelle geben kann, bis sich die Weltwirtschaft wieder merklich erholt.**

*Some things in life are bad  
They can really make you mad  
Other things just make you  
swear and curse  
When you're chewing on life's  
gristle, don't grumble, give a  
whistle and this'll help things  
turn out for the best, and....*

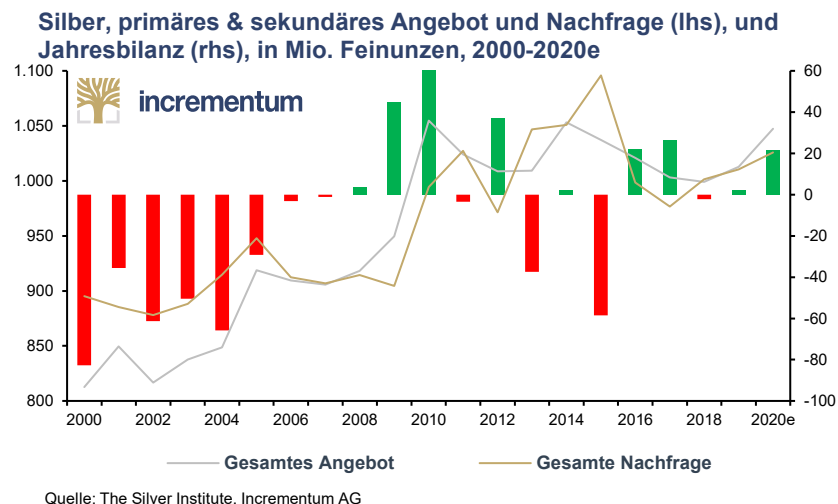
*Always look on the bright side of  
life,  
Always look on the right side of  
life,  
C'mon Brian, cheer up!*  
**Monty Python**

## Nachfrage

**Es gibt drei große Kategorien der Silbernachfrage, und zwei von ihnen haben in den letzten zwölf Jahren schrecklich gelitten.** Die industrielle Nachfrage hat praktisch kein Wachstum verzeichnet, schlicht weil die Große Finanzkrise von 2008 nicht überwunden werden konnte. Die Schmucknachfrage ist ebenfalls gesunken, weil die Realeinkommen nur etwa halb so schnell steigen wie nach dem Zweiten Weltkrieg. **Nun kommt das Coronavirus und droht die Industrie- und Schmucknachfrage zu demolieren. Das klingt alles ziemlich deprimierend, ist es aber nicht mehr. War es aber.**

**Der angehende Silberinvestor findet einen schwer gebeutelten Markt vor, dessen Angebots/Nachfrage-Dynamik sich langsam stabilisiert.** Wie schon nach den letzten beiden Weltwirtschaftskrisen, d. h. der langen Depression 1873-1896 und der Großen Depression 1929-1947, liegt auf der anderen Seite dieser wirtschaftlichen Malaise ein wahrlich goldenes Zeitalter des Fortschritts, Wachstums und steigenden Wohlstands. Wir erwarten, dass die Industrie- und Schmucknachfrage in diesem neuen goldenen Zeitalter sprunghaft ansteigen wird.

Von den drei großen Kategorien hat sich seit 2008 nur die Investmentnachfrage positiv entwickelt. Aufgrund der aktuellen geldpolitischen Sachlage gehen wir davon aus, dass die Investmentnachfrage auch weiterhin einer der wesentlichen Treiber auf der Nachfrageseite verbleiben wird.



### Gesamtnachfrage

Die jährliche Nachfrage nach Silber lässt sich in drei große Kategorien einteilen: Industrie, Anlage und Schmuck. Etwas mehr als die Hälfte (55%) des Verbrauchs ist aufgrund der bemerkenswerten chemischen Eigenschaften von Silber für die Verwendung in der modernen Wirtschaft bestimmt. Unter den Metallen ist es führend in seiner Fähigkeit, Licht zu reflektieren, sowie Wärme und Elektrizität zu leiten. Zudem hat Silber bekannterweise antimikrobielle Eigenschaften.

**Die Investmentnachfrage nach Silber (20%) muss dem Leser nicht näher vorgestellt werden.** Silber diente in allen menschlichen Zivilisationen als monetärer Standard, wobei es vor mehreren Jahrtausenden diese Rolle vom Kupfer übernahm und erst vor einem halben Jahrhundert das Zepter endgültig an Gold abgab.

Die Schmucknachfrage nach Silber (25%) kombiniert – ähnlich wie bei Gold – die Aspekte der Ästhetik aber auch der finanziellen Absicherung, dies gilt insbesondere für östliche Kulturkreise.

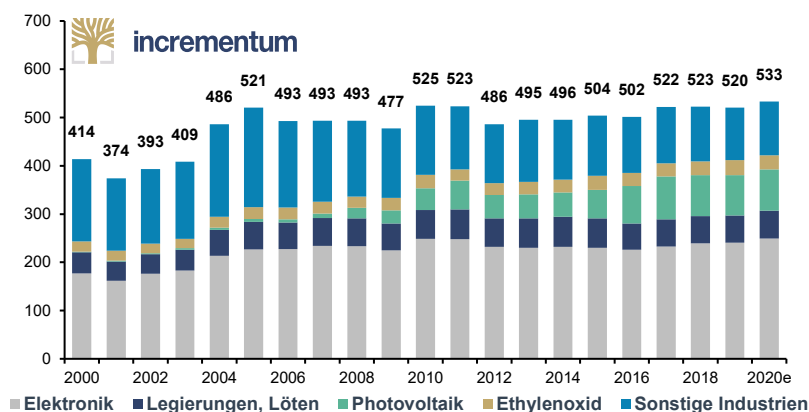
### Industrielle Nachfrage

Heutzutage stammt der größte Teil der Nachfrage aus der Industrie. Wenn man bedenkt, dass ein Großteil der Welt gerade die längste, ununterbrochene Expansionsphase (2009-2019) der Nachkriegszeit hinter sich gelassen hat, sollte man annehmen, dass die industrielle Nachfrage nach Silber hoch sein müsste. Das ist nicht der Fall. Tatsächlich ist sie ziemlich schwach. Oder, um die Perspektive neu auszurichten, **der Silberverbrauch im verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe und in der Energieerzeugung hat enormes Potenzial nach oben, sobald die Welt die Depression, in der sie sich befindet, überwunden hat.**

*By common consent of the nations gold & silver are the only true measure of value. They are the necessary regulators of trade.*

**Helen McCulloch**

**Silber, industrielle Nachfrage, nach Endverwendung, in Mio. Feinunzen, 2000-2020e**



Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

### Verlorenes Jahrzehnt dämpfte die Silbernachfrage

Die derzeitige Depression ist kein Phänomen des Jahres 2020, das mit der Verbreitung des Virus nun urplötzlich aus dem Nichts entstanden ist. Sie hat unserer Meinung nach bereits zwölf Jahre zuvor, im Jahr 2008, begonnen. Es gibt selbstverständlich Einwände gegen die Verwendung des Wortes „Depression“ zur Beschreibung der vergangenen zwölf Jahre.<sup>372</sup>

**Eine Depression ist ein anhaltendes, unter dem Trend liegendes Wachstum. Das Phänomen wird eher durch den langfristigen Mangel an wirtschaftlichem Aufschwung als durch den unmittelbaren Abwärtstrend definiert.** Rezessionen werden durch die Schwere der Schrumpfung definiert, da es nach dem Zweiten Weltkrieg zyklische Erholungen

<sup>372</sup> Wir empfehlen die Lektüre folgendes hervorragenden Artikels: Kalinowski, Emil: „The Silent Depression: Trundling Is the New Booming“, Enterprising Investor, 11. Februar 2020

gegeben hat. Dieser zweite Teil des Prozesses – die Erholung – wird inzwischen als Selbstverständlichkeit genommen. Was geschieht, wenn es keine Erholung gibt?

**Das ist eine Depression.**

Nach den 1930er-Jahren gab es eine weitere Depression, von der etwa die Hälfte der Welt betroffen war. Obwohl die Krise nicht nur Lateinamerika hart getroffen hat, ist sie als „Die Lateinamerikanische Schuldenkrise“ in die Wirtschaftsgeschichte eingegangen. Von 1981 bis 1991 sind diese Länder nicht gewachsen, ganz gleich, welche Wirtschaftspolitik verfolgt wurde, ob Austeritätspolitik oder Deficitspending, sei es Internationalisierung oder der Rückzug aus dem Welthandel durch eine Substitutionspolitik. **Politische Lösungen der Linken funktionierten nicht. Ebenso wenig funktionierten Lösungen von rechts.**

*There is a difference between a recession, consecutive quarters of negative growth and just very, very low growth in a persistent way for a protracted period of time. I think we are more in the latter category. That, I think is trend growth that has slowed down, and this has to be understood. I can't give you a number of conjectures, but I think it's more like we're becoming like Japan. This is what we have to worry about also from the policy perspective.*

**Lucrezia Reichlin**

Dieser Zeitraum wird als das „verlorene Jahrzehnt“ Lateinamerikas bezeichnet. Verloren nicht, weil die Volkswirtschaften ohne Ende schrumpften, sondern weil es für jede unvollständige Erholung, d. h. „Reflation“, ein anschließendes „Ratcheting“, also eine fortschreitende Deformation nach unten gab, die das zukünftige Wachstumspotenzial nur noch weiter verringerte. Ein Jahrzehnt lang wurde das Wachstum abgetragen.

Der Begriff „verlorenes Jahrzehnt“ klingt auch außerhalb der lateinamerikanischen Erfahrung vertraut, und zwar mit Bezug auf Japan. In Japan kann man ebenfalls beobachten, dass eine Depression nicht der Großen Depression in den USA ähneln muss, um eine schreckliche Malaise hervorzurufen.

**Ein weiterer beliebter Einwand gegen das Etikett „Depression“ ist, dass es doch nach 2008 global robustes Wachstum gab.** Aber die implizite Annahme ist, dass positive Zahlen, nun ja, positiv sind. Sie sind es nur dann, wenn die Trennlinie zwischen dem Akzeptablen und dem Unakzeptablen bei null liegt. Manchmal sind positive Zahlen tatsächlich negativ, und das kann man anhand der Industrieproduktion beobachten.

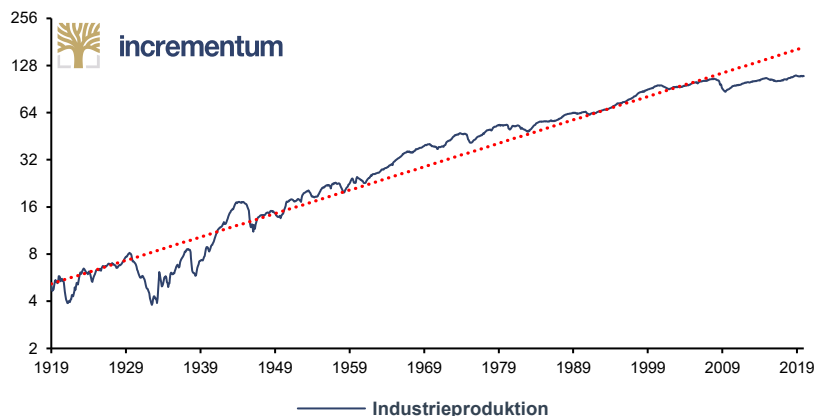
**Industrieproduktion bestätigt schwächelnde Silbernachfrage**

Die Industrieproduktion umfasst die Sektoren verarbeitende Industrie, Bergbau, Öl und Energieerzeugung. Das sind genau die Sektoren, aus denen der Großteil der industriellen Nachfrage nach Silber stammt.

**Ende 2019 lag die Industrieproduktion in den USA um 4,1% höher als im Dezember 2007. Nicht pro Monat oder pro Jahr, sondern insgesamt.** In Kanada von März 2006 bis Ende 2019 legte die Industrieproduktion um insgesamt 6,1% zu, in Frankreich nur um 1,0% seit März 2010. Und in Deutschland? Die Industrieproduktion des Motors der europäischen Wirtschaft war 2019 um 0,9% größer als im Jänner 2007.



USA: Industrieproduktion (log), 01/1919-12/2019

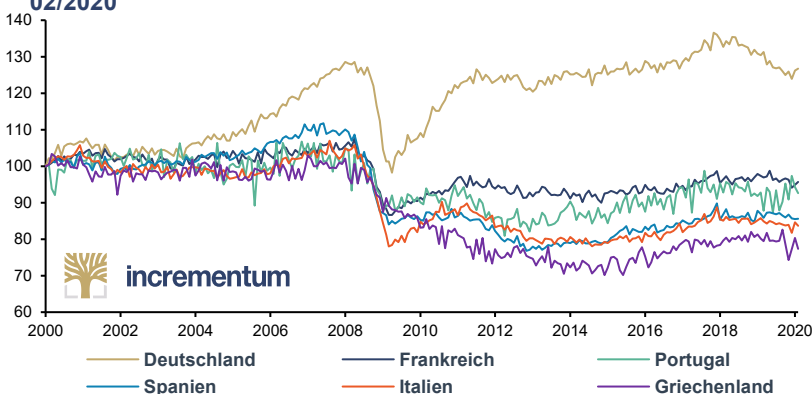


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

*We live in a non-linear world. This means time is a major component in the equation. Squandering time is itself an enormous cost. Einstein probably never said that compounding is the most powerful force in the universe, but the reason the quote is attributed to him is the obvious truth in it. Rate of change is everything. Hoping to get close to 3% every so often is a disaster.*  
**Jeffrey P. Snider**

**Nun mag die Vermutung naheliegen, dass die Industrieproduktion sukzessive in die Schwellenländer abwandert.** Dies ist jedoch nur bedingt richtig. Brasiliens Industrieproduktion hat seit Ende 2011 einen grauenhaften Rückgang um 15,8% erlebt. In Russland ist dieser Index von 97 im Jänner 2008 auf 111 im Dezember 2019 angestiegen, was einem Wachstum von lediglich 1,1% pro Jahr entspricht.

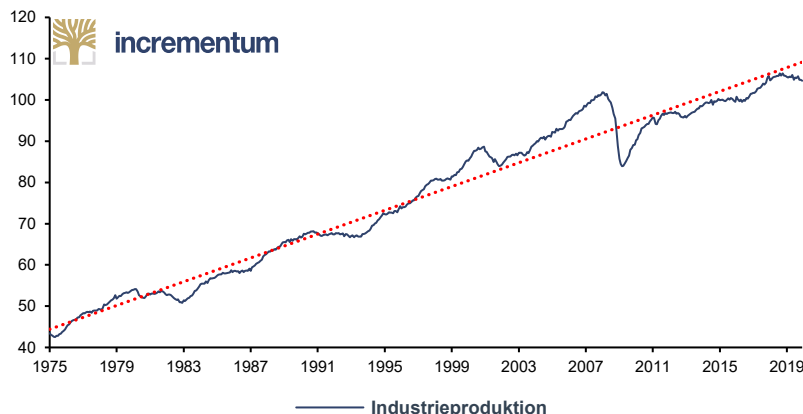
Industrieproduktions-Index, indexiert 01/2000 = 100, 01/2000-02/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Insgesamt zeigt der Industrieproduktions-Index der OECD für 35 Länder von Jänner 2008 bis Dezember 2019 ein Gesamtwachstum von 3,5%. Insgesamt. Nicht pro Monat oder Jahr.

**OECD 35-Nationen: Industrieproduktion, 01/1975-12/2019**



Quelle: OECD, Incrementum AG

**Zwei Länder, die nicht auf der OECD-Liste stehen, sind Indien und China.** Indien ist seit 2008 relativ schnell gewachsen, doch auch nicht schnell genug, um nicht unter den 60-jährigen Trend zu fallen. Seit 2011 bewegt sich der ehemalige Aufwärtstrend nur mehr seitwärts. Eine ähnliche Entwicklung lässt sich in China beobachten. Rasches Wachstum der Industrieproduktion, aber nicht schnell genug, um nicht unter den 30-jährigen Trend zu rutschen.

*I don't think we're facing a business cycle at present. I think we are facing a long period of structural adjustment before the major economies in the world can grow at the rates they did before the crisis.*

**Mervyn A. King**

**Wie sehen diese Wachstumsraten im Vergleich zu unseren aktuellen Beispielen von Wachstum auf Depressionsniveau aus?** Von Jänner 1978 bis Dezember 1989 steigerte Japan seinen Industrieproduktionssektor mit einer jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 4,3%. Seither ist die Entwicklung weniger als mager. Im Jänner 1990 lag der japanische Industrieproduktionsindex bei 103,5 Punkten, 30 Jahre später im Dezember 2019 bei 98,9 Punkten. Das ist eine Depression. Wenn wir Brasilien als ein wichtiges Beispiel der LDC-Schuldenkrise heranziehen, erkennen wir dasselbe. Von Jänner 1975 bis Dezember 1980 wuchs Brasilien mit einer jährlichen Wachstumsrate von 6,2%. Während seines verlorenen Jahrzehnts nur um 1,4% pro Jahr.

**Der folgende Tempowechsel bei Silber sollte Ihnen daher mittlerweile bekannt sein.** Von 1990 bis 2005 stieg die industrielle Nachfrage nach Silber von 218 Mio. auf 521 Mio. Unzen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 6,0% entspricht. Und seither? Null. Im Jahr 2019 betrug die industrielle Nachfrage 520 Mio. Unzen. Eigentlich ist es noch etwas schlimmer, denn wäre das Wachstum des stark subventionierten Photovoltaik-Sektors nicht gewesen, wären alle anderen industriellen Verwendungen von Silber – einschließlich der traditionellen Elektro-, Elektronik-, Hartlöt-, Legierungs- und Lötindustrie – von 2005 bis 2019 um 1,2% pro Jahr zurückgegangen. Von 1990 bis 2005 betrug die jährliche Wachstumsrate noch 5,9%.

**Die letzten zwölf Jahre waren ein „verlorenes Jahrzehnt“ für die industrielle Nachfrage nach Silber. Anders als die lateinamerikanische Schuldenkrise oder die „lost decade“ in Japan ist dieses verlorene Jahrzehnt ein globales.** Wir befinden uns erst inmitten der dritten derartigen

globalen wirtschaftlichen Depression der letzten 150 Jahre. Was folgte auf jede dieser Erfahrungen? **Wahre goldene Zeitalter der Produktivität und des Wachstums. Auch das liegt noch vor uns, irgendwo am Horizont. Wir gehen davon aus, dass die Nachfrage nach Silber in diesem goldenen Zeitalter signifikant steigen wird.**

#### **Rationalisierung in der Solarpanelindustrie**

Das starke Wachstum bei Solarpanels rettete die industrielle Produktion, so wie sie war. **Die Photovoltaik ist eine hoffnungsvolle Perspektive für die Zukunft. Sie belegt die bemerkenswerten physikalischen Eigenschaften von Silber.**

Von so gut wie null im Jahr 1990 ist die Branche bis zum Jahr 2000 auf 1 Mio. Unzen oder 0,1% der Gesamtnachfrage ganz leicht angewachsen. Dank staatlicher Subventionen startete die Industrie daraufhin durch. Zunächst wurden in Europa, vor allem in Deutschland, aber auch im Mittelmeerraum, Subventionen beschlossen, um den Anteil der aus nicht-traditionellen Quellen wie Sonne und Wind gewonnenen elektrischen Energie zu erhöhen. Infolgedessen stieg die Nachfrage nach Silber bis 2005 auf 6 Mio. Unzen oder 0,6% der Gesamtnachfrage.

**In einer gesunden, ständig wachsenden Welt des internationalen Handels und des Kreditwachstums hätte sich dieses spektakuläre Tempo ohne Unterbrechung für einige Zeit fortsetzen können.** Aber als die Krise 2008 die erneuerbaren Energien traf, war die Subventionierung von „grünem“ Strom ein kostspieliges Experiment zu einer Zeit, in der andere gesellschaftliche Prioritäten Aufmerksamkeit verlangten. Europa begann, sich von seinen großzügigen Programmen zurückzuziehen, gerade als der Silberpreis seinen Höchststand erreichte und sich die Budgetdefizite deutlich ausweiteten. Dennoch ist dieser Industriezweig bis 2011 auf 60 Mio. Unzen oder 5,9% der Gesamtnachfrage angewachsen.

**Der Photovoltaik-Sektor wäre ohne die dreifache Katastrophe in Japan im Jahr 2011 – Erdbeben-Tsunami-Reaktorunglück – stärker eingebrochen als ohne diese.** Tokio kompensierte diesen Rückgang der Subventionen in Europa, finanzierte in den nächsten Jahren den Bau und die Herstellung von Solarpaneelen und hielt damit die Nachfrage nach Silber in diesem Sektor über Wasser. Doch im Jahr 2014 begann auch Japan, sich aufgrund der unerschwinglichen Kosten zurückzuziehen. Damals lag die Photovoltaik-Nachfrage bei 50 Mio. Unzen oder 4,8% der Gesamtnachfrage.

Diese Lücke füllte daraufhin China, das einen großen Schritt in einer der aufstrebenden Industrien mit enormen globalen Aussichten machen wollte. In den nächsten Jahren wurde eine Flut an Subventionen für den Bau von Solaranlagen und die Herstellung von Paneelen angeboten. Bis 2017 hatte dieses Nachfragesegment 89 Mio. Unzen oder 9,1% der gesamten Nachfrage erreicht.

Für diejenigen, die den Sektor nicht mit mehr als flüchtigem Interesse verfolgten, schien die gesamte Expansion der Branche in den Jahren 2000-17 eine logische Weiterentwicklung einer Welt zu sein, die eine grüne Revolution verfolgt. In

*The basic problem that 2008 kicked off was the crisis of interdependence. Everybody believed interdependence was wonderful, exports were great; let's do more. And they suddenly discovered that the sub-prime crisis spread so quickly through the system they couldn't control it. And then it was discovered that the exporting countries couldn't maintain their exports. And as a result of this there was a kind of global economic slowdown that's not been solved to this point.*

**George Friedman**

*Out of difficulties grow miracles.*

**Jean de la Bruyere**

*Everything is temporary if you give it enough time.*

**Jewel**

Verbindung mit den Klimakonferenzen und der Entwicklung von Elektroautos für den Massenmarkt machte die eingeschlagenen Wege zumindest oberflächlich gesehen Sinn.

Im Jahr 2018 ging das Glück zu Ende. China, das bei den Überkapazitäten führend ist, kündigte umfangreiche Subventionskürzungen an und zwang die Branche zur Rationalisierung. Die Nachfrage nach Silber für Solarpaneele fiel in den Jahren 2018 und 2019 jeweils auf um die 85 Mio. Unzen oder 8% der Gesamtnachfrage.

**Vor den virusbedingten Verheerungen der Weltwirtschaft wurde übereinstimmend prognostiziert, dass der Sektor auf der Stelle treten und seine früheren Höhen weder absolut noch relativ gesehen bis 2026 wieder erreichen würde.**

Das klingt alles ziemlich deprimierend, ist es aber nicht. Es *war* deprimierend. Und es wird vielleicht noch ein bisschen länger dauern. Aber da, direkt vor uns, wenn diese ökonomische Malaise gelöst ist, wenn diese stille Depression überwunden ist, so wie die lange und große Depression überwunden wurde, wird es einen absolut erstaunlichen Boom geben, aus dem auch Silber Kapital schlagen wird. **Solarpaneele werden zweifellos ein Teil dieses Wirtschaftsbooms sein, nachdem der Sektor die nötigen Anpassungen vorgenommen hat. Die Zukunft ist rosig, wenn auch nicht sofort, und Silber wird daran teilhaben.**

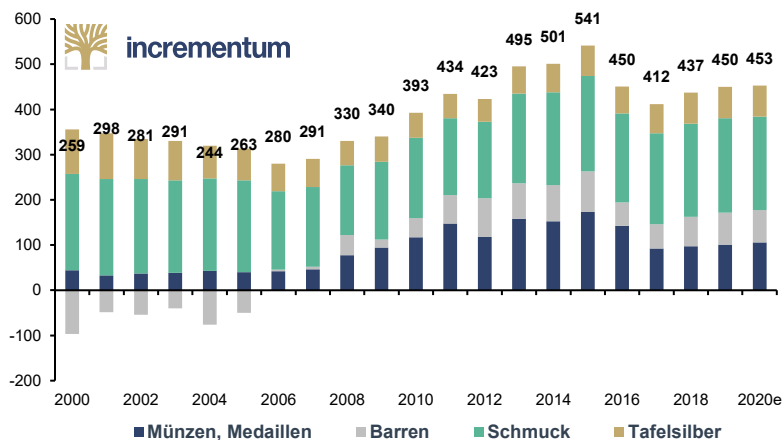
### Fotografie

**Eine Branche, die sich diesem großen Boom leider nicht anschließen wird, ist die Fotobranche.** Zwischen der traditionellen Filmfotografie und der Photovoltaikindustrie hatte es einen Photonenübergang gegeben. Die Nachfrage der Fotobranche stieg von 168 Mio. Unzen im Jahr 1990 auf 231 Mio. Unzen im Jahr 1999 und befindet sich seither im Niedergang. Von 185 Mio. Unzen im Jahr 2004 auf 87 Mio. Unzen im Jahr 2009, verbrauchte der Sektor im Jahr 2019 nur noch 40 Mio. Unzen. **Die gute Nachricht ist, dass der überwiegende Großteil des Nachfragerückgangs hinter uns liegt.** Vor 2020 lautete die Konsensprognose, dass der Sektor bis 2024 nur noch 4 Mio. Unzen verlieren würde. Das Segment, das den weiteren Rückgang verhindert, ist das Krankenhaus-Röntgen, das sich immer noch zu einem großen Teil auf Film statt auf digitale Fotografie stützt.

### Schmuck

**Die Geschichte der Konsumentennachfrage nach Schmuck ähnelt dem, was im Abschnitt über die industrielle Nachfrage diskutiert wurde.** Die Schmucknachfrage stieg zwischen 1990 und 1999 von 91 Mio. Unzen auf 208 Mio. Unzen enorm an, als der Reichtum auf breiter Basis geteilt wurde und die Realeinkommen stiegen. Von 2000 bis 2004 geschah etwas. Ob es nun die Rezession in den Vereinigten Staaten oder die Euro-Einführung war, die die Energie aus den peripheren Ländern Europas abzog. Die Wachstumsraten kamen zum Stillstand, doch der Schmuckkonsum änderte sich nicht. Er lag im Schnitt bei 209 Mio. Unzen pro Jahr.

### Silber, Zierbedarf, nach Endverwendung, in Mio. Feinunzen, 2000-2020e



Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

Von da an litten die Realeinkommen in den Industrieländern zunächst unter der Rezession 2008/09 und dann erneut unter der europäischen Staatsschuldenkrise 2011/12. Während dieser Jahre fiel die Schmucknachfrage auf 169 Mio. Unzen pro Jahr. Die Erholung brachte die Nachfrage auf den Stand von Anfang 2000 zurück, d. h. knapp über 200 Mio. Unzen pro Jahr.

#### Anstieg der Realeinkommen nicht ausreichend, um die Schmucknachfrage zu steigern

Wenn die Entwicklung der Realeinkommen die Nachfrage nach Luxusgütern bestimmt, dann ist es kein Wunder, dass die letzten zwei Jahrzehnte so träge waren. **Das Wachstum der Realeinkommen seit 2007 betrug ein Siebtel des Wachstums nach dem Zweiten Weltkrieg.**<sup>373</sup>

Wenn wir die Wachstumsrate des realen BIP pro Kopf für alle Länder von 1950 bis 2018 untersuchen,<sup>374</sup> können wir feststellen, dass eine Vielzahl von Ländern (45%), die einen Großteil der wirtschaftlichen Aktivität (65%) ausmachen, ihrem Wachstumstrend nach dem Zweiten Weltkrieg hinterherhinken. Was ist der Unterschied in US-Dollar ausgedrückt? Ab 2018 lag der Median der Verschlechterung des realen BIP pro Kopf im Vergleich zu dem, was der Trend von 1950-2007 für diese Länder implizierte, bei 10.000 USD.

Das bedeutet nicht, dass es kein Wachstum gegeben hat, denn es hat Wachstum gegeben. Die Menschen in diesen Ländern sind wohlhabender als im Jahr 2007. Aber sie sind ärmer im Vergleich zu dem, was die Gesellschaft im Laufe von drei Generationen als normales Wachstum erwartet hatte. **Sobald die Realeinkommen wieder zu steigen beginnen, was auch der Fall sein wird, sobald diese Depression überwunden ist, können wir mit einem Boom der Schmucknachfrage rechnen.**

<sup>373</sup> Unsere Berechnungen basieren auf der [Maddison Project Database](#) und auf Daten der Weltbank.

<sup>374</sup> Der letzte verfügbare Stand von 2019 basiert noch nicht auf endgültigen Zahlen, obwohl er ebenfalls konservativ war, da sich das Wachstum der Weltwirtschaft ab 2018 verlangsamt hat.



## Tafelsilber

**Mit Bedauern müssen wir bekanntgeben, dass es nicht mehr üblich ist, mit feinem Porzellan und dem Familiengeschirr aus Sterlingsilber zu speisen.** Die Viktorianer des 19. Jahrhunderts rotieren deswegen in ihren Gräbern.

Die Nachfrage aus dieser Sparte hat sich von 62 Mio. Unzen im Jahr 1990 auf 120 Mio. Unzen im Jahr 1999 verdoppelt. Danach erfolgte ein Einbruch auf das Niveau der 1960er-Jahre, während des wirtschaftlich schwierigen Zeitraums 2008-2012 sogar auf das Niveau der 1950er-Jahre. Für 2019 wird die Nachfrage auf 69 Mio. Unzen geschätzt. Aufgrund der jüngsten wirtschaftlichen Turbulenzen werden wir wahrscheinlich einen neuerlichen Rückfall auf das Niveau der 1950er-Jahre erleben.

## Investitionsnachfrage

**Die industrielle Nachfrage war enttäuschend, die Nachfrage nach Tafelsilber beruht auf der Popularität von „Downton Abbey“, während die Nachfrage nach Schmuck stagnierte und die Fotografie einen säkularen Niedergang erlebte.** Einzig die Investmentnachfrage konnte in den letzten Jahren eine Trendwende vollziehen.

*Trading silver is a tough way to make an easy living.*

**Rich Ross**

**Die Investitionsnachfrage nach Münzen, Medaillen und Barren war in den meisten Jahren der 1990er- und frühen 2000er-Jahre negativ.** Von 1990 bis 2004 waren die Netto-Investitionen negativ, im Durchschnitt 43 Mio. Unzen pro Jahr. Im Jahr 2006 wurde der börsengehandelte SLV-ETF<sup>375</sup> aufgelegt. In Kombination mit weitsichtigen Anlegern, die den fünfjährigen Rückgang des US-Dollars sowie eine aufkeimende Immobilienblase bemerkten, kehrte sich die Nachfrage nach Safe-Hafen-Silber mit durchschnittlich 49 Mio. Unzen ins Positive. Von 2008 bis 2012 explodierte die Nachfrage und erreichte im Durchschnitt 162 Mio. Unzen pro Jahr, was 17% der Gesamtnachfrage entspricht.

## Silber als Profiteur der Geld- und Fiskalpolitik?

**Wie wir in den vorherigen Kapiteln bereits ausführlich dargelegt haben, bringen die Zentralbanken Geld in einem epochalen Umfang in Umlauf.** Und sie tun dies nach bereits 12 Jahren „unkonventioneller“ Geldpolitik. Ja, zu ihrer Verteidigung können Zentralbanken erwidern: „Ohne uns wäre es viel schlimmer gewesen.“ Das ist eine interessante Diskussion für Akademiker. Aber „Es könnte schlimmer sein!“ ist kein politischer Wahlkampfslogan, mit dem Politiker auf einen Sieg hoffen können.

**Bald könnte die Ära vorbei sein, in der die monetäre Technokratie freie Hand hat.** Und warum? Weil das Virus bestehende Trends beschleunigt. Die Radikalen, Außenseiter, Populisten und autoritär Denkenden werden ihre Bemühungen um das Establishment verdoppeln, indem sie behaupten, sie hätten Pläne und Lösungen. Einige dieser Radikalen und Populisten werden an die Macht kommen. Wo dies nicht der Fall ist, wird es sehr wahrscheinlich sein, dass das

—  
 375 iShares Silver Trust

*I think the main continuity across the populist uprising is that they're all democracy movements. They're all people who correctly, actually, who correctly see that structures have been built up over the last half century that remove certain questions from the scrutiny of the voters and deliver them to regulatory bodies, bureaucracies, courts.*  
**Christopher Caldwell**

*Silver and gold have their value from the matter itself, they have first this privilege, that the value of them cannot be altered by the power of one, nor of a few commonwealths, as being a common measure of the commodities of all places.*  
**Thomas Hobbes**

Establishment ihre Politik, ihre Plattformen und ihre Vorschläge übernehmen wird.

**Das Virus läutet die Ära ein, in der die Finanzministerien durch Regulierung und Gesetze Inflation erzeugen werden**, in der Hoffnung, wirtschaftliche Aktivität zu schaffen, aber sicherlich vor allem in dem Wunsch, einer Deflation zu entgehen. Zumindest kann man darauf nur hoffen, denn die verbliebenen Optionen zur Lösung der Schuldenlast sind viel schlimmer.

Im Jahr 2011 schrieben Carmen M. Reinhart und M. Belen Sbrancia ihren Artikel „The Liquidation of Government Debt“<sup>376</sup>. In diesem führten sie aus, wie sich Regierungen historisch von übermäßigen Schuldenlasten befreit haben.

**Irgendjemand muss immer für Schulden bezahlen. Und die Festlegung, welcher Teil der Gesellschaft zahlen wird, sei es der Bund, die Länder oder die Gemeinden, seien es die reichen oder die armen Haushalte, seien es die Unternehmen oder Ausländer, ist das, worum es im nächsten Jahrzehnt gehen wird.**

Reinhart und Sbrancia nennen fünf Wege zur Schuldentilgung und die ersten beiden wurden bereits seit mehr als zehn Jahren versucht: Wirtschaftswachstum oder Sparmaßnahmen. Ersteres hat nicht funktioniert, letzteres war nicht populär. Damit bleiben drei Möglichkeiten.

**Die erste ist ein schneller Ausbruch der Inflation.** Das ist die schnellste aller Lösungen, vorausgesetzt, man kann die Inflation kontrollieren. Die wahlberechtigten Bürger sind im Allgemeinen nicht gerade begeistert von diesem Plan, und die Politiker, die das Pech haben, sich in Demokratien wiederzufinden, wissen darum. **Die zweite ist die völlige Zahlungsunfähigkeit und die bevorzugte Methode, wenn Ausländer die Gläubiger sind.** Für Länder mit hohen Fremdwährungsschulden und solider inländischer Nachfrage, um den wahrscheinlichen mehrjährigen Boykott der Finanzierung durch internationale Gläubiger zu überstehen, ist dies eine Option.

**Die letzte Möglichkeit ist die finanzielle Repression, eine Reihe von Gesetzen und Vorschriften, die einen Kapitalabfluss verhindern, die nominalen Renditen (per Gesetz) niedrig und die Inflationsraten hochhalten.** Dies war die Politik, die nach dem Zweiten Weltkrieg in den meisten Industriestaaten umgesetzt wurde. **Es scheint der wahrscheinlichste Weg zu sein, den eine Mehrheit der Länder in den kommenden Jahren einschlagen wird.**

**In jedem dieser Fälle ist die Silberinvestition eine Methode, sich der finanziellen Enteignung zu entziehen. Silber ist, wie Gold, eine Währung, die niemandes Verbindlichkeit ist. Silber ist international anerkannt, akzeptiert und liquide. Solange diese monetäre (Un-)Ordnung andauert, solange das Risiko einer Währungsabwertung steigt, wird die Nachfrage nach Silber Rückenwind erhalten.** Und wenn

<sup>376</sup> Reinhart, Carmen M. und Sbrancia, Belen M.: „The Liquidation of Government Debt“, NBER Working Paper Series, Nr. 16893, März 2011

diese Zeit verstrichen ist, können wir eine lange Reihe von weiteren Käufen erwarten, da die Erinnerung ein dauerhafter Teil des Lebens aller bleibt, die die kommenden Jahre erleben werden, ähnlich wie die Große Depression das Weltbild ihrer Überlebenden geprägt hat.

## Das Gold-Silber-Ratio

**Die meisten Edelmetallanleger kaufen Gold. Mit zunehmender Trendstärke und wachsendem Risikoappetit werden jedoch viele Anleger auch auf den kleinen Bruder des Goldes umsatteln.**

### Die größte Unterbewertung von Silber in der Geschichte?

**Wie bereits in früheren *In Gold We Trust*-Reporten erwähnt, ist damit zu rechnen, dass Silber früher oder später weiterhin dem von Gold beschrittenem Weg folgen wird.** Aufgrund des hohen Betas von Silber lohnt ein gewissenhafter Blick auf das Gold-Silber-Ratio (GSR). **Dieses Ratio zeigt an, dass Silber relativ zu Gold noch nie so billig bewertet war.**

*Generally, the greater the stigma or revulsion, the better the bargain.*

**Seth Klarman**

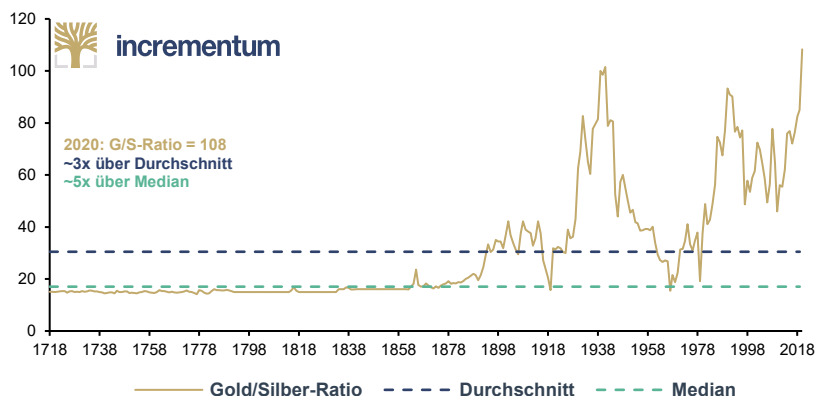
*Silver has also been the monetary standard of almost every country in the world, including China and Saudi Arabia in the twentieth century, Great Britain in the seventeenth, and Biblical Egypt.*

**William L. Silber**

**„Niemals“ ist keine Übertreibung.** James U. Blanchard hat in seinem 1995 erschienenen Buch „How to Profit from the Coming Silver Bonanza“ GSRs bis in die Urzeiten zurück berechnet. Die früheste langfristige Schätzung von 2,5 zu 1 stammt aus der Ära des ägyptischen Königs um 3200 v. Chr. Etwa 500 Jahre später, zur Zeit Hammurabis in Mesopotamien, lag das Verhältnis bei 6 zu 1. Von da an werden Blanchards Daten regelmäßiger und umfassen die Zeit des lydischen König Krösus mit einem GSR von 13.33, dem Herodot die erste Verwendung von Gold- und Silbermünzen zuschreibt, die Zeit Xenophons, Caesars und Konstantins mit einem GSR von 11.66, 7.5 bzw. 10.5. In „neueren“ Tagen schätzt Blanchard das GSR im Mittelalter für England auf 11,1 und für Italien auf 12,6 Silberstücke zu Gold.

Ab dem späten 17. Jahrhundert können wir auf die regelmäßigen, jährlichen Schätzungen zurückgreifen, wie sie von Lawrence H. Officer und Samuel H. Williamson von MeasuringWorth.com berechnet wurden, die Daten für 333 aufeinanderfolgende Jahre zur Verfügung stellten. Für das Jahr 2019 lag das Ratio im Durchschnitt bei 86, dem siebthöchsten Ratio, oder um es anders auszudrücken: **Während der gesamten aufgezeichneten Finanzgeschichte war Silber nur sechs Prozent der Zeit billiger.**

300 Jahre Gold/Silber-Ratio, 1718-2020



Quelle: Measuringworth.com, Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

333-jährige Verteilung des Gold/Silber-Ratios

Maßzahlen	Aktueller Wert	Inverse Normalverteilung
<b>Minimum</b>	14,14	14,02
<b>Maximum</b>	99,76	∞
<b>Mittelwert</b>	28,19	28,19
<b>Modus</b>	≈14,620	14,65
<b>Median</b>	15,80	17,19
<b>SD</b>	20,31	38,83
<b>Schiefe</b>	1,61	8,22
<b>Kurtosis</b>	4,60	115,55
<b>1%</b>	14,42	14,29
<b>5%</b>	14,65	14,48
<b>10%</b>	14,83	14,66
<b>15%</b>	14,94	14,85
<b>20%</b>	15,04	15,05
<b>25%</b>	15,13	15,27
<b>30%</b>	15,26	15,53
<b>35%</b>	15,37	15,83
<b>40%</b>	15,50	16,20
<b>45%</b>	15,65	16,64
<b>50%</b>	15,80	17,19
<b>55%</b>	15,96	17,89
<b>60%</b>	18,64	18,80
<b>65%</b>	27,04	20,01
<b>70%</b>	32,22	21,69
<b>75%</b>	35,80	24,11
<b>80%</b>	39,15	27,84
<b>85%</b>	51,68	34,07
<b>90%</b>	66,27	46,08
<b>95%</b>	74,78	76,73
<b>99%</b>	89,83	199,64

Quelle: Measuringworth, Emil Kalinowski, Incrementum AG

*Silver and gold have their value from the matter itself, they have first this privilege, that the value of them cannot be altered by the power of one, nor of a few commonwealths, as being a common measure of the commodities of all places.*

**Thomas Hobbes**

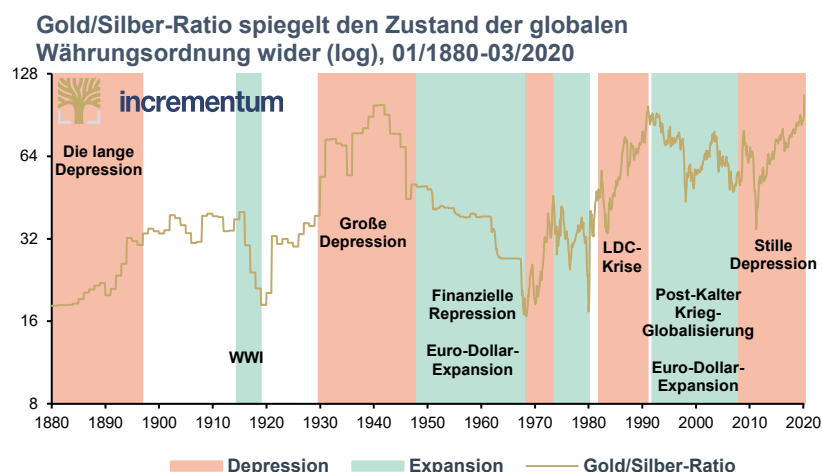
*What is very unusual about present circumstances – back in '08 and '09, was that the amount of money is falling. And the reason is very simple. It's that 95% of our money supply or more comprises bank deposits. And if banks, because they now realize they were overleveraged, try to reduce their lending activity, that will have the automatic effect of reducing the other side of the balance sheet. So, deposits will go down. That is why their money supply is contracting.*

**Mervyn A. King**

Das ungewöhnlich hohe Ratio gilt auch dann, wenn wir die monatlichen Daten genauer betrachten. Seit 1968, als der Goldpreis wieder frei auf den Märkten gehandelt wurde, lag das durchschnittliche Monatsverhältnis 80% der Zeit zwischen 30 und 80 mit einem Median von 58. **Für den Monat März 2020 verzeichnete das Ratio ein neues Allzeit-Hoch von 107.**

**Etwas salopp formuliert: Das ist der größte Rabatt der Geschichte auf eines der wichtigsten und nützlichsten Metalle der Menschheit.** Bevor wir einige Schätzungen abgeben, auf welches Niveau das Ratio zurückgehen könnte, lassen Sie uns erklären, warum das Ratio aktuell überhaupt derartige Extremwerte aufweist.

**Globale monetäre Bedingungen zeugen von deflationärem Druck**  
**Wie hoch ist der faire Preis von Silber? Dieser ist, was auch immer der faire Goldpreis ist, angepasst an den monetären Zustand der globalen Finanzordnung.** In Zeiten der Inflation und der monetären Proliferation wird Silber stärkere Kursgewinne verbuchen als Gold und das Gold-Silber-Ratio wird folglich sinken. In Zeiten der Disinflation, Deflation und monetären Zerstörung geschieht das Gegenteil, und das Ratio steigt. Dieses Muster ist seit mindestens 150 Jahren, seit der langen Depression von 1873, zu beobachten.



**Aktuell befindet sich das Ratio in schwindelerregenden Höhen, weil die globale Währungsordnung durch Disinflation und Deflation geprägt ist.** Dies läuft der impliziten Annahme zuwider, dass die Geldmengenausweitungen durch die Zentralbanken eine dramatische Ausweitung der Liquidität signalisiert. Diese Annahme ist nicht falsch. Aber es gab und gibt etwas um Größenordnungen Größeres, das sich in die entgegengesetzte Richtung bewegt: die Gesamtbilanz der Geschäftsbanken.

**Warum haben die Maßnahmen der Zentralbanken die Inflation nicht auf einen simbabwischen Pfad zum Mond geschickt?** Das liegt daran, dass die Zentralbanken der Industriestaaten und der Reservewährungen für die globale Geldmenge nicht von zentraler Bedeutung sind. **Dass das Netzwerk privater Finanzinstitutionen außerbilanziell und unter dem Radar der**



**Regulierungsbehörden agiert, ist für die moderne Geldmenge von zentraler Bedeutung:**

*„Most of the money in circulation is created, not by the printing presses of the Bank of England, but by the commercial banks themselves...And in the modern economy, those bank deposits are mostly created by commercial banks themselves.“<sup>377</sup>*

*When confidence collapses in the private sector, this is deflationary – but when confidence collapses in the public sector, this is inflationary.*

**Daniel J. Want**

Die meisten Menschen glauben, dass die Zentralbank, weil sie Banknoten und Münzen herstellt, auch Geld im Großen und Ganzen verwaltet. Doch die Banknoten und Münzen sind nur eine Ebene der Geldmenge, die manchmal als M0 bezeichnet wird. Es gibt mehr Ebenen, einige Länder melden M2 oder sogar M3. **Der Leser kann sicher sein, dass auch M3 nicht alles erfasst:**

*„It follows from the propositions I have so far stated that inflation is always and everywhere a monetary phenomenon in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output.“<sup>378</sup>*

*[W]here does the Fed fit in? It doesn't, maybe apart from psychology. There is no money in monetary policy, and there isn't even money in this modern money multiplication.*

**Jeffrey P. Snider**

**Gerade bei den breiteren Geldmengenaggregaten (M100? M∞?), haben private Finanzinstitutionen einen großen Spielraum, um Geld zu schöpfen.** Sie schaffen keine Banknoten und Münzen. Das wäre illegal. Stattdessen ist ihr Geldformat der buchhalterische Saldo, die Buchführung. Diese M∞ wird als Kredit, Darlehen, Anleihe, Swaps, Futures, Forwards, Swaptions, Cross-Currency-Basis-Swaps, Credit Default Swaps, Pay-in-kind Toggle Notes und jedwede Art von Finanzprodukt bezeichnet, die von einer Gegenpartei akzeptiert werden. **Die Werkzeuge der Geschäftsbanken sind weder die Druckerpresse noch die Prägeanstalt, sondern angewandte Mathematik, Informatik, Statistik, Wirtschaftstheorie, erwartete Volatilität und – am wichtigsten – Fantasie:**

*„Because I think if you try and explain the financial system with some kind of flow chart or even worse, a mathematical model, most people are just baffled. But if you tell them the story of why we have banks, why money is mostly bank money, why there is a bond market, what the stock market is and where it came from, then it all starts becoming more intelligible.“<sup>379</sup>*

Deswegen hat die Schaffung von Billionen von US-Dollar, Yen, Euro, Franken und Pfund sinkenden Inflationsrate zur Folge. Deshalb waren die Zentralbanken der USA, Japans, Europas und Chinas trotz des größten Spielraums in der modernen Währungsgeschichte nicht in der Lage, ihre selbst gesteckten Inflationsziele zu erreichen. Aus diesem Grund haben Metalle, Energie und Agrarrohstoffe seit 2011 nominell an Wert verloren. Die zweite Liquiditätskrise vom Ausmaß einer

<sup>377</sup> McLeay, Michael, Amar Radia und Ryland, Thomas: „Money creation in the modern economy“, *Quarterly Bulletin 2014 Q1*, Bank of England, 14. März 2014, S. 25  
<sup>378</sup> Friedman, Milton: „The Counter-Revolution in Monetary Theory“, *IEA Occasional Paper*, Nr. 33, 1970, S. 11  
<sup>379</sup> Ferguson, Niall: „A Historical Perspective on Populist Politics“, *Real Vision Television*, 29. März 2019

Jahrhundertkrise innerhalb von nur vier Jahren bestätigte, dass „es in der Geldpolitik kein Geld gibt“.<sup>380</sup>

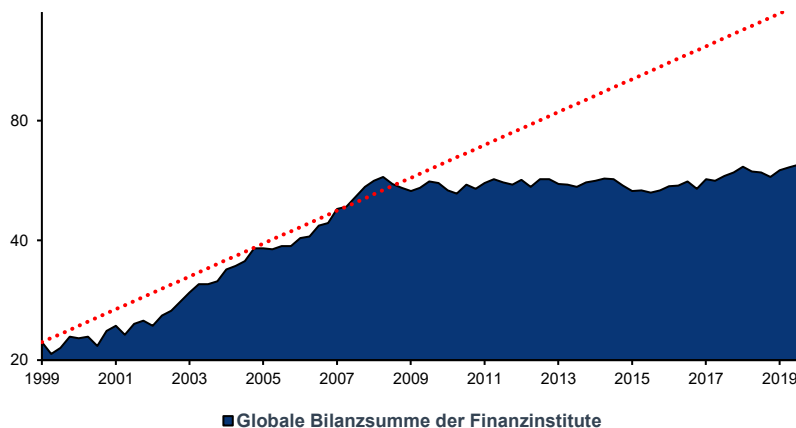
Wie das folgende Zitat von Robert V. Roosa, einem Beamten des US-Finanzministeriums während der Kennedy-Administration, zeigt, **haben die Zentralbanken bereits vor 60 Jahren die Kontrolle über die Geldmenge verloren:**

*„For from the early sixties onward there was virtually no control over the worldwide supply and use of dollars. ...the enormous expansion in markets for U.S. dollars offshore, and the new networks of interbank relations that made possible the creation of additional supplies of dollars outside the United States and beyond the control of the Federal Reserve.“<sup>381</sup>*

Und der Silberinvestor kann sicher sein, dass die „networks of interbank relations“ in den vergangenen Jahren nicht stillgestanden sind, sondern sich zum vielleicht komplexesten menschlichen System von Nichtlinearität, Emergenz, spontaner Ordnung, Anpassung und Rückkopplungsschleifen entwickelt haben, das heute existiert.<sup>382</sup>

Es mag immer noch schwer zu glauben sein, dass die Geschäftsbanken weltweit immer kleiner werden. In den zwölf Jahren vor und einschließlich 2007 sind sie exponentiell gewachsen, in den zwölf Jahren danach sind sie entweder kleiner geworden, unverändert geblieben oder bescheiden gewachsen. Das erklärt den Deflationsdruck im Finanzsystem.

**Globale Bilanzsumme der Finanzinstitute (log), in Bill. USD, Q1/1999-Q4/2019**



Quelle: IIF, Emil Kalinowski, Incrementum AG

Es ist daher nicht verwunderlich, dass das Gold/Silber-Ratio im März 2020 auf ein Allzeithoch von 125 gestiegen ist. Monetäre Zerstörung, also Deflation, war in diesem Monat allgegenwärtig. **Das Ratio wird so lange auf diesem Niveau verbleiben, wie der deflationäre Druck anhält. Wir gehen davon aus,**

<sup>380</sup> Snider, Jeffrey: „[There Is No Money In Monetary Policy at the Moment](#)“, RealClear Markets, 14. Juli 2017

<sup>381</sup> Roosa, Robert V.: „[Exchange Rate Arrangements in the Eighties](#)“, veröffentlicht in: Federal Reserve Bank von Boston: *The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods Conference*, Tagungsband einer Konferenz vom Mai 1984, Konferenzserie Nr. 28, Mai 1984, S. 107

<sup>382</sup> Wikipedia-Eintrag: [Komplexes System](#)

**dass dies so lange der Fall sein wird, wie den Zentralbanken freie Hand gelassen wird. Es gibt jedoch vermehrt Berichte aus unterschiedlichsten Teilen der Welt, dass sich diese Ära dem Ende nähert.**

### Ein dritter Akteur betritt das Spielfeld

Im Laufe der letzten zwölf Jahre hörten verschiedene Segmente des Finanzsystems schrittweise auf zu glauben, es gäbe „Geld in der Geldpolitik“. In Japan irgendwann in den frühen 2000er-Jahren. In den Industrieländern im Jahr 2011. In den Schwellenländern im Zeitraum 2014-2016. Politiker gehören auch zu dieser Gruppe von Nicht-Gläubigen, aber vor 2020 war es günstig, die Dinge auf sich beruhen zu lassen. Das Virus hat sie jedoch in den Mittelpunkt des Geschehens gerückt, und ihre Bürger schauen erwartungsvoll auf sie. **Deshalb werden in den kommenden Jahren die Politiker aus reinem Selbsterhaltungstrieb den Zentralbanken die Macht entziehen.**

*Wenn im ersten Akt ein Gewehr an der Wand hängt, dann wird es im letzten Akt abgefeuert.*

**Anton Tschechow**

**In Indonesien, Großbritannien und Neuseeland sind die Umriss dieses bevorstehenden Paradigmenwechsels allmählich zu erkennen.**

Indien folgt diesem Trio mit nicht sehr viel Abstand. Im April kaufte die „Bank Indonesia“, die Zentralbank Indonesiens, unter Umgehung der privaten Märkte Schulden direkt von der Regierung. Die Beteiligung der Zentralbank ist bei Auktionen von Scharia-Anleihen auf 30% und bei konventionellen Auktionen von Staatsschulden auf 25% begrenzt. Die „Jakarta Post“ berichtete:

*“[Bank Indonesia] acts as the last resort when the market is unable to absorb all of the offers,” Perry told reporters during a regular media briefing on Wednesday. „We projected that most of the bonds would be absorbed by the market and the central bank would only buy a small portion of them.“<sup>383</sup>*

Was Indonesien tut, ist einfach. In einer Zeit des nationalen Notstands kündigt es an, dass Jakarta von lokalen, privaten Sparern, wie z. B. Pensionsfonds und die Ersparnisse der Haushalte, Kredite zu Zinssätzen aufnehmen wird, die die Regierung selbst und nicht der Markt wählt, und mit denen sie sich wohlfühlt. Wenn sich die Wirtschaft erholt, ist die Rückzahlung kein Problem. Aber falls sich die Wirtschaft jahrelang nicht erholt, wie wird sich Jakarta dann finanzieren?

**An die Seite der „Bank Indonesia“ hat sich vor kurzem niemand anderer gesellt als die Grande Dame der Zentralbankgeschichte, die „Old Lady of Threadneedle Street“, die „Bank of England“:**

*„The UK has become the first country to embrace the monetary financing of government to fund the immediate cost of fighting coronavirus, with the Bank of England agreeing to a Treasury demand to directly finance the state’s spending needs on a temporary basis. This direct monetary financing of government would be ‘temporary and short-term’, the Treasury said in its statement. „As well as temporarily smoothing government cash flows, the W & M Facility supports market function by minimising the immediate impact*

<sup>383</sup> „Bank Indonesia buys \$108m of government bonds at auction, first time since rule change“, The Jakarta Post, 23. April 2020

*of raising additional funding in gilt and sterling money markets,' it added. It said any drawings on this facility would be repaid as soon as possible before the end of the year.*<sup>384</sup>

Nicht allzu weit dahinter liegen Neuseeland und Indien. **Ende April machte der neuseeländische Zentralbankgouverneur Adrian Orr eine Reihe aufsehenerregender Bemerkungen:**

- Laut Bloomberg *„he remains open minded about buying the nation's debt directly from the state, as the central bank mulls more policy responses to tackle the coronavirus crisis.“*
- *„Direct monetization, I know, has been heresy, taboo for a long time, but it's only a long time in our lifetime.“*
- *„It's not a mysterious issue. It's just not how we've run business.“*
- Die direkte Monetarisierung von Schulden ist mit *„as many risks as opportunities“* verbunden, wie Orr über das Potenzial für eine hohe Inflation sprach, wenn eine Zentralbank nicht unabhängig ist.
- *„There's no free lunch, but you shouldn't rule any option out“*<sup>385</sup>, fügte er hinzu.

Indien verfolgt eine ähnliche Politik wie Großbritannien:

*„While it is banned from buying straight from the government, legislation passed in 2018 has an 'escape clause' that allows the RBI to participate directly in primary auctions if the fiscal deficit is expected to be 0.5 percentage points above the targeted shortfall for the year.“*<sup>386</sup>

*What I think is very odd is the idea that somehow there is some new instrument called money printing, which means that you get a completely free lunch. This doesn't make any sense and it can't because just printing money doesn't affect the outputs, the productive ability of the economy.*

**Mervyn A. King**

**Unausgesprochen bleibt, was aber natürlich aus dem ersten Punkt**

**hervorgeht:** Sollten die Finanzmärkte gegen diese Käufe und die entsprechenden nicht marktgerechten Renditen protestieren, dann wird die Regierung die Märkte völlig beiseite schieben, Kapitalverkehrskontrollen einführen und ihre Beteiligung durch Gesetze erzwingen.

Mitte April sprach Changyong Rhee, der Direktor der Abteilung Asien und Pazifik des „Internationalen Währungsfonds“ (IWF), bei einem Briefing über die regionalen Wirtschaftsaussichten und befürwortete Kapitalverkehrskontrollen. Er erkannte sie als eine außergewöhnliche und vorübergehende Maßnahme an und sagte: *„I think there is room for capital flow measures ... as a prerequisite for many Asian economies to use more aggressive domestic policies to prevent large, lasting impacts on their economic structure.“*<sup>387</sup>

Rhee tanzt mit diesen Aussagen nicht aus der Reihe, sondern folgt seiner Chefin Kristalina Georgieva, die Mitte Februar in einem Leitartikel in der „Financial Times“ schrieb, dass der IWF *„will reassess the costs and benefits of four tools – monetary policy, macroprudential policy, exchange rate interventions and*

<sup>384</sup> *„Bank of England to directly finance UK government's extra spending“*, Financial Times, 9. April 2020

<sup>385</sup> *„Debt Monetization Creeps Closer by the Day in New Zealand“*, Bloomberg, 21. April 2020

<sup>386</sup> *„Debt Monetization Creeps Closer to Global Investors' Wary Relief“*, Bloomberg, 28. April 2020

<sup>387</sup> *„Asia's growth to grind to halt for first time in 60 years, warns IMF“*, Financial Times, 16. April 2020

capital flow measures – to help stabilise economies exposed to domestic and external shocks.“<sup>388</sup>

**Das ist der Unterschied zwischen der Epoche 2008-2019 und der nun anbrechenden Ära.** Während früher die Festlegung von Inflationszielen eine akademische Übung war, wird nun das Erreichen der Inflationsrate – whatever it takes – „garantiert“ werden, um die überbordende Schuldenlast sukzessive abzutragen. **Die Aktivitäten Indonesiens, Indiens, Neuseelands, Großbritanniens und des IWF sollten als die Vorhut dessen, was der gesamten Welt blüht, betrachtet werden.**

*[Modern Monetary Theory], for those not in the know, being that fair monetary wind, available at the press of a button, that will achieve what ten years of extraordinary monetary policy failed to achieve – a high level of broad inflation.*

**Russell Napier**

### Zeitachse und Preisziele

**Wir sind der festen Überzeugung, dass wir am Ende einer deflationären Phase unseres globalen Währungssystems stehen.** Der unmittelbare Auslöser für den Übergang ist die Übergabe des Inflationsstabs von der Zentralbank an die Regierungen. **Das Abwägen aller Wahrscheinlichkeiten deutet darauf hin, dass Silber in naher Zukunft, vielleicht nach einem weiteren großen deflationären Kredit- und Schuldenausfallzyklus, seinen inflationären Weg in Richtung des GSR einschlagen wird, das am Ende früherer inflationärer Phasen erreicht wurde.**

**Wie tief könnte das GSR fallen?** Im Jahr 2011, dem Höhepunkt der wahrgenommenen Wirksamkeit von QE, lag das GSR im Durchschnitt bei 44. Im Jahr 1980, dem letzten Jahr der Inflation in den 1970er-Jahre betrug das GSR im Durchschnitt 30. Im Jahr 1968, dem letzten Jahr der Preisfestsetzung des London Gold Pool, war das GSR durchschnittlich 18. Jeder dieser drei Punkte stellt das Ende einer inflationären Interpretation des damals herrschenden monetären Paradigmas dar.

### Das Gold/Silber-Ratio der Moderne, 01/1960-03/2020



<sup>388</sup> Georgiewa, Kristalina: „We Are Rethinking Our Advice to Emerging Markets“, Financial Times, 18. Februar 2020



**Wie hoch könnte Silber steigen?** Der aktuelle Goldpreis liegt bei etwa 1.700 USD, Silber bei 17 USD. Bei einem GSR von 30 wie 2011, würde Silber heute 56 USD kosten, ein GSR von 20 wie 1980 ergäbe einen Silberpreis von 85 USD.

Goldpreis	Gold/Silber-Ratios	Silberpreis							
		10	15	20	30	40	50	75	100
	1.000	100	67	50	33	25	20	13	10
	1.100	110	73	55	37	28	22	15	11
	1.200	120	80	60	40	30	24	16	12
	1.300	130	87	65	43	33	26	17	13
	1.400	140	93	70	47	35	28	19	14
	1.500	150	100	75	50	38	30	20	15
	1.600	160	107	80	53	40	32	21	16
	1.700	170	113	85	57	43	34	23	17
	1.800	180	120	90	60	45	36	24	18
	1.900	190	127	95	63	48	38	25	19
	2.000	200	133	100	67	50	40	27	20
	2.100	210	140	105	70	53	42	28	21
	2.200	220	147	110	73	55	44	29	22
	2.300	230	153	115	77	58	46	31	23
	2.400	240	160	120	80	60	48	32	24

Quelle: Incrementum AG

*Silver Linings' has proved a golden opportunity for me.*

**Anupam Kher**

Wie lange wird es dauern, bis diese Preise erreicht werden? Das wissen wir natürlich nicht. Die Reise nach dem Zweiten Weltkrieg dauerte 23 Jahre. Die Reise nach dem Kalten Krieg dauerte zwei Jahrzehnte. Die Reise nach Bretton Woods? Sieben kurze Jahre. **Wir wissen nicht, was die Zukunft bringt, aber wir wären überrascht, wenn sich Silber im Rückblick nicht als eine kluge Investition für die nächste Generation erweisen würde.**



*Endeavour*  
SILVER 

Wir entdecken, errichten und betreiben qualitativ hochwertige Silberminen auf nachhaltige Art und Weise, um einen echten Mehrwert für unsere Aktionäre zu schaffen.

**TSX:FSE | NYSE:EJD**

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



# 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.*

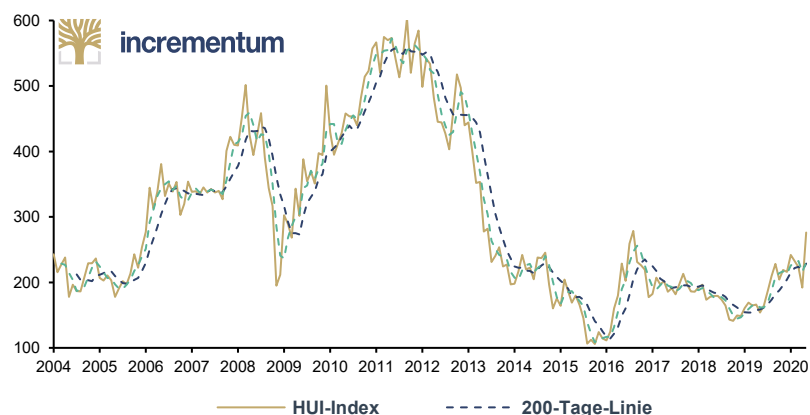
**Warren Buffett**

**Der diesjährige In Gold We Trust-Report widmet dem Minensektor erheblich mehr Raum als in den vergangenen Jahren.**<sup>389</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, Leidensfähigkeit und Nerven wie Drahtseile erforderlich.

**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.

HUI-Index, 01/2004-05/2020



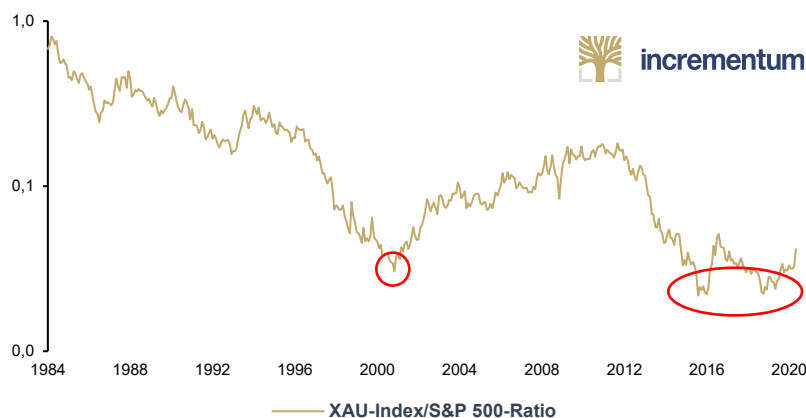
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

<sup>389</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



**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**



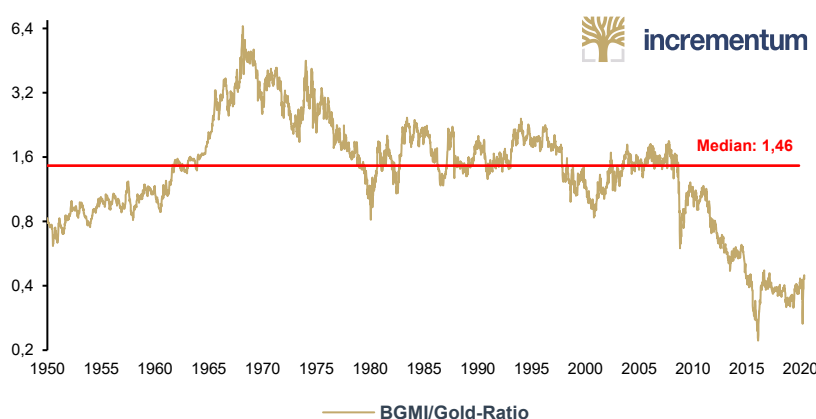
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Gains are overrated. Avoiding loss is underrated.*

**D. Muthukrishnan**

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, goldchartsus.com, Reuters Eikon, Incrementum AG

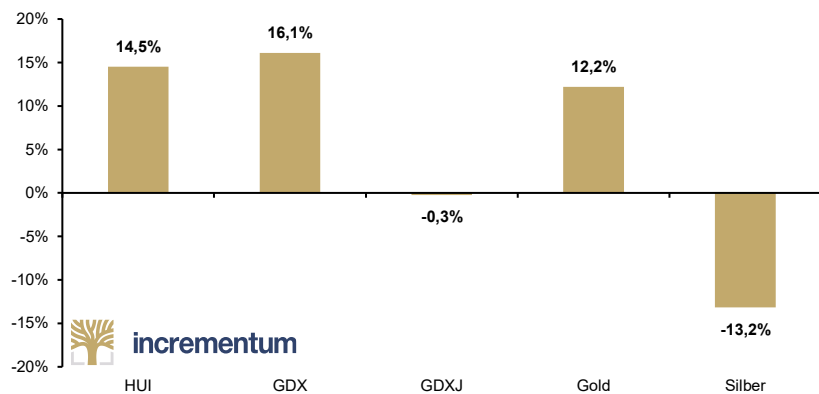
**Der Höchststand im HUI von 285 Punkten aus dem Jahr 2016 wurde vor kurzem angetestet, aber noch nicht nachhaltig durchbrochen, obwohl der Goldpreis mittlerweile um 400 USD höher steht als 2016.** Dies ist erwähnenswert, denn, wenn sich der Markt aktuell ähnlich wie im Jahr 2016 verhielte, müsste der 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**

**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 Mineralienaktien wie Phönix aus der Asche aufstiegen und sich innerhalb weniger Wochen bei hohem Handelsvolumen verdoppelten.

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

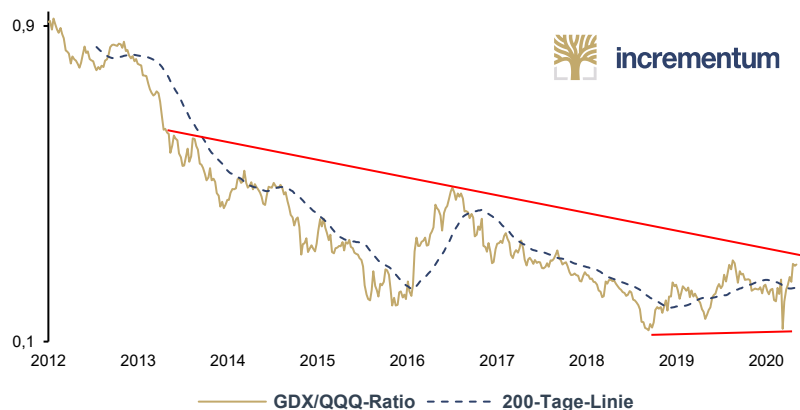


Quelle: Reuters Eikon (abgerufen am 14.05.2020), Incrementum AG

*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**

**Wichtig erscheint uns die Tatsache, dass derzeit – langsam, aber sicher – eine Sektorrotation im Gange ist.** Wenn wir einen Blick auf die relative Stärke von Mineralienaktien (GDX) gegenüber dem (ehemals) führenden Sektor am Aktienmarkt, den Technologieaktien (QQQ), machen, so stellen wir fest, dass die Mineralienaktien 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

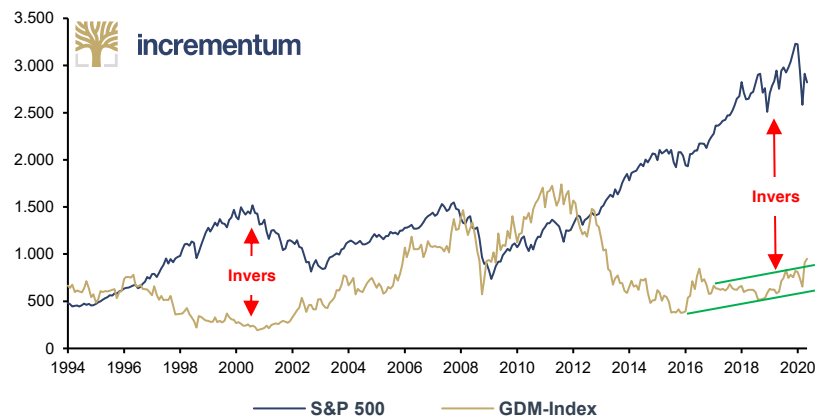
## 2019: Das Jahr im Rückblick

*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



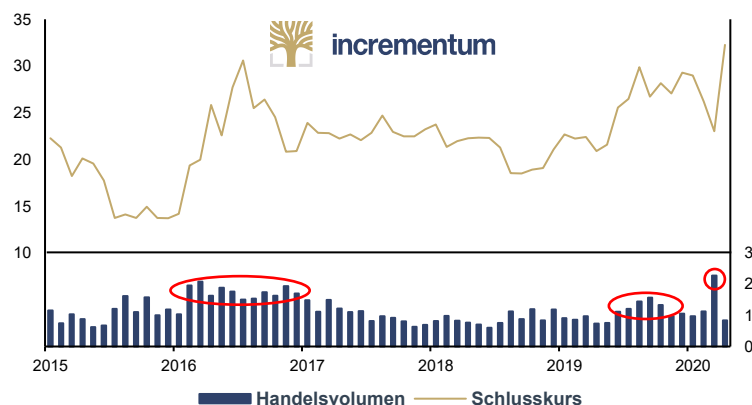
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*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.

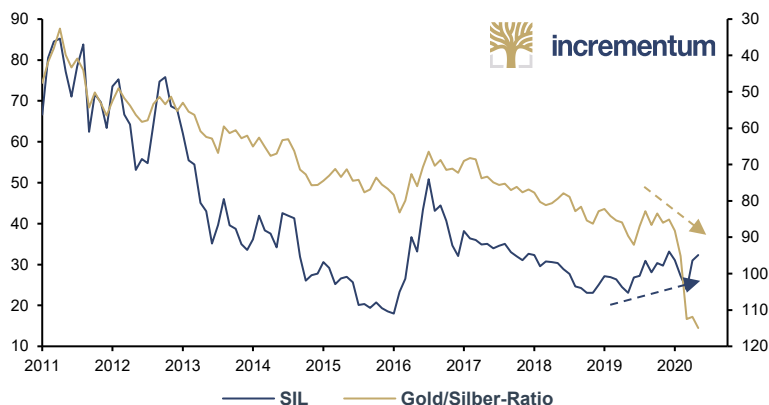
GDX-Schlusskurs (lhs), und GDX-Handelsvolumen (rhs), in Mrd., 01/2015-04/2020



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

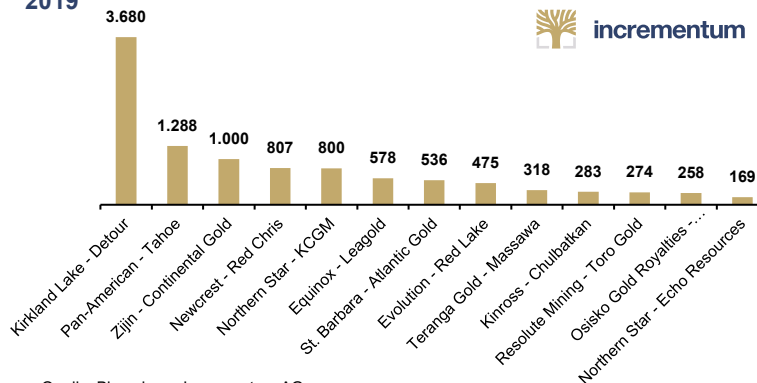
## Themen für 2020 und darüber hinaus

### Fusionen und Übernahmen (M&A)

**Der Mega-Deal zwischen Barrick und Randgold gab den Auftakt zum derzeitigen M&A-Zyklus.** Dieser Trend ist aufgrund der Coronaviruspandemie vorübergehend ins Stocken geraten, trotzdem wurden zuletzt eine Reihe kleine bis mittelgroße Transaktionen angekündigt, darunter u. a. die Übernahme von TMAC durch Shandong Gold oder die Fusion von SSR Mining und Alacer Gold.

2019 war im Vergleich zu 2018 ein Jahr anhaltender und sogar noch robusterer Aktivitäten. Nachfolgend einige bemerkenswerte Deals mit Ausnahme des Newmont-Goldcorp-Deals über 10 Mrd. USD.

M&A-Deals, angekündigt und abgeschlossen, in Mio. USD, 2019



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

*The future is here, it's just not widely distributed.*

**William Gibson**

*The storms come and go, the waves crash overhead, the big fish eat the little fish, and I keep on paddling.*

**Varys, Game of Thrones**

*As an industry, this means transforming their reputation as efficient 'converters of dirt' to prominent builders of both economic and societal capital.*

**PWC**

*The history of M&A debacles in the sector still resonates in the collective conscience of investors; therefore, a high bar for reserves sets a higher level of capital discipline and lowers the risk of dilutive M&A transactions.*

**Brent Cook**

**Im Gegensatz zu den Transaktionen, die in den Jahren 2010-2013 zum Abschluss kamen und bei denen teilweise exorbitant hohe Übernahmeprämien geboten wurden, waren die jüngsten M&A-Aktivitäten weitaus vernünftiger.** Wir gehen zwar nach wie vor von Prämien aus, doch werden diese im Rahmen zukünftiger Deals wahrscheinlich geringer ausfallen. Ausnahmen bilden Übernahmen von Single-Asset-Titeln, die eine ökonomische Lagerstätte ausgiebig exploriert haben und eine Machbarkeitsstudie vorweisen können.

**Es gibt zwei Hauptgründe für den Aufschwung von M&A.** Einer ist die Tatsache, dass institutionelle Gelder zugeflossen sind, derzeit aber vor allem in Unternehmen substanzieller Größe, wie Newmont und Barrick sowie in die großen Royalty-Firmen, investiert werden. Mit dem Fortschreiten der Hausse wird vermehrt Kapital zu kleineren Produzenten, Developern und Explorern fließen, aber den Anfang machen nun die größeren Produzenten. Der Markt belohnt aktuell Unternehmen, die über eine größere Produktionsbasis verfügen, mit höheren Multiples. **Infolgedessen erkennen viele Unternehmen, dass sie ihre Aktionäre belohnen können, indem sie durch M&A-Aktivitäten zu mittelgroßen oder großen Produzenten heranwachsen.**

**Dies ähnelt der M&A-Struktur in der Pharmaindustrie, einer Branche, in der es mehr M&A-Aktivitäten gibt als in jeder anderen. Dies ist weitgehend auf Patente zurückzuführen, die die Anzahl der Jahre begrenzen, in denen ein bestimmtes Medikament profitabel bleiben kann.** Wie der Bergbau, ist Pharma/Biotech sehr kapitalintensiv. Das wird in den Jahresabschlüssen nicht so dargestellt, aber praktisch gesehen, sind die hohen Investitionen in Forschung und Entwicklung die gleichen wie die Explorationskosten in der Bergbauindustrie.

**Einige potenzielle Käufer in den nächsten 12-24 Monaten sind:** Newcrest Mining, Evolution Mining, OceanaGold, Fresnillo (MAG – für die verbleibende 44%-Beteiligung an Juanicipio), Kirkland Lake Gold, Barrick, Newmont, Alamos Gold, SSR Mining, Torex Gold, Kinross, Equinox und B2Gold.

**Einige attraktive Übernahmeziele sind:** Lundin Gold, Pretium Resources, K92 Mining, Victoria Gold, Great Bear Resources, Lion One Metals, Gold Standard Ventures, Silvercrest Metals, B2Gold, Wesdome, Osisko Mining, Torex Gold. Zudem erwarten wir eine Konsolidierung im Bereich der Royalty- und Streaming-Titel.

### Peak Gold (& Silber)?

Seit 2015 spricht man ununterbrochen über „Peak Gold“, also das Erreichen eines Jahresproduktions-Plateaus. Wie wir bereits in den Vorjahren ausgeführt haben, erscheinen uns derartige Warnungen übertrieben, da es eine Vielzahl an zu berücksichtigenden Variablen gibt.<sup>390</sup>

<sup>390</sup> Vgl. „Historische Goldproduktion in Südafrika – Musterbeispiel für „Peak Gold“?“, In *Gold We Trust-Report 2009*; „Minenproduktion“, In *Gold We Trust-Report 2010*; „Goldmining-Aktien“, In *Gold We Trust-Report 2012*; „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*

Einerseits werden „Weltklasse-Funde“, also Projekte mit einer Produktion von mindestens 350.000 Unzen pro Jahr sowie einer Förderdauer der Mine von mehr als 20 Jahren bei niedrigen Kosten, die sich idealerweise auf dem niedrigsten Quartil auf der Kostenkurve des Sektors befinden, immer seltener. Andererseits gibt es weltweit große Regionen, die noch nicht richtig erkundet worden sind. Dies ist tendenziell in risikoreicheren und wenig explorierten Gebieten der Fall. Zum Beispiel wurde Randgold, das jetzt zu Barrick gehört, zu einem der Top-15-Goldproduzenten weltweit, indem es sich auf risikoreichere Staaten in Afrika, insbesondere die Demokratische Republik Kongo (DRC), konzentrierte.

*In bull markets, people have faith; in bear markets, doubt. The other way around might be more profitable.*

**Jim Grant**

**Abgesehen von der Suche nach Lagerstätten in wenig erforschten Gebieten werden mit steigendem Goldpreis zuvor unwirtschaftliche Lagerstätten plötzlich wirtschaftlich.** Es gibt eine größere Gruppe dieser Lagerstätten, die zwar identifiziert und in ihrer Erkundung weit fortgeschritten sind, aber keine angemessene Rendite bei Goldpreisen von weniger als 2.000-2.500 USD/Unze Gold erzielen. Minenunternehmen benötigen in ihren Basisszenarien, die in der Regel 20-30% unter dem aktuellen Preis liegen, einen IRR von mindestens 20%.

*Economics is driven by scarcity and technology creates abundance.*

**Jeff Booth**

**Im weiteren Verlauf der Hausse könnte ein Goldpreis von 2.000 USD/Unze das Basis-Preisniveau darstellen, von dem aus Produktionsentscheidungen getroffen werden.** Es gibt bereits eine Reihe von verheißungsvollen Funden, die entweder einen höheren Goldpreis benötigen, um die Errichtung der Mine zu rechtfertigen, die Probleme im Genehmigungsverfahren oder der Finanzierung haben, oder die derzeit auf politischen oder gesellschaftlichen Widerstand stoßen. Dies ist der Fall bei Tier-1-Assets, wie z. B. Pascua-Lama mit einer Förderleistung von 800.000-850.000 Unzen Gold und 26-36 Mio. Unzen Silber pro Jahr, Pan American's Navidad (15-22 Mio. Unzen Silber pro Jahr) und Escobal (18-21 Mio. Unzen Silber pro Jahr) und bei bestehenden Minen, bei denen derzeit Erhaltungs- und Wartungsarbeiten durchgeführt werden wie Northern Dynasty's Pebble Project.

**Es gibt auch unvorhergesehene technologische Innovationsschübe bei der Gewinnung von Gold und Silber.** Wenn wir fünf Jahrzehnte zurückblicken, hat das Aufkommen der Haufenlaugungsverarbeitung (engl. heap leaching) die Goldproduktion drastisch erhöht. Dadurch konnte das bis dahin nicht oder nur mit niedrigen Rückgewinnungsraten gewonnene Metall wirtschaftlich verwertet werden. Dasselbe könnte auch mit extrem niedriggradigem Material geschehen, das mit der heutigen Technologie bei weitem nicht wirtschaftlich zu fördern ist. Innovationen haben in der Vergangenheit zu Umbrüchen im Minensektor geführt, und es gibt keinen Grund, warum sich die Geschichte nicht wiederholen sollte.

### Margenausweitung

**Im Zuge des letzten Bärenmarktes arbeiteten die Unternehmen hart daran, ihre Kosten zu senken und die Effizienz erhöhen.** Der erste Schwerpunkt lag im Schließen und dem Verkauf von Minenstandorten und der Reduktion von Verwaltungskosten. Als nächstes verringerten die Unternehmen die



*Non-US gold miners can be seen (among other things) as spread plays on the FX. In this most recent crisis – the economic collapse associated with the Covid virus and all the money printing that is going along with it – there has been some debate about which monetary instrument will prevail. There are naturally the gold bulls who argue that the money printing will amount to the devaluation across all currencies. But there are also those who point out that the emergency deleveraging taking place around the world will drive intense demand for the Dollar. Both arguments have merit.*

**Doug Pollitt**

Explorationsausgaben auf ein Minimum. Greenfield-Explorationen wurde de facto komplett beendet, Brownfield-Explorationen auf ein Minimum reduziert.

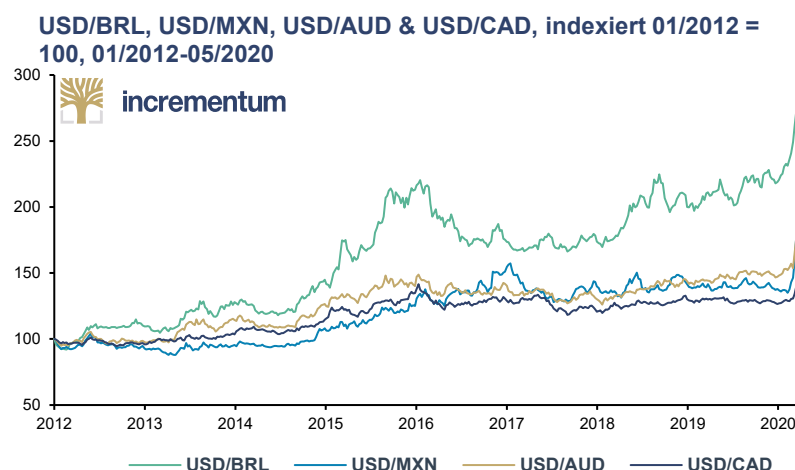
Expansionsprojekte wurden auf Eis gelegt, kapitalerhaltende Investitionen wurden so lange wie möglich aufgeschoben. Als die Goldminenunternehmen durch Ressourcen- und/oder Produktionsexpansion wieder zu wachsen begannen, haben sie die schlanke Kostenstruktur beibehalten, und den meisten Firmen gelingt dies bis heute.

### Die Vorteile des niedrigen Wechselkurses nützen

Die meisten Gold-Miner haben ihren Hauptsitz in Kanada und Niederlassungen auf der ganzen Welt, weshalb die Kosten in der jeweiligen lokalen Währung zu begleichen sind. **Da de facto alle Währungen gegenüber dem US-Dollar abgewertet haben, stieg der Goldpreis in diesen Währungen, während die Inputkosten unverändert blieben.** Selbiges traf insbesondere auf den Australischen Dollar zu, was zum Teil zu Fusionen und Übernahmen unter den in Australien ansässigen Produzenten führte. Obwohl es weitaus weniger Goldminenunternehmen in Australien als in Kanada gibt, zeichneten diese 2019 für einen unverhältnismäßig hohen Anteil an M&A-Aktivitäten verantwortlich.

Newcrest Mining, Australiens größter Goldproduzent und einer der größten Produzenten der Welt, erwarb die Red Chris Mine in Kanada für etwas mehr als 800 Mio. USD. Northern Star Resources akquirierte eine 50%-Beteiligung an der KGC-M-Superpit von Newmont für USD 800 Mio. und auch Evolution Mining, Resolute Mining und St. Barbara tätigten zuletzt Übernahmen.

Der folgende Chart zeigt die Entwicklung des US-Dollar im Vergleich zu den beiden wichtigen Rohstoffwährungen CAD, AUD, sowie gegenüber dem mexikanischen Peso und dem brasilianischen Real. Der Aufwärtstrend des US-Dollar gegenüber diesen Währungen ist ungebrochen.



*Yeah, Mr. White! Yeah, Science!*  
**Jesse Pinkman,**  
**Breaking Bad**

*Tech-enabled transformation opens up a whole new horizon of possibilities. It equips companies with novel levers, tools, and opportunities to improve safety, productivity, and ways of working. The rewards will be far-reaching for companies that commit to it and approach it wisely.*

**McKinsey**

*The mining industry has been a hard industry to operate in for the last 30 years. And the aura of respect surrounding mining is somewhere below that surrounding garbage collection. And the consequence of that is that many competent people would choose a job in any career other than mining.*

**Rick Rule**

*The sky is the limit to what technology can do for the mining sector.*

**Vince Gerrie**

## Fallende Betriebskosten in Folge des Ölpreis-Verfalls

Die Energiepreise, d. h. die Preise für Öl, Benzin und Diesel, erlebten in den letzten Monaten einen gewaltigen Preisverfall. Im Allgemeinen machen Öl und ölverwandte Produkte wie Diesel 20%-25% der Betriebskosten im Untertagebau aus. Im Tagebau ist der Anteil der Energiekosten an den OPEX 20%-35%.

## Technologische Innovationen

In den letzten Jahren und für die absehbare Zukunft werden technologische Fortschritte oder Umbrüche in der Industrie in vielen Aspekten des Bergbaus eine wichtige Rolle spielen.<sup>391</sup> Die Einführung der Automatisierung wird unter anderem die Effizienz steigern, die Kosten senken und die Sicherheit der Arbeiter verbessern. Beispielsweise ermüden autonome LKW-„Fahrer“ nicht. Übermüdung ist derzeit für mehr als die Hälfte der LKW-Unfälle im Open-Pit-Mining verantwortlich.

## Der in Bezug auf Automatisierung fortschrittlichste Untertagebau wird von Sandviks „AutoMine®“ verwaltet.

<sup>392</sup> Der Betrieb wird von einem einzigen Controller überwacht. Dieses System ermöglicht den autonomen Betrieb einer Flotte von bis zu fünf Fahrladern (LHD) unter der Oberfläche in extrem enger Umgebung, wobei Durchgangsbuchten genutzt werden, um den Verkehrsfluss aufrechtzuerhalten. Sandvik implementierte auch ein Kontrollstationssystem, das die unterirdische Logistik ohne menschliches Eingreifen von der Oberfläche verwaltet. Weitere automatisierte Arbeitsschritte inkludieren automatisierte Untertage- und Tagebauförderfahrzeuge, ein vollständig autonomes Tanksystem, ferngesteuerte Tagebaubohrgeräte und autonome Bohrungen für Erschließungs- und Produktionssprengungen durch mehrere Einheiten, die von einem einzigen Arbeiter per Fernsteuerung betrieben werden.

## Wie wir bereits im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report geschrieben haben, ist die Exploration jener Bereich, in dem der Einsatz von neuen Technologien für den Minensektor besonders vorteilhaft sein wird.

<sup>393</sup> Dies wird weitgehend von KI vorangetrieben, die auch für eine Vielzahl anderer Anwendungen im Bergbausektor eingesetzt wird. Bis jetzt hat es noch keinen Durchbruch an der Explorationsfront gegeben, aber die Entwicklungen geben Anlass zu Optimismus. „GoldSpot Discoveries“, ein innovatives Unternehmen, das wir im Vorjahr ausführlich vorstellten, hat in den letzten Monaten große Fortschritte gemacht und den Explorationserfolg erheblich gesteigert. Es setzt KI ein, um das Kapitalrisiko zu verringern, und arbeitet gleichzeitig daran, die Erfolgsraten bei der Ressourcenexploration zu erhöhen.

Einer höchst empfehlenswerten Studie von McKinsey<sup>394</sup> zufolge werden Innovationen in der Exploration den Unternehmen die Möglichkeit bieten, nicht nur ihre Reservenbasis zu erweitern, sondern auch eine einzigartige Quelle von Wettbewerbsvorteilen im Vergleich zu ihren Konkurrenten zu erschließen. Dies gilt insbesondere angesichts der Tatsache, dass der Minensektor mindestens ein

<sup>391</sup> Vgl. „Mining & Technologie“, *In Gold We Trust*-Report 2019

<sup>392</sup> Vgl. Sandvik: *AutoMine® equipment automation and teleoperation systems*

<sup>393</sup> Vgl. „Mining & Technologie“, *In Gold We Trust*-Report 2019

<sup>394</sup> Vgl. „Can the gold industry return to the golden age“, McKinsey & Company, 12. April 2019

*We get a free perpetual option on the discoveries made on the land by the operators and we get a free perpetual option on the price of gold.*

**Pierre Lassonde**

*Our experience shows that active mitigation of ESG risks creates long-term shareholder value.*

**Namrata Thapar**

Jahrzehnt hinter dem Öl- und Gassektor hinterherhinkt. Bei letzterem haben Messungen während des Bohrens, Horizontalbohrungen, Fracking und seismische 3D-Analysen die Art und Weise, wie die Exploration durchgeführt wird, grundlegend verändert. Mit Vorlaufzeiten von der Entdeckung bis zum Beginn der Produktion von durchschnittlich 20 Jahren und Explorationskosten auf historischen Höchstständen sucht der Minensektor nach Technologien, die ihrem derzeitigen Explorationsgeschäftsmodell zu Durchbrüchen verhelfen und neue Entdeckungen ermöglichen sollen.

**Verschiedene Technologien werden auch dazu beitragen, die Kosten für die Exploration im Frühstadium drastisch zu senken.** Dazu zählt u. a. der Einsatz von Drohnen in Verbindung mit hochauflösenden Kameras, mit denen Zehntausende von Datenpunkten erzeugt und aufgenommen werden können, um geografische 3D-Modelle zu erstellen oder auch neue hochauflösende Gleichstrom-Widerstandsmessungen, die im Vergleich zu herkömmlichen induzierten Polarisations-Messungen mit höherer Auflösung ermöglichen.

### ESG

Minenunternehmen konzentrieren sich zunehmend auf die Reduzierung der CO<sub>2</sub>-Emissionen, wobei viele Unternehmen eine Reduktion bereits erreichen konnten und sich für die Zukunft noch ambitioniertere Ziele setzen. Sie unterstützen die ortsansässige Bevölkerung und haben erkannt, dass es im Interesse aller Beteiligten ist, der Gesellschaft etwas zurückzugeben.

**ESG umfasst weitaus mehr als nur die Reduktion des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes, da das Konzept auch die Wassernutzung sowie die Achtung der Arbeitnehmerrechte und der ortsansässigen Bevölkerung einschließt.**

Die Minenunternehmen mit hohen ESG-Ratings können auch auf bessere Renditen verweisen, obwohl es sehr schwierig ist, die höhere Rendite ausschließlich auf eine Sache zurückzuführen. Dies ist durchaus sinnvoll, da Portfolio- und Fondsmanager eher bereit sind, in Unternehmen zu investieren, die sie als nachhaltig betrachten.

Durch die Outreach-Programme, mit denen der Kontakt zur ortsansässigen Bevölkerung und den Arbeitskräften verbessert wird, sinkt auch die Wahrscheinlichkeit, dass es zu Streiks oder illegalen Minenblockaden kommt. Da ESG-Ratings insb. für institutionelle Investoren immer wichtiger werden, ist es auch wahrscheinlich, dass Banken und andere Finanzinstitutionen eher bereit sind, Kredite zu vergeben oder Kreditlinien bereitzustellen, wenn das Unternehmen über ein gutes ESG-Rating verfügt.

## Aufbau eines Gold- und Silber-Aktienportfolios

**Viele unserer Leser interessieren sich für Gold, haben aber noch keine (oder weitgehend schlechte) Erfahrungen mit Investitionen in Minenaktien gesammelt.** Aus diesem Grunde möchten wir Ihnen eine kurze Orientierung geben, in der wir einige wichtige Auswahlkriterien für Minenaktien sowie grundsätzliche Überlegungen bez. des Minensektors schildern.

*Without deviation from the norm, progress is not possible.*

**Frank Zappa**

*In other words, in order to achieve superior results, an investor must be able – with some regularity – to find asymmetries: instances when the upside potential exceeds the downside risk. That's what successful investing is all about.*

**Howard Marks**

*It is hard to imagine a more stupid or more dangerous way of making decisions than by putting those decisions in the hands of people who pay no price for being wrong.*

**Thomas Sowell**

*Some people want it to happen, some wish it would happen, and others make it happen.*

**Michael Jordan**

**Aufmerksame Leser unserer Goldstudien wissen, dass wir stets zwischen „Sicherheitsgold“ (physisches Gold) sowie „Performancegold“ (Aktien, Minenfonds etc.) unterscheiden.** Wir werden nicht müde auf das inhärente Aktienmarktrisiko hinzuweisen, das eine Anlage in Minenaktien mit sich bringt. Das primäre Anlageziel beim Kauf von physischem Gold ist der Erhalt der Kaufkraft. Auf der anderen Seite dienen Gold- und Silberaktien sowie Mining-Fonds dem Kapitalzuwachs.

**Eine Möglichkeit, die Risiken im Minenaktienportefeuille zu streuen, sind Royalty- und Streaming-Unternehmen, welche selbst keine eigenen Minen betreiben, sondern lediglich Rechte für die zukünftige Gold- und Silberminenproduktion erwerben.** Sie verfügen über ein derart erfolgreiches Geschäftsmodell, dass sie die Basis eines jeden Edelmetall-Portfolios bilden sollten. Sie entwickeln sich in Bullenmärkten sehr gut und schneiden in Bärenmärkten meist besser als der Gesamtmarkt ab.

Die Royalty- und Streaming-Unternehmen und die Senior Producers bilden die Basis eines Portfolios für konservativere Investoren. Investitionen in Unternehmen mit einer Produktion von weniger als 1 Mio. Unzen pro Jahr erfordern weitaus intensivere Due Diligence, selbst im Falle einer Diversifizierung über mehrere Unternehmen dieser Kategorie.

**Eine besonders große Bedeutung kommt dem Management von Mining-Unternehmen zu. Mit den richtigen Personen lassen sich die Risiken tendenziell minimieren.** Man sollte sich viel Zeit nehmen, um das Management-Team eines Unternehmens zu analysieren, aber es reicht nicht aus, nur die bisherigen Erfolge zu betrachten. Das bedeutet, dass ein Blick auf die Biografie auf der Website des Unternehmens und seine derzeitigen Entscheidungsträger zu kurz greift, da diese nur deren Erfolge hervorhebt. Wichtiger ist es, die gesamte berufliche Laufbahn zu durchleuchten und dabei besonders auf Misserfolge und die Gründe für deren Entstehung zu achten. Wenn zum Beispiel Mining-Legenden wie Robert Friedland oder Ross Beaty in hohem Maße in einem Unternehmen involviert ist und eine wesentliche Beteiligung halten, ist das an sich schon ein klar positives Argument.

Ein weiterer wichtiger qualitativer Aspekt ist die Aufschlüsselung der Eigentumsverhältnisse. Eine wesentliche Beteiligung des Managements („skin in the game“) und/oder **eine wesentliche Beteiligung von Ikonen der Branche wie Eric Sprott oder Pierre Lassonde sollten die Erfolgchancen eines Investments signifikant erhöhen.** Es lohnt sich zudem, die Bonifikation der Führungskräfte zu prüfen, da die Interessen eines Management-Teams, das zumindest teilweise mit Aktien oder Aktienoptionen vergütet wird, stärker auf die Interessen der Aktionäre ausgerichtet sind.

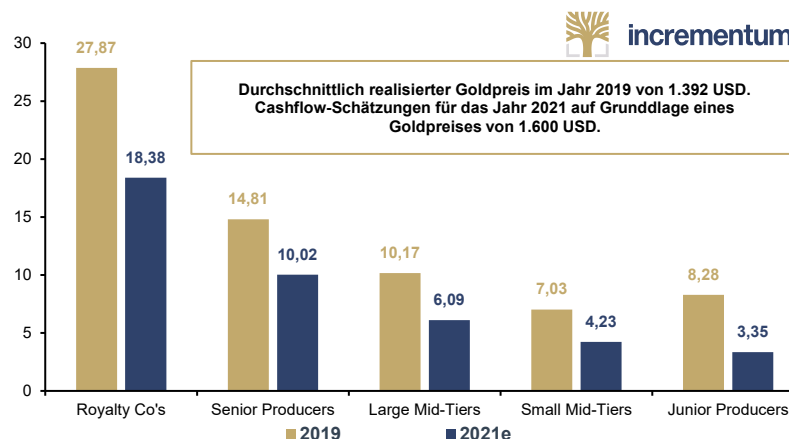
**Die unserer Meinung nach wichtigsten Bewertungsinstrumente, die im Minensektor verwendet werden, sind „Price-to-Net-Asset-Value“ (P/NAV) und „Enterprise-Value-to-Operating-Cash-Flow“ (EV/OCF).** Abhängig von der Größe des einzelnen Unternehmens, der Frage, ob es über

qualitativ hochwertige Aktiva verfügt, und seiner Kostenstruktur, handeln Unternehmen bestimmter Größe in der Regel mit den folgenden P/NAV-Multiples:

- **Royalty & Streaming-Unternehmen:** 1,50x bis 2,60x NAV für die größten Royalty- und Streaming-Unternehmen aufgrund des überlegenen Geschäftsmodells. 1,0x bis 2,0x NAV für mittelgroße Royalty- und Streaming-Unternehmen. 0,75x-zu-1,50x NAV für Junior-Royalty- und Streaming-Unternehmen.
- **Senior-Goldproduzenten (Produktion >1 Mio. Unzen Gold):** 1,50x bis 2,25x NAV.
- **Große Mid-Tier-Produzenten (Produktion 500.000-1 Mio. Unzen Gold):** 1,20x-1,80x NAV
- **Kleinere Mid-Tier-Produzenten: (225.000 oz.-500.000 Unzen mit mindestens drei Minen):** 1,0x - 1,40x NAV
- **Juniorproduzenten (bis zu 225.000 Unzen Gold):** 0,65x-1,10x NAV

Was die Cashflow-Kennzahlen betrifft, so gibt der folgende Chart das Kurs-Cash-Flow-Ratio (KCF) für 2019 und die Schätzung für 2021 der Minenunternehmen an.<sup>395</sup>

P/CF-Ratios, 2019 und 2021e



Quelle: Unternehmensberichte, Reuters Eikon, Incrementum AG

Es gibt keine bestimmte Zahl an Unternehmen, die man im Edelmetallportfolio halten sollte. Die Anzahl der Unternehmen sollte aber jedenfalls im Einklang mit der Zeit stehen, die man bereit ist, jedem Unternehmen pro Monat zu widmen. Im Allgemeinen sollte ein Investor bereit sein, 60-90 Minuten pro Monat für jede Beteiligung, die er hält, aufzuwenden. **Andernfalls erscheint eine Anlage in breit diversifizierten Minenfonds für das Nervenkostüm empfehlenswerter.**<sup>396</sup>

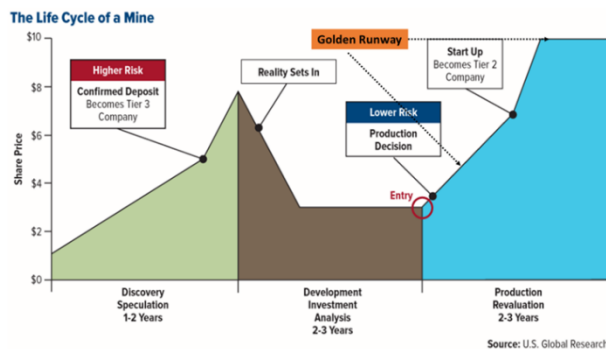
<sup>395</sup> Anmerkung: Die Schätzungen für 2021 werden anstelle von 2020 verwendet, da aufgrund der von der Regierung angeordneten vorübergehenden Stilllegung von Minen für 2020 keine Zahlen für ein vollständiges Betriebsjahr vorliegen werden. Die für jede Kategorie verwendeten Preise entsprechen dem Schlusskurs vom 23. April 2020. Der durchschnittliche Goldpreis im Jahr 2019 betrug 1.392 USD /Unze, am letzten Handelstag des Jahres 1.514 USD/Unze. Den Cashflow-Schätzungen für 2021 wurde ein Goldpreis von 1.600 USD/Unze zugrunde gelegt.

<sup>396</sup> Baker Steel und Incrementum haben 2019 eine Kooperation vereinbart, die Investoren eine einzigartige Kombination aus Incrementums Macro-Expertise und Baker Steels preisgekröntem Stockpicking im Bereich von Goldminenaktien ermöglicht. Hierzu wurde eine spezielle Anteilsklasse lanciert. Weitere Informationen finden Sie auf unserer [Webseite](#).



Beim Aufbau eines Edelmetallportfolios sollte der Anleger ein Portfolio zusammenstellen, das seinen Anlagezielen und seiner Risikobereitschaft entspricht. Konservativere Investoren werden natürlich größeren Wert auf Royalty- und Streaming-Unternehmen legen, gefolgt von Senior-Produzenten mit ein paar großen Mid-Tier-Produzenten.

Eine andere erfolgreiche Schiene, die wir im Rahmen unserer Investmentstrategien verfolgen, ist die Investition in Unternehmen, die sich demnächst oder bereits im „Pre-Production Sweet Spot“ (PPSS) befinden. Die Phase nach dem Baubeginn einer Mine ist in der Regel höchst lukrativ, weil das Projektrisiko in dieser Phase deutlich reduziert ist und die Chancen einer Übernahme steigen.



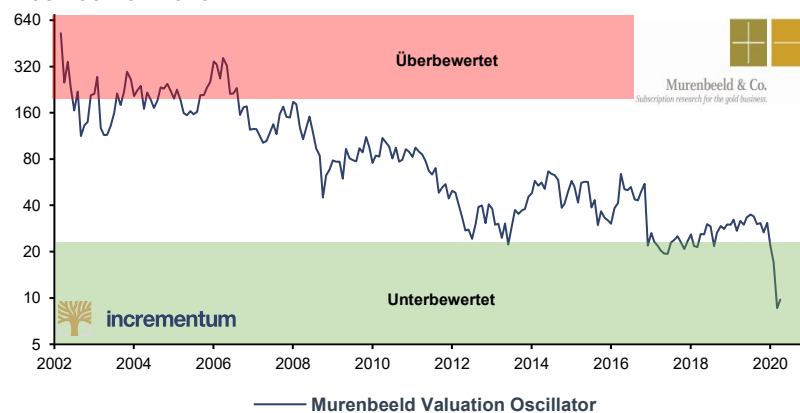
## Fazit

*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 solideren 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>397</sup>

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



Quelle: Bloomberg, Murenbeeld & Co., Incrementum AG

<sup>397</sup> Berechnung des Murenbeeld Valuation Oszillators:  $P/B \cdot EV/EBITDA \cdot 10\text{-year Treasury Yield}$ .

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

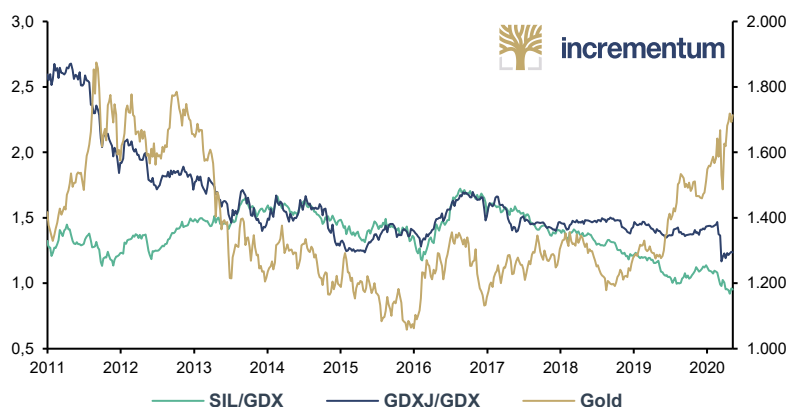
**McKinsey**

**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 sehen wir Unternehmen aller Größenordnungen, die Dividenden ausschütten oder Aktien zurückkaufen. Mehr und 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>398</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>399</sup> Vergleichen wir Silberminenaktien, wofür wir den „Silver Miners ETF“ (SIL)<sup>400</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

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



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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>

<sup>398</sup> Vgl. Pollitt, Douglas: „Gold companies = gold bullion? What everyone seems to want...“, Pollitt & Co., Oktober 2018

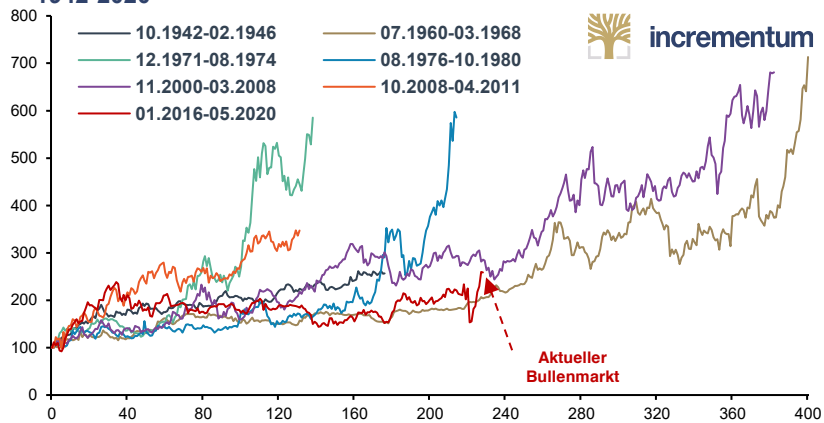
<sup>399</sup> Der GDX bildet in erster Linie großkapitalisierte Goldförderer ab, während der GDXJ die riskanteren Junior- und Small-Cap-Titel inkludiert und ein deutlich höheres Beta aufweist. Ein Anstieg des Ratios zeigt an, dass die kleineren Junior-Titel relative Stärke zeigen, was wiederum eine steigende Risikobereitschaft seitens der Investoren signalisiert.

<sup>400</sup> [Global X Silver Miners ETF \(SIL\)](#)

Goldminenindex hielt man für einen verlässlichen Indikator für steigenden Risikoappetit und somit die nächste Stufe des Bullenmarktzyklus’.

**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.

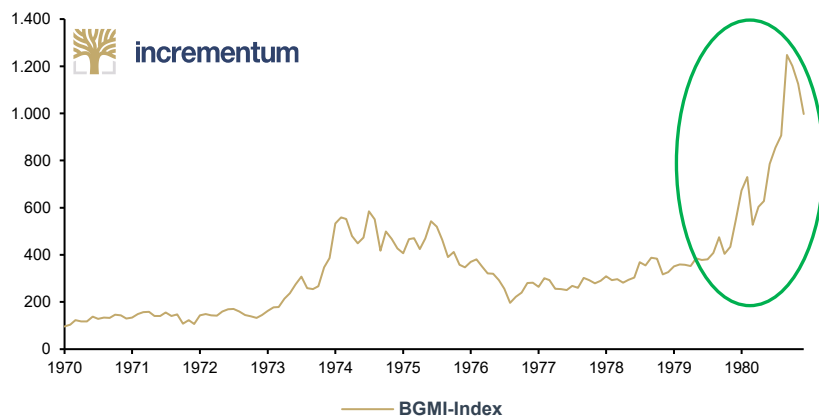
**BGMI-Bullenmärkte, indexiert 100 = Beginn des Bullenmarktzyklus, 1942-2020**



Quelle: Nowandfutures, TheDailyGold.com, Barrons, Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

**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.

**BGMI-Index, 01/1970-12/1980**



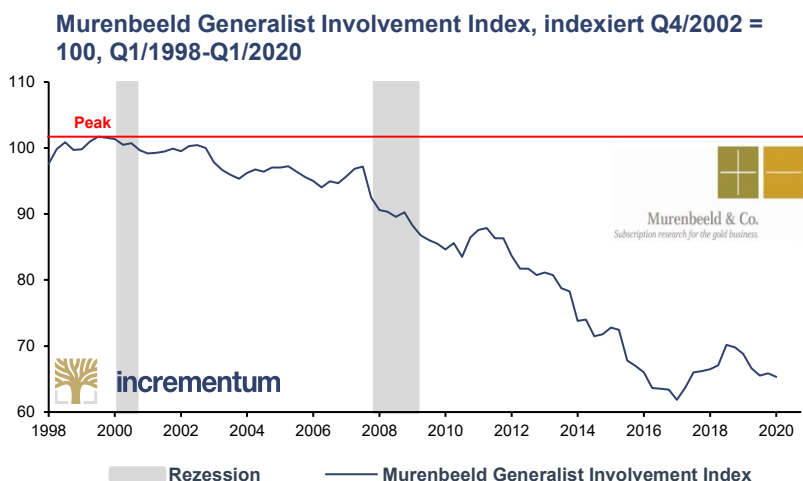
Quelle: Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

Aus diesem Grund kann in der aktuellen Hausse die Beimischung von zusätzlichem Mining-Risiko eine bedeutende Erhöhung des „Drehmoments“ im Portfolio darstellen.

**Wie wir in unserem Sonderkapitel über Silber bereits erläutert haben, befindet sich das GSR nahe seinen historischen Höchstständen und sollte früher oder später umkehren.** 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>401</sup>

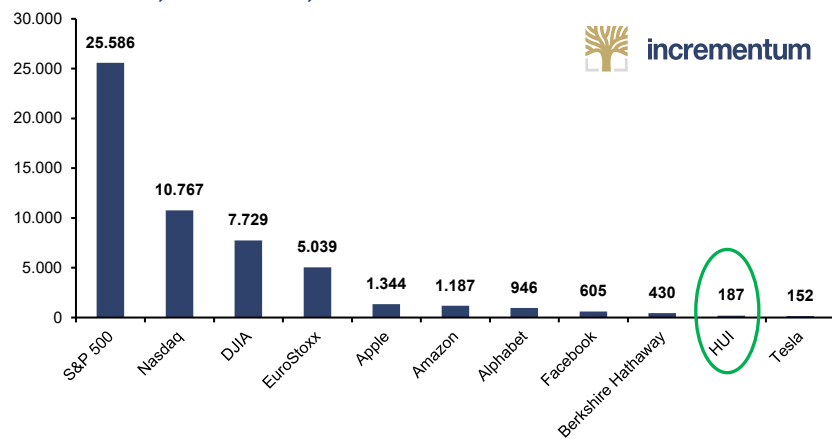


<sup>401</sup> Dieser Chart wurde uns exklusiv von unseren Freunden bei Murenbeeld & Co zur Verfügung gestellt. Leser des In Gold We Trust-Reports können sich unter folgendem Link für ein kostenloses Probe-Abo registrieren: <https://bit.ly/Murenbeeld-Incrementum>

*The party has begun!*  
**The Great Gatsby**

**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 zermürenden 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



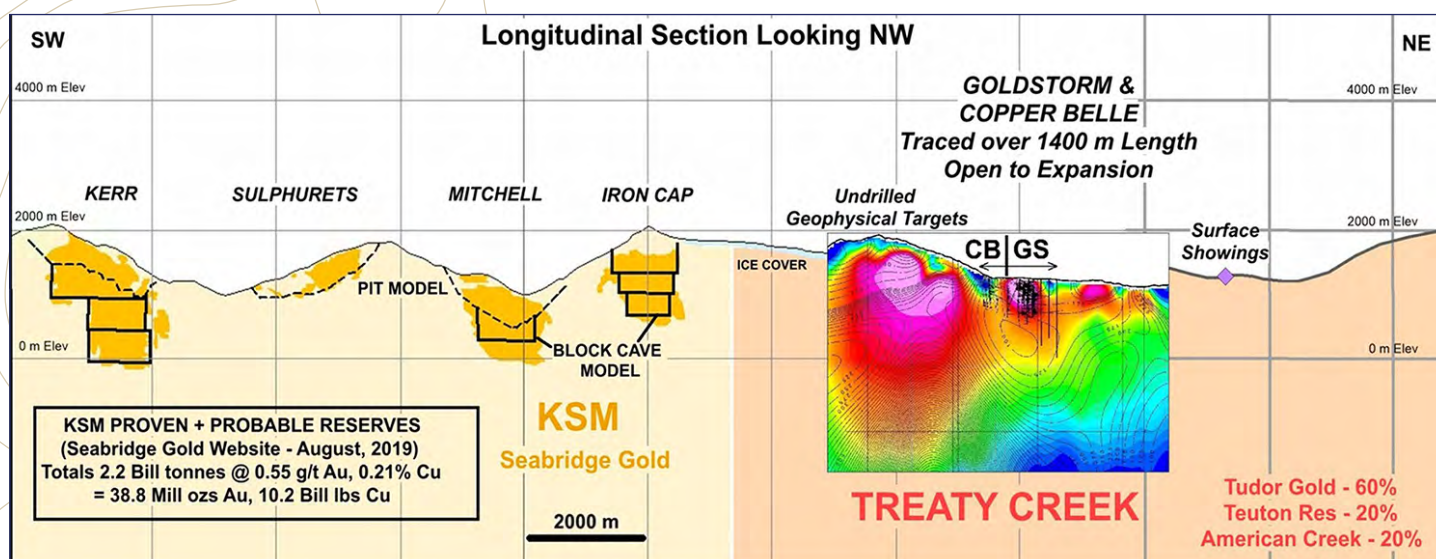


# TUDOR GOLD

## Why Invest in TUDOR GOLD Corp.?

- ✓ **Superior Location in British Columbia's Golden Triangle** – Tudor controls 4 properties (**35,518 hectares**), all located next to world-class KSM (**Seabridge Gold**) and Valley of the Kings (**Pretium Resources**) deposits. Excellent infrastructure in highly mining friendly jurisdiction – highway nearby.
- ✓ **Strong Shareholders and Top Management** – Over 50% owned by **Walter Storm** (co-founder of Osisko Mining) and **Eric Sprott**. Highly successful team led by **Walter Storm**, President and CEO. **Ken Konkin**, P.Geo and VP Project Development, award winning geologist.
- ✓ **Advanced Projects** – Outstanding drill results include: **0.849 g/t Au Eq over 780 meters** incl. **1.275 g/t Au Eq over 370.5 meters / 0.697 g/t Au Eq over 1081.5 meters**.
- ✓ **In 2020 a fully funded, extensive drilling program** is planned, with the goal of compiling an initial mineral resource estimate.

## The Newest Major Discovery in the Golden Triangle in Canada



# ESG-Compliance und Finanzstabilität – Zwei Konzepte, die einander ergänzen

*„Climate change poses risks for the stability of the financial system.“*

Bank of England

## Key Takeaways

- Zentralbanken werden durch strengere Regulierungen und Interventionismus zu wichtigen Akteuren im Kampf gegen den Klimawandel.
- Die Ziele der Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) und der EU-Taxonomie bestehen darin, der Bekämpfung des Klimawandels einen Fixplatz in Wirtschaft und am Kapitalmarkt zu geben.
- Green Bonds sind ein Finanzierungsinstrument, das Goldminenunternehmen zur Umstellung ihrer Energieversorgung nutzen könnten.
- 2019 haben die Gold-Miner mit dem höchsten ESG-Rating eine bessere Performance erzielt als ihre Konkurrenten mit schlechterem ESG-Rating.



**Der letztjährige Artikel zum Thema mit dem Titel „ESG – Drei Buchstaben die mehr als 20 Billionen USD wert sind?“<sup>402</sup> sollte Anlegern eine erste Einführung in die „ESG Global Reporting Initiative“ geben und zeigen, was diese für Gold und Goldfirmen bedeuten würde.** Wir haben die beeindruckende Performance von Assets behandelt, die sich an den Richtlinien des ESG-orientieren, und gezeigt, dass Anleger nicht zwischen Rentabilität und ESG-Compliance wählen müssen, da ESG-Investitionen eine vergleichsweise höhere Rendite aufweisen.

*To prosper over time, every company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society.*

**Larry Fink**

Darüber hinaus untersuchten wir die Art und Weise, wie Goldminenunternehmen die ESG-Vorgaben erfüllen können, indem wir uns erstens auf die Energieproduktion und zweitens auf die Standortsanierung konzentrierten. Wir haben über die möglichen Risiken, die ein Goldminenunternehmen eingehen muss, wenn es die ESG-Erwartungen seiner Stakeholder nicht erfüllt, geschrieben, sowie über die wachsende Chance, zusätzliche Kapitalströme aus dem ESG-Sektor anzuziehen. **Zudem erklärten wir, dass Gold eines der nachhaltigsten Metalle ist, insbesondere aufgrund seines hohen Recyclingwerts.**

**In diesem Jahr wird sich unser Artikel mit der Rolle der Zentralbanken und der Aufsichtsbehörden befassen, wenn es darum geht, ESG-konformes Wachstum und ESG-konforme Investitionen zu ermöglichen.** Wir werden zwei neue Regulierungen hervorheben, die für Goldmineninvestoren relevant sind, sowie die Bedeutung so genannter Green Bonds. Schließlich werden wir auf einige Anlagestrategien beim Aufbau eines ESG-Portfolios eingehen und einige Best-Practice-Fallstudien von Unternehmen untersuchen, die ein hohes ESG-Rating sowie aufweisen. **Im Anschluss an diesen Artikel werden wir all diese Themen mit Terry Heymann, CFO des World Gold Council, diskutieren.**

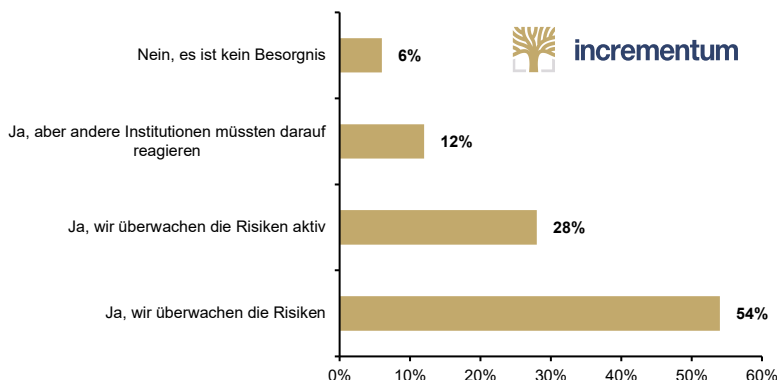
## Zentralbanken und Klimawandel

Auf die Frage, *ob der Klimawandel ein Problem für ihre Institution sei*, antworteten in einer kürzlich vom „Official Monetary and Financial Institutions Forum“ (OMFIF) durchgeführten Umfrage, über 70% der Zentralbanker und Regulierungsbehörden mit „Ja“.<sup>403</sup> Ihre Hauptsorge gilt der Volatilität, die durch plötzliche Änderungen bei der Bewertung von Vermögenswerten entstehen kann, sowie der Beschädigung und Störung von Infrastruktur. Auch wenn viele Zentralbanken dagegen stimmten, haben mittlerweile doch viele Staaten Vorschriften verabschiedet, die darauf abzielen, den Klimawandel zu bekämpfen.

<sup>402</sup> Vgl. „ESG – Drei Buchstaben die mehr als 20 Billionen USD wert sind?“, In Gold We Trust-Report 2019

<sup>403</sup> „Tackling climate change: The role of banking regulation and supervision“, OMFIF, 2019

„Ist der Klimawandel ein Problem für Ihre Institution?“ -  
Umfragewerte von Zentralbanken und Regulierungsbehörden



Quelle: OMFIF Central Banks and Climate change Survey 2019, Incrementum AG

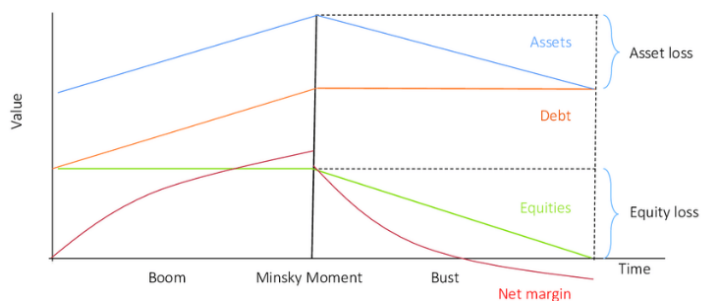
Over time, companies and countries that do not respond to stakeholders and address sustainability risks will encounter growing scepticism from the markets, and in turn, a higher cost of capital. Companies and countries that champion transparency and demonstrate their responsiveness to stakeholders, by contrast, will attract investment more effectively, including higher-quality, more patient capital.

Larry Fink

**Von der Emission von Green Bonds bis hin zu taxonomischen Regelungen gibt es keinen Zweifel daran, dass das Finanzwesen grün(er) wird.** Solche Bestrebungen führen zwangsläufig zu Problemen. Das erste und wichtigste ist die mangelnde Einheitlichkeit der ESG-„Notationssysteme“. Darüber hinaus stehen mangelnde Konsistenz und Vergleichsprobleme im Mittelpunkt der Debatte, ebenso wie die Suche nach einem universellen Rahmen, der sowohl Makro- als auch Mikrospezifika der verschiedenen Unternehmen in unterschiedlichen Sektoren und Ländern, vergleichbar macht.

Der Klimawandel wird Übergangsrisiken und physische Risiken für das Geldsystem mit sich bringen. Die Aufrechterhaltung eines Gleichgewichts zwischen diesen beiden Risiken ist von entscheidender Bedeutung, um den Minsky-Moment zu vermeiden, in dem eine plötzliche Veränderung der Übergangsrisiken eine große Volatilität bei der Preisgestaltung und den Werten von Vermögenswerten verursachen kann, was zu erheblichen unvorhergesehenen finanziellen Verlusten führen kann.

Sudden change in transitional risks on Asset and Equity Value



Quelle: Figure 1, „Maritime financial instability and supply chain management effects“<sup>404</sup>

**Das vollständige Verständnis der vorübergehenden, physischen und systemischen Risiken des Klimawandels ist eine Aufgabe, die noch zu bewältigen ist. Die Umsetzung strengerer Vorschriften in Europa zur**

<sup>404</sup> Koilo, Viktoriia und Grytten, Ola: „Maritime financial instability and supply chain management effects“, *Problems and Perspectives in Management*, Vol. 17(4), November 2019, Figure 1

**Minderung eines Risikos könnte Auswirkungen auf die Lieferkette beispielsweise in Lateinamerika haben.** Die Akteure erkennen jedoch an, dass die Einführung neuer Nachhaltigkeits-Stresstests und Risikoanalyseinstrumente von Vorteil ist und dazu beitragen kann, Antworten auf einige der aufgeworfenen Fragen und Probleme zu finden.

**Ein Teil der Antwort ist in zwei neuen Regulierungen zu finden: Die „Task Force on Climate-related Financial Disclosures“<sup>405</sup> (TCFD) und die so genannte „EU-Taxonomie“<sup>406</sup>.** Die TCFD wurde erstmals 2015 auf Ersuchen der G20-Finanzminister und Zentralbankgouverneure eingerichtet. Die EU-Taxonomie hat ihre Wurzeln im Jahr 2018, als der EU-Aktionsplan zur Finanzierung eines nachhaltigen Wachstums die Einrichtung eines „Klassifizierungssystems für nachhaltige Aktivitäten“ erforderte.

#### Kernelemente der TCFD



Quelle: TCFD

*Not only is ESG determining where investment dollars go, but at what cost and on what terms. One important way ESG scores affect the flow of dollars is through their incorporation into indices, which can have a meaningful influence on the demand for a company's securities.*

**Sarah Kjellberg**

**Das Ziel des TCFD ist es, sicherzustellen, dass der Finanzsektor klimabezogene Fragen berücksichtigt.** Um dies zu erreichen, müssen die Unternehmen die Auswirkungen des Klimawandels auf ihre Strategie, ihr Geschäft und ihre Finanzpläne berechnen und offenlegen, damit die Investoren angemessene Entscheidungen treffen können.

**Die Auswirkungen des Klimawandels lassen sich grob in zwei Risikokategorien unterteilen: Übergangsrissen und physische Risiken.** Das erste Risiko bezieht sich auf das Risiko einer veränderten Politik, wie z. B. die Einführung einer CO<sub>2</sub>-Steuer, oder technologischer Veränderungen, wie z. B. die Verlagerung hin zu Elektrofahrzeugen. Diese Risiken beeinflussen Angebot und Nachfrage und haben daher einen zentralen Einfluss auf Unternehmen und die Wirtschaft. Das zweite bezeichnet die erhöhte Möglichkeit extremer Wetterereignisse oder des Anstiegs des Meeresspiegels und die Auswirkungen dieser Ereignisse auf Vermögenswerte, die Geschäftstätigkeit von Unternehmen oder ihre Lieferketten.

Die EU-Taxonomie wird Investitionen in *grüne* und *braune* Investitionen aufteilen, was den Aktionären helfen soll, sich für ein CO<sub>2</sub>-armes Investitionsportfolio zu entscheiden und ihre Umweltbilanz zu verbessern. Auch

<sup>405</sup> The Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)

<sup>406</sup> Europäische Kommission: Sustainable finance: TEG final report on the EU taxonomy, 9. März 2020



wenn für den Übergang zu einer CO<sub>2</sub>-armen Wirtschaft der Bergbau ein wichtiger Sektor ist, gibt es noch keine festgelegten technischen Kriterien zur Bewertung der wirtschaftlichen Aktivitäten im Rahmen der EU-Taxonomie. Der Bericht unterstreicht jedoch das Potenzial des Bergbausektors. Dies gilt allerdings nur für den Abbau jener Rohstoffe, die für künftige technologische Veränderungen zur Schaffung einer klimaneutralen, ressourceneffizienten Wirtschaft benötigt werden.

#### Vorgaben der EU-Taxonomie



Quelle: Europäische Kommission

*These models need to incorporate the risk of climate change. That is the very least, I think, we should expect.*

**Christine Lagarde**

Die EU-Taxonomie wird ein Schwarzweiß-Szenario schaffen, das die Zentralbanken dazu veranlasst, ihre Aktivitäten verstärkt auf grüne Projekte auszurichten. Sie könnten von den Kreditgebern verlangen, dass sie mindestens 20% ihrer Gelder für grüne Projekte bereitstellen, oder sie könnten braune Projekte auf maximal 40% beschränken. Dies wird auch dazu führen, dass Projekte einem „Greenwashing“ unterzogen werden, damit sie nicht von der Deckelung ausgenommen werden. Eine weitere absehbare Konsequenz ist die Dekarbonisierung der Zentralbanken. Sie könnten diese Praktiken zum Beispiel in ihre QE-Politik aufnehmen. **Solche Szenarien werden von EZB-Präsidentin Christine Lagarde unterstützt.**

## Green Bonds, eine Chance für Goldminenunternehmen?

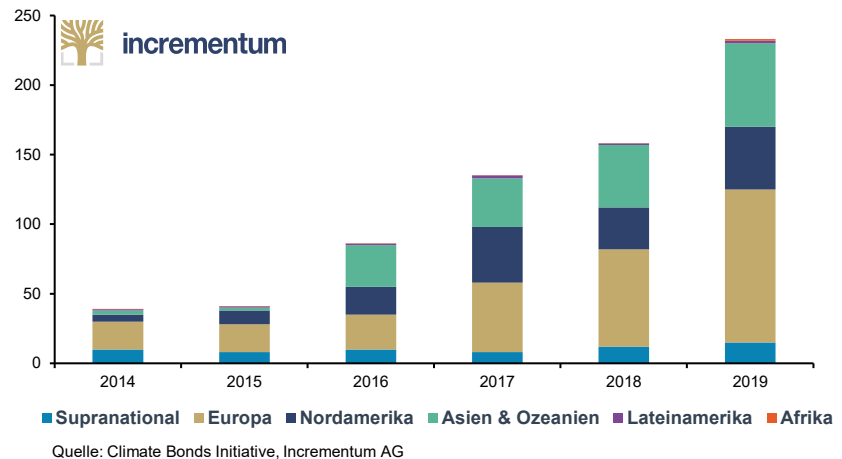
**Green Bonds wurden erstmals 2007 mit dem AAA-Rating von der Europäischen Investitionsbank (EIB) und der Weltbank aufgelegt.**

Seitdem haben große Unternehmen wie Apple, SolarCity (Tesla), SNCF, LG und viele andere dieses Mittel zur Finanzierung ihrer grünen Projekte genutzt.

Die Idee dieser Anleihen war es, eine Möglichkeit zur Fremdkapitalaufnahme in Form klimafreundlicher Lösungen zu günstigen Bedingungen zu bieten. Der wirtschaftliche Vorteil für ein Unternehmen, das eine „Use of proceeds“-Grüne-Anleihe emittiert, liegt in der mit konventionellen Anleihen vergleichbaren Preisgestaltung, in deren gleichen Rückgriff-Möglichkeiten auf den Emittenten und in der Gleichrangigkeit gegenüber Emission von Vanilla-Bonds.

**Zusätzlich zu finanziellen Vorteilen bieten Green Bonds auch nicht-finanzielle Vorteile.** Sowohl der Emittent als auch der Empfänger können ihre Investorenbasis verbreitern, ihr Engagement für ESG-Werte hervorheben und eine positive Marketingbotschaft vermitteln, wodurch sich das Profil des Unternehmens verbessern kann.

**Entwicklung von Green Bonds, nach Region, in Mrd. USD, 2014-2019**



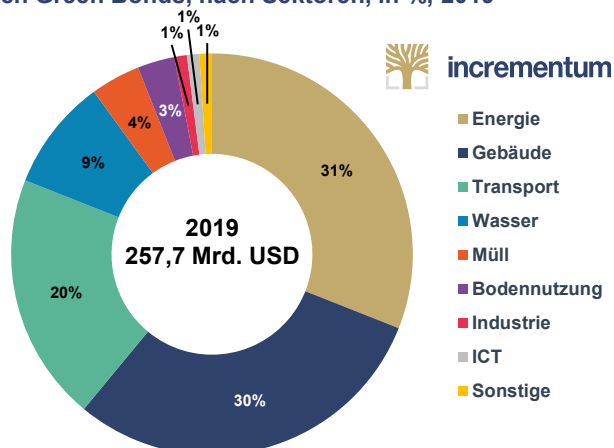
## Warum sind Green Bonds für Goldunternehmen interessant?

*ESG ... looks set to dominate investors' agendas in the years ahead.*

**Credit Suisse**

**Wie wir in unserem Interview mit dem WGC-Spezialisten Terry Heymann ausführlich erörtern, ist die Goldminenindustrie chronisch unterfinanziert und muss ihr Profil „grüner“ gestalten.** Es gibt nicht viele Wege, aus denen man wählen kann, und der häufigste erste Schritt ist die Abkehr von fossilen Energieträgern und die Hinwendung zu erneuerbarer Energie an den Betriebsstandorten. Immer mehr Minen stellen ihren Energiemix von der dieselbasierten Stromerzeugung auf ein geschlossenes Stromnetz aus erneuerbaren Energien um. Diese Umstellung erfordert jedoch einen enormen Kapitaleaufwand. Dieser Kapitalbedarf könnte durch grüne Anleihen zu bevorzugten Bedingungen und Zinssätzen finanziert werden.

### Nachfrage nach Green Bonds, nach Sektoren, in %, 2019



Quelle: Climate Bonds Initiative, Incrementum AG

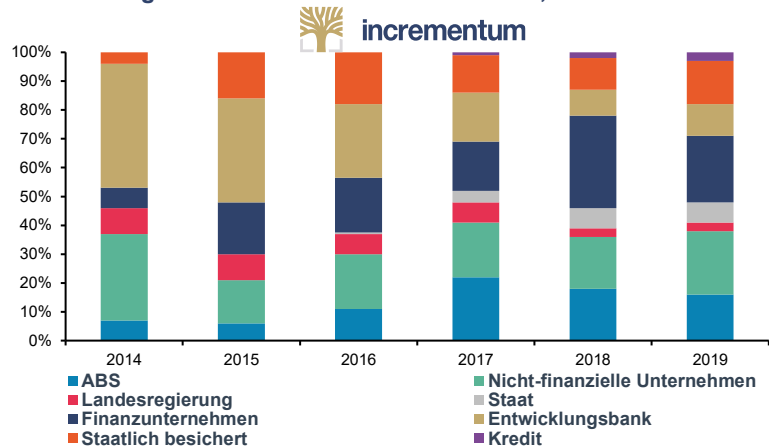
Die Chancen für die Goldminer stehen gut, da Energieprojekte den Löwenanteil der Erlöse aller Green Bonds im Vorjahr ausmachten. Darüber hinaus könnte dieselbe Finanzierungsmethode genutzt werden, um eine mit fossilen Brennstoffen betriebene Fahrzeugflotte in eine Flotte aus Elektroautos umzuwandeln.

Solche Veränderungen sind sehr teuer, und die Emission einer Anleihe, die es dem Unternehmen ermöglichen würde, seine Amortisationsdauer zu verlängern oder seine Kapitalkosten zu senken, könnte den Unterschied ausmachen, ob diese Veränderungen umgesetzt werden oder nicht. **Für Goldminenunternehmen bedeutet dies zweierlei: geringere finanzielle Risiken und höhere ESG-Compliance. Für Investoren bedeutet dies ein geringeres Risiko und eine höhere Rendite.**

## Die Zeit ist reif

**Wie der folgende Chart zeigt, ist die tatsächliche Anzahl der von Green Bonds abgedeckten Sektoren aktuell noch sehr klein.** Mehr als 60% der Anleihen werden von Regierungen ausgegeben, sodass sich die Investoren mit einer hohen Konzentration der Assets und einer Unterrepräsentierung der meisten Wirtschaftssektoren konfrontiert sehen. Während sich der Markt für grüne Anleihen in der Anfangsphase befindet und bislang nur von wenigen Akteuren besetzt ist, ist jetzt der optimale Zeitpunkt für Goldminenunternehmen, in diesen Markt vorzudringen. **Bis heute ist Shandong Gold das einzige Unternehmen, das eine grüne Anleihe emittiert hat, und zwar mit einem Volumen von ca. 175 Mio. USD.**

### Entwicklung des Emittenten von Green Bonds, 2014-2019



Betrachtet man all diese Elemente in ihrer Gesamtheit, so könnten Green Bonds den klimafreundlichen Übergang im Goldminensektor vorantreiben. Sie bieten eine Win-Win-Situation. Goldminenunternehmen können auf kostengünstiges Kapital zugreifen, um ihre ESG-Transformation zu finanzieren, während die Investoren verzweifelt versuchen, ihr Portfolio zu diversifizieren. **In einer Branche, die dringend ein neues grüneres und positiveres Image sucht, könnte sich dies als Segen erweisen.**

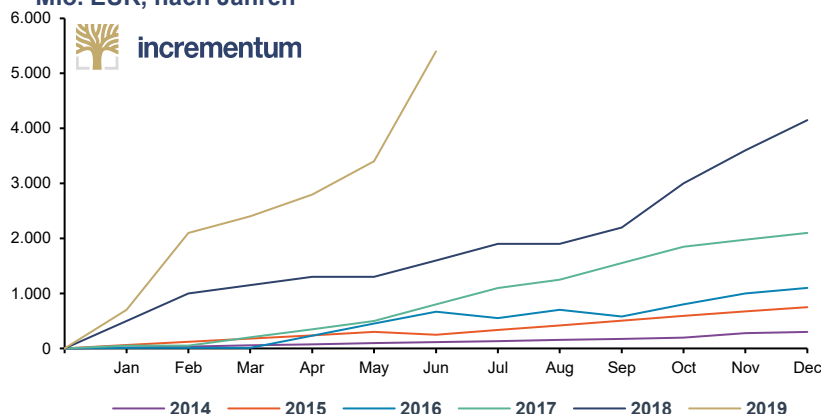
## ESG-Investitionsstrategien

*Firms in the top quintile of performance on financially material ESG issues significantly outperformed those in the bottom quintile.*

**John Streur**

**Für Goldminenunternehmen kann die ESG-Integration Risiken aber auch Chancen offenbaren.** Mit neuen Regelungen wie der EU-Taxonomie, der TCFD oder der Conflict Minerals Regulation verändert sich das Regelwerk der Minenunternehmen schlagartig. Die betroffenen Unternehmen müssen sich anpassen oder die unangenehmen Konsequenzen tragen. Die Einhaltung reicht jedoch nicht aus. Unternehmen müssen darüber hinausgehen oder sich der Gefahr aussetzen, von Investmentfonds, Vermögensverwaltern und institutionellen Investoren, wie z. B. Pensionskassen, ausgeschlossen zu werden.

**Kumulierte Netto-Vermögensanlagen in ESG-ETFs in Europa, in Mio. EUR, nach Jahren**

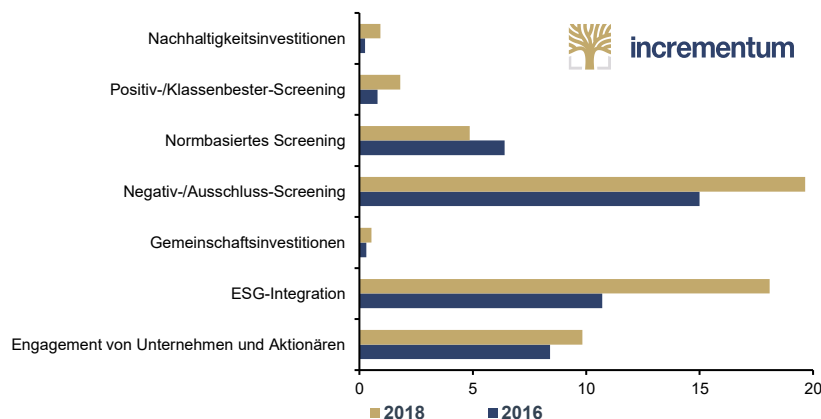


Quelle: Forschungsakademie Lyxor/Dauphine, Incrementum AG

**Darüber hinaus ziehen ETFs und passive Anlagelösungen eine neue Generation von Investoren an.** Laut Morgan Stanley erklären 84% der Millennials, bei ihren Investments ESG-Kriterien maßgeblich zu berücksichtigen.<sup>407</sup> Daher müssen Goldminenunternehmen proaktiv mit ESG-Risiken umgehen und versuchen ihre ESG-Scores von Jahr zu Jahr zu steigern.

Wenn man sich in die Analyse der weltweiten 30 Bill. USD gemanagter Assets (AUM), die ESG-konform sind, vertieft, zeigt der folgende Chart, dass grundsätzlich sieben verschiedene Ansätze verfolgt werden, wobei für jede Investitionsentscheidung mehr als eine Strategie umgesetzt werden kann. Zwei Strategien haben sich aber weitgehend durchgesetzt: **ESG-Integration und Negativ-/Ausschluss-Screening.**

**ESG-konforme AUM-Investitionsstrategien, in Bill. USD, 2016 & 2018**



Quelle: Global Sustainable Investment Alliance, Incrementum AG

<sup>407</sup> Vgl. „Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice“, Morgan Stanley, 2019



*70% of US assets can't be analyzed without using ESG now.*

**Bank of America**

### ESG-Integration

ESG-Integration bedeutet, dass Investoren nicht-finanzielle Bewertungskriterien in ihre finanzielle Bewertung integrieren. In der Regel legen die Analysten eine Ziel-Allokation für das Minenunternehmen fest und wenden dann einen Multiplikator entsprechend der ESG-Bewertung des Unternehmens an, was zu einer Erhöhung oder Verringerung des Zielwertes führt.

### Negativ-/Ausschluss-Screening

Das Negativ-/Ausschluss-Screening ist auf dem Vormarsch, weil es wahrscheinlich die bequemste Lösung von allen ist. Investoren schließen pauschal ganze Wirtschaftszweige, wie z. B. den Ölsektor wegen seines hohen CO<sub>2</sub>-Fußabdrucks aus. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, den ganzen Sektor zu screenen und nur einen Teil (z. B. das schlechteste Viertel) aus dem Investmentuniversum auszuschließen. Auf diese Weise versuchen die Anleger, sich von einer möglichen schlechten medialen Wahrnehmung zu schützen. Dieses Screen führt zu einem Wettbewerb, weil die Unternehmer darum ringen müssen, institutionelle Anleger nicht zu verlieren.

### Normenbasiertes Screening

Investoren, die der normenbasierten Methode folgen, nutzen internationale Standards, um auszulesen, in welche Unternehmen sie ihr Vertrauen und ihr Geld setzen. Richtlinien wie der „UN Global Compact“, die „Konfliktmineralienverordnung“ der Europäischen Union, die am 1. Jänner 2021 in Kraft treten wird, oder die „Responsible Gold Mining Principles“ (RGMP) des World Gold Council bieten gute Rahmenbedingungen für diese Investitionsmethode.

**Der Fokus der RGMP liegt darauf, die identifizierten ESG-Schlüsselkriterien während des gesamten Lebenszyklus einer Mine anzuwenden.** Der Schwerpunkt der RGMP liegt auf ethischem Verhalten, dem Verständnis der Auswirkungen der Bergbautätigkeit und der Sorge um die Lieferkette. Im Bereich Umwelt sollen sich Unternehmen auf Umweltverantwortung, Biodiversität, Landnutzung und Minenschließung sowie auf Wasser, Energie und Klimawandel konzentrieren. Im sozialen Bereich sollen Minenunternehmen besonders auf Sicherheit und Gesundheit, Menschenrechtskonflikte, Arbeitsrechte und die Zusammenarbeit mit der ortsansässigen Bevölkerung achten.

All diese zentralen Auswirkungen des Bergbaus werden dann in vielen Unterpunkten detailliert ausgeführt, um sicherzustellen, dass keine relevanten Fragen unberücksichtigt bleiben. Das WGC bietet den unterzeichnenden Goldminenunternehmen den Rahmen und die Unterstützung, um sicherzustellen, dass die ESG-Best-Practice-Lösungen umgesetzt werden. Eine der wichtigsten Verpflichtungen der Unterzeichner ist die der Berichterstattung, um ein hohes Maß an Transparenz zu gewährleisten. Alle „Stakeholder“ im Bergbau können, so wie die Investoren auch, auf diese Berichte Bezug nehmen, in ihrem speziellen Fall, um die Risiken und die ESG-Performance der Gold-Miner besser zu verstehen und um ihnen bei ihren Investitionsentscheidungen zu helfen.

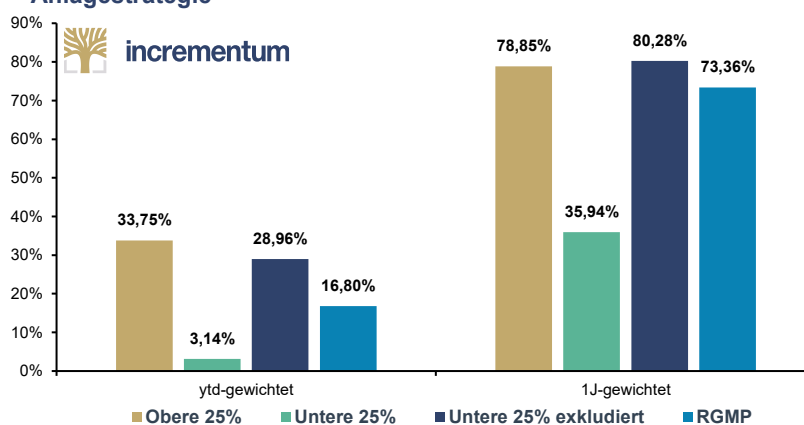
*The mining sector has a critical role to play in the sustainability effort. We can choose whether to lead or follow in that. I believe that the leaders will be rewarded with access to finance, projects, and markets on more reasonable terms.*

**Tom Butler**

**Auf Grundlage dieser unterschiedlichen Anlagestrategien haben wir die finanzielle Performance der an der Toronto Stock Exchange (TSX) gehandelten Goldminenunternehmen untersucht.**

**Wir haben aus dem S&P/TSX-Global-Mining-Index Unternehmen ausgewählt, die als Goldminenproduzenten registriert sind, und sie nach ihrem Reuters ESG-Score gereiht.** Anschließend erstellten wir vier verschiedene Portfolios, eines mit den 8 besten ESG-Unternehmen, eines mit den 8 Unternehmen mit dem schlechtesten ESG-Score, eines ohne die 8 Unternehmen mit dem schlechtesten ESG-Score und schließlich eines mit allen RGMP-Mitgliedern. Wir untersuchten dann ihre nach Marktkapitalisierung gewichtete Kursperformance der letzten 52 Wochen.

**TSX-Goldminenunternehmen, gewichtete Performance pro Anlagestrategie**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Not only does sustainable investing not require a discount, but it can actually help reduce risks.*

**Audrey Choi,**  
**Chief Sustainability Officer,**  
**Morgan Stanley**

Die Ergebnisse zeigen, dass das Portfolio, das sich aus dem Viertel der Goldminenunternehmen mit der niedrigsten ESG-Bewertung zusammensetzt, sowohl bei der Performance seit Jahresbeginn als auch im Jahresvergleich deutlich schlechter abschneidet im Vergleich zu den anderen Portfolios. Dagegen hätte ein Portfolio, das sich aus den besten 25% der Unternehmen zusammensetzt, die beste 52-Wochen-Performance erzielt.

Im bisherigen Jahresverlauf erzielten die 25% der Unternehmen mit der höchsten ESG-Bewertung die besten Ergebnisse. Betrachtet man die Performance des letzten Jahres genauer, so war es eindeutig die beste Strategie, sich so weit wie möglich von den Unternehmen fernzuhalten, die zum Viertel mit der schlechtesten ESG-Bewertung zählen. **Dies steht im Einklang mit mehreren veröffentlichten wissenschaftlichen Artikeln, die die Bedeutung des ESG-Engagements und dessen Zusammenhang mit der finanziellen Performance bestätigen.**<sup>408</sup>

<sup>408</sup> Vgl. „ESG – Drei Buchstaben die mehr als 20 Billionen USD wert sind?“, In Gold We Trust-Report 2019

Top 25% ESG-Punktzahl	Niedrige 25% ESG-Punktzahl
Newmont Corporation	Sandstorm Gold Ltd
Barrick Gold Corp	SSR Mining Inc
Gold Fields Ltd	Compania de Minas Buenaventura SAA
Kinross Gold Corp	Wheaton Precious Metals Corp
Lundin Gold Inc	Kirkland Lake Gold Ltd
Agnico Eagle Mines Ltd	Wesdome Gold Mines Ltd
Alamos Gold Inc	Royal Gold Inc

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Mit der Zeit wird sich der Abstand zwischen der besten und der schlechtesten finanziellen Performance aus zwei Hauptgründen vergrößern.** Erstens wird die massive, von ESG-Grundsätzen geleitete Erhöhung der AUM eine Neuverteilung der Assetallokation erzwingen, die den Unternehmen mit den besten ESG-Ergebnissen zugutekommen wird. Zweitens wird die wachsende Verfügbarkeit günstiger Finanzierungsmöglichkeiten für ESG-konforme Unternehmen ebenfalls zu der stärkeren Divergenz beitragen.

**Nach Prognosen der „Bank of America“ werden in den nächsten zwei Jahrzehnten weitere 20 Bill. USD in ESG-Fonds fließen, was die BoA als „Asset-Tsunami“<sup>409</sup> bezeichnete.** Zum Vergleich: Per Ende April hatte der gesamte S&P 500 eine Marktkapitalisierung von 24,12 Bill. USD. Mit diesem prognostizierten Kapitalzufluss und der Option auf Grüne Anleihen sollten sich Goldminenunternehmen darauf konzentrieren, ihren Weg in eine ESG-konformere Zukunft zu erkunden. Investoren sollten ihrerseits weiterhin nach Unternehmen Ausschau halten, die bereits mehr tun, als ihnen gesetzlich vorgeschrieben wird.

## Was Unternehmen von den Klassenbesten lernen können

### Das Beispiel Newmont

**Dem Klassenbesten zu folgen bedeutet, mit Newmont gleichzuziehen.**

Das Unternehmen ist das führende Minenunternehmen der von FORTUNE erstellten Liste der „World’s Most Admired Companies“<sup>410</sup>, es wurde ein zweites Jahr lang in den „Gender-Equality-Index 2020“<sup>411</sup> von Bloomberg aufgenommen und im September 2019 wurde Newmont Gold zum fünften Mal in Folge zum weltweit führenden Goldminenunternehmen im „Dow-Jones-Sustainability-World-Index“<sup>412</sup> gekürt. Was zeichnet das Unternehmen aus?

Bereits im Jahr 2005 war ESG ein Kernbereich des Geschäfts:

*„Newmont’s future depends on our ability to develop, operate, close, and reclaim mines in ways consistent with our commitment to sustainable development, protection of human health and the environment, and adding value to the communities in which we operate.“<sup>413</sup>*

<sup>409</sup> „10 reasons you should care about ESG“, Bank of America – Merrill Lynch, 23. September 2019, S. 1, 3

<sup>410</sup> Fortune: [World’s Most Admired Companies](#)

<sup>411</sup> Bloomberg: [Gender-Equality Index](#)

<sup>412</sup> S&P Dow Jones Indices: [Dow Jones Sustainability World Index](#)

<sup>413</sup> Henisz, Witold J. und Gray, Tim: „[Calculating the Net Present Value of Sustainability Initiatives at Newmont’s Ahafo Mine in Ghana](#)“, *The Wharton School of the University of Pennsylvania*, 2012, S. 1

Große Worte oder konkrete Maßnahmen vor Ort reichen jedoch oft nicht aus, wenn es um die ESG-Strategie geht. 2011 wurde Newmont von RepRisk zum „umstrittensten“ Minenunternehmen gekürt. Daraufhin beschloss das Unternehmen, die ESG-Compliance-Strategie zum Kern seiner Geschäftstätigkeit zu machen. Nicht zufällig benannten sie einen neuen CEO, Gary Goldberg, der gerade das Gleiche für Rio Tinto, einem weiteren Vorreiter in Sachen ESG, getan hatte.

### Newmont Nachhaltigkeitsrahmen



Quelle: Newmont Gold

*It is ideal if the person that has the primary accountability for designing and delivering the sustainability strategy reports to the CEO and sits on the executive committee.*

**Elaine Dorward-King,**  
**ehemalige EVP für**  
**Sustainability & External**  
**Relation bei Newmont**

**Als erstes beschloss Goldberg, einen EVP für „Sustainability & External Relations“ zu ernennen, der ihm direkt unterstellt wurde.** Gemeinsam setzten sie eine von oben implementierte ESG-Strategie um, die die Aktivitäten des gesamten Unternehmens lenken sollte. Ihnen war klar, dass all diese Nachhaltigkeits-, Umwelt- und Governance-Themen miteinander verknüpft sind, um weiterhin vor Ort tätig sein und für die Investoren Werte schaffen zu können. Schließlich kann das schlechte Management der direkt vor Ort zu klärenden Fragen wie die Wasserversorgung, die Beziehung zur Bevölkerung oder der Umgang mit der Umwelt zum Entzug der Betriebsgenehmigung führen.

**Darüber hinaus hat der damals neue CEO von Newmont ein obligatorisches Berichtswesen über nichtfinanzielle Aspekte der Betriebsführung für die Öffentlichkeit eingeführt.** Dies half dem Unternehmen bei der Umsetzung seiner internen Richtlinien, Kodizes und Strategien bei rechenschaftspflichtigen Maßnahmen. Damit hoben sie die Messlatte der Transparenz auf ein Niveau, das in der Goldminenindustrie bislang nicht erreicht worden war. Außerdem überließen sie die führende Rolle bei der Umsetzung der ESG-Compliance dem Betriebspersonal, sodass diese genauso wichtig wurde wie Produktion, Gesundheit oder Sicherheit. Drei Elemente sind für die erfolgreiche Umwandlung zum Klassenbesten wesentlich: Kommunikation, Implementierung von Nachhaltigkeits-Leistungskennzahlen (KPIs) und Personalentscheidungen.

Konsistente und klare Kommunikation ermöglichte es dem gesamten Unternehmen, sich hinter der Botschaft des CEO zu versammeln. Newmont bezieht seine Stakeholder auch in die Ausarbeitung und Verfolgung von Nachhaltigkeits-Leistungskennzahlen ein. Darüber hinaus wurden die Führungskräfte und Mitarbeiter, die für ihren jährlichen Leistungsanreiz-Vergütungsplan (AICP) in Frage kommen, über die leistungsorientierte Vergütungsstruktur von Newmont mit der Nachhaltigkeitsleistung des Unternehmens verbunden.

**Schließlich konzentrierte sich das Unternehmen darauf, die richtigen Leute einzustellen.** Durch die Einstellung neuer Mitarbeiter, die offen für die Einhaltung der ESG-Richtlinien sind und die bereit sind, mit externen Stakeholdern in Kontakt zu treten, wurde im Laufe der Zeit eine Verhaltensänderung innerhalb des Unternehmens herbeigeführt, wodurch ein Bottom-Top-Modell der Durchsetzung der ESG-Richtlinien geschaffen wurde.

### Das Beispiel Agnico Eagle

**Eine ähnlich konsequente Strategie hinsichtlich ESG verfolgt Agnico Eagle.** Anerkannt für seine vorbildlichen Einsatz und führend im Bereich Nachhaltigkeit, konzentriert sich Agnico Eagle ebenfalls auf die drei Schlüsselbereiche: Kommunikation, Mitarbeiter und das Erzielen quantifizierbarer Ergebnisse. Der CEO von Agnico, Sean Boyd, verbrachte fast seine gesamte berufliche Laufbahn in diesem Unternehmen. Eine seiner größten Herausforderungen im Zusammenhang mit ESG kam, als Agnico Eagle 50% der Osisko-Mine Canadian Malartic im Norden Quebecs erwarb. Die Einheimischen waren zu der Mine in einer Hassliebe verbunden und viele Aktivisten kämpften intensiv gegen die zB. Staub- und Lärmbelastung, die ein Tagebau solcher Größe mit sich bringt.

Als Agnico Eagle den 50%-Anteil erwarb und zum Betreiber der Mine wurde, führte das Unternehmen eine Reihe von Veränderungen entsprechend der ESG-Strategie durch. Zuerst stellte man sicher, dass die Leistungskennzahlen (KPI) geeignet waren, die Probleme der ortsansässigen Bevölkerung zu verstehen. Im Bemühen um Transparenz, wurden die Zahlen dann veröffentlicht. Sie förderten den Dialog, um sich mit der Bevölkerung in Einzelgesprächen auszutauschen. Das Unternehmen schloss einen Vergleich für alle noch anhängigen Gerichtsverfahren ab und richtete eine Überwachungsgruppe ein, die sich sowohl aus Bürgern als auch aus Agnico Eagle-Mitarbeitern zusammensetzt.

**Diese Maßnahmen haben die Beziehungen zwischen dem Unternehmen und der ortsansässigen Bevölkerung neu belebt. Ein klarer Beweis, dass der Aufbau einer nachhaltigen Partnerschaft mit der Bevölkerung vor Ort möglich ist.**

*A vision, without a plan, is just a hallucination.*

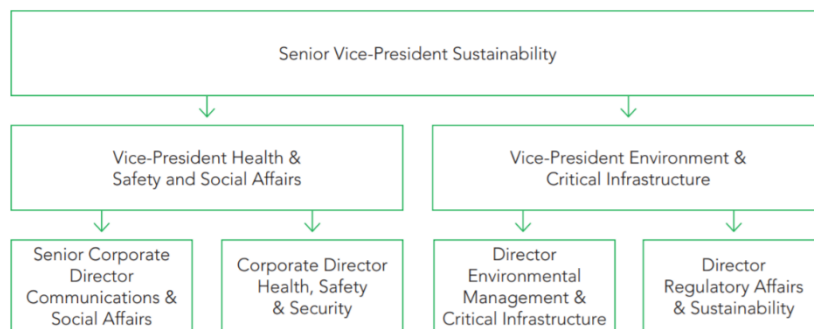
**Will Rogers**

*Not only must resource development be sustainable, but it must provide opportunities to for communities to partner and participate in the building of wealth. In fact, that is the best part of what we do-working together with people and communities and watching them grow and prosper alongside us.*

**Sean Boyd**



### Agnico Eagle Unternehmensstruktur – Bereich: Nachhaltigkeit



Source: Agnico Eagle

*In reality strategy is actually very straightforward. You pick a general direction and implement like hell.*

**Jack Welch**

In beiden Fällen wurde die Vision von oben nach unten und mit einer klaren und einfachen Strategie umgesetzt, die sich auf vier Kernwerte stützt: Respekt für die Mitarbeiter, Schutz der Umwelt, Sicherheit am Arbeitsplatz und respektvoller Umgang mit der ortsansässigen Bevölkerung. Damit die Goldminenunternehmen ihren Ruf insgesamt verbessern, die neuen Vorschriften einhalten und von der grünen Welle profitieren können, müssen sie sicherstellen, dass ihre Führung einen klaren Fokus auf ESG hat und diese Strategie konsequent umsetzt.

## Fazit

**Abschließend lässt sich feststellen, dass das Interesse an ESG-Reporting und ESG-Compliance bei Banken, Institutionen, Investoren und den Unternehmen weiter zugenommen hat.** Kurzum, Stakeholder von allen Seiten fordern, dass Unternehmen nachhaltig geführt werden und das ESG-Reporting verbessert wird.

Während unserer Recherchen hatten wir auch die Ehre, Terry Heymann, CFO, World Gold Council, zu interviewen, der so freundlich war, uns eine Einführung in die Responsible Gold Mining Principles (RGMP) sowie seine Meinung zur zukünftigen Entwicklung der Goldminenindustrie zu geben.



**AGNICO EAGLE**

**We Make Mining Work**

LEARN MORE AT [AGNICOEAGLE.COM](http://AGNICOEAGLE.COM)



## Ein Überblick über die ESG-Maßnahmen der Goldminenunternehmen: Ein Interview mit Terry Heymann



Terry Heymann ist CFO beim World Gold Council und hat in allen Teilbereichen der Goldgewinnung Erfahrung gesammelt. Zusätzlich zu seiner Rolle als CFO beaufsichtigt Terry Heymann die Arbeit des „World Gold Councils“ (WGC) bei der Festlegung von Branchenstandards, einschließlich der „Responsible Gold Mining Principles“<sup>414</sup> (RGMPs), des „Conflict-Free Gold Standard“<sup>415</sup> und der „Guidance Note on All-In Sustaining Costs and All-In Costs“<sup>416</sup>, die alle zu mehr Transparenz und Integrität in der Goldindustrie beitragen. Bevor er dem World Gold Council beitrug, war Terry Direktor bei Marakon Associates, einer führenden Strategieberatung, wo er Kunden in verschiedenen Branchen in strategischen Fragen und bei der Entwicklung neuer Produkte unterstützte.

Ronald Stöferle und Julien Desrosiers führten dieses Interview telefonisch am 28. Jänner 2020.

Ronald Stöferle: *Hello Terry and thanks for taking the time to discuss the implications of climate change on gold mining companies as well as for gold investors. One of the hottest topics in the gold sector is ESG, i.e. the compliance with ecological, social, and good governance standards. In our In Gold We Trust report 2019 we covered this topic and showed that gold is a relatively „green“ metal.<sup>417</sup> But more specifically, implementing the target of net zero CO<sub>2</sub> emissions has been put to the core as you have also mentioned in the recent report „Gold and climate change: Current and future impacts“<sup>418</sup>, published by the World Gold Council. Could you explain to us what the report discusses concerning ESG and net zero CO<sub>2</sub> emissions and what your view is on this?*

Terry Heymann: Thank you for having me!

Our recent report „Gold and climate change: Current and future impacts“ looks at three areas. Firstly, it talks about the emissions profile across the gold supply chain. The second part of the report looks at the transition to net zero, and what the pathway to get to net zero by 2050 in line with the Paris Report could be. The third part looks at gold as an investment in a climate change mitigated portfolio. It is clearly an interesting story to explore why gold is an effective climate risk mitigator.

*We have seen in practice that many gold-mining companies are already taking steps to reducing emissions from their activities, such as the adoption of renewable technologies.*

You have asked specifically about what gold mining companies are doing and about the pathway to net zero. We have seen in practice that many gold-mining companies are already taking steps to reducing emissions from their activities, such as the adoption of renewable technologies. As an example, we see huge solar

<sup>414</sup> World Gold Council: [Responsible Gold Mining Principles](#)

<sup>415</sup> World Gold Council: [Conflict-Free Gold Standard](#)

<sup>416</sup> World Gold Council: [All-in sustaining costs and all-in costs](#)

<sup>417</sup> See „ESG: Environment, Social, Governance – Three words worth more than USD 20 trillion?“, *In Gold We Trust* report 2019

<sup>418</sup> „Gold and climate change: Current and future impacts“, World Gold Council, 23. Oktober 2019

*The world's first all-electric mine that came into commission just recently.*

*Gold companies are making this move to reduce emissions and their carbon footprint not purely for environmental reasons but also because there is a cost incentive to do so.*

*There is a credible, albeit challenging, way toward net zero emissions by 2050.*

arrays being built by companies such as Iamgold, Resolute and many more. We have seen the use of hydropower by a lot of mines that are in mountainous regions. All this is part of the increasing move towards renewables. The second part revolves around questions such as battery storage and technology, more specifically the rate at which technology is improving and is allowing for more efficient storage solutions. The third part of the pathway towards net zero centers around energy efficiency and, more broadly, health and safety considerations.

When you put these three parts together you can see a credible pathway, given the rate at which technology is improving: be it for renewables or for battery storage, which is allowing for a new way, a new means of powering mine sites, e. g. in terms of the core power needs, which is fundamental for processing plants. We also see the emergence of more electric vehicles. One of the mines that we look at in the report is the Newmont Mine in Northern Ontario, the Borden mine, the world's first all-electric mine that came into commission just recently.

Furthermore, through technological development, costs for renewable energy and storage are falling quite significantly. In the report, we looked at the cost curve, and predict that it is going to continue to decline up to a point in the near future where it is not just cost equivalent but probably cost advantageous to move away from fossil fuels. Cost advantageous, of course, only once you have put in the capital to set up your move into renewables. I think this is a really important point since **gold companies are making this move to reduce emissions and their carbon footprint not purely for environmental reasons but also because there is a cost incentive to do so.** This, in turn, makes the development powerful and will ensure that it will be sustained.

A further, very powerful reason is the fact that auxiliary benefits can become some of the greatest motivators for a change. Take, for example, the reduction of diesel vehicles. Yes, first and foremost, this reduces the greenhouse gas emissions of a company, but it also reduces the diesel particulates from the near environment which are a recognized health concern. Therefore, the auxiliary benefit is becoming one of the greatest reasons for the change because it allows companies to be responsible with their employees' health.

In the report, we are not prescribing exactly what the pathway to net zero will look like since every mining company will (have to) make their own choices in their specific contexts. Nevertheless, we are saying that – even though there is a lot of work to do because of the long history of energy intensity of the mining sector – **there is a credible, albeit challenging, way toward net zero emissions by 2050.** And this is a very powerful message for the industry.

Ronald Stöferle: *Your analysis suggests that deploying the scale of renewable energy and storage required by the gold industry might need investments in the order of USD 35bn to 70bn from 2021 to 2030. Do you, or the members of the World Gold Council, see some sort of divide between the large caps/ senior producers and junior producers who might not have access to the necessary amount of capital to make the switch to renewables and to a more sustainable exploration?*

*The industry is coming up with some interesting investment solutions about how to finance this move, such as new ways of accessing capital (e.g. green bonds).*

Terry Heymann: That is an interesting question which we have not looked at in detail.

From a strategic point of view, it is obvious that it would be easier to design a mine based on renewables at the early stages rather than retrofitting them. And across the industry it is more often the newer, younger mines that include renewable energies in their set-up. Moving into renewables can be accompanied by significant capital requirements, as you mentioned. Nevertheless, **the industry is also coming up with some interesting investment solutions about how to finance this move, such as new ways of accessing capital (e.g. green bonds)**. Another trend is a shift in the investment landscape as a general. Capital is being allocated to projects that can demonstrate how they operate sustainably. That will present plenty of opportunities for companies in the mining sector.

**On the other hand, renewable energy is just one part of the equation. Energy efficiency is equally important**, and we have seen lots of examples of gold mines that are becoming smarter about how they use energy and become more energy efficient. From lights with sensors that switch off when nobody is present to ventilation systems that use more sophisticated technology and computing power to determine the optimal levels of ventilation, to the use of drones. Artificial intelligence is another good example. To conclude, I think that all mining companies – small or big – can and should be on a journey to reduce their emissions. What exactly is right for each individual mine is what management teams should consider as there is no one-size-fits-all solution. Nevertheless, there are plenty of ways that companies and individual mines can lower their energy input which is not just becoming increasingly compelling from a cost perspective but also from a social acceptance perspective.

Julien Desrosiers: *Terry, do you think that right now the gold industry is facing a perfect storm for these challenges? The price of gold is high, access to capital is cheap, and more than 50% of gold metal and mining companies now include ESG compliance in their high management bonus and remuneration schemes. Is now the best time to invest massively into renewables for mining companies, as profitability is on the rise?*

*Beyond the technological changes that we have talked about, the move towards the fourth revolution, and remote working has transformative potential.*

Terry Heymann: Absolutely, it's an exciting decade for the gold mining sector, because of what you have outlined. As you say, there is the ability to access capital, with the caveat that a company has to be able to demonstrate how they operate responsibly, but, as you have mentioned, linking the senior management compensation to ESG considerations is really a clear demonstration of intent. And there is more that promises to have a great impact on the mining sector. **Beyond the technological changes that we have talked about, the move towards the fourth revolution, and remote working has transformative potential.** Just imagine what you can do with somebody that has been growing up playing computer games, and who can be seated in a control room that is not necessarily located at or next to the mine site.

Thus, I think you are right in saying that there is a confluence of factors that are going to reveal and create new mining models, particularly with regards to



demonstrating how one operates responsibly from an ESG perspective. Recreating the idea of what mining is, particularly again for newer mines, is super exciting.

*Julien Desrosiers: Do you believe that designing mines that are more „environmentally friendly“ could also have the additional benefit of solving some of the main issues of gold mining right now, such as lower grades or continuously deeper and bigger mines? As an example, could you extend the life of some mines by eliminating all diesel-powered engines, which would require less ventilation and means that the mine could therefore be deeper or bigger?*

*..it is important for investors to understand that mining executives who are investing in renewables are doing so not solely in order to reduce emissions but mainly for commercial reasons.*

Terry Heymann: I absolutely agree with you. As gold is becoming increasingly hard to find and the rate of exploration is not revealing the same amount of new gold reserves that it did in the past, **it is important to find ways to keep mining the existing reserves economically.** And it is important for investors to understand that mining executives who are investing in renewables are doing so not solely in order to reduce emissions but mainly for commercial reasons.

*Julien Desrosiers: More specifically, what could be the direct consequence for investors that have shares in mining companies that focus on ESG? Do these measures translate into tangible added value for their investors?*

Terry Heymann: I also think it is important for providers of capital and creditors to understand that these are sustainable and long-term initiatives because they are commercially sensible. I would even go farther than your example of moving away from diesel-powered vehicles to the use of autonomous vehicles in mines. **Taking the people out of deep shafts will undeniably extend the scope of mining.**

Another advantage from a move to renewables and sophisticated storage technologies is that it reduces the uncertainty that comes from being dependent on fossil fuels and the volatility around its pricing and supply. Diesel, or fossil fuels more generally, have constituted a significant share of the costs of running a mine. If alternative ways of generating energy can be found that is both cheaper and more predictable from a cost perspective due to lower volatility, this really is a compelling proposition and something that investors should be very excited about.

*Julien Desrosiers: Another issue a lot of people are talking about when it comes to ESG measures of mining companies is building sustainable relationships within the community or villages they operate in. Do you think that as mining companies become energy producers (through their move towards renewable energies and high-profile energy storage) this will also affect their relationship with their neighbors in a positive way?*

Terry Heymann: Absolutely, no question about it. It is important to recognize the important role that mining companies play in terms of supporting capacity development and bringing energy, clean water, education services, and healthcare to local communities. But at the same time, it is also important to recognize that those are fundamental responsibilities of the state. And there should be the

*There is no question as to the fact that mining companies can be real drivers of social and economic development in the communities and countries where they operate.*

expectation that if a mining company takes on those responsibilities it should do so with the support of the local or national government. However, where there is support from the government in local communities for mining companies to behave in such a way, it is an excellent outcome and we have seen many examples of that. For example, in Guinea, Anglo Gold Ashanti set up a plant that also provides electricity to local communities. As a lot of mines operate in places where there is not much economic activity and sometimes even a lack of basic needs, I certainly hope that they will set up their power plants in a way that allows energy and electricity to be made available to local communities.

**Water is another good example, as mines do use a significant amount, and need to ensure that they have a sufficiently large water supply available for their operations.** This water supply needs to be managed responsibly. That means, collecting and using it in a way that doesn't pollute the water streams and doesn't negatively impact other communities that are relying on that water. So, if a mining company puts in place a new water facility to deliver good quality water for drinking or for agriculture, it is a positive development for the broader community. **To conclude, there is no question as to the fact that mining companies can be real drivers of social and economic development in the communities and countries where they operate.** The shift towards renewable energy and energy efficiency will support these positive side effects even more, but again, it needs to be done in collaboration with and in support of the governments and communities because it is not and should not be thought of as the core function of a mining company.

*Ronald Stöferle: Another important development that I noticed is that, two years ago, I was attending a mining conference, at which nobody talked about ESG and related topics, maybe with the exception of Sean Boyd, Agnico Eagle's CEO, and few others. Yet nowadays, if you go to a one on one meeting at a mining company, this is one of the first topics that CEOs talk about. What I would like to know is, firstly, where do you see the gold industry in comparison to other industries, especially compared to other parts of the mining business. Do you think that the gold industry is doing better or worse than other base metal producers or the energy sector?*

*Secondly, due to the increasing quantity of initiatives to restrict investment in the commodity sector (and companies without an acceptable ESG rating), it will get harder for institutional players – especially pension funds – to invest in gold. Do you record a lot of pressure from institutional investors?*

*And finally, could you let us know a bit more about the responsible gold mining principles you initiated?*

Terry Heymann: I absolutely agree with you that ESG is becoming more present and prevalent on the agenda of mining conferences. I was, for example, attending the Scotia Bank Mining Conference in Toronto in December and there was half a day dedicated to ESG – and the room was full. A lot of CEOs were speaking about what their companies were doing in the field of ESG. It was a lively and engaging conversation, and a lot of investors were present as well. This reflects that the

*The RGMP are an overarching framework that englobes out all issues that are considered material to responsible gold mining.*

*Once gold is mined, there are very little incremental emissions associated with downstream activity.*

*Less than 1% of the total emissions are associated with the gold supply chain.*

industry has recognized their need to communicate more about what they are doing and what they have already previously done in that field.

**The gold mining industry has clearly declared their common commitment to responsible mining across all members of the World Gold Council.** A demonstration of this collective commitment was the release of the „Responsible Gold Mining Principles“ (RGMPs)<sup>419</sup> last September. The RGMP are an overarching framework that englobes out all issues that are considered material to responsible gold mining. While establishing the RGMP, we worked in close collaboration with our members and ensured full board support by regularly including them in our discussions. Now I think that a lot of other sectors of the mining community are also doing great things. It is very clear that there is commitment across leading mining companies to operate responsibly.

Where the gold industry has taken a lead in, is in recognizing the importance of clearly communicating to investors, to governments, to communities, to employees, and to other stakeholders, as well as the importance it places on operating responsibly and what it means by responsible gold mining.

Another issue that arises, when comparing gold to other mining sectors, is the very nature of how gold is used, especially when it comes to the discussion on climate change and emissions. **Once gold is mined, there are very little incremental emissions associated with downstream activity.** We evaluated the emissions associated with the mining stage and compared them to the emissions associated to the fabrication of gold into either bars or coins or jewelry.

**This comparison showed that less than 1% of the total emissions are associated with the gold supply chain.** This means that gold's emissions profile is quite different from other metals, which have very significant emissions associated with downstream activities. This is quite positive, because it means that we know that emissions activity is concentrated in the gold mines and we have already been talking extensively about the action that is happening to reduce those.

So, in terms of the emissions pathway to net zero, I think gold is advantaged by the nature of the gold industry.

Ronald Stöferle: *Excellent. When jumping back to the question of ESG ratings, it is no question that they are becoming more and more important for investors. However, there are quite a lot of different rating agencies. It is not an easy task to understand which companies are doing well in the ESG space and which are not. How do you assess the development regarding ESG ratings, especially for institutional players and generalists, that they can trust the metrics and the data they get?*

<sup>419</sup> World Gold Council: [Responsible Gold Mining Principles](#)

*It has been clear for a while that there is a lack of consistency across ratings agencies.*

*If you think back 30 or so years, there was significant diversion across credit rating agencies and for the rating of a debt... Nowadays, there are three main credit rating companies that everybody knows and it is unusual for them to have significant diversions. I hope that ESG ratings will develop and evolve in the same way.*

Terry Heymann: It has been clear for a while that there is a lack of consistency across ratings agencies. I heard from many companies that they receive different ratings from different agencies. First, I want to say that this is not an issue that is in any way confined to the mining sector. At a conference in Amsterdam last year somebody from the property sector got up and talked about his frustration with rating agencies. This shows that this is a universal issue. I hope that we get convergence amongst the agencies soon and I hope that initiatives and tools like the RGMP can provide a single framework on which they can base their assessments.

**The RGMP were designed as this overarching framework that pulls together all the material issues for gold mining companies, developed by the gold mining companies themselves, who understand the issues they are facing daily.** Moreover, a broad range of stakeholders from all different sectors was consulted: NGOs, local communities, governments, development banks and many more. So we would love to see ratings agencies use the RGMP as the basis for their assessment approach. The final thing I would say on the topic of rating agencies is that the focus currently lies with reporting and disclosure of material issues and how ratings can support that process. If you think back 30 or so years, there was significant diversion across credit rating agencies and for the rating of a debt or fixed income instrument, you would receive quite different approaches depending on the agency. Over the last 30 years we have seen a significant conversion happening. Nowadays, there are three main credit rating companies that everybody knows and it is unusual for them to have significant diversions. I hope that ESG ratings will develop and evolve in the same way. And if we in the World Gold Council can play a role in bringing about convergence, we would be delighted to do so.

Julien Desrosiers: *A lot of legislation came into action recently such as the Paris Accord, the Conflict Minerals Regulation, the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). What do you think will happen to the environmentally friendly latecomers in the gold mining sector?*

Terry Heymann: In this case, it is interesting to take a broader look and to observe what is happening in other extractive industries. Take for example coal, thermal coal but also metallurgical coal, and the challenge that many thermal coal producers have in finding investors. There is an increasing movement of choosing not to invest in coal and some NGOs are strongly pushing the agenda of divesting from coal. Oil and gas face similar challenges. I am not saying that there is a lack of investment in these sectors, but we encounter active discussions and dialogue about those investments. Is it appropriate for investors to put money into fossil fuel companies and oil and gas? This obviously is a complex argument and there is no simple response to it but the level to which there is angst and uncertainty about whether it is ethically appropriate to put money into oil and gas companies is a lesson for gold companies.

*Reporting is very important and it has become increasingly common to report on emissions in line with programs like the TCFD.*

**So, while I am very impressed by what gold mining companies have achieved, I still believe there are great opportunities for further progress.** I think reporting is very important and it has become increasingly common to report on emissions in line with programs like the Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).<sup>420</sup> This and other developments are quite positive but in case there would be a shift in ideology and behaviors, one would not need to look far to get an idea of potential implications of not adhering to ESG measures, restricted access to capital being just one of them.

Julien Desrosiers: *As a final topic, let's discuss the issue of conflict mining. Conflict mining, to my understanding, accounts for less than 1% of total gold mining. So, while it is a small-scale problem, it remains a big topic. Could an implemented chronological documentation, with Blockchain for example, have a positive impact for investors, such as enabling them to track where the gold has been mined and to guarantee that it has been done under WGC regulations?*

Terry Heymann: Yes, absolutely. I think that in principle, the idea that you can tell where your gold is coming from is interesting and we will undoubtedly see some movement in that direction. There will be packages of gold being sold that will have a claim about where and how they were mined. However, given the fungibility of gold, it cannot be likened to a product that is consumed, which obviously is a great characteristic of gold: it is the ultimate recyclable material. All of the gold that has been ever mined, is still in circulation.<sup>421</sup> Nobody of sane mind would throw away gold, it is theoretically and chemically infinitely recyclable and, therefore, a metal that has existed for generations. Moreover, gold has been understood as a store of value for millennia. Yet, it is also a contemporary material because of its infinite recyclability; a characteristic that it should be celebrated for.

*New technologies, such as blockchain, can be of avail in these cases. Blockchain has the potential to provide a ledger that can track the provenance of a kilo bar of gold and this will be interesting to a wide range of investors.*

The challenge with recycling is that it makes it harder to retain the link back to the origin of the gold, back to the mine where it has come from. Because gold is easily recyclable and combinable with other gold quantities, one would have to find a way to add a stamp of origin to the single atoms of gold. Otherwise, it would simply be too hard to track individual pieces of gold. So, while there will be an increasing interest for and offer of gold with a specific provenance claim, I do not see it happening as fast as in other sectors. New technologies, such as blockchain, can be of avail in these cases. Blockchain has the potential to provide a ledger that can track the provenance of a kilo bar of gold and this will be interesting to a wide range of investors. Whether these are investors who are particularly concerned about conflict gold or other ESG concerns, or perhaps for a specific reason just want gold from a certain country – such as has been the development in the diamond industry – only future will tell. I think it is going to be a really interesting decade and I think that gold is the ultimate commodity, but we will also start to see some sort of decommunitization, and I will be fascinated to see how that plays out.

Ronald Stöferle: *This has been very informative, thank you for your time Terry!*

<sup>420</sup> Task Force on Climate-related Financial Disclosures

<sup>421</sup> Vgl. „ESG: Environment, Social, Governance – Three words worth more than USD 20 trillion?“, In Gold We Trust-Report 2019





**VICTORIA**  
GOLD CORP  
TSX | VGCX

# Canada's Newest Gold Mine

**Producing +200,000 ounces gold/year**  
**VITGOLDCORP.COM**



# 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.** 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>422</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>423</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>424</sup> bestätigt das positive langfristige Setup und zeigt keinerlei Ermüdungserscheinungen oder Divergenzen.

<sup>422</sup> „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2019, S. 301

<sup>423</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>424</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 die Widerstandszone bei 1.800 USD 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  Ticker Type

Quarterly Forecast  Yearly Forecast

Overview  Curve Analysis  Ranking

Firms  Standard  Custom Rank  Updated

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		Standard		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 Rallye.**

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

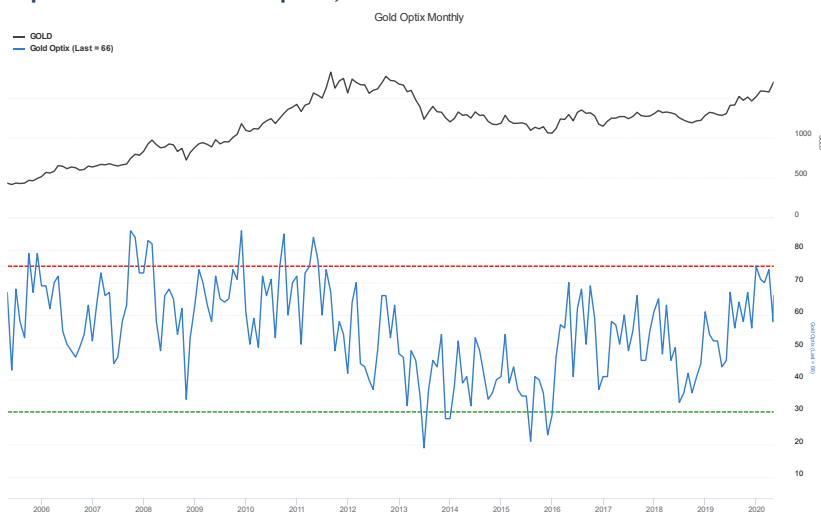
**Nun wollen wir einen Blick auf die Stimmungslage im Sektor werfen. Einer unserer favorisierten Sentimentindikatoren ist der Optix-Index von Sentimentrader.** Dieser bildet die gängigsten Stimmungsindikatoren sowie Daten aus dem Futures- und Optionsmarkt ab. Die diesem Barometer zugrunde liegende Logik 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.**



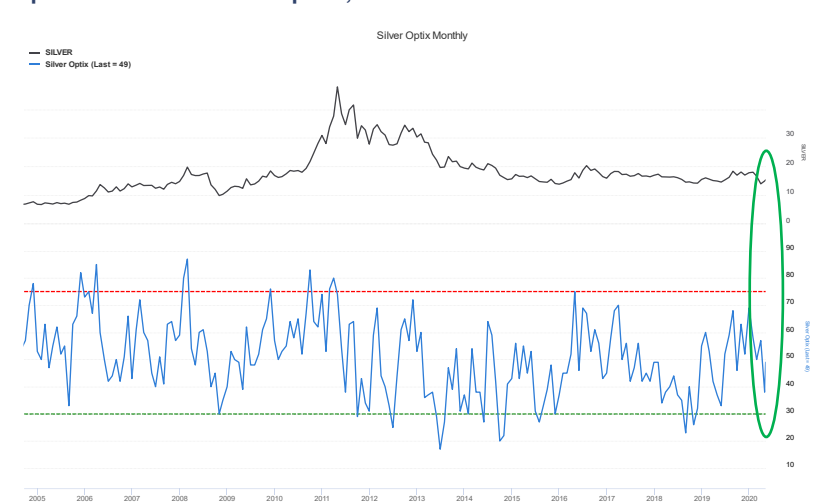
### Optix-Indikator und Goldpreis, 2005-2020



Quelle: Sentimentrader.com

**Bei Silber hat die Party scheinbar noch nicht wirklich begonnen, wemgleich 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>425</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-Präsidentenwahlen. Deutlich ist zu erkennen, dass ab Mitte Mai saisonaler Rückenwind einsetzt, der sich Anfang Juli aber wieder umkehrt. Anschließend beginnt Mitte September eine weitere saisonal starke Phase, die in Wahljahren allerdings ab Anfang Oktober jäh beendet wird.

<sup>425</sup> Vgl. „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2018

### Saisonalität von Gold in Wahljahren



Quelle: Seasonax.com<sup>426</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

### Das Midas Touch Gold Model™<sup>427</sup>

*„Der Beginn der Weisheit liegt in der Definition von Bedingungen.“*

Sokrates

Wie bereits in den vergangenen Jahren möchten wir auch im heurigen Jahr ein Update zum aktuellen Stand des Midas Touch Gold Modells™ geben.<sup>428</sup> Zusammenfassend liegen die Stärken des Modells in der Vielseitigkeit und

<sup>426</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.

<sup>427</sup> Wir bedanken uns bei Florian Grummes für diesen Exkurs. Florian ist Gründer und Geschäftsführer von Midas Touch Consulting ([www.midastouch-consulting.com](http://www.midastouch-consulting.com)). Unsere Leser können sich auf folgendem Link für kostenlose Updates und den dazugehörigen Newsletter eintragen: <http://eepurl.com/ccKg2r>

<sup>428</sup> Eine detaillierte Beschreibung des Modells und seiner Philosophie finden Sie im [In Gold We Trust-Report 2016](#).

quantitativen Messbarkeit, da es sehr viele unterschiedliche Perspektiven auf den Goldmarkt sorgfältig prüft und übersichtlich in einer Tabelle zusammenführt.



Quelle: Midas Touch Consulting, Florian Grummies

Seit dem letzten heftigen Ausverkauf, der im August 2018 bei 1.160 USD den Tiefpunkt und die Trendwende am Goldmarkt markierte, befindet sich der Goldpreis übergeordnet in einem Aufwärtszyklus. Ziemlich genau vor einem Jahr gelang der extrem wichtige Ausbruch über die mehrjährige Widerstandszone um 1.360-1.380 USD. Heute, also knapp ein Jahr später, notiert der Goldpreis fast 400 USD höher. Ein großer Trendwendepunkt auf der Oberseite ist aber trotz der fast zweijährigen Rally weit und breit nicht zu erkennen. **Vielmehr dürfte der Goldpreis übergeordnet weiter in Richtung der Widerstandsmarke um 1.800 USD sowie dem Allzeithoch bei 1.920 USD marschieren.**

*The first principle is that you must not fool yourself – and you are the easiest person to fool.*  
**Richard Feynman**

**Das Midas Touch Gold Modell™ bestätigt diesen mittel- bis längerfristig bullischen Ausblick bereits mit seinen ersten beiden Bausteinen.** Demnach müsste der Goldpreis aktuell um über 230 USD fallen, bevor sowohl der Monats- als auch der Wochenchart auf ein bärisches Signal umschwenken würden. Allerdings kann es auf Sicht der kommenden ein bis drei Monate bei der übergeordneten Rally durchaus noch zu Verzögerungen und einem gesunden Rücksetzer kommen. **So würde zumindest der Tageschart derzeit bei Kursen unter 1.682 USD auf bärisch drehen.**



Quelle: TradingView, Midas Touch Consulting, Florian Grummies

**Vom Terminmarkt kommt hingegen bereits seit über einem Jahr durchwegs ein bärisches Signal.** Hier liefert der CoT-Report jede Woche aufs Neue eine exorbitant große kommerzielle Leerverkaufposition. Aktuell haben die professionellen Marktteilnehmer wie Bullion-Banken und Market Maker etc. kumuliert 278.533 Termin-Kontrakte leerverkauft. In der Vergangenheit war der Goldmarkt eigentlich immer erst bei einer kommerziellen Shortposition unterhalb von 100.000 Kontrakten aus dem Größten heraus. Bei der letzten großen antizyklischen Opportunität waren die kommerziellen Hedger im August 2018 sogar erstmals seit 25 Jahren kumuliert auf die Long-Seite gewechselt.



Quelle: Sentimentrader, Midas Touch Consulting, Florian Grummes

**Es gibt sicherlich viele Gründe, warum diese große Shortposition in den letzten Monaten bisher nur ansatzweise eingedeckt wurde bzw. werden konnte.** Der stark auseinander gelaufene Spread zwischen Spot und Future im März signalisierte Stress und konnte nur mit einer Änderung der Vorschriften seitens der CFTC abgewendet werden. Uns erscheint es oftmals, als hätte der wöchentliche CoT-Report an Bedeutung für den Goldpreis verloren. Legt man hingegen die vermutlich nicht mehr gültigen Maßstäbe früherer Zeiten an, bleibt es bei einem dunkelroten Verkaufssignal, welches sich nur durch eine deutlich reduzierte kommerzielle Shortposition und vermutlich tiefere Goldpreise verbessern würde.

*After spending many years on Wall Street and making and losing millions, I would like to stress the following: I don't deserve the big winnings with my thinking. It was my perseverance. I just didn't let you fool me.*

**Jesse Livermore**

**Insbesondere aus der saisonalen Perspektive wäre ein „Festlaufen“ im Bereich um 1.740 USD bis 1.760 USD in diesen Wochen durchaus typisch.** Im Anschluss könnten die schwachen Hände mit einem überschaubaren Rücksetzer in Richtung der 50-Tageline bei 1.654 USD noch rechtzeitig vor der nächsten Aufwärtswelle im Hochsommer abgeworfen werden. Damit wäre die überkaufte Lage auf dem Tagechart und vermutlich auch auf dem Wochenchart bereinigt. Im Anschluss könnte der Goldpreis erneut über mehrere Monate hinweg nach oben rallieren.

**Ganz kurzfristig ist der Ausbruch aus dem vierwöchigen Konsolidierungsdreieck klar bullisch.** Die Goldbullen benötigen zur Bestätigung eigentlich „nur noch“ einen Wochenschlusskurs oberhalb von 1.760

USD. Dann stünde die Tür in Richtung 1.800 USD sperrangelweit offen. Solange dieser Wochenschlusskurs allerdings nicht gelingt, bleibt die Gefahr eines „Festlaufens“. Zudem ist der Goldpreis trotz der „Corona-Verwerfungen“ seit dem Zwischenhoch bei 1.689 USD am 24. Februar 2020 in den letzten zweieinhalb Monaten unterm Strich kaum vorangekommen.



Quelle: TradingView, Midas Touch Consulting, Florian Grummes

*To buy when others are despondently selling and sell when others are greedily buying requires the greatest fortitude and pays the greatest reward.*  
**John Templeton**

Eine weitere wichtige Erkenntnis liefert das Midas Touch Gold Modell™ hinsichtlich des Gold/Silber-Ratios (GSR). Dieses hatte Mitte März bei 1:125 ein neues Allzeithoch erreicht und ist seitdem deutlich zurückgekommen. **Seit dem 20. April liefert das GSR nun ein klares Kaufsignal für Silber.** Eine Umkehr dieses bullischen Signals würde nur durch einen weiteren starken Anstieg des GSR bis auf 124 erfolgen. Solange man nicht von einem erneuten deflationären Zusammenbruch der Finanzmärkte ausgeht, dürfte es so schnell nicht zu einem Trendwechsel kommen. Damit stehen die Chancen für einen steigenden Silberpreis gut. Silber ist die günstige Inflationsabsicherung und wird von der langsam wieder anziehenden Weltwirtschaft profitieren.

*Great opportunities do not come every year.*  
**Charles Dow**

Charttechnisch konnte sich Silber nach dem Crash bis auf 11,61 USD in den letzten zwei Monaten über seine 200-Tagelinie bei 16,91 USD erholen. Nun deutet die überkaufte Situation auf dem Tages-Chart und die Widerstandszone zwischen 17,00 USD und 18,00 USD auf dem Wochen-Chart darauf hin, dass vor dem nächsten Aufwärtstrend eine Verschnaufpause eingelegt wird. Daher sollte man kurzfristig noch keine weiteren großen Preissprünge bei Silber erwarten.

*Patience is power. Patience is not an absence of action; rather it is timing; it waits on the right time to act, for the right principles and in the right way.*  
**Fulton J. Sheen**

**Insgesamt scheinen Gold und Silber mittel- und langfristig deutlich höhere Preisregionen anzupeilen.** Kurzfristig dürfte das Potenzial auf der Oberseite aber doch weitgehend ausgeschöpft sein, sodass eine Fortsetzung der Konsolidierung auf hohem Niveau das wahrscheinlichste Szenario bis zum Hochsommer ist. Typischerweise schütteln die beiden Märkte kurz vor der nächsten großen Anstiegswelle noch rechtzeitig alle schwachen Hände mit einem vorübergehenden, allerdings scharfen Rücksetzer ab.



Im Falle einer direkten Fortsetzung der Rally in den kommenden Wochen sollten sich Investoren aber trotzdem gedulden und nicht blind dem fahrenden Goldzug hinterherlaufen. **Vielmehr dürfte es – dann eben von einem etwas höheren Niveau aus – den typischen sommerlichen Rücksetzer geben, der wieder ein gutes Chancen/Risiko-Verhältnis für Neueinsteige oder Zukäufe liefern sollte.**

## 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.

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>429</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>430</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.

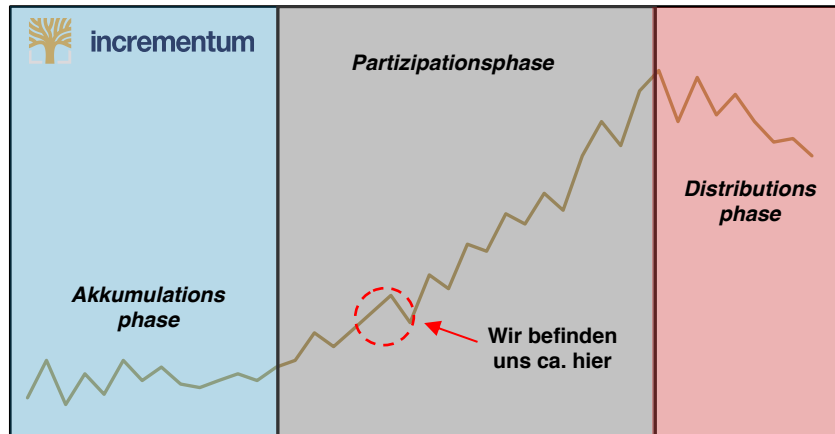
**2) Partizipationsphase:** Die Kurse beginnen langsam zu steigen. Trendfolger zeigen Interesse, die Nachrichten verbessern sich und Kommentatoren, Medien etc. schreiben zunehmend optimistische Artikel. Das spekulative Interesse und die Volumina steigen an, neue Produkte werden lanciert und die Kursziele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

<sup>429</sup> StockCharts: [Bob Farrell's 10 Rules](#)

<sup>430</sup> Vgl. „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2019

**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.

**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“.431 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.

431 Vgl. Wikipedia-Eintrag: [Giffen-Paradoxon](#)

# Keine Angst vor Bärenmärkten. Bleiben Sie gelassen mit **Gold**

---



Wir sind ein weltweit agierender alternativer Asset-Manager mit Schwerpunkt auf Edelmetallen.

Gold bietet Ihnen die Sicherheit, die Ihr Investitionsportfolio braucht.

# Sprott



# 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

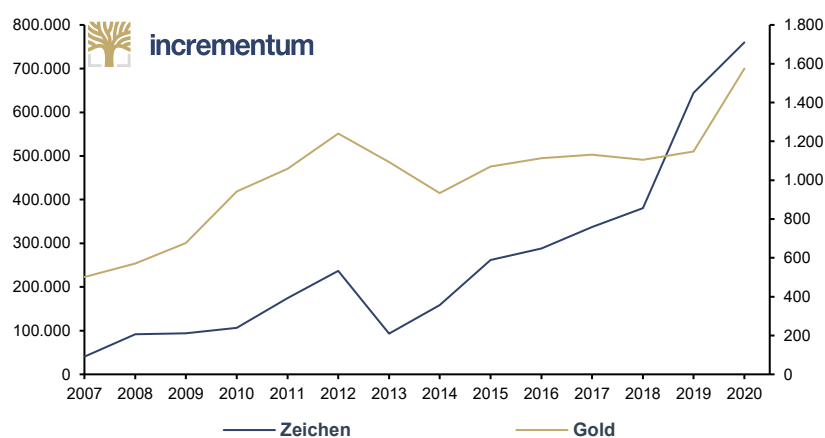
- Wir durchleben aktuell die ausgeprägteste wirtschaftliche Kontraktion seit 90 Jahren. Die Verschuldungssituation droht in Folge der aktuellen Krise im Laufe dieser Dekade zu eskalieren.
- Portfolios werden durch das Hinzufügen von anti-fragilen Positionen durch scharfe Verwerfungen weit weniger aus 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>432</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>432</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.**

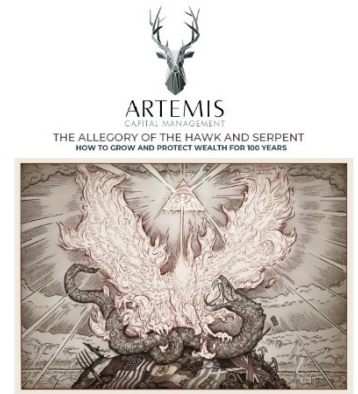
Portfolios können „krisenfest“ gemacht werden, indem substanzielle, robuste Positionen hinzugefügt werden. Historisch wurden solche Portfolios durch scharfe Verwerfungen weit weniger aus der Bahn geworfen. Teilweise konnten sie in unwegsamem Anlageterrain sogar deutlich an Wert zulegen. Die Investment-Boutique „Artemis Capital“ hat die vergangenen 100 Jahre diesbezüglich untersucht und ihre Erkenntnisse in der titelgebenden Allegorie „Der Falke und die Schlange“<sup>433</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>434</sup>*

*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.



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

**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>433</sup> „The allegory of the Hawk and Serpent -How to build a Portfolio that lasts 100 years“, Artemis Capital Management, Jänner 2020

<sup>434</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**

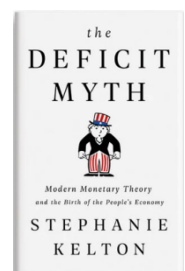
*Under Yield Curve Control, the central bank commits to buy whatever amount of bonds the market wants to supply at its target price.*

**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>435</sup>.** Wir haben diese Theorie bereits in mehreren Ausgaben unseres *In Gold We Trust*-Reports einer ausführlichen und kritischen Untersuchung unterzogen.<sup>436</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>435</sup> Kritische Geister meinen, die Abkürzung MMT stünde für „Mugabe Maduro Theory“.

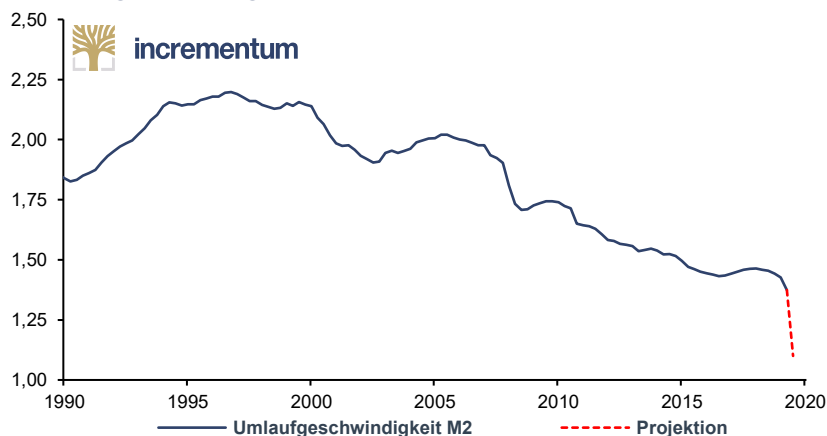
<sup>436</sup> Vgl. „Inflation und die Veranlagung“, *In Gold We Trust*-Report 2016, „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, *In Gold We Trust*-Report 2019, S. 38 ff.

*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>437</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>437</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>438</sup> Auch die Deutsche Bank kam in einer höchst lesenswerten Studie zu durchaus ähnlich kritischen Schlussfolgerungen wie wir.<sup>439</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-gedeckte 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>438</sup> Vgl. „Gold Forecasts 2020: Bank of America Sees \$3,000/Ounce“, Bloomberg, 21. April 2020

<sup>439</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>440</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.

## 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>440</sup> Vgl. „Companies Are Suspending Dividends At Fastest Pace in Years“, Wall Street Journal, 28. April 2020



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.

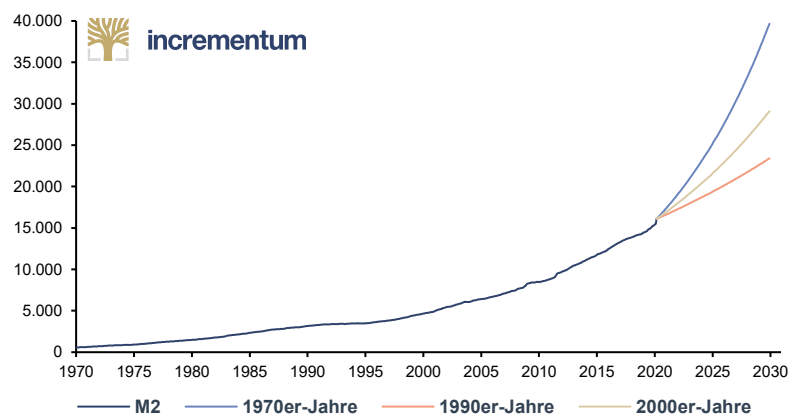
Für die Berechnung des Preisziels ziehen wir zwei Parameter heran, und zwar die **Geldmengenentwicklung** und den **impliziten Golddeckungsgrad**. Da der US-Dollar nach wie vor die Weltleitwährung ist und den stärksten Einfluss auf den Goldpreis hat, analysieren wir die Daten für den US-Dollarraum und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

- **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

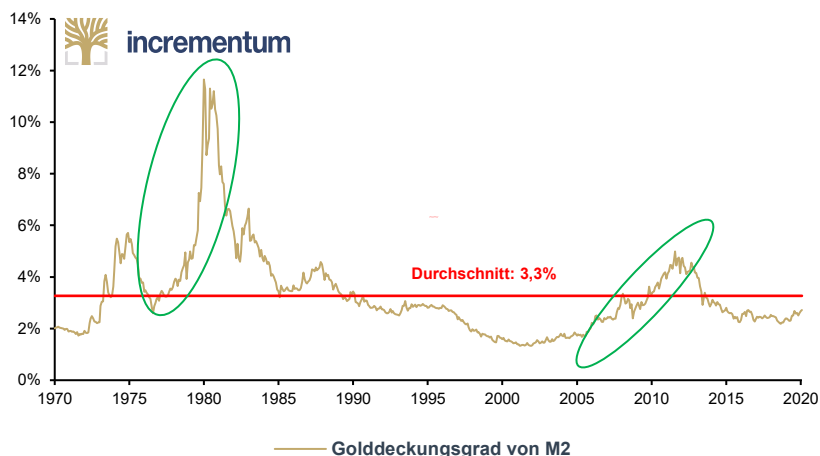
*My favourite thing to remember is the future.*

**Salvador Dali**

### Der implizite Golddeckungsgrad

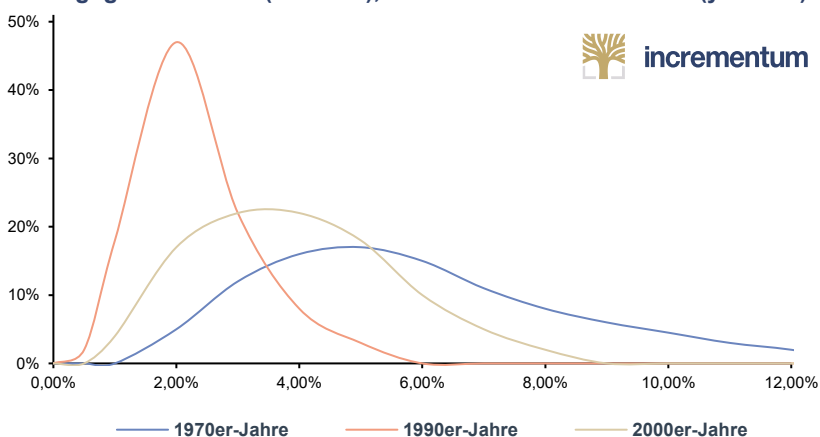
Der implizite Golddeckungsgrad einer Währung wird berechnet, indem man die Goldreserven der Zentralbank zum aktuellen Goldpreis bewertet und ins Verhaltis zur Geldmenge setzt. Der Golddeckungsgrad der Geldmenge M2 bewegt sich langfristig um 3,3%. Auffällig ist, dass **in Zeiten abnehmenden Vertrauens 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



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

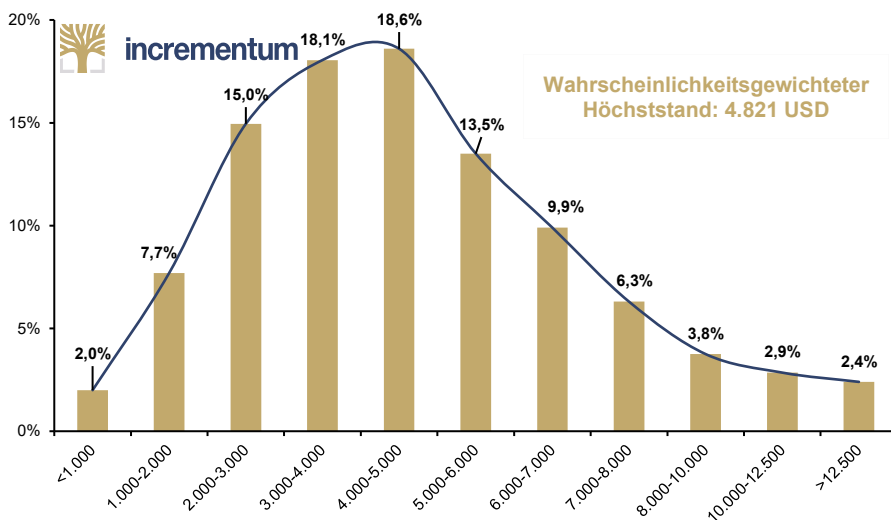
Geglättete Wahrscheinlichkeitsfunktion der Szenarien, Golddeckungsgrade von M2 (x-Achse), Eintrittswahrscheinlichkeit (y-Achse)



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

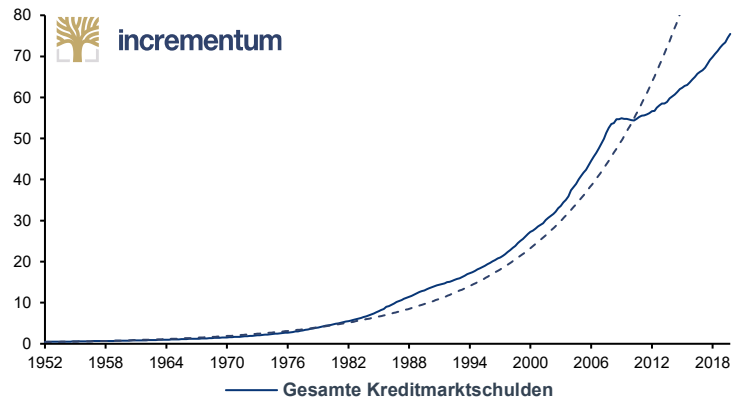
*We can ignore reality, but we cannot ignore the consequences of ignoring reality.*

**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>441</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**

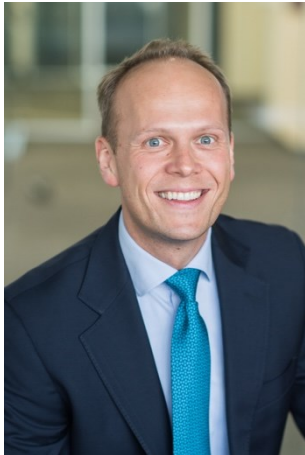
**Für Anleger und Investoren werden die kommenden Jahre zweifelsfrei herausfordernd.** Wir freuen uns die Geschehnisse weiter für Sie zu analysieren und unsere Gedanken mit Ihnen zu teilen. Gemeinsam werden wir diese Herausforderungen meistern. Denn für uns gilt heute mehr denn je:

**IN GOLD WE TRUST**

<sup>441</sup> Nachzulesen sind die Konsequenzen von „1971“ auch auf folgender Webseite: [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 Knirsch**  
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 und dem Erwerb von Lizenzgebühren sowie bei 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, 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

