

In **Gold** We Trust<sup>®</sup>  
Report

24. Mai 2023



# Showdown



incrementum

Ronald-Peter Stöferle  
& Mark J. Valek

Wir bedanken uns herzlich bei unseren  
**Premium-Partnern** für die Unterstützung des  
*In Gold We Trust-Reports 2023*

Details zu unseren Premium-Partnern finden Sie auf Seite 428 f.



# Inhalt

<b>Einleitung</b>	<b>4</b>
<b>Der Status Quo von Gold</b>	<b>20</b>
<b>Status Quo von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen</b>	<b>30</b>
<b>Status Quo der Verschuldungsdynamik</b>	<b>45</b>
<b>Status Quo der Inflationstendenz</b>	<b>72</b>
<b>Status Quo der Goldnachfrage</b>	<b>101</b>
<b>Fazit: Status Quo</b>	<b>112</b>
<b>Der geldpolitische Showdown</b>	<b>124</b>
<b>Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar</b>	<b>153</b>
<b>De-Dollarization: Der finale Showdown?</b>	<b>168</b>
<b>Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten</b>	<b>196</b>
<b>Ohne staatliches Zutun – der Silberstand in China</b>	<b>222</b>
<b>Der Westen unter Stress: Von Illusionen und Narrativen</b>	<b>232</b>
<b>Der Crack-up-Boom – Das Ende eines Währungsregimes</b>	<b>251</b>
<b>Showdown im Sound Money-Lager</b>	<b>266</b>
<b>Silbers goldene Ära?</b>	<b>279</b>
<b>Der Synchroner Bullenmarktindikator</b>	<b>302</b>
<b>Minenaktien – Fundamentale und technische Lage</b>	<b>320</b>
<b>Lebenszyklus eines Minenprojekts</b>	<b>334</b>
<b>Die soziale Komponente von ESG</b>	<b>346</b>
<b>Capex-Comeback?</b>	<b>362</b>
<b>Exklusivinterview mit Russell Napier: Save Like a Pessimist, Invest like an Optimist</b>	<b>377</b>
<b>Technische Analyse</b>	<b>390</b>
<b>Quo Vadis, Aurum?</b>	<b>402</b>

## 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. Sämtliche Publikationen der Incrementum AG sind grundsätzlich Marketingmitteilungen oder sonstige Informationen und keine Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung. Marketingmitteilungen und sonstige Informationen werden nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Anlageempfehlungen erstellt und unterliegen nicht dem Verbot des Handelns im Anschluss an die Verbreitung von Anlageempfehlungen. Anlageempfehlungen werden von der Incrementum AG grundsätzlich nicht publiziert. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden. Sofern in der Publikation nichts Gegenteiliges vermerkt ist, erfolgt grundsätzlich keine Aktualisierung. 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 resultierende Haftungen oder Schäden gleich welcher Art.

# Einleitung

*Der Balanceakt, die Teuerung zu bekämpfen, ohne Verwerfungen auf den Märkten auszulösen, ist zum Scheitern verurteilt. Die Vehemenz des begonnenen Straffungszyklus droht die „Everything-Bubble“ in einem „Everything-Crash“ enden zu lassen.*

*In Gold We Trust-Report 2022*

- Es ist ein Showdown mit Ansage. Denn wie von uns insbesondere in den beiden *In Gold We Trust*-Reporten „Der monetäre Klimawandel“ und „Stagflation 2.0“ prognostiziert, war es nur eine Frage der Zeit, bis die Folgen der jahrelangen Null- und Niedrig-, mitunter sogar Negativzinsen, ans Tageslicht kommen. Handlungen haben Konsequenzen, erwartbare Konsequenzen.
- Die hartnäckige Unterschätzung der Teuerungsdynamik hat die Notenbanken schlussendlich zu einer geldpolitischen Vollbremsung gezwungen.
- Die restriktive Geldpolitik hat eine schmerzhaft Aufdeckung diverser Fehlallokationen eingeleitet, die sich während des über eine Dekade anhaltenden Niedrigzinsumfelds gebildet haben.
- Die aufziehende Rezession wird vor dem Hintergrund weiterhin zu hoher Teuerungsraten einen geldpolitischen Showdown erzwingen.
- Ein geopolitischer Showdown zwischen dem Westen und etlichen aufstrebenden Ländern bahnt sich an. Das US-Dollar-zentrische Weltwährungssystem gerät immer stärker unter Druck.
- Die Gemengelage spricht dafür, dass der Goldpreis ebenfalls auf einen Showdown zusteuert. Neue Allzeithochs auf USD-Basis sollten nur mehr eine Frage der Zeit sein.

*We live in the most interesting of times.*

**Elon Musk**

*It's been a long*

*A long time coming, but I know*

*A change gon' come*

*Oh yes, it will.*

**Sam Cooke**

*The key to No-Limit Poker is to put a man to a decision for all his chips.*

**Doyle Brunson**

**Wir leben in einer Zeit, in der sich die Ereignisse zu überschlagen beginnen.** Das fälschlich Lenin zugeschriebene Zitat *„Es gibt Jahrzehnte, in denen nichts passiert; und Wochen, in denen Jahrzehnte passieren.“* scheint nun Realität zu werden. Gewissheiten der vergangenen Jahrzehnte werden gefühlt über Nacht obsolet. Beim Verfolgen der Nachrichten durchleben viele von uns bislang unbekannte Emotionen der Unsicherheit, Beklemmung und Überforderung. Die globale Pandemie, die Teuerungskrise, eine zunehmende politische Polarisierung, technologische Durchbrüche wie die „künstliche Intelligenz“, mit deren Hilfe wir übrigens das Cover dieses *In Gold We Trust*-Reports erstellt haben, aber auch die anstehende geopolitische Neuordnung verändern unser Leben auf eine Weise, die vor wenigen Jahren noch für sehr viele Menschen unvorstellbar war.

Wir hatten in den vergangenen *In Gold We Trust*-Reporten auf diese sich abzeichnenden epochalen Wandel vielfach hingewiesen. Titel wie z. B. **„Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“** (2019) und **„Der monetäre Klimawandel“** (2021) haben wir aus gutem Grund gewählt. **Und auch dieses Jahr verlangt nach einem pointierten Titel**, der die Vielschichtigkeit, aber auch Dramatik der gegenwärtigen Situation erfasst: **Showdown**.

Wenn man Wikipedia nach der Wortbedeutung des Begriffs „Showdown“ befragt, erhält man folgende Definition:

1. *„Ein Showdown bezeichnet ein abschließendes, entscheidendes Duell zwischen zwei oder mehreren Kontrahenten.*
2. *Der Ausdruck bezeichnet ursprünglich das Aufdecken der Karten beim Poker (engl. to show down),*
3. *meint aber auch das ‚Aufzeigen der wahren Verhältnisse‘.“*

Die Analogie des Showdowns ist unserer Meinung nach **eine treffende Beschreibung der aktuellen Lage, in der ökonomische, politische und gesellschaftliche Entwicklungen** auf eine fundamentale Weichenstellung zusteuern.

Die aktuelle Situation ist auch deswegen so einzigartig, weil wir es nicht mit einem singulären Showdown zu tun haben. Multiple Eskalationen finden zeitgleich statt und haben das Potenzial, sich gegenseitig noch weiter aufzuschaukeln. Diese Showdowns betreffen durchgängig Themen, die wir in den vergangenen Jahren im Rahmen unseres *In Gold We Trust*-Reports bereits im Detail analysiert haben:

- **der geldpolitische Showdown,**
- **der geopolitische Showdown und damit verbunden die De-Dollarization,**
- **der Showdown beim Goldpreis.**

## Der geldpolitische Showdown

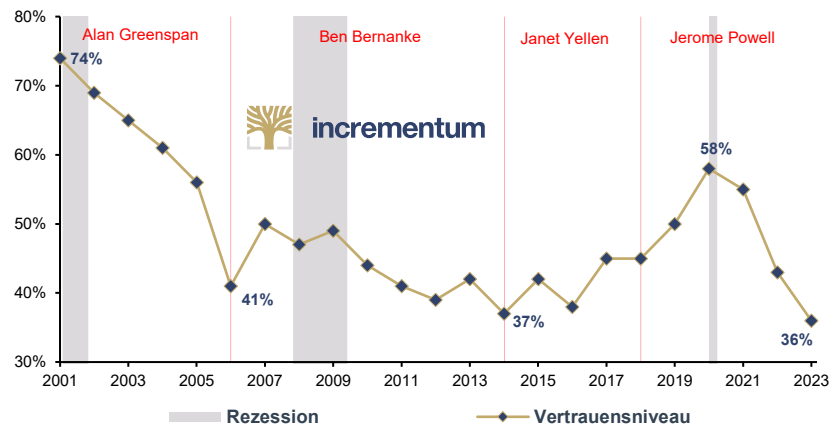
**Es ist ein Showdown mit Ansage.** Denn wie von uns insbesondere in den beiden *In Gold We Trust*-Reporten „Der monetäre Klimawandel“ und „Stagflation 2.0“ prognostiziert, war es nur eine Frage der Zeit, bis die Folgen der jahrelangen Null-, Niedrig- und mitunter sogar Negativzinsen ans Tageslicht kommen. Handlungen haben schließlich Konsequenzen, erwartbare Konsequenzen.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Führende Zentralbanker hatten sich allerdings auch noch bei Inflationsraten deutlich jenseits ihres 2%-Inflationszieles in Beschwichtigungsrhetorik geübt. Jerome Powells gebetsmühlenartige Betonung, dass die Inflation bloß „vorübergehend“ sei, ist ebenso legendär wie Christine Lagardes verniedlichende Bezeichnung des Inflationsschubs als „Hügel“. **Wenig überraschend befindet sich das Vertrauen in die ökonomische Kompetenz der Zentralbanken in einem steilen Sinkflug.**

### Vertrauen in den Vorsitzenden der Federal Reserve\*, 2001-2023



Quelle: Gallup, Incrementum AG  
\*Prozentsatz der Personen, die „sehr viel“ oder „einigermaßen viel“ Vertrauen in den Vorsitzenden der Federal Reserve haben.

*Our economic forecasting record is nearly perfect.*

**Janet Yellen**

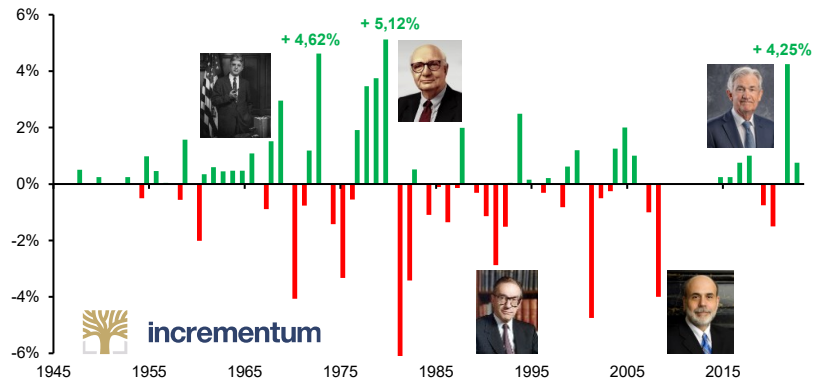
*The characterization of inflation as transitory is probably the worst inflation call in the history of the Federal Reserve, and it results in a high probability of a policy mistake.*

**Mohamed El-Erian**

Eine geldpolitische Notbremsung war die Folge. **Mit der nun einsetzenden konjunkturellen Abschwächung und den nach wie vor deutlich zu hohen Inflationsraten wird auch das geldpolitische Trilemma – Preisstabilität vs. Finanzmarktstabilität vs. Konjunkturstützung –, vor dem wir warnten, nun Wirklichkeit.**

**Als die Zentralbanker schlussendlich den Ernst der Lage erkannten, handelten sie jedoch unerwartet konsequent.** So hat etwa Jerome Powell in weniger als einem Drittel der Zeit doppelt so hohe Zinserhöhungen wie im letzten Zinserhöhungszyklus unter Janet Yellen vorgenommen. **Uns hat diese Vehemenz überrascht, wie wohl jeden anderen Analysten, Marktstrategen, Fondsmanager – und Astrologen. Aber es gilt: Wer zu spät bremst, muss umso kräftiger auf die Bremse steigen.**

### Jährliche Veränderung des US-Leitzinses, 1945-2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*The only function of economic forecasting is to make astrology look respectable.*

**John Kenneth Galbraith**

*My goal is to have impact.*

**Sam Bankman-Fried**

*You can't run the most reckless monetary and fiscal experiment in history without the bill eventually coming due. The first invoice arrived as inflation. The second has come as a financial panic, with economic damage that may not end with SVB.*

**Jesse Felder**

**Trotz der radikalen geldpolitischen Straffung erweist sich die Inflation als überaus hartnäckig. Bis zuletzt hatte die Federal Reserve signalisiert, dass sie bereit ist, alles in ihrer Macht Stehende zu tun, um die Teuerung wieder in den Griff zu bekommen.** Nach eineinhalb Dekaden Liquiditätsflut und Niedrigstzinsen treten nun, nach dem abrupten Entzug der Punchbowl, zunehmend Entzugserscheinungen auf. Jetzt zeigt sich, welche Geschäftsmodelle in den vergangenen Jahren nur von niedrigen Zinsen getragen wurden und welche fundamental auf eigenen Beinen stehen.

**Die stärksten und schnellsten Zinsanhebungen in den Industrienationen seit über 40 Jahren haben bereits erste Opfer gefordert.** Das Pensionsfondsdebakel in Großbritannien, die Schließung des „Blackstone Real Estate Income Trust“, diverse Kalamitäten im Kryptobereich – allen voran die spektakuläre FTX-Pleite – sind nur einige Beispiele für die Konsequenzen der abrupten Zinswende.

**Im März öffnete sich eine weitere Problemfront, als ohne große Vorwarnung zunächst die „Silicon Valley Bank“ (SVB) kollabierte, kurz darauf dann die „Signature Bank“.** Anfang Mai folgte mit der „First Republic“ eine weitere Regionalbank. Wir sind der Ansicht, dass es zu einfach wäre, den Regionalbanken-Kollaps ausschließlich auf schlechtes Management oder auf ihre Engagements in der strauchelnden Technologiebranche, die bekanntermaßen stark zinssensitiv ist, zu schieben.

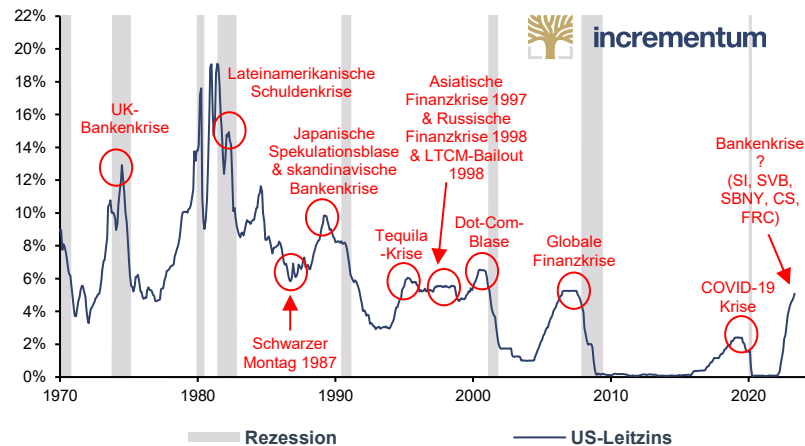
**Drei der vier größten US-Bankenpleiten spielten sich in den vergangenen Wochen ab, nur der Zusammenbruch der „Washington Mutual“ im September 2008 hatte eine – nominell wie real – deutlich höhere Schadenssumme.** Zusammengerechnet mussten seit Anfang März bereits mehr als 500 Mrd. USD abgeschrieben werden. Das ist ein klares Warnsignal dafür, dass das Finanzsystem deutlich fragiler ist, als allgemein vermutet. **Und auch diesseits des Atlantiks musste bereits eine Großbank ihre Segel streichen, und mit der altherwürdigen Credit Suisse erwischte es nicht irgendeine Bank.** In einer Nacht- und-Nebel-Aktion kam es Mitte März zum Notverkauf an die UBS.



Bildnachweis: The Economist

Unbeeindruckt davon **bejubelt der Mainstream** nach wie vor die Resilienz der US-Ökonomie und redet die Probleme klein. Für all jene, die mit der von Ludwig von Mises und Friedrich August von Hayek federführend entwickelten Österreichischen Konjunkturzyklustheorie vertraut sind, ist es hingegen keine Überraschung, dass die radikale Zinswende akute Schmerzen verursacht. **Die Finanzgeschichte ist voller Präzedenzfälle, bei denen durch das Fluten der Märkte mit Liquidität ein künstlicher Boom ausgelöst wurde.**

### US-Leitzins, 01/1970-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Nothing sedates rationality like large doses of effortless money.*  
**Warren Buffett**

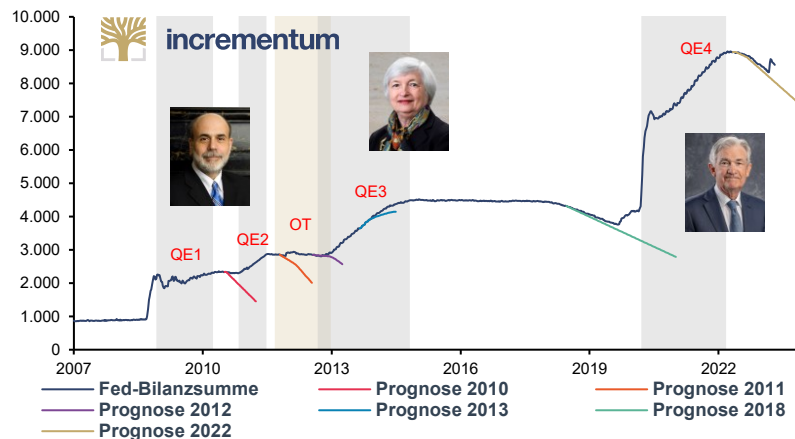
**Beim Entzug der künstlichen Stimuli werden die Fehlallokationen schonungslos aufgedeckt und in Form schmerzvoller Kurseinbrüche, Insolvenzen und Rezessionen bereinigt.** „Wenn die Flut zurückgeht, sieht man, wer nackt badet“, hat Warren Buffett dieses Phänomen so treffend beschrieben. Und es deutet vieles darauf hin, dass sich noch sehr viel mehr Badende als Nudisten entpuppen werden. In dem Zusammenhang legen wir den interessierten Lesern insbesondere unser Kapitel über den Crack-up-Boom in diesem *In Gold We Trust*-Report ans Herz.

*The same old Fed. Over eases. Then it over tightens....Fed tightening cycles have a history of leading to recessions 80% of the time.*  
**Dave Rosenberg**

**Neben den Zinserhöhungen ist ein wesentlicher Bestandteil der aktuellen geldpolitischen Straffung das „Quantitative Tightening“, also die Verkürzung der Zentralbankbilanz.** Planmäßig wird die Bilanz der Federal Reserve derzeit um 95 Mrd. USD pro Monat gekürzt, was einer Reduktion der Bilanzsumme von 12% p.a. entspricht. Allerdings musste von diesem Zeitplan im Zusammenhang mit den Bankenpleiten im März bereits kurzfristig abgewichen werden und die Bilanzsumme erneut um 400 Mrd. USD inflationiert werden.



### Fed-Bilanzsummen-Pfad, in Mrd. USD, 01/2007-01/2024e



*Ich frage mich schon seit längerem, ob das schöne deutsche Wort „notwendig“ bedeutet, dass immer erst die Not etwas wendet.*

**Graf Otto Lambsdorff**

*We're in the early innings of the next financial crisis.*

**Mark Jeftovic**

*I'm in the „hard landing“ camp.*

**Stanley Druckenmiller**

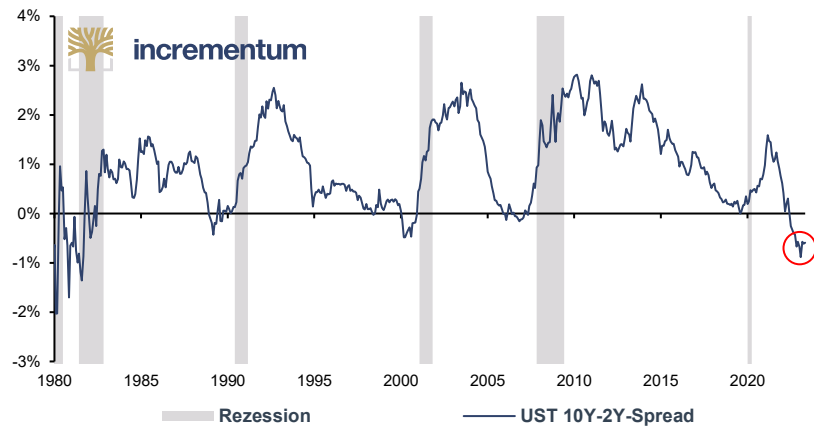
**In Finanzmarktkreisen wurde in der Folge hitzig debattiert, ob diese Rettungsmaßnahme als Rückfall in das „Quantitative Easing“ einzustufen ist oder nicht.** Diese terminologische Haarspalterei lenkt unserer Meinung nach vom viel wesentlicheren Punkt ab: Beim Aufkommen systemischer Probleme haben die Zentralbanken letztlich nur ein Mittel, und zwar jenes der Bereitstellung zusätzlicher Liquidität. Jeder Versuch in den vergangenen 15 Jahren, die Zentralbankbilanz zu verkürzen, ist meist schon nach wenigen Quartalen kläglich gescheitert.

**Vor diesem Hintergrund droht nun der geldpolitische Showdown zwischen Preisstabilität, Konjunktur und Finanzmarktstabilität.** Die alles entscheidende Frage lautet: Kann die Federal Reserve ihre restriktive Geldpolitik fortsetzen und die Teuerungsrate wieder auf 2% drücken, ohne eine gravierende Rezession bzw. eine neuerliche Finanzkrise auszulösen, oder muss sie erneut das System mit expansiven, stimulierenden Maßnahmen retten und damit eine weitere Teuerungswelle riskieren? **Die Karten müssen spätestens dann auf den Tisch gelegt werden, wenn die Schmerzen bei den Banken, an den Kapitalmärkten oder in der Realwirtschaft zu groß werden.**

### Negatives Geldmengenwachstum ist Neuland

**Und die Anzeichen für eine bevorstehende Rezession in den USA verdichten sich.** Die stark invertierte Zinskurve, ein langsam schwächelnder Arbeitsmarkt, der „Leading Economic Indicator“ (LEI) – alle diese Indikatoren lassen wenig Raum für konjunkturellen Optimismus. **Eine vertiefende Analyse über den Zustand der US-Wirtschaft nehmen wir in Kapitel 3 „Der geldpolitische Showdown“ vor.**

UST 10Y-2Y-Spread, 01/1980-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*The latest 12 month decline in M2 is undoubtedly the sharpest since 1934...When velocity turns down, monetary policy will have very little capability to stimulate economic activity. The well-known “pushing on a string” predicament will be totally insufficient to describe the situation that lies ahead.*

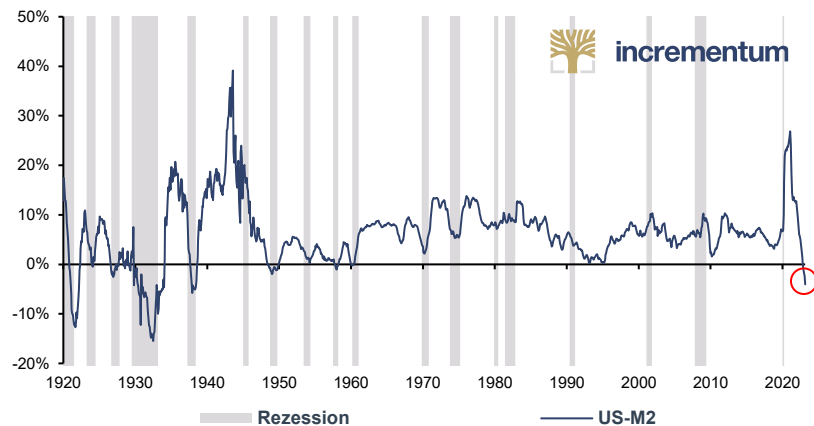
**Lacy Hunt**

**Zudem ist das Geldmengenwachstum in den USA auf Monatsbasis berechnet zum ersten Mal seit den 1950er-Jahren, auf Jahresbasis sogar zum ersten Mal seit der Großen Depression negativ.** Wie die Österreichische Konjunkturzyklustheorie betont, genügt schon die Abflachung des Geldmengenwachstums, um den künstlich erzeugten Boom und die damit einhergehenden Blasen an den Märkten zu beenden. Eine sinkende Geld- und Kreditmenge ist ein sicheres Anzeichen für ernsthafte ökonomische Verwerfungen. Auf Grundlage ihrer empirischen Untersuchungen skizzieren unsere Freunde von „Longview Economics“ die Folgen einer solchen Geldmengenschrumpfung:

*„Historically whenever US M2 money supply has contracted on an annual basis, there’s been a banking crisis, a depression and/or deflation. Whilst all those prior occurrences happened prior to WWII, and since then ‘deposit insurance’ has been introduced (1933) and the Fed has become an active ‘lender of last resort’, it’s also the case that M2 money supply hasn’t contracted since the Great Depression. In that sense the current framework is untested.“<sup>1</sup>*

<sup>1</sup> Longview Economics: „A Year of Shrinking Deposits – Now What? a.k.a. Banking Crisis Round Two“, 22. März 2023

### US-M2, yoy, 01/1920-03/2023



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

*Bluff is a nice word for lying. The cards are going to even out in the end. In poker, the one who lies the best wins.*

**Chris Anderson**



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Obwohl Rezessionen, aber auch Einbrüche an den Kapitalmärkten disinflationär, mitunter sogar deflationär wirken, wird die Antwort darauf hochinflationär sein: QE, YCC und Zinssenkungen. **Je länger und tiefer die Finanzmärkte fallen, desto stimulierender, aggressiver und verzweifelter werden die Reaktionen der Geld- und Fiskalpolitik ausfallen, was letztendlich das Fundament einer weiteren, höheren Inflationswelle bilden wird.**

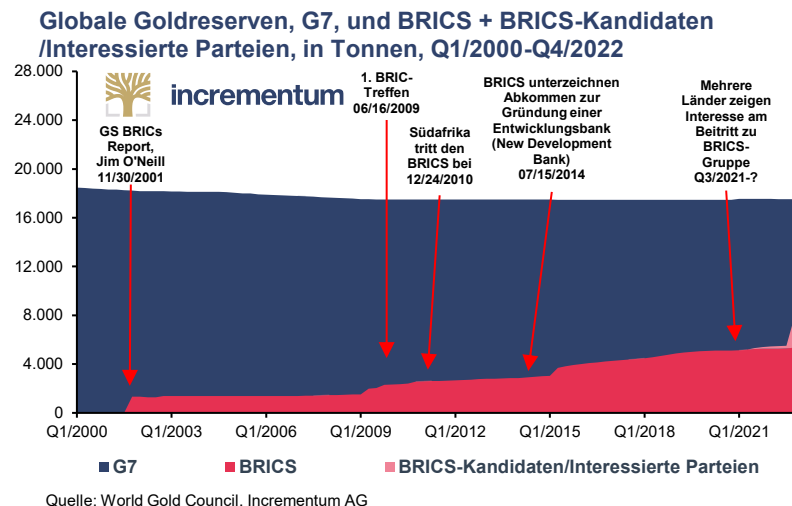
Für uns steht fest: Das von der Federal Reserve viel beschworene „Soft Landing“ scheint von Tag zu Tag unwahrscheinlicher zu werden. Der kommende Showdown wird zeigen, ob die Federal Reserve tatsächlich jenes starke Blatt hält, das sie vorgibt, oder ob sie vom Markt „gecalled“ wird und sich ihre bisherige Strategie als Bluff erweist.

## Der geopolitische Showdown

**In der Geopolitik nähern wir uns ebenfalls einem packenden Showdown.** Die Beziehungen zwischen den weltpolitischen Machtzentren sind zunehmend strapaziert, es kommt zum Showdown zwischen den saturierten „Etablierten“ und den hungrigen „Emporkömmlingen“.

*We are witnessing the birth of Bretton Woods III – a new world (monetary) order centered around commodity-based currencies in the East that will likely weaken the Eurodollar system and also contribute to inflationary forces in the West.*  
**Zoltan Pozsar**

An vorderster Front stehen dabei der „kollektive Westen“ mit den USA als unangefochtene Führungsmacht auf der einen Seite sowie China, Russland und der sich um diese beiden Schwergewichte formende Block auf der anderen Seite. Mit letzteren assoziiert sich eine beachtliche Anzahl weiterer Schwellenländer u. a. auch formell über Organisationen, welche die US-zentrische Weltordnung herausausfordern. Als ein zentrales Beispiel einer solchen Vereinigung sind die BRICS-Staaten zu nennen, welchen sich 19 weitere Staaten aus Asien, Afrika und Südamerika anschließen wollen. **Und gerade diese Staaten haben seit 2008 ihre Goldbestände aufgestockt und ihre US-Dollar-Reserven abgebaut.**



*World War III has already started, but it's different from „traditional“ world wars: it is a hot war in cold place and a cold war in hot places.*

**Pippa Malmgren**

*This kingdom is not the kingdom it was five years ago, it's not the kingdom it was 10 years ago. So, every piece of analysis that existed is no longer relevant.*

**Prinzessin Reema bint Bandar Al Saud, saudische-Botschafterin in den USA**



Bildnachweis: Wikimedia

**Dieser Trend hat sich als Folge der Sanktionen gegenüber Russland, wie von uns im *In Gold We Trust-Report 2022* prognostiziert, noch einmal beschleunigt.** Die aufstrebenden Länder haben die „Militarisierung des Geldes“ aufmerksam zur Kenntnis genommen und versuchen nun, ihre Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren. Eine der wenigen neutralen und liquiden Reservewährungen in diesem politischen Umfeld ist und bleibt Gold. Die Akkumulation des Edelmetalls als Alternative wird mittlerweile auch von hochoffizieller Seite thematisiert. Christine Lagarde merkte vor kurzem an: *„We are also seeing increased accumulation of gold as an alternative reserve asset, possibly driven by countries with closer geopolitical ties to China and Russia.“*

**Analog dazu nehmen die Bemühungen zu, die Rolle des US-Dollars als Handelswährung zu verringern.** China, zum Beispiel, hat für Außenhandelstransaktionen 2010 so gut wie gar nicht den Yuan genutzt. Ende März wurden hingegen **zum ersten Mal mehr Umsätze im Yuan als im US-Dollar** abgewickelt, der 2010 noch für 83% des chinesischen Außenhandels verantwortlich zeichnete. **Ebenso gibt es immer mehr Bemühungen, alternative Handelswährungen und Zahlungssysteme zu entwickeln.** Bereits im März 2022 hatte Zoltan Pozsar mit seinem Artikel „Bretton Woods III“ diese Debatte auf eine anregende Weise angestoßen. Er schloss seine Ausführungen mit folgender Prognose: *„From the Bretton Woods era backed by gold bullion, to Bretton Woods II backed by inside money (Treasuries with unhedgeable confiscation risks), to Bretton Woods III backed by outside money (gold bullion and other commodities).“* Wohin genau uns diese Reise führen wird, weiß derzeit wohl noch niemand. Dass wir unwiderruflich auf der Reise in eine neue globale (Währungs-)Ordnung sind, steht allerdings außer Frage.

**In diesem Zusammenhang ist auch die historische Annäherung zwischen dem Iran und Saudi-Arabien zu erwähnen, die China federführend vermittelt hat.** Im Zuge dieser diplomatischen Meisterleistung wurden auch neue Handelsabkommen für Öl- und Gaslieferungen abgeschlossen, die in Yuan abgerechnet werden. Diese und andere Entwicklungen unterminieren maßgeblich das vor einem halben Jahrhundert zwischen den USA und Saudi-Arabien institutionalisierte „Petro-Dollarsystem“. **Auch dieses Jahr beschäftigen wir uns eingehend mit dieser Thematik sowohl in**

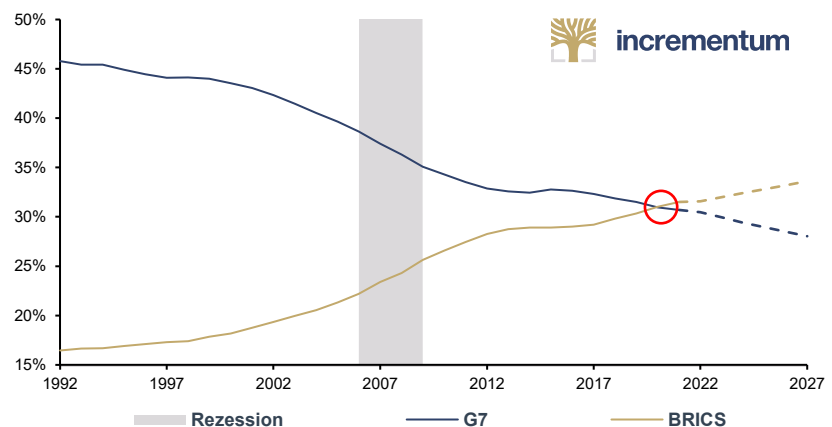
**unserem traditionellen „De-Dollarization“-Kapitel als auch in einem Interview mit dem Staranalysten Zoltan Pozsar.**

*Den wahrsten Grund sehe ich im Wachstum Athens, das die erschreckten Spartaner zum Kriege zwang.*

**Thukydides**

**Das wachsende politische Selbstbewusstsein der BRICS-Staaten ist eine logische Konsequenz ihrer zunehmenden ökonomischen Bedeutung.** In Kaufkraftparität gemessen weisen diese Länder seit 2021 aggregiert ein höheres BIP aus als die G7-Staaten. Mit der Ausnahme von China spricht auch die demographische Situation für ein langfristig deutlich höheres Wachstumspotenzial in den BRICS-Staaten als im Westen.

**Anteil am globalen BIP (KKP), G7 und BRICS, 1992-2027e**



Quelle: Acorn MC Ltd, World Economic Outlook, Reuters Eikon, Incrementum AG

*The United States and China are on the brink of war and are beyond the ability to talk.*

**Ray Dalio**

**In Anbetracht dieser Dynamik ist die Frage berechtigt, inwiefern wir uns heute in der Thukydides-Falle befinden.** Diese Theorie besagt, dass der Aufstieg einer aufstrebenden Macht zu Konflikten mit der etablierten Weltmacht führt. Der Begriff geht auf den griechischen Historiker Thukydides zurück. Er stellte fest, dass der Aufstieg Athens im 5. Jahrhundert v. Chr. zwangsläufig zu Spannungen mit Sparta und letztendlich zum Krieg zwischen den beiden Mächten um die Vorherrschaft, um die Stellung als Hegemon führen würde. Die wachsende Stärke Chinas und die damit verbundene Verschiebung des globalen Machtgefüges könnten schlimmstenfalls zu einer kriegerischen Auseinandersetzung zwischen den USA und China – und ihren jeweiligen Verbündeten – führen, so wie damals zwischen dem Attischen Seebund unter der Führung Athens und dem von Sparta angeführten Peloponnesischen Bund. **Die Thukydides-Falle sollte den politischen Eliten Warnung sein, alles Erdenkliche zu versuchen, um einen Krieg zu vermeiden und den Frieden zu bewahren.**

*Aggregate supply curves may now be near vertical – a recipe for stagflation over the medium term. This also suggests that the world will switch from one of cooperation and collusion to one of competition.*

**Alexander Stahel**

**Auch im Bereich der Rohstoffe kündigt sich ein Showdown an.** Der Ressourcennationalismus nimmt zunehmend an Fahrt auf. Chile, das über die weltweit größten Lithiumreserven verfügt, kündigte an, die beiden in der Lithiumförderung engagierten Unternehmen SQM und Albemarle zu verstaatlichen. Indonesien hat Exportverbote für Nickel und Zinn erlassen, um den Aufbau einer heimischen Produktion von Batterien nicht zu gefährden. Unser lieber Freund Alexander Stahel merkte zuletzt treffend an, dass die unter politischen Entscheidungsträgern vorherrschende Auffassung, dass die Angebotskurven elastisch seien, durch die Pandemie, die Energiewende und die

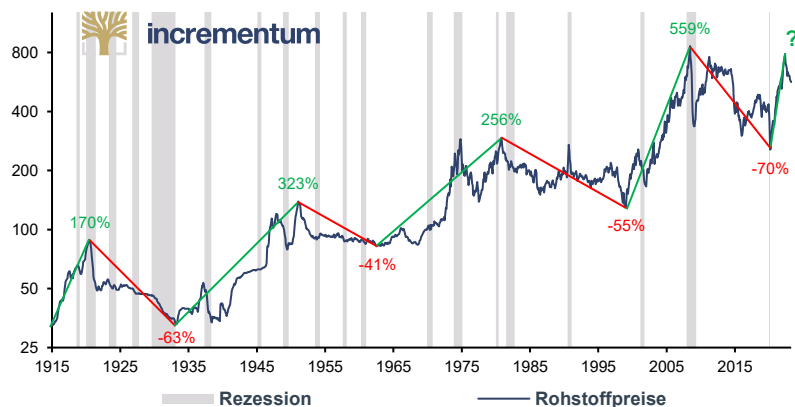
*The irony of the ESG agenda, therefore, is that it has curtailed capex in the commodity sector as the capex in all other sectors is booming due to a slew of reasons ... The lack of logic in this situation is the greatest reason to be long commodities the rest of this decade.*

**Marko Papic**

Geopolitik widerlegt wurde.<sup>2</sup> Dies bedeutet eine massive Veränderung des globalen Investitionsumfelds. **Die globalen Rohstoff-Angebotskurven könnten nun nahezu vertikal verlaufen – ein Rezept für mittelfristige Stagflation.**

**Die Folgen? Sowohl „Fossilflation“, nachdem sich das Angebot an Erdgas, Erdöl und Kohle in Folge verringert, als auch „Greenflation“,** sprich höhere Metall- und Mineralienpreise aufgrund der gestiegenen Nachfrage nach „grünen“ Rohstoffen. Energieinnovationen werden schließlich dazu beitragen, dass Energie weltweit sauberer, billiger und im Überfluss vorhanden sein wird. Doch solche Durchbrüche erfordern viele Billionen an Investitionsvolumen oder ein „Energiewunder“ wie z. B. die Fusionstechnologie. Der Rohstoff-Superzyklus, auf den wir in den vergangenen Jahren regelmäßig hingewiesen haben, ist unserer Meinung nach eindeutig intakt und könnte nach Abschluss der aktuellen Korrekturphase noch deutlich an Dynamik zulegen.

### Rohstoffpreise\*, 01/1915-04/2023



Quelle: Alpine Macro, Nick Laird, Federal Reserve St. Louis, Reuters Eikon, Incrementum AG  
\*1913-1934 US PPI Industrial Commodities, 1935-1949 Spot Price 28 Commodities, 1950-1969 Spot Price 22 Commodities, seit 1970 S&P GSCI

## Der Showdown beim Goldpreis

**Dies führt uns zum zentralen Thema unseres In Gold We Trust-Reports, dem Showdown beim Goldpreis.** Wir sind davon überzeugt, dass die geld- und geopolitische Situation wie auch die Chartentwicklung des Goldpreises dafür sprechen, dass es beim Goldpreis demnächst zu einem Showdown kommen wird.

*Harmony is built on trust, and occasional disagreements can only be resolved peacefully provided there is trust. But when trust is gone, everything is gone.*

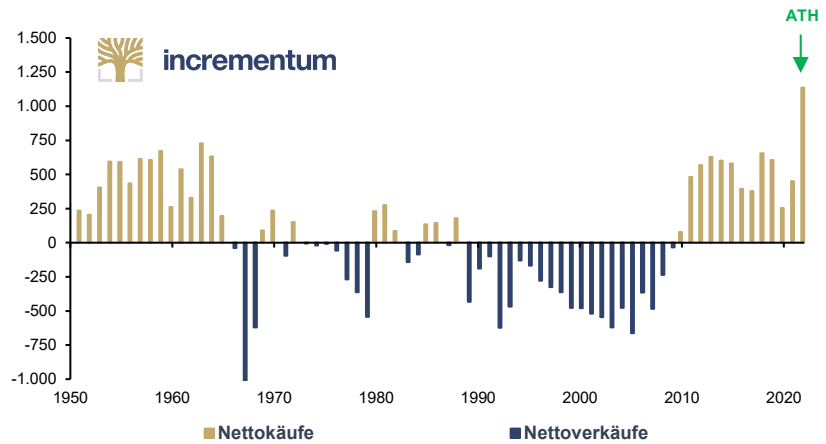
**Zoltan Pozsar**

Bereits seit 2009 treten die Zentralbanken als Nettokäufer von Gold auf. Diese Dynamik hat sich im vergangenen Jahr noch einmal deutlich beschleunigt. **2022 haben die Zentralbanken ihre Zukäufe um 152% auf über 1.136 Tonnen gesteigert. Die Devisenreserven sind hingegen um den Rekordwert von 950 Mrd. USD gesunken.** Das Gros der Goldkäufe tätigten erneut asiatische Zentralbanken. Erstmals seit vielen Jahren trat auch China wieder offiziell als Käufer auf. Bemerkenswert ist die Tatsache, dass mit Katar, dem Irak und den Vereinigten Arabischen Emiraten drei bedeutende Energie-Exporteure nun zu den zehn größten Goldkäufern zählen. **Wir erwarten, dass die**

<sup>2</sup> Burggraben Investment Letter, Februar 2023

**Notenbanknachfrage ein wesentlicher Treiber des Goldbullensmarktes sein wird.**

**Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 1950-2022**



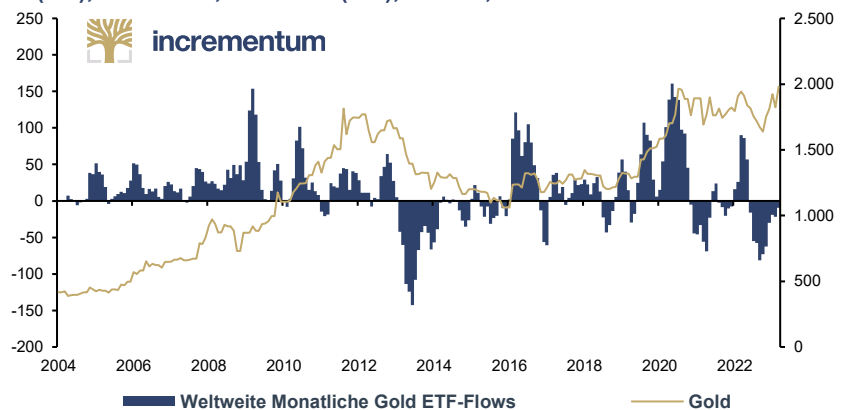
Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*If Dr. Copper has a PhD in economics, and is an expert on the business cycle, then gold is a professor with a Nobel Prize in monetary debasement.*

**Charlie Morris**

**Nicht nur die Zentralbanken, sondern auch immer mehr Investoren werden sich nach sicheren Anlageformen umsehen,** um sich vor der hartnäckigen Teuerung, einer möglichen Rezession und den zunehmenden Ausfallrisiken im Finanzsystem zu schützen. Aktuell ist die Anlegernachfrage allerdings weiterhin noch zurückhaltend. **Zwar verzeichneten die Gold-ETFs im März** infolge der Bankenkrise wieder Zuflüsse, allerdings nach 10 Monaten in Folge mit Abflüssen. Unserer Meinung befindet sich das Gros der westlichen Finanzinvestoren, für deren Verhalten die ETF-Flows ein guter Indikator sind, weiterhin an der Seitenlinie. Wir gehen davon aus, dass bei neuen Allzeithochs „FOMO“ einsetzen wird und blitzartig neue Spieler das Spielfeld betreten werden. **Die Investmentnachfrage der Gold-ETFs könnte das Zünglein an der Goldpreis-Waage darstellen.**

**Weltweite monatliche Gold ETF-Flows (3-Monats-Durchschnitt) (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2004-03/2023**

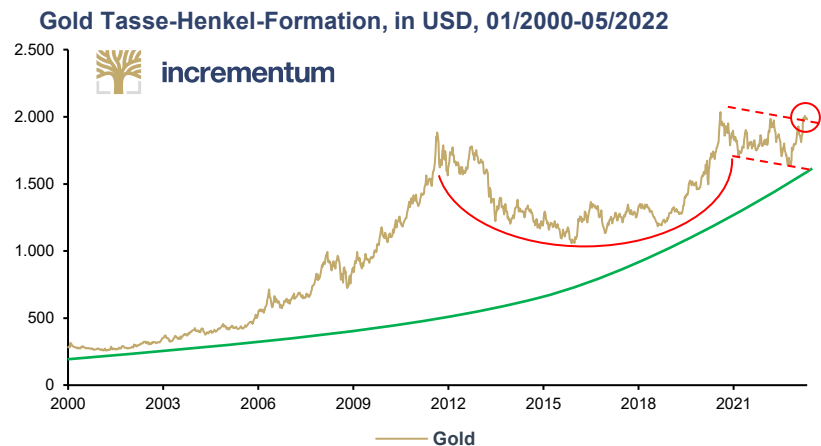


Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*Time is more important than price. When time is up price will reverse.*

**W. D. Gann**

**Der Goldpreis scheint bereits zu erahnen, dass sich die restriktive US-Geldpolitik als Bluff herausstellen wird.** Auch wenn der Goldpreis in US-Dollar noch kein neues Allzeithoch markiert hat, so sind die Allzeithochs in diversen anderen Währungen ein Vorbote für den Ausbruch auch in US-Dollar. Das deutet auch die Tasse-Henkel-Formation an.



## Weitere Höhepunkte des diesjährigen *In Gold We Trust*-Reports

- Eine tiefgreifende Analyse der Lage der US-Wirtschaft, inklusive der Vorstellung unseres „*Incrementum Rezessionsphasen-Modells*“. Dieses Modell soll Anleger bei ihren Investitionsentscheidungen während der fünf Rezessionsphasen unterstützen.
- Ein Exklusivinterview mit Staranalyst Zoltan Pozsar über die Chancen und Risiken einer Neuordnung der monetären Weltordnung, Stichwort Bretton Woods III.
- Eine ausführliche Auseinandersetzung mit dem Prozess der „De-Dollarization“ und den konkreten Initiativen zur Reduzierung der Abhängigkeit vom US-Dollar.
- Ein Exklusivinterview mit Russell Napier über Inflation, finanzielle Repression und den Capex-Cycle.
- Ein vertiefender Blick auf den Goldfluss von West nach Ost und insbesondere auf den chinesischen Goldmarkt.
- Die These von Gastautor Jan Nieuwenhuijs, dass die chinesischen Goldreserven doppelt so hoch sein könnten wie offiziell angegeben.
- Ein Vorschlag zur Güte, um die Querelen im „Sound Money“-Lager zwischen Anhängern von Gold und Bitcoin zu beenden.
- Hintergrundartikel zu Themen wie dem Phänomen des „Crack-up-Booms“, dem „Chinesischen Silberstandard“ und einem proprietären Bullenmarktindikator.
- Ein ausführliches Kapitel zum Thema Silber und seinen Portfolioeigenschaften.
- Ein Blick auf die Capex-Problematik im Minensektor und die technische Analyse des Goldpreises.
- Im letzten Kapitel stellen wir uns wie jedes Jahr die Frage „Quo vadis, aurum?“ und präsentieren eine Aktualisierung unserer Goldpreisprognose.



## Herzlichen Dank!

**Jahr für Jahr strebt der *In Gold We Trust*-Report danach, die weltweit anerkannteste, meistgelesene und vollumfänglichste Analyse zum Thema Gold zu sein.**

*Thinking, good thinking that is, is a lonely sport. This may explain why so many of us do it so poorly.*

**Arthur Zeikel**

Jedes Jahr ziehen wir uns für einige Wochen in unsere Kemenate zurück, um zu recherchieren, Daten und Fakten zu sortieren, nachzudenken und schließlich den *In Gold We Trust*-Report zu schreiben. Schließlich wollen wir Ihnen nicht nur eine umfassende Analyse der aktuellen Entwicklungen bieten, sondern auch historische, philosophische und ökonomisch-theoretische Einblicke rund um das Thema Gold präsentieren. Dabei sind Sie, liebe Leserinnen und Leser, unser größter Ansporn. Es ist uns eine Freude, Ihnen die stets faszinierende Welt des Goldes auf informative, kurzweilige und verständliche Weise näherzubringen. **Wir danken Ihnen für Ihr Interesse und das Vertrauen, das Sie unseren Analysen entgegenbringen.**

*A strong passion for any object will ensure success, for the desire of the end will point out the means.*

**Henry Hazlitt**

**Bereits zum 11. Mal erscheint diese jährliche Publikation unter dem Dach der **Incrementum AG**.** An dieser Stelle wollen wir ein Wort des Dankes an unsere Partner bei der Incrementum AG richten, welche uns regelmäßig als erfahrene und belesene Sparringspartner in Sachen Marktanalyse, Unternehmensbewertung und Fondsmanagement hilfreich zur Seite stehen. Ebenfalls sei an dieser Stelle auch ein Wort des Dankes an die Erste Group gerichtet, Herausgeber der ersten Ausgaben des Reports. Ohne die Unterstützung durch die Erste Group wäre der *In Gold We Trust*-Report in seiner heutigen Form wohl nicht entstanden.

**Wir danken weiters unseren mehr als 20 fantastischen Kollegen auf vier Kontinenten<sup>3</sup> für ihren tatkräftigen und unermüdlichen Einsatz über mehr als 20.000 Stunden und unzählige Zeitzonen hinweg.**

**Besonderer Dank gilt, last but not least, unseren **Premium-Partnern**.<sup>4</sup>** Ohne ihre Unterstützung wäre es nicht möglich, den *In Gold We Trust*-Report kostenfrei zugänglich zu machen und Jahr für Jahr unser Leistungsspektrum zu erweitern. Neben der jährlichen Publikation in vier Sprachen stellen wir monatlich unseren „**Monthly Gold Compass**“ sowie laufend Informationen auf unserer *In Gold We Trust*-Homepage unter [ingoldwetrust.report](http://ingoldwetrust.report) zur Verfügung.

*There can be few fields of human endeavor in which history counts for so little as in the world of finance.*

**John Kenneth Galbraith**

**Wir betrachten die Auseinandersetzung mit der Vergangenheit als unabdingbar für eine erfolgreiche Zukunftsvorbereitung.** Als Orientierungshilfe zum Thema Gold möchten wir Ihnen, geschätzte Leser, daher erneut eine umfassende, informative und prägnante Zusammenstellung bieten.

<sup>3</sup> Alle Kolleginnen und Kollegen sind in der Mitarbeitergalerie am Ende des *In Gold We Trust*-Reports abgebildet.  
<sup>4</sup> Am Ende des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie eine Übersicht über unsere **Premium-Partner**, inklusive einer Kurzbeschreibung der Unternehmen.

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 17. *In Gold We Trust*-Reports genauso viel Freude bereitet wie uns das Schreiben.

Mit herzlichen Grüßen aus Liechtenstein,



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





MÜNZE  
ÖSTERREICH

Hier lagern Sie  
Ihr Gold sicher  
und versichert:



**GOLD DEPOT**  
MÜNZE ÖSTERREICH

Eine Anlage in Gold ist sicher. Die Tresorräume der Münze Österreich sind es ebenso. Und genau dort können Sie jetzt Ihr bei der Münze Österreich zukünftig gekauftes Gold einlagern. Mehr Informationen finden Sie auf [muenzeoesterreich.at/anlegen/golddepot](https://muenzeoesterreich.at/anlegen/golddepot).



# Der Status Quo von Gold

*Keine Wette war in den Jahrhunderten der Währungsgeschichte sicherer zu gewinnen als die, dass ein Goldstück, das der Inflationspolitik der Regierungen unzugänglich ist, seine Kaufkraft besser bewahren würde als eine Banknote.*

Wilhelm Röpke

- In den vergangenen 15 Monaten markierte der Goldpreis in praktisch jeder Währung neue Allzeithochs, mit der nennenswerten Ausnahme des US-Dollars.
- Auf US-Dollarbasis schloss der Goldpreis das Q1/2023 auf dem höchsten Quartalsstand aller Zeiten ab.
- Die BIZ warnte zuletzt vor den Risiken eines (zu) festen US-Dollars, insbesondere vor dem Hintergrund einer sich ändernden Beziehung zwischen dem US-Dollar und den Rohstoffen.
- Michael Hartnett (BofA) und Brent Johnson bringen zahlreiche Argumente für einen schwächeren bzw. einen festeren US-Dollar vor.
- Wir gehen davon aus, dass, sobald neue Allzeithochs auf US-Dollar-Basis erreicht werden, die nächste Trendphase des Goldbullenmarktes eingeläutet wird.
- Der langfristige Aufwärtstrend von Gold ist eindeutig intakt. Die Basis für weitere Preissteigerungen scheint ausgezeichnet.

*Everything you need to know is right there in front of you.*

**Jesse Livermore**

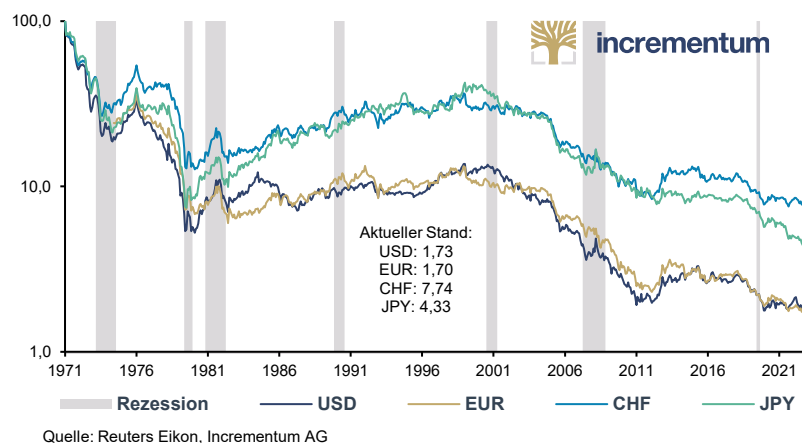
*Money is the most universal and most efficient system of mutual trust ever devised. Even people who do not believe in the same god or obey the same king are more than willing to use the same money.*

**Yuval Harari**

**Was haben Euro, Schweizer Franken,ritisches Pfund, japanischer Yen, aber auch exotischere Währungen wie z. B. der äthiopische Birr, der Pa'anga in Tonga oder der Ngultrum, die Währung des Königreichs Bhutan, gemeinsam?** In all diesen Währungen hat Gold seit dem Ausbruch des Ukraine-Kriegs neue Allzeithochs markiert. Oder anders formuliert: Die Kaufkraft dieser Währungen hat gemessen in Gold neue historische Tiefststände erreicht.

**Viele Menschen betrachten Gold in erster Linie als Vermögenswert, von dem sie hoffen, dass er im Kurs steigt.** Dabei begehen sie jedoch einen folgenschweren Denkfehler. Denn der Wert des Goldes schwankt in Wirklichkeit nicht. Was sich ändert, ist die Kaufkraft der Fiat-Währungen gemessen in Gold. Diese bewegen sich zwar in unterschiedlichem Maße, aber immer als Gruppe im Verhältnis zu Gold, dem unbeweglichen Anker. **Der Goldpreis „steigt“ also nicht, sondern die Fiat-Währungen werten langfristig im Verhältnis zu Gold ab, manche mehr, manche weniger. Eine Einsicht, die vom nachfolgenden Chart bestätigt wird.**

Diverse Währungen (log), in Gold, 100 = 08/1971, 08/1971-05/2023



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

**Albert Einstein**

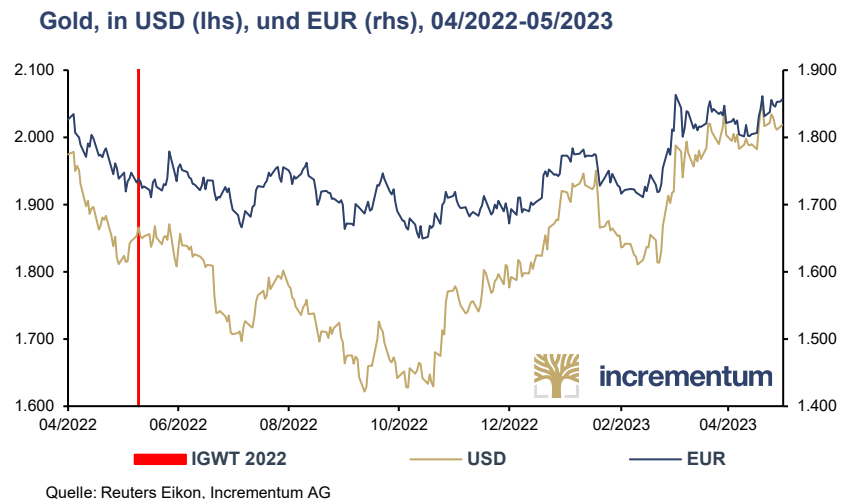
**Doch warum betonen wir diesen ungewöhnlichen monetären Blickwinkel?** Neue Erkenntnisse ergeben sich oftmals dann, wenn man die Perspektive wechselt. Diesen monetären Perspektivenwechsel – *es ist nicht der Goldpreis, der steigt, sondern die Kaufkraft von Fiat-Währungen, die fällt* – ist unserer Meinung nach im aktuellen Inflationsumfeld essentiell. Ähnlich wie Albert Einstein, der in der Relativitätstheorie gezeigt hat, dass die individuelle Wahrnehmung einer Minute extrem davon abhängt, auf welcher Seite der Klotür man sich befindet.<sup>5</sup>

*Damit hier eines herrscht, nämlich Klarheit!*

**Bud Spencer**

**Sehen wir uns nun die Goldpreisentwicklung seit dem letzten In Gold We Trust-Report in US-Dollar und Euro an.** Kurz nach der Veröffentlichung des letzten In Gold We Trust-Reports am 24. Mai 2022 setzte eine mehrmonatige Korrektur ein. Gold gab bis in den Spätherbst auf 1.620 USD nach. Im Zuge eines deutlich schwächeren US-Dollars gelang dann in Q4/2022 die Kehrtwende, was schließlich den Startpunkt einer fulminanten Rally markierte. In Q1/2023 verzeichnete Gold mit 1.975 USD den höchsten Quartalsabschluss aller Zeiten.

<sup>5</sup> Siehe Ebert, Vince: Lichtblick statt Blackout, 2022, S. 198



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

**Clyde Harrison**

**Ein Klassiker unserer In Gold We Trust-Reports und Keynotes ist die Darstellung der Goldpreisentwicklung in den wichtigsten Währungen.**

Das Gesamtjahr 2022 war für Gold in allen Währungen klar positiv, mit der einen Ausnahme des US-Dollars. Gold in US-Dollar hatte unter der markanten Aufwertung des US-Dollars zu leiden. Im Schnitt lag das Kursplus bei 7,2%. In der (ehemaligen) Safe-Haven-Währung japanischer Yen stieg der Goldpreis um 13,7%. Auf Euro-Basis stand ein Plus von 6% zu Buche, mittlerweile der 5. Jahresgewinn in Folge, was die eklatante Schwäche der Gemeinschaftswährung schonungslos offenlegt. **Im laufenden Jahr 2023 ist Gold in allen aufgelisteten Währungen klar im Plus.**

**Nach wie vor bleibt die durchschnittliche Performance in diesem säkularen Bullenmarkt beeindruckend.** So liegt der Mittelwert der jährlichen Performance von 2000 bis 2023 bei 9,3%. Gold konnte in dieser Zeit – trotz zwischenzeitlicher deutlicher Korrekturen – praktisch jede andere Anlageklasse und vor allem jede andere Währung in den Schatten stellen.

Gold-Performance seit 2000 in diversen Währungen (%)

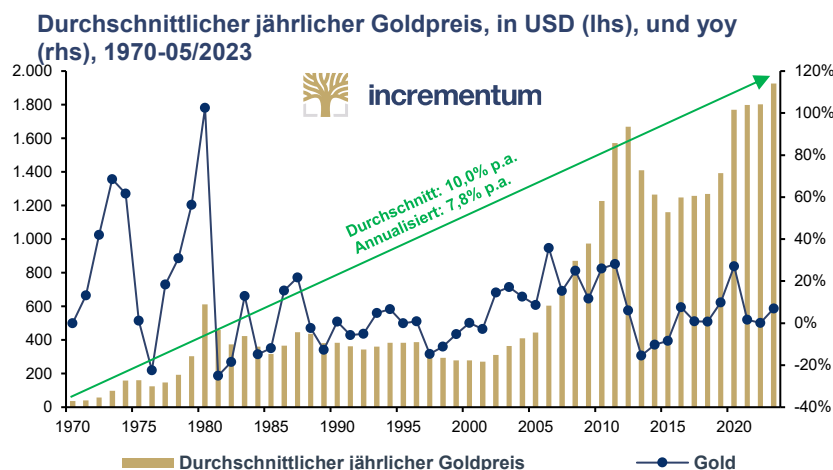
	USD	EUR	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Durchschnitt
2000	-5,3%	1,2%	2,4%	11,2%	-1,9%	-5,4%	5,8%	-4,2%	1,4%	0,6%
2001	2,4%	8,4%	5,3%	12,0%	8,8%	2,4%	18,0%	5,5%	5,8%	7,6%
2002	24,4%	5,5%	12,3%	13,2%	22,9%	24,4%	12,2%	3,5%	23,7%	15,8%
2003	19,6%	-0,2%	8,0%	-10,7%	-1,3%	19,6%	8,1%	7,4%	13,9%	7,2%
2004	5,6%	-2,0%	-1,7%	1,5%	-2,0%	5,6%	0,8%	-3,1%	0,1%	0,5%
2005	18,1%	35,2%	31,6%	25,9%	14,1%	15,1%	35,9%	36,3%	22,8%	26,1%
2006	23,0%	10,4%	8,1%	14,3%	23,3%	19,0%	24,2%	14,1%	20,7%	17,5%
2007	30,9%	18,4%	29,2%	18,0%	12,0%	22,5%	22,5%	21,8%	16,9%	21,4%
2008	5,4%	10,0%	43,0%	30,5%	28,7%	-1,5%	-14,2%	-0,8%	30,0%	14,6%
2009	24,8%	21,8%	13,0%	-1,6%	7,9%	24,8%	27,9%	21,1%	19,2%	17,6%
2010	29,5%	38,6%	34,2%	13,9%	22,8%	25,1%	13,2%	16,8%	24,8%	24,3%
2011	10,2%	13,8%	10,6%	9,9%	12,7%	5,2%	4,5%	10,7%	30,7%	12,0%
2012	7,1%	5,0%	2,4%	5,3%	4,2%	6,0%	20,7%	4,5%	11,1%	7,4%
2013	-28,0%	-30,9%	-29,4%	-16,1%	-23,0%	-30,1%	-12,6%	-29,8%	-19,1%	-24,3%
2014	-1,8%	11,6%	4,4%	7,2%	7,5%	0,7%	11,6%	9,4%	0,2%	5,6%
2015	-10,4%	-0,2%	-5,3%	0,6%	6,8%	-6,2%	-9,9%	-9,7%	-5,9%	-4,4%
2016	8,5%	12,1%	29,7%	9,4%	5,3%	16,1%	5,4%	10,3%	11,4%	12,0%
2017	13,1%	-0,9%	3,3%	4,6%	5,9%	6,0%	9,0%	8,3%	6,3%	6,2%
2018	-1,5%	3,0%	4,3%	9,0%	6,8%	4,1%	-4,2%	-0,8%	7,3%	3,1%
2019	18,3%	21,0%	13,8%	18,7%	12,6%	19,7%	17,2%	16,6%	21,3%	17,7%
2020	24,6%	14,3%	21,2%	14,1%	22,6%	17,2%	18,8%	14,3%	28,0%	19,5%
2021	-3,6%	3,6%	-2,6%	2,2%	-4,3%	-6,1%	7,5%	-0,6%	-1,7%	-0,6%
2022	-0,2%	6,0%	11,6%	6,3%	7,0%	8,3%	13,7%	1,1%	10,8%	7,2%
2023 YTD	8,3%	7,3%	5,3%	11,0%	7,9%	10,0%	14,0%	5,4%	8,6%	8,7%
Durchschnitt	9,3%	8,9%	10,6%	8,8%	8,6%	8,4%	10,4%	6,6%	12,0%	9,3%

Quelle: Reuters Eikon (per 19/05/2023), Incrementum AG

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

**Georg Simmel**

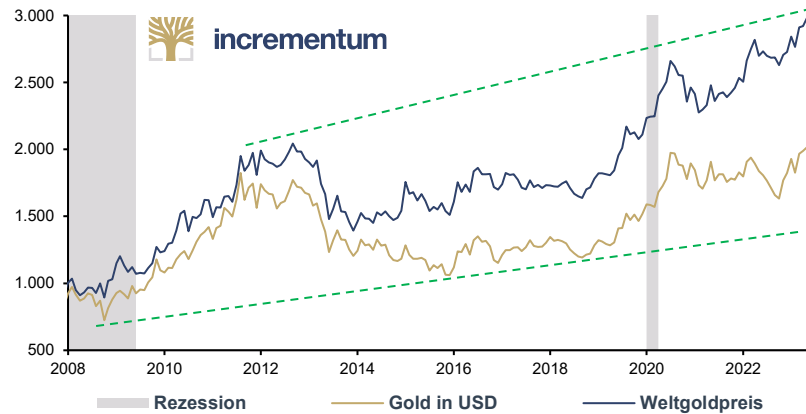
**Blättern wir nun noch weiter zurück in den Geschichtsbüchern.** Seit dem „IPO von Gold“ am 15. August 1971 beläuft sich der durchschnittliche jährliche Anstieg des Goldpreises in US-Dollar auf 10,0%. Die annualisierte Wachstumsrate (CAGR) beträgt 7,8%. **Mit einem Jahresdurchschnittspreis von 1.802 USD erreichte Gold im Vorjahr ein neues Allzeithoch.** Seit Jahresbeginn liegt der durchschnittliche Goldpreis bei 1.927 USD. Der folgende Chart zeigt, dass das regelmäßige Aufstocken von Gold („Goldsparen“) unter Ausnutzung des Cost-Average-Effekts sehr vernünftig erscheint.



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Wenden wir uns nun wieder dem aktuellen „Big Picture“ zu. Der nächste Chart zählt zu den „Klassikern“ jedes In Gold We Trust-Reports. Er zeigt den sogenannten „Weltgoldpreis“, der den Goldpreis nicht in US-Dollar oder Euro, sondern als handelsgewichteten Außenwert des US-Dollars darstellt. Es sieht eindeutig so aus, als wäre der langfristige Aufwärtstrend intakt. Deutlich ist allerdings auch die stark wachsende Kluft zwischen Goldpreis in US-Dollar und Weltgoldpreis als Folge der US-Dollar-Stärke zu erkennen.**

Gold in USD, und Weltgoldpreis, in USD, 01/2008-05/2023



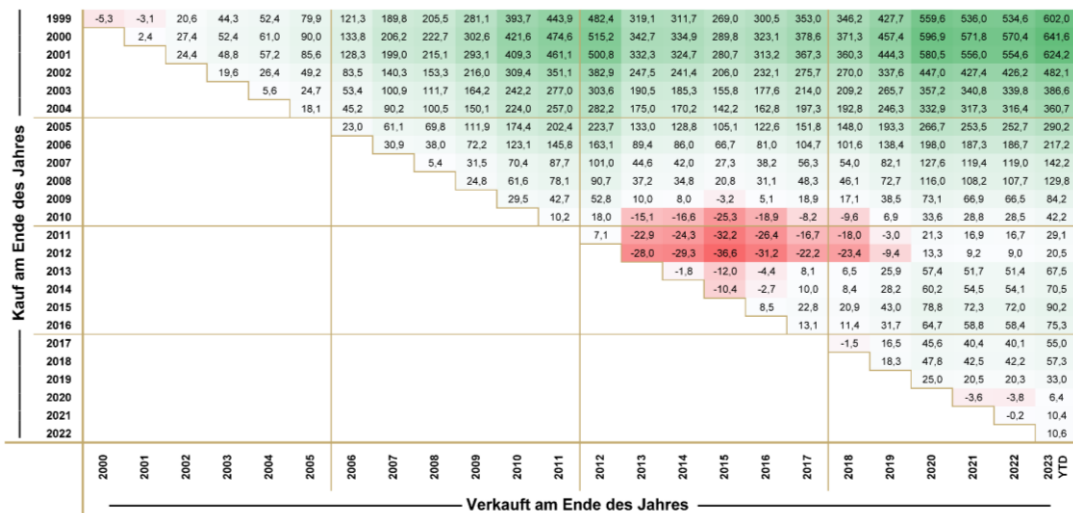
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*The almighty dollar, that great object of universal devotion throughout our land, seems to have no genuine devotees in these peculiar villages.*

**Washington Irving**

**Nun wollen wir unser neues „Gold-Performance-Triangle“ vorstellen, das eine gute Übersicht der Gold-Kursentwicklung für verschiedenste Zeitabschnitte bietet. Eine monatliche Aktualisierung dieses und vieler weiterer Charts nehmen wir übrigens jedes Monat in unserem „Monthly Gold Compass“ vor. Der Chart zeigt die Performance für alle zeitlichen Kombinationen aus Ankaufsjahr (y-Achse) und Verkaufsjahr (x-Achse). Deutlich zu sehen ist, dass sich ein Kauf in den Jahren 2010-2012 nicht sofort rentierte, aber spätestens ab 2020 profitabel war.**

Gold-Performance-Triangle (USD), in %, 1999-2023YTD



Quelle: Reuters Eikon (per 15/05/2023), Incrementum AG



**Die Risiken eines (zu) festen US-Dollars, insbesondere vor dem Hintergrund einer sich ändernden Beziehung zwischen dem US-Dollar und den Rohstoffen, hat zuletzt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in einem Paper mit dem Titel „The changing nexus between commodity prices and the dollar: causes and implications“ adressiert.** Früher korrelierte der US-Dollar negativ mit den Rohstoffpreisen, u. a. weil die USA Netto-Energieimporteure waren. Da die USA seit 2019 aber Netto-Energieexporteur sind, verbessern steigende Energiepreise die US-Handelsbilanz und stärken den US-Dollar. Dies macht die Sache für Investoren komplexer und könnte der Weltwirtschaft Probleme bereiten, sollte der US-Dollar nach der Schwächephase in den vergangenen Monaten wieder an Stärke gewinnen. Die BIZ merkt an: *„[T]he U.S. dollar strength is likely to go hand-in-hand with higher commodity prices in the future. Other things equal, this means that U.S. dollar strength will exert an even larger contractionary effect on the global economy.“*

*Think about currency allocation, not just asset allocation.*  
**Bridgewater Associates**

**Die Auswirkungen der nunmehr positiven Korrelation zwischen US-Dollar und den Rohstoffpreisen werden wahrscheinlich am stärksten in rohstoffimportierenden Volkswirtschaften zu spüren sein.** Für diese Länder wird der Anstieg der US-Dollar-Rohstoffpreise den Inflationsdruck im Inland weiter erhöhen, da die dämpfende Wirkung einer US-Dollar-Abwertung nunmehr verlorengegangen scheint. Um ein konkretes Beispiel zu nennen: Wenn der Ölpreis in US-Dollar um 10% steigt, der US-Dollar aber gegenüber allen anderen Währungen um 10% abwertet, bleibt der in Nicht-US-Währungen gemessenen Ölpreis unverändert. Steigt der Ölpreis jedoch um 10% und wertet der US-Dollar gegenüber allen anderen Währungen um 10% auf, so zieht der Ölpreis in den Volkswirtschaften außerhalb der USA in der jeweiligen Landeswährung um 20% an.

**Aber auch die Rohstoffexporteure werden dieser Studie zufolge betroffen sein.** Wenn deren Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar während eines Rohstoffbooms weniger aufwerten und während eines Abschwungs weniger abwerten, können die Wechselkursbewegungen einen weniger wirksamen „Schockabsorber“ als in der Vergangenheit darstellen. Infolgedessen könnte eine aktivere makroökonomische Stabilisierungspolitik erforderlich sein, um die wirtschaftlichen Folgen von Preisschwankungen zu bewältigen, *so die BIZ weiter.*

*I drink your milkshake.*  
**Daniel Plainview,**  
*„There will be blood“*

**Erwarten wir nun einen festeren oder schwächeren US-Dollar? Um es kurz zu machen, für beides gibt es gute Argumente. Oftmals gewinnt man jedoch den Eindruck, dass 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 renommierte *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:

- **Wegen seines Status als führende Reserve- und Handelswährung besteht eine globale Nachfrage nach dem US-Dollar,** die es nach Euro,

Yen, Rubel, Lira, Real, Peso usw. nicht gibt. Die durch das Eurodollar-System<sup>6</sup> zusätzlich geschaffene Nachfrage nach US-Dollar hat zur Folge, dass die USA mit ihrer Geldpolitik die weltweite Nachfrage nach US-Dollar berücksichtigen müssen, und nicht nur die Inlandsnachfrage. Dadurch können die USA mit einer deutlich lockeren Geldpolitik „davonkommen“, die für alle anderen Währungen aufgrund der beschränkten Nachfrage das Ende bedeuten würde.

- **Derzeit gibt es keine klare Alternative zum US-Dollar-Zahlungssystem.** Zwar werden neue Zahlungssysteme entworfen und eingeführt, doch haben diese (noch) nicht den gleichen Netzwerkeffekt oder Bekanntheitsgrad wie das für die Eurodollar-Finanzierung verwendete System.
- Die bilateralen Handelsabkommen zwischen Nicht-US-Ländern nehmen zwar weiter zu, doch sie verblässen im Vergleich zu der eindeutigen Dominanz des Welthandels, der in US-Dollar abgewickelt wird.
- **Trotz der massiven Bereitstellung von Liquidität, die vielleicht wieder von der Federal Reserve ausgehen muss, wird dies nicht in einem Vakuum geschehen.** Die Zentralbanken der übrigen Welt werden ebenfalls gezwungen sein, die Geldmenge drastisch zu erhöhen.
- **Die USA haben die tiefsten und liquidesten Kapitalmärkte.** Darüber hinaus sind die USA als größter Verbraucher der Welt für die meisten Exporteure in der Welt in der Regel die Nummer 1 oder 2 unter den größten Kunden. Diese Exporteure werden weiterhin den US-Dollar verwenden müssen, um ihre Waren auf dem amerikanischen Markt abzusetzen.
- Die Eurodollar-Schulden, die von Institutionen und Unternehmen außerhalb der Vereinigten Staaten geschuldet werden, schaffen eine Nachfrage nach US-Dollar, um diese USD-Schulden zu bedienen und letztendlich zu tilgen. **Nach Angaben der BIZ** belaufen sich die bilanziellen Schulden von Nicht-US-Unternehmen auf mindestens 13 Bill. USD, und in einer neueren BIZ-Studie wird geschätzt, dass die außerbilanziellen USD-Verbindlichkeiten eher bei 80 Bill. USD liegen dürften.
- Selbst wenn der Prozess der De-Dollarization, der der Deglobalisierung sehr ähnlich ist, am Ende erfolgreich verläuft, ist dieser, solange er in Gang ist, nicht unbedingt negativ für den Außenwert des US-Dollars. De-Dollarization würde bedeuten, dass weniger US-Dollar in der Weltwirtschaft zirkulieren. Die oben erwähnten USD-Schulden würden jedoch weiter bestehen. Ein Mangel an USD-Liquidität würde die Bedienung dieser Schulden erschweren und könnte dazu beitragen, dass der US-Dollar in einem Gerangel um die Bedienung und Rückzahlung dieser Schulden aufwertet.
- Ein großer Teil der nicht-amerikanischen Weltwirtschaft wickelt seine Geschäfte mit Eurodollar, d. h. mit US-Dollar außerhalb des US-Bankensystems, ab, hat aber nicht die Möglichkeit, US-Dollar zu drucken oder sich direkt bei der Federal Reserve zu refinanzieren. **Dies macht die Federal Reserve de facto auch zur Zentralbank für den Rest der Welt.**
- **Die USA werden die US-Dollar-Liquidität, insbesondere die Repo- und Swap-Linien, als Waffe einsetzen, um die neue US-Außenpolitik zu stützen und durchzusetzen.** Freunde werden mit dem Zugang zu Liquidität belohnt, während Konkurrenten durch den Entzug von Liquidität bestraft werden.

<sup>6</sup> Siehe „Wie Banker Geld in „Z 0 ∞ € Ψ“ verwandeln“, In Gold We Trust-Report 2021

*We remain patient bears in a world of impatient bears.*

**Michael Hartnett**

- **Wenn der US-Dollar wirklich bedroht wäre, würden die USA ihr Militär einsetzen, um die Verwendung des Dollars als globale Reservewährung durchzusetzen.**

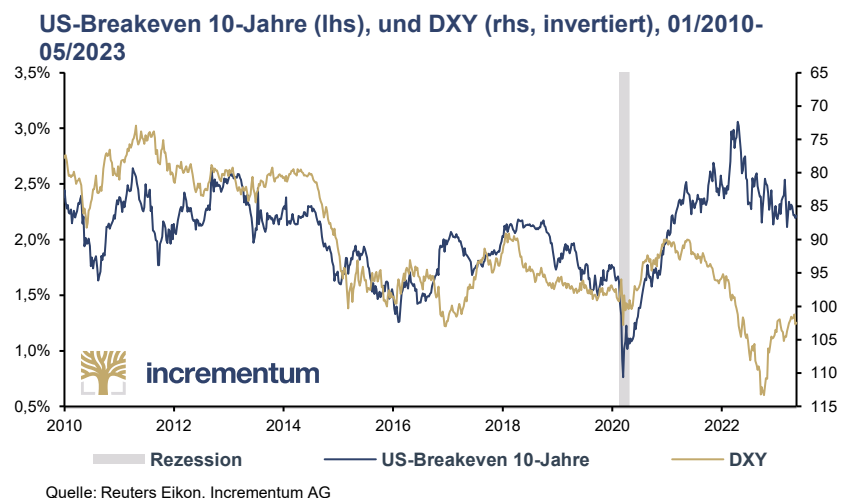
**Wir stimmen Brent Johnsons Argumentation weitgehend zu und halten den US-Dollar strukturell für das „least dirty shirt“ bzw. den Einäugigen unter den Blinden.** Allerdings sehen wir auch beachtliche Kräfte am Werk, die für einen deutlich schwächeren US-Dollar sprechen. Der von uns ebenfalls sehr geschätzte Chefstrategie der BofA, **Michael Hartnett**, nennt u. a. folgende Gründe für eine weitere US-Dollar-Schwäche:

- Steigende Ausfallwahrscheinlichkeit der US-Schulden: 5Y CDS bei 69 Basispunkten gegenüber 15 Basispunkten vor einem Jahr.
- Die Bankenkrise in den USA bedeutet, dass der US-Dollar an Attraktivität als „sicherer Hafen“ verliert.
- Die „Petroyuan“-Idee gewinnt an Momentum.
- China und Japan reduzieren ihre Bestände an US-Staatsanleihen; derzeit halten Ausländer 7,4 Bill. USD an US-Staatsanleihen.
- Hochschnellendes Budgetdefizit der USA: Das Defizit belief sich in den vergangenen 12 Monaten auf 1,8 Bill. USD (6,5% des BIP).
- Die US-Schuldenobergrenze rückt näher: Das Budgetdefizit belief sich im März allein auf 378 Mrd. USD, wodurch das Guthaben Washingtons bei der Federal Reserve (TGA) auf nur noch 109 Mrd. USD schrumpfte. Die US-Regierung ist auf dem besten Weg, womöglich schon in den ersten Junitagen kein Geld mehr zu haben.

*You go around the corner into the Café 80s... go in and order a Pepsi. Here is a 50 [bill].*

**Doc Emmett Brown to Marty McFly im Jahre 2015, „Zurück in die Zukunft“**

Die 10-Jahres-Breakeven-Rate, welche die Renditedifferenz zwischen nominellen Staatsanleihen und inflationsgeschützten Anleihen (TIPS) abbildet, weist eine starke negative Korrelation zum US-Dollar-Index auf. **Falls die Federal Reserve erneut als erster Akteur unter den Zentralbanken agieren und Zinssenkungen vornehmen sollte, würde dies weiteren Druck auf den US-Dollar ausüben und zu einer Erhöhung der Inflationserwartungen führen.**



## Fazit

*Fiat money will be a passing fad in the long-term history of money...Gold is definitely a fiat money hedge.*

**Jim Reid, Deutsche Bank**

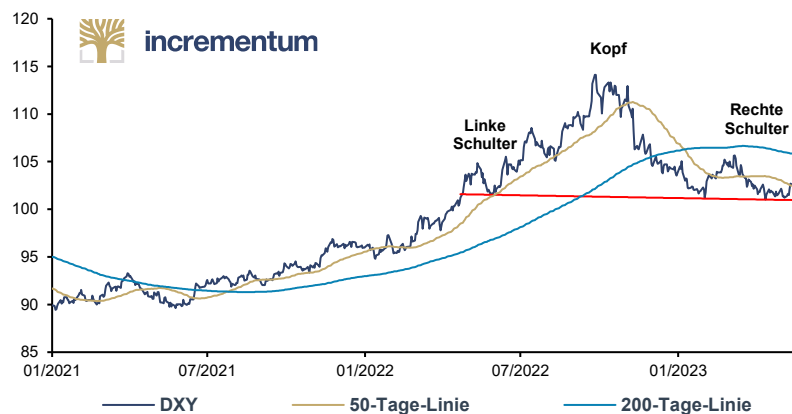
*I like putting all my eggs in one basket and then watching the basket very carefully.*

**Stanley Druckenmiller**

**Die ganze Welt blickt scheinbar ausschließlich auf den Goldpreis in US-Dollar.** Die ganze Welt? Nein. Wir haben auch auf die Vielzahl jener Währungen geblickt, die in Relation zu Gold zuletzt Tiefststände markiert haben. Dass selbst im Euroraum der Goldpreis in US-Dollar mehr mediale Aufmerksamkeit genießt als der Goldpreis in Euro, und dass deswegen die durchaus beachtlichen Zugewinne des Goldes in Euro speziell im vergangenen Jahr unter den Tisch fallen, erscheint uns unverständlich, und lässt Gold für den Euro-Anleger wesentlich unattraktiver erscheinen, als es tatsächlich ist. Schließlich gab der Goldpreis in US-Dollar 2022 um 0,2% nach, während er in Euro um 6,0% zulegte.

Auf Sicht der nächsten Monate halten wir – **wie der von uns sehr geschätzte Stanley Druckenmiller** – einen schwächeren US-Dollar für realistisch. Ein Blick auf den DXY-Chart lässt eine eindeutige Schulter-Kopf-Schulter-Formation erkennen. Sollte die (psychologisch wichtige) Marke bei 100 substanziiell nach unten durchbrochen werden, so läge das Kursziel im Bereich von 85.

### DXY (Schulter-Kopf-Schulter-Formation), 01/2021-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Wir gehen davon aus, dass, sobald der Goldpreis neue Allzeithochs auf US-Dollar-Basis markiert, die nächste Trendphase eingeläutet wird. Diesen Showdown mit der Realität wird Gold definitiv nicht fürchten müssen.**

# INVESTIEREN SIE MIT UNSEREN KLASSIKERN IN IHRE GOLDENE ZUKUNFT.



VIEL GOLD. VIEL ZUKUNFT.

[philoro.at](http://philoro.at) | [philoro.de](http://philoro.de) | [philoro.ch](http://philoro.ch) | [philoro.li](http://philoro.li) | [philoro.us](http://philoro.us)

 philoro

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

*60/40 won't cut it anymore and should be  
20/40/20/20 instead, with the weights  
representing cash, stocks, bonds, and commodities.*

Zoltan Pozsar

- 2022 erlitten zum ersten Mal seit 42 Jahren Aktien und Anleihen im selben Jahr zweistellige Verluste. Der Rückgang eines 60/40-Portfolios um 17,9% war die schlechteste Jahresperformance seit 1937.
- Die Gewinnschätzungen an der Wall Street erscheinen uns weiterhin zu optimistisch, insbesondere für den Fall, dass der im nächsten Kapitel beschriebene Rezessions-Case eintritt. Während einer Rezession sind die Gewinne des S&P 500 in den vergangenen 70 Jahren im Schnitt um 16,4% gefallen.
- Eine unserer zentralen Thesen der vergangenen Jahre dürfte sich nun langsam bestätigen: Staatsanleihen sind nicht mehr das antifragile Portfolio-Fundament, das sie in den letzten 40 Jahren waren.
- Wie bereits im *In Gold We Trust*-Report 2020 prognostiziert, ist der Rohstoffsektor wie Phönix aus der Asche wiederauferstanden und befindet sich nun in einem säkularen Bullenmarkt. Es ist ein Bullenmarkt, der vom Gros der Investment-Community jedoch ignoriert wird.

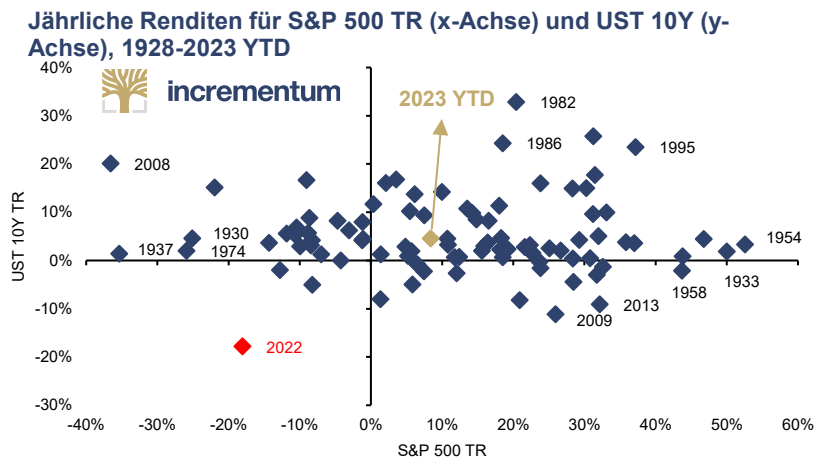
*Don't fear change, change fear.*  
**Susan Rice**

**Wenn wir die letzten 12 Monate an den Kapitalmärkten mit einem einzigen Wort beschreiben müssten, so wäre es vermutlich „ZOZOBRA“.** Was bedeutet dieser Begriff, der weder mit Tiergärten noch mit Büstenhaltern zu tun hat? Zozobra ist ein spanisches Wort für „Angst“. Eine spezielle Angst, mit Konnotationen, die an das Schwanken eines Schiffes erinnern, das zu kentern droht. **Der Begriff entwickelte sich zu Beginn des 20. Jahrhunderts unter mexikanischen Intellektuellen zu einem Schlüsselbegriff. Zozobra bezeichnet das Gefühl, dass einem der Boden unter den Füßen abhandengekommen ist, dass man sich in der Welt fehl am Platz fühlt oder aber, dass wir uns keinen Reim auf das machen können, was gerade passiert.**<sup>7</sup>

**Zozobra erinnert sehr stark an die aktuelle Lage in der Politik, in unserer Gesellschaft, aber insbesondere auch an den Finanzmärkten. Denn in Frage gestellt bzw. über den Haufen geworfen wurden in den vergangenen Monaten gängige Modelle, Investmentphilosophien und Portfoliokonstruktionen. Der Auslöser? Es hat sich gezeigt: Inflation ist die Achillesferse vieler Portfolios.**

*Hat dir eigentlich schon mal einer mit einem Vorschlaghammer einen Scheitel gezogen?*  
**Bud Spencer**

**2022 erlitten zum ersten Mal seit 42 Jahren Aktien und Anleihen im selben Jahr wieder zweistellige Verluste.** In einer **Keynote** bezeichneten wir dies salopp als „*Bud Spencer Stereowatsche für das Portfolio*“. Der Rückgang eines 60/40-Portfolios um 17,9% war die schlechteste Jahresperformance seit dem Rückgang um 21% im Jahr 1937. In absoluten Zahlen erscheint der Kursrückgang noch dramatischer. Der globale Aktienmarkt verlor fast 10 Bill. USD, der globale Bondmarkt 25 Bill. USD an Wert. Zum Vergleich: Dies entspricht ca. einem Drittel des globalen BIP.



Doch es war nicht nur die schwache Kursentwicklung, die 2022 zu einem speziellen Anlagejahr machte, sondern auch folgende Faktoren:

<sup>7</sup> Der Begriff „Zozobra“ wird oft im Zusammenhang mit der jährlichen Veranstaltung in Santa Fe, New Mexico, verwendet, bei der die Menschen zusammenkommen, um ein Bildnis des „Old Man Gloom“ zu verbrennen, das die Befreiung von all ihren Sorgen und Ängsten symbolisiert. Die Verbrennung des Bildnisses soll eine kathartische Erfahrung sein, die den Menschen hilft, ihre negativen Gefühle loszulassen und neu zu beginnen.

- Gewohnte Korrelationsmuster – Aktien/Anleihen, US-Dollar/Commodities – brachen schlagartig zusammen.
- Die Volatilität kehrte mit voller Wucht zurück, insbesondere an den Währungs- und Bondmärkten.
- Die Liquidität war selbst an den liquidesten Märkten, insbesondere jenen für Staatsanleihen gefährdet: z. B. UK-Gilts, JGBs etc.

Vor diesem Hintergrund wollen wir auf den folgenden Seiten unseren traditionellen Standortvergleich von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen vornehmen, um so ein besseres Gefühl für die Goldpreisentwicklung zu bekommen. **Eines können wir schon vorwegnehmen: Gold wirkt in Zeiten von Zozobra.**

## Gold im Vergleich zu Aktien

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

Martin Pring

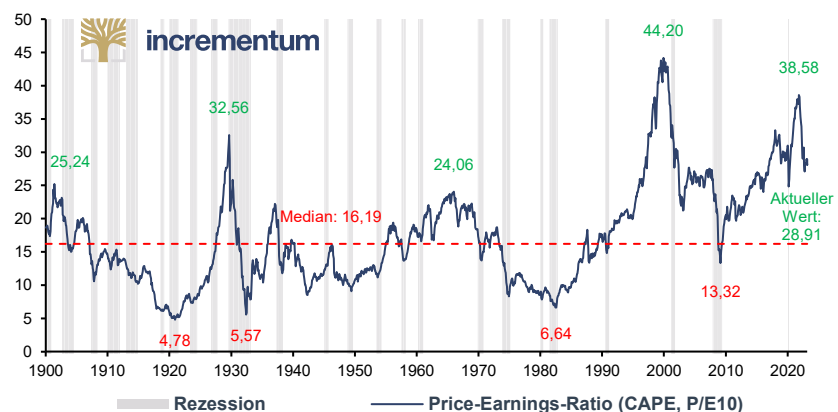
**Die Jahresperformance des Nasdaq Composite (-33,1%), Russell 2000 (-21,6%), S&P 500 (-19,4%) und Dow Jones (-8,8%) glich 2022 einem Trauerspiel.** Sind (US)-Aktien nun bereits günstig bewertet? Nicht wirklich. Das Jahr 2022 beendeten US-Aktien mit einem Shiller-KGV von 28,3. Dies ist zwar ein klarer Rückgang im Vergleich zum Jahresende 2021, als es bei 38,3 stand, doch wir halten es für fraglich, ob diese Bewertung bereits für ein Zyklus-Tief reicht.

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

**Bob Farrell**

Das aktuelle Shiller-KGV von 28,91 liegt weiterhin deutlich über früheren Tiefstständen wie z. B. 13,3 im März 2009, 6,6 im August 1982 oder gar 4,8 im Dezember 1920. Interessante Notiz am Rande: Am Aktien-Top vor der Globalen Finanzkrise lag das Multiple im Oktober 2007 bei 27,3, also nicht unweit vom aktuellen Bewertungsniveau. Wenn man an eine Rückkehr zum Mittelwert glaubt, ist der Tiefpunkt dieses Bärenmarktes noch in weiter Ferne, besonders wenn man bedenkt, dass der Median der letzten 123 Jahre bei 16,19 liegt.

### Price-Earnings-Ratio (CAPE, P/E10), 01/1900-04/2023



Quelle: Yale.edu, Reuters Eikon, Incrementum AG



*There are three key biases in financial forecasting. Economists never forecast recessions, equity strategists are always bullish, and bond strategists are always bearish.*

**Albert Edwards**

Zudem erscheinen uns die Gewinnschätzungen an der Wall Street weiterhin zu optimistisch, insbesondere für den Fall, dass der im nächsten Kapitel beschriebene Rezessions-Case eintritt. Die Konsensschätzung für das EPS liegt für 2023 bei einem zarten Minus von 1,56% und für 2024 bei einem kräftigen Plus von 10%. Das verträgt sich mit einer Rezession ähnlich gut wie Kim Kardashian mit ihrem Ex-Mann Kanye West. Während einer Rezession sind die Gewinne des S&P 500 in den vergangenen 70 Jahren im Schnitt um 16,4% gefallen. **Insofern ist unsere Einschätzung, dass die erste Hälfte des Bärenmarktes von einer Multiple-Compression geprägt war und dass die zweite Hälfte von einer Gewinnrezession geprägt sein wird.**

#### S&P 500 EPS, KGV und Performance, 1957-2020

Rezession	S&P 500 Δ in EPS	S&P 500 Δ in P/E	S&P 500 Performance
08/1957-04/1958	-12,1%	-18,5%	-21,6%
04/1960-02/1961	-12,4%	-22,1%	-5,2%
12/1969-11/1970	-17,0%	-21,8%	-36,1%
11/1973-03/1975	18,4%	-61,9%	-48,2%
01/1980-07/1980	7,1%	-26,8%	-17,1%
07/1981-11/1982	-11,8%	-19,7%	-27,1%
01/1990-03/1991	-39,7%	-7,7%	-19,9%
03/2001-11/2001	-25,9%	-27,7%	-49,1%
12/2007-06/2009	-50,1%	-38,0%	-56,8%
02/2020-04/2020	-20,3%	-15,5%	-33,9%
<b>Durchschnitt</b>	<b>-16,4%</b>	<b>-26,0%</b>	<b>-31,5%</b>
<b>Median</b>	<b>-14,7%</b>	<b>-22,0%</b>	<b>-30,5%</b>

Quelle: Putnam, Incrementum AG



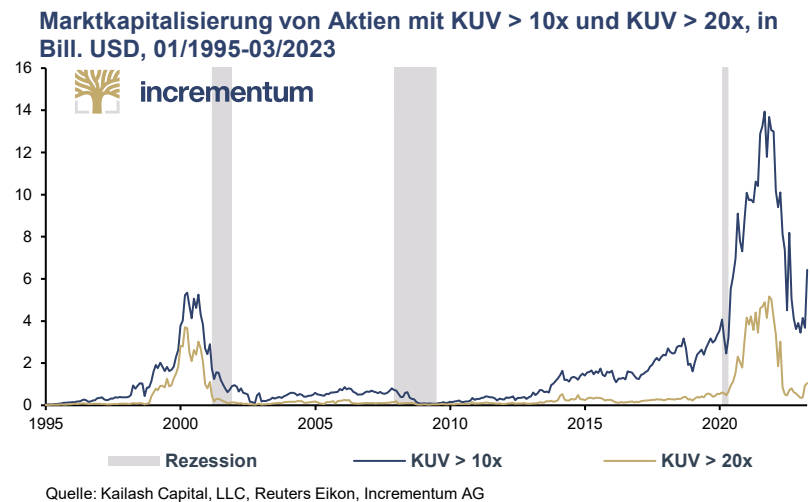
Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Im In Gold We Trust-Report 2021 warnten wir bereits eindringlich davor, dass sich die Märkte in einer hysterischen Manie befinden, die durch die ultralockere Geld- und Fiskalpolitik genährt wurde.** Die Liquiditäts-Party wurde im Vorjahr von Jerome Powell und seinen internationalen Pendanten an geldpolitischen Neo-Falken jäh beendet. Getreu dem Motto „*If you panic, panic first*“ reagierte die Federal Reserve mit dem Entzug der monetären Punchbowl. Der Ablauf erinnert uns an eine ausschweifende Party, auf der Pete Doherty, Keith Richards und Johnny Depp gerade zur Intoxikations-Höchstform auflaufen. Doch plötzlich, wie aus heiterem Himmel, ist die Party vorbei und die überraschten Parvenüs werden, ob sie wollen oder nicht, auf eine mehrmonatige Ayurveda-Kur nach Sri Lanka geschickt.

*The Fed's idea used to be that it removed the punch bowl before the party got good. Now the Fed's doctrine is that it will only remove the punch bowl after it sees some people staggering around drunk.*

**Larry Summers**

**Dass die Party, vor allem im Tech-Segment, jäh beendet wurde, zeigt der nachfolgende Chart.** Die Marktkapitalisierung aller Unternehmen, die mit dem 10- oder 20-fachen des Umsatzes pro Aktie (KUV) oder mehr gehandelt werden, war im Oktober 2021 auf fast 14 bzw. 5 Bill. USD angestiegen. Das sind Bewertungsniveaus, die die Dot.com-Blase wie eine Deep-Value-Party erscheinen lassen. Im Vergleich zu diesen Bubble-Niveaus ist nun wieder etwas Normalität eingekehrt. Unternehmen mit KUVs von mehr als 10x liegen nun bei 6,5 Bill. USD. Dieser Wert befindet sich weiterhin über dem Höhepunkt der Tech-Bubble 2000.



*Recency bias is a cognitive bias that favors recent events over historic ones; a memory bias. Recency bias gives “greater importance to the most recent event”.*

**Wikipedia**

**Erliegen Anleger nun – einmal mehr – dem „Recency Bias“?** Die Rally des US-Aktienmarktes im Q1/2023 war besonders dadurch gekennzeichnet, dass lediglich drei Tech-Aktien – Apple, Nvidia und Microsoft – für 54% des Kursgewinns des S&P 500 verantwortlich zeichneten. Über 95% des Anstiegs entfielen auf die zehn wichtigsten Aktien, allesamt Titel aus dem Technologiesektor.

**Was ist der Grund für diese Rückkehr zu alten Verhaltensmustern?**

**Anatole Kaletsky spricht in diesem Zusammenhang von „pessimistischen Bullen“.** Er beschreibt damit Anleger, die sich selbst für vorsichtig pessimistisch halten, weil sie eine milde Rezession in den USA erwarten. In Wirklichkeit sind sie aber implizit optimistisch, weil sie darauf hoffen, dass diese Rezession die Inflation schnell auf ein akzeptables Niveau senkt und die Federal Reserve zwingen wird, die Geldpolitik wieder zu lockern. Das, so die Hoffnung, soll die Bond- und Aktienkurse wieder über das Niveau von vor dem Ausbruch des Ukraine-Krieges führen und insbesondere den Technologie-Sektor zu alten Höhen beflügeln.

*Last rate hike in a cycle is much like the last kiss in a relationship: you rarely think it is going to be the last one, while it is actually happening.*

**Alex Gurevich**

**Doch diese Hoffnung ist, zumindest in der kurzen Frist, äußerst trügerisch.** Die folgende Tabelle zeigt die Entwicklung des S&P 500 zwischen der jeweils letzten Zinserhöhung und der letzten Zinssenkung. Man erkennt sofort, dass es wenig ratsam gewesen wäre, Aktien am Ende des Zinserhöhungszyklus zu kaufen und dann bis zum Ende der Zinssenkungskampagne zu halten. **„Pessimistic bulls“ sollten demnach vorsichtig sein.**

**US-Aktienmarktentwicklung nach der letzten Zinserhöhung**

Letzte Zinserhöhung	Zins	Letzte Zinssenkung	Zins	Δ S&P 500	Größter Drawdown
16/05/2000	6,50%	25/06/2003	1,00%	-33,47%	-48,82%
20/06/2006	5,25%	16/12/2008	0,00%	-26,36%	-49,99%
19/12/2018	2,50%	16/03/2020	0,00%	-4,82%	-29,53%
03/22/2023	5,00%	?	?	?	?

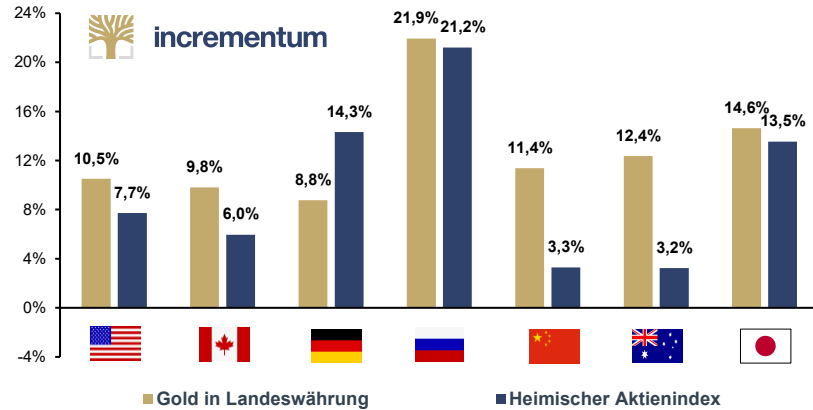
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*In my opinion, it is important to have a stable defense.*

**Manuel Neuer**

**Was bedeutet dieses diffizile Aktienmarktumfeld nun für Gold?** Treue Leser wissen: Für uns stellen die Entwicklungen an den Aktienmärkten die wichtigsten Opportunitätskosten des Goldes dar. Seinen wertvollen Charakterzug als defensiver und stabilisierender Portfoliobaustein, der „hinten dicht macht“ – quasi als „Robert Pecl des Portfolios“<sup>8</sup> –, hat Gold seit Jahresbeginn einmal mehr unter Beweis gestellt.

**Gold in Landeswährung, und heimischer Aktienindex, Jahresperformance in %, 2023 YTD**



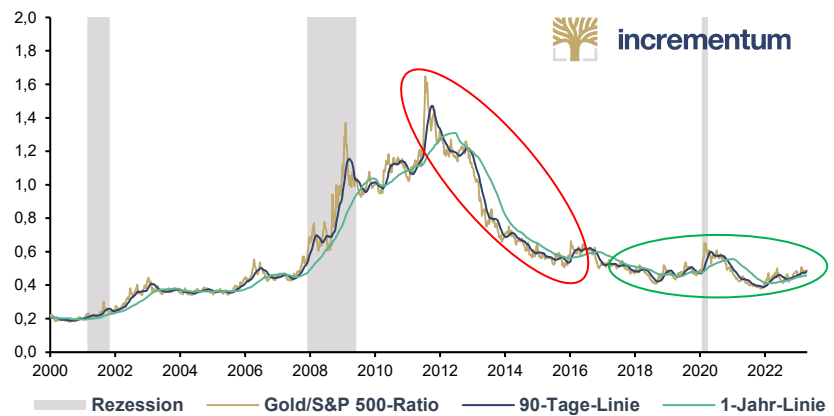
Quelle: Reuters Eikon (per 15/05/2023), Incrementum AG  
\* US = S&P 500, CA = TSX Comp., DE = DAX, RU = MOEX, CN = SCI 300, AU = ASX 200, JP = Nikkei

*Gold's properties as a portfolio diversifier have been institutionally forgotten by those who have spent a lifetime confusing the declining cost of money with investment genius.*

**Charlie Erith**

**Der folgende Chart bildet das Gold/S&P 500-Ratio seit 2000 ab.** Der Abwärtstrend, d. h. sinkende Kaufkraft einer Unze Gold gemessen in Aktien, dauerte von 2011 bis Ende 2021. Aktuell scheint es, als würde Gold wieder langsam relative Stärke aufbauen. Das Ratio befindet sich nun wieder geringfügig über der 90-Tage- und der 1-Jahres-Linie.

**Gold/S&P 500-Ratio, 01/2000-05/2023**



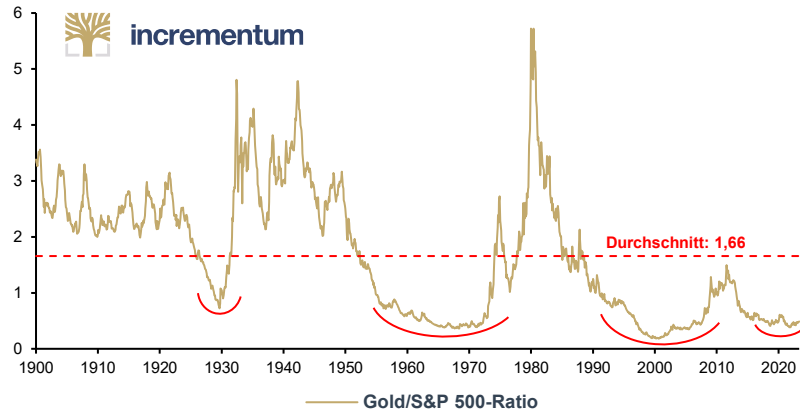
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Sehen wir uns dieses Verhältnis nun längerfristig an, und zwar seit 1900.** Gold sieht im Vergleich zu US-Aktien klar unterbewertet aus und könnte tatsächlich eine säkulare Wende vollzogen haben. Der Abwärtstrend scheint gebrochen zu sein, der gleitende Durchschnitt hat sich stabilisiert und zeigt nun wieder leicht nach oben. Das langfristige Gold/S&P 500-Ratio steht bei 1,66,

<sup>8</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 ‚Eisenfuß‘ und ‚Roter Robert‘ inne.“ Wikipedia-Eintrag: [Robert Pecl](#)

aktuell beträgt es aber lediglich 0,49. Basierend auf den früheren Gegentrend-Rallys könnte sich Gold (bei unverändertem S&P 500) mehr als verdreifachen, falls das Ratio in den nächsten Jahren seinen 123-jährigen Schnitt erreichen sollte.

### Gold/S&P 500-Ratio, 01/1900-05/2023



## Gold im Vergleich zu Anleihen

„Inflation is like kryptonite for bonds.“

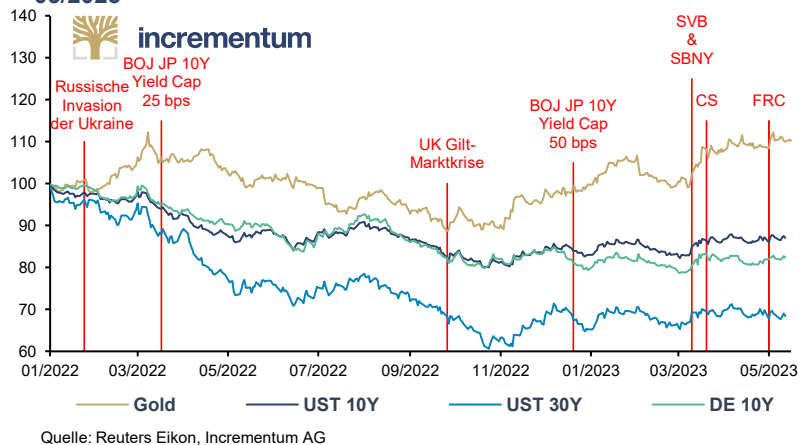
Jason Zweig

*More money has been lost reaching for yield than at the point of a gun.*

**Raymond DeVoe Jr.**

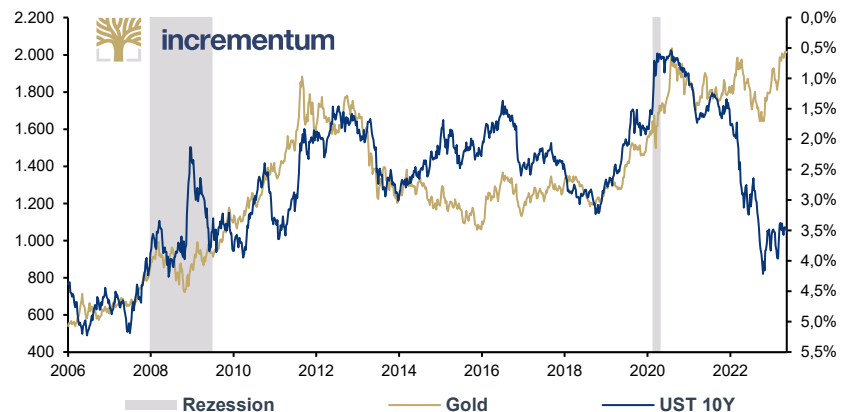
**Für Anleiheinvestoren glich das vergangene Jahr dem Abschneiden der Deutschen Fußballnationalmannschaft bei der WM in Katar: abhaken und vergessen. Hat 2022 der große Bondbärenmarkt begonnen?** Eine unserer zentralen Thesen der vergangenen Jahre dürfte sich nun langsam bestätigen: (Staats-)Anleihen sind nicht mehr das antifragile Portfolio-Fundament, das sie in den letzten 40 Jahren waren.

### Gold, UST 10Y, UST 30Y und DE 10Y, 100 = 01/2022, 01/2022-05/2023



Die von uns in den Vorjahren bereits angekündigte Abkopplung zwischen Gold und Anleihen hat sich in den letzten Monaten also vollzogen. **Der Bondmarkt und der Goldmarkt senden die gleiche Botschaft: Inflation ist die neue Realität.**

Gold (lhs), in USD, und UST 10Y (rhs, invertiert), 01/2006-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Increasing inflation volatility simply means inflation going up and down more sharply, more often. If inflation volatility is the future, bond volatility won't be far behind. And bond volatility will have severe implications for portfolios built around a mean-variance framework.*

**Henry Maxey**

**Ein unterschätzter Grund für den Ausverkauf von Anleihen mit langen Laufzeiten könnte die Einsicht der Anleger sein, dass die Vorschläge der Politik zur Bewältigung des Preisdrucks die Teuerung eher anheizen als zügeln.**<sup>9</sup> Ob in Italien, Frankreich, Deutschland oder Kalifornien, der häufigste Vorschlag zur Bekämpfung der hohen Energiepreise sind Kraftstoffsubventionen und Preisdeckel. Um diese Subventionen und Steuersenkungen zu finanzieren, wurden Steuern auf „Windfall-Gewinne“ der Energieunternehmen oder Sonderdividenden eingeführt. Allesamt Maßnahmen, die wohl kaum dazu dienen, Investitionen zu fördern. **Der Markt erkennt, dass die beschlossenen Maßnahmen zur Bekämpfung der Teuerung – egal ob fiskalisch, geldpolitisch, regulatorisch oder geopolitisch – gewährleisten, dass das inflationäre Umfeld weiter anhalten wird.**

**Die Konsequenzen der hartnäckigen Teuerung auf gemischte Portfolios, Risk-Parity-Anlagestrategien etc. konnte man 2022 eindrucksvoll beobachten.** Aktien-Anleihen-Korrelationsregimes sind lange Zeit stabil, können sich aber, meist als Reaktion auf höhere Inflationsraten, rasch umkehren. Das Gros der heutigen Marktteilnehmer konnte sich die Auswirkungen eines solchen „Korrelations-Polsprungs“ kaum vorstellen, denn viele Anlagekonzepte bauen auf einer negativen Korrelation zwischen den beiden Hauptanlageklassen auf.

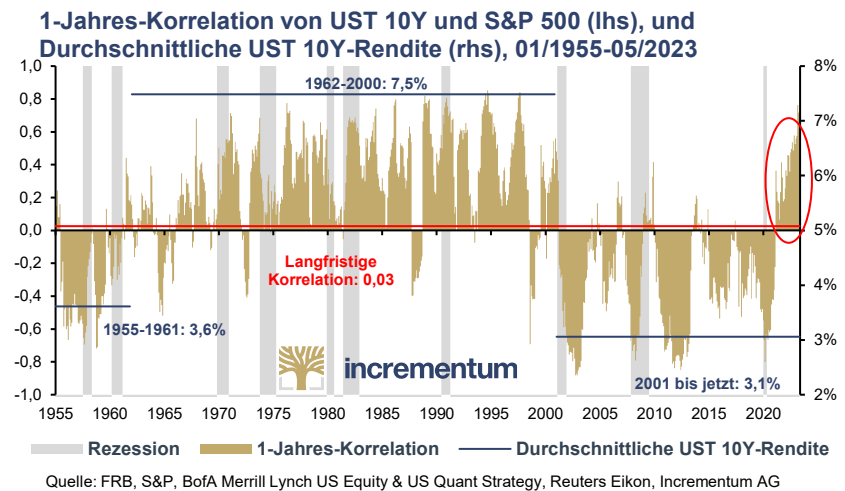
*One day, central banks will decide that they need to support their currencies instead of supporting their bond markets. In this scenario, bond markets will implode.*

**Gavekal**

**Die negative Korrelation ist jedoch langfristig betrachtet eher die Ausnahme als die Regel.** So war die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen in den USA in 70 der letzten 100 Jahre leicht positiv. Ausschlaggebend für die negative Korrelation in den letzten 4 Dekaden war der geringe Inflationsdruck bzw. die abnehmende Inflationsvolatilität im Zuge der „Great Moderation“.

**Der nachfolgende Chart ist bereits ein Klassiker dieser Publikation. Er zeigt die einjährige rollierende Korrelation zwischen 10-jährigen US-Staatsanleihen und dem S&P 500 sowie die durchschnittliche Rendite der 10-jährigen Treasuries.** Man erkennt klar, dass die 1-Jahres-Korrelation zuletzt in positives Terrain gedreht ist. Der Korrelationskoeffizient zwischen Aktien und Anleihen in den USA beträgt seit 1955 rund 0,03.

<sup>9</sup> Siehe Gavekal: „The Fixed Income Market Meltdown“, 28. März 2022



*Over the past four decades, bonds have been a natural ballast to a stock portfolio. In the coming decade(s), bonds will no longer be negatively correlated to stocks and save your portfolio in times of stress, but will instead become the anchor that drags your portfolio lower.*

**Kevin Muir**

**Bei der Analyse einzelner Zeitabschnitte zeigt sich allerdings, dass Aktien und Anleihen eher in Ausnahmefällen unkorreliert waren.** Zwischen 1960 und 2000, als über weite Strecken hohe (Nominal-)Zinsen das Marktgeschehen bestimmten, lag der Korrelationskoeffizient meist über 0,2, während er im Umfeld niedriger Inflation und Zinsen meist weniger als -0,2 betrug. **Derzeit beeinflusst die Inflation die Korrelationseigenschaften somit wieder positiv, was wohl für hitzige Diskussionen bei Asset-Allocation-Ausschüssen und schlaflose Nächte bei Portfoliomanagern sorgt.**

Wenn sich die Beziehung nun nachhaltig umkehrt, wäre dem 60/40-Portfolio die Grundlage – nämlich eine negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen – entzogen. **Könnten Anleihen nun dem Gold das Zepter übergeben?**

## Gold und Rohstoffe

*„Commodities should include three types of gold: yellow, black, and white. Yellow gold is gold bars. Black gold is oil. White gold is lithium for EVs.“*

Zoltan Pozsar

*Mal verliert man und mal gewinnen die anderen.*

**Otto Rehagel**

**Im Vorjahr hatten wir die Lage am Rohstoffmarkt folgendermaßen zusammengefasst: „Vom Überschuss zur Knappheit“<sup>10</sup>.** Wie bereits im *In Gold We Trust*-Report 2020 prognostiziert, ist der Rohstoffsektor wie Phönix aus der Asche wiederauferstanden und befindet sich nun in einem säkularen Bullenmarkt.<sup>11</sup> Ein Bullenmarkt, der vom Gros der Investment-Community jedoch negiert, ignoriert oder bestenfalls milde belächelt wird, so wie die griechische Nationalmannschaft bei der Fußball-EM 2004, aber natürlich nur bis zum Triumph im Finale.

<sup>10</sup> Siehe „Status Quo von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen“, *In Gold We Trust*-Report 2022

<sup>11</sup> Siehe „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, *In Gold We Trust*-Report 2021

**Es ist erstaunlich, wie widerstandsfähig die Rohstoffhausa ist, obwohl der globale Konjunkturmotor stottert und die Zinsen rapide ansteigen.** Mit einem Plus von 13,8% konnte der „Bloomberg Commodity Index“ (BCOM) im Vorjahr deutlich zulegen. Anhand der Tabelle erkennt man die stark unterschiedliche Performance der Commodity-Subsektoren. Alle 5 Sektoren befinden sich weiterhin deutlich unter den Allzeithochs und sollten somit weiteres Aufwärtspotenzial bieten.

	Bloomberg Industrial Metals-Subindex	Bloomberg Precious Metals-Subindex	Bloomberg Agriculture-Subindex	Bloomberg Energy-Subindex	Bloomberg Livestock-Subindex	BCOM-Index
<b>ATH</b>	266,76	306,85	143,33	516,66	131,99	273,95
<b>Datum ATH</b>	04/05/2007	22/08/2011	29/05/1997	29/09/2005	04/10/1993	02/07/2008
<b>Tief</b>	53,90	49,66	34,15	15,47	16,21	59,48
<b>Datum Tief</b>	07/11/2001	02/04/2001	26/06/2020	27/04/2020	13/04/2020	18/03/2020
<b>YTD</b>	-11,7%	6,5%	-2,1%	-24,0%	-6,6%	-9,3%
<b>2022 Performance</b>	-4,4%	-1,9%	13,2%	33,5%	5,3%	13,8%
<b>% vom ATH</b>	-45,3%	-25,4%	-53,0%	-93,9%	-83,3%	-57,0%
<b>% vom Tief</b>	170,9%	360,7%	97,3%	102,6%	36,0%	72,0%

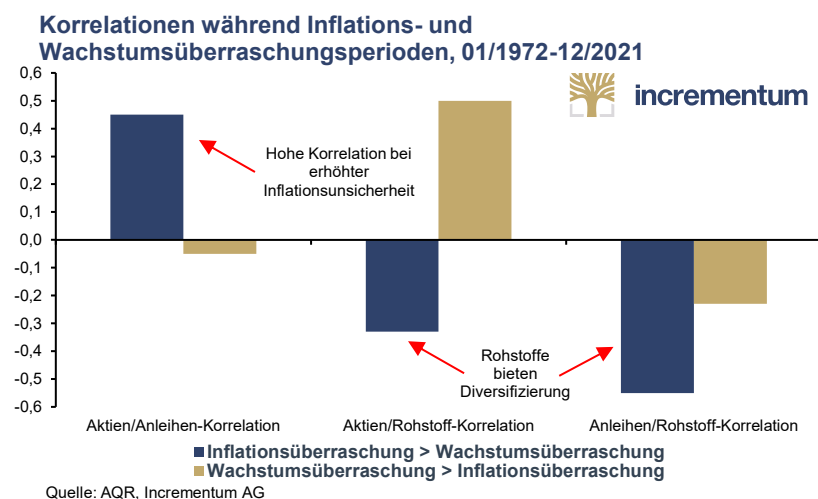
Quelle: Reuters Eikon (per 12/05/2023), Incrementum AG

*God is not a commodity trader. The evidence suggests that God doesn't even like commodity traders.*

**Larry Williams,  
Commodity-Trader**

**Dennoch sind Commodities bei institutionellen Investoren weiterhin so wenig gefragt, wie pelzgefütterte Handschuhe im Hochsommer.**

Betrachtet man die langfristigen, historischen Performanceattribute von Rohstoffinvestments, so ist der positive Case eindeutig. AQR Research hat in der höchst lesenswerten Studie „Building a Better Commodities Portfolio“ gezeigt: Anleihen und Aktien sind über lange Zeiträume positiv korreliert, während Rohstoffe mit beiden negativ korreliert sind. Dies gilt insbesondere für Phasen von „Inflationsüberraschungen“.



**Die Beimischung von Rohstoffen zu einem typischen Portfolio aus 60% Aktien und 40% Anleihen erhöht demnach die risikobereinigten Erträge.** Die Berechnungen der AQR-Studie ergeben folgende Performance:

### Assetklassen-Performance, 02/1877-12/2021

	Annualisierte Gesamrendite	Volatilität	Sharpe-Ratio
Globale Aktien	9,9%	13,4%	0,48
Globale Anleihen	5,0%	4,3%	0,36
Rohstoffe	8,2%	17,5%	0,27
Globales 60/40-Portfolio	8,0%	8,3%	0,53
10% Rohstoffe & 90% 60/40	8,0%	8,0%	0,56

Quelle: AQR, Incrementum AG

*They've done studies, you know. 60 percent of the time, it works every time.*

**Brian Fantana, Anchorman**

*The bull market is based on three pillars: geopolitical conflict, a capex-led cycle, and widespread risks to supply.*

**Marko Papic**

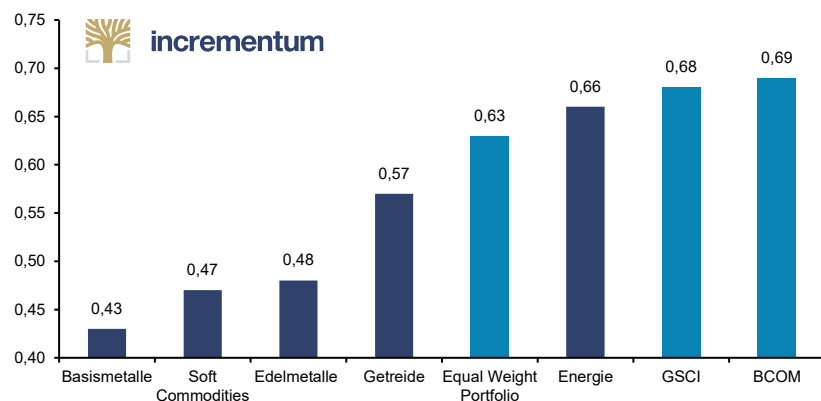
### Auch andere wissenschaftliche Studien kommen zum selben Ergebnis.

Die Studie „[Facts and Fantasies about Commodity Futures Ten Years Later](#)“ bestätigt die Wirkung von Rohstoffen als Inflationsschutz, während Aktien, Anleihen und auch Immobilien in der Regel negativ mit der Inflation korreliert sind. Im untersuchten Zeitraum seit 1959 wiesen nur Rohstoffe eine positive Korrelation mit der Inflationsrate auf, was diese zur einzigen echten Inflationsabsicherung macht.

### Interessant dabei: Commodities ermöglichen eine Absicherung gegen unterschiedliche Spielarten der Teuerung.

Industriemetalle performen bei nachfragebedingter Inflation, der Energiesektor naturgemäß dann, wenn die Teuerung durch Energiekosten getrieben wird, während Gold und Silber am besten abschneiden, wenn die Glaubwürdigkeit der Notenbanken und des Bankensystems in Frage gestellt wird.

### Inflationssensitivität, 01/1972-12/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

### Eine Rohstoffallokation bietet Investoren demnach drei potenzielle Vorteile:

- langfristig positive Renditen
- geringe Korrelationen zu Aktien und Anleihen
- Absicherung gegen Inflationsdruck

*Fortunes are made by buying low and selling too soon.*

**Nathan Rothschild**

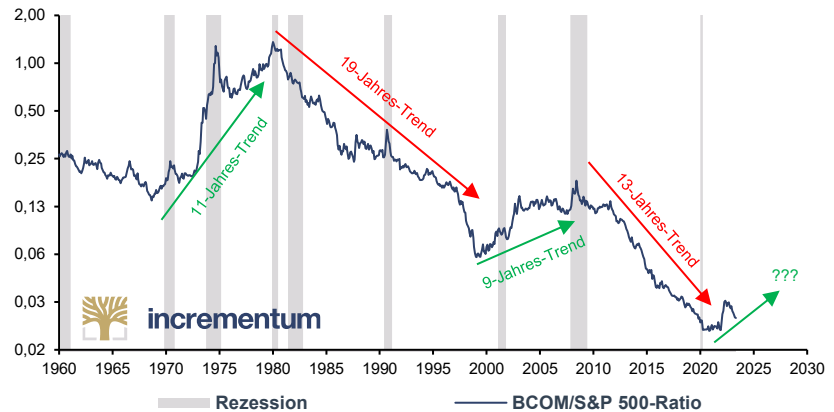
### Sehen wir uns nun die relative Entwicklung von Aktien und Rohstoffen an.

Im nächsten Chart sind die wesentlichen Rohstoff-Superzyklen deutlich zu erkennen. Zunächst die Nifty-Fifty-Blase in den frühen 1970er-Jahren, deren



Platzen zusammen mit wichtigen geopolitischen und insbesondere monetären Veränderungen zu einem 11-jährigen Aufwärtstrend bei Rohstoffen und Gold führte. Darauf folgte eine fast zwei Jahrzehnte andauernde Underperformance der Rohstoffe, die von der großen Technologieblase beendet wurde. Dann folgten 13 Jahre der Outperformance von Aktien gegenüber Rohstoffen und Gold, die in der „Everything Bubble“ kulminierten.<sup>12</sup> Wir sind der festen Überzeugung, dass das Platzen der „Everything Bubble“ nun zu einer längeren Phase der Outperformance von Rohstoffen und Gold gegenüber Aktien und Anleihen führen könnte.

### BCOM/S&P 500-Ratio, 01/1960-05/2023



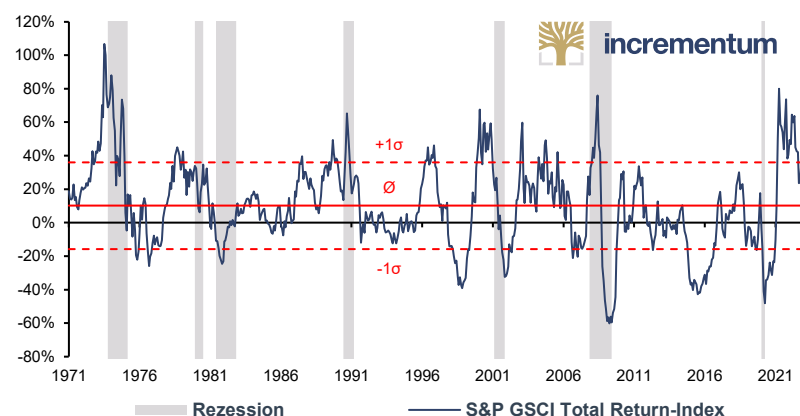
Quelle: Stifel Research, Reuters Eikon, Incrementum AG

*In bull markets, people have faith; in bear markets, doubt. The other way around might be more profitable.*

**Jim Grant**

**Während Commodities im ersten Halbjahr des Vorjahres deutlich rallierten, setzte anschließend eine Phase des „Durchschnaufens“ ein.** Dies erkennt man auch anhand des nächsten Charts. Aktuell scheint es, als wäre die überkaufte Situation gänzlich abgebaut und der überbordende Optimismus ausgepreist. Dies könnte somit ein solides Niveau für die nächste Phase des Bullenmarktes bedeuten.

### S&P GSCI Total Return-Index, yoy, 01/1971-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

<sup>12</sup> Siehe Stifel: „Gold – The Next Super Cycle Has Begun“, Canada – Portfolio Strategy, 16. Februar 2023

## Fazit

*At the start of this generational bond bull market, few believed it had begun. Today, few believe it has ended.*

**Kevin Muir**

**Die aktuelle US-Regionalbankenkrise ist ein deflationäres Ereignis.** Eigentlich ein perfektes Umfeld für US-Bonds. Doch wenn man sich die Performance des TLT-Fonds ansieht, der langlaufende US-Staatsanleihen abbildet, so hat sich dieser seit Jahresende 2022 kaum verändert und keinerlei neue Höchststände markiert. Auch der US-Dollar neigte in dieser Phase zur Schwäche. Insofern fühlen wir uns in unserer Einschätzung bestätigt, wonach gegenwärtig neue sichere Häfen angesteuert werden.

Gold (lhs), in USD, und TLT (rhs), in USD, 01/2003-05/2023



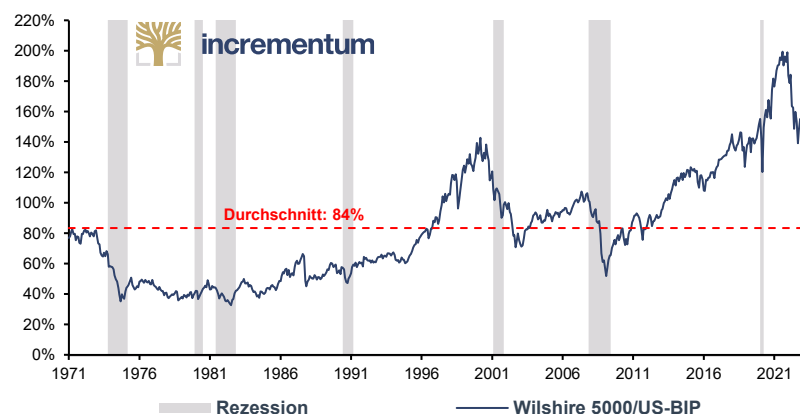
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*If the ratio approaches 200%...you are playing with fire.*

**Warren Buffett**

**An den Aktienmärkten sind die Bewertungen vieler Sektoren und Einzeltitel weiterhin weit weg von Schnäppchenniveaus.** Der Buffett-Indikator<sup>13</sup> befindet sich mit einem Wert von 153% deutlich über dem langfristigen Schnitt von 84%, allerdings auch deutlich unter dem Hoch vom Dezember 2021, als der Indikator erstmals das Niveau von 200% überschritt. Selektiv finden wir – insbesondere im Value-Segment der Old Economy – wieder zunehmend spannende Opportunitäten an den Aktienmärkten.

Wilshire 5000/US-BIP, 01/1971-05/2023



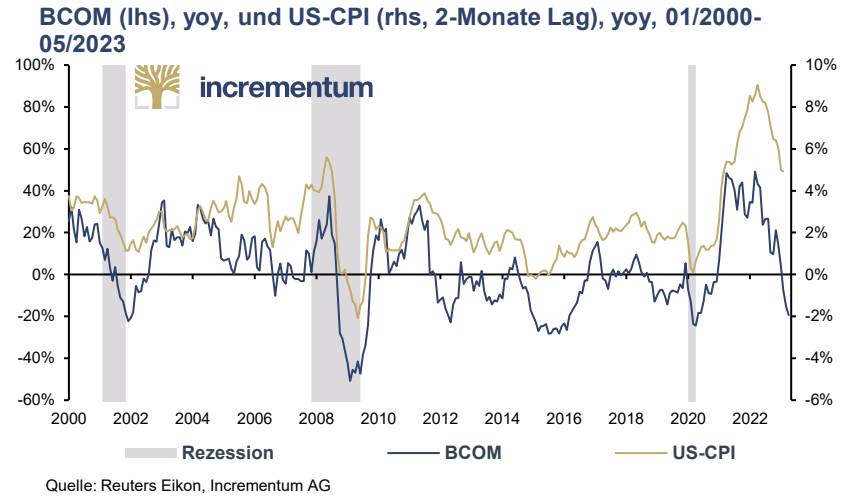
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

<sup>13</sup> Der Buffett-Indikator ist ein Bewertungsmultiplikator, der die Kapitalisierung des US-amerikanischen Wilshire 5000-Index mit dem US-BIP vergleicht.

*Bear markets are the authors of bull markets, and bull markets are the authors of bear markets!*

**Rick Rule**

**Bei den Rohstoffen deutet vieles darauf hin, dass der Bullenmarkt weiterhin intakt ist.** Neben dem Capex-Zyklus, auf den wir im Laufe dieses *In Gold We Trust*-Reports im Detail eingehen werden, sind die angepeilte Dekarbonisierung und ESG-konformes Investieren die strukturellen Treiber für das Angebot und die Nachfrage von vielen Rohstoffen geworden. **Wir sind der festen Überzeugung, dass der Commodity-Bullenmarkt sich erst in einer Frühphase befindet.**





# 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)

# Status Quo der Verschuldungsdynamik

*Die Geschichte zeigt, dass, wenn eine Nation einmal erhebliche Schulden angehäuft hat, es nur zwei Möglichkeiten gibt, diese zu tilgen: Die eine besteht darin, einfach den Konkurs zu erklären – die Schulden zurückzuweisen. Die andere ist, die Währung abzuwerten und damit den Wohlstand des einfachen Bürgers zu zerstören.*

Adam Smith

- Dank der beiden Sondereffekte – hohe Inflation und Basiseffekt wegen der Beendigung der Corona-Maßnahmen – war das Nominalwachstum 2022 sehr hoch. Das drückte die Schuldenstände.
- 2023 fällt der Sondereffekt vom Ende der Corona-Pandemie weg, zugleich macht sich in den Budgets die Inflation als Ausgabentreiber bemerkbar: durch höhere Zinsen auf die Staatsschulden und höhere (Sozial-)Ausgaben. Daher wirkt die Inflation mittelfristig nicht mehr schuldenentlastend.
- Die Straffung der Geldpolitik würde, wenn wie angekündigt durchgezogen, die Nachfrage nach Staatsanleihen weiter mindern und den Druck auf die Yields erhöhen.
- Der geopolitische Showdown reduziert die Nachfrage des Auslands nach US-Staatsanleihen bereits seit einiger Zeit.
- In den USA steht ein Showdown bei der Schuldenobergrenze an. Dieser Showdown wird durch weiterhin hohe Budgetdefizite noch brisanter. Eine Zahlungsunfähigkeit der USA, ja selbst nur eine intensive Debatte darüber, hätte globale ökonomische und geopolitische Folgen.

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

**Kevin Muir**

*Oh, what a feeling  
When we're dancing on the ceiling.*

**Lionel Richie**

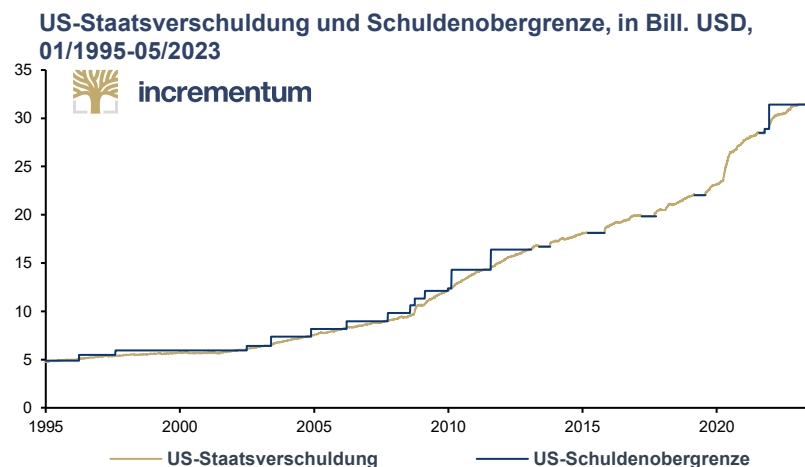
*I have one message for those observing or involved in the standoff over raising the US federal debt limit: Be afraid, be very afraid.*

**Bill Dudley**

**1995 kam es in den USA zum ersten Mal zu einem politischen Showdown wegen der Schuldenobergrenze.** Wieder einmal hatten die USA ihre selbst gesetzte Schuldenobergrenze erreicht. Doch im Unterschied zu den unzähligen früheren Erhöhungen – seit dem Ende des 2. Weltkriegs wurde die **Schuldenobergrenze 82 Mal angehoben** – verkam sie dieses Mal zum Spielball der parteipolitischen Interessen, als Ausdruck des sich vertiefenden Spalts zwischen den beiden politischen Lagern. Die beiden Protagonisten: auf Seiten der Demokraten Präsident Bill Clinton, auf Seiten der Republikaner der Sprecher des Repräsentantenhauses Newt Gingrich. Die Republikaner hatten bei den Zwischenwahlen im November 1994 beide Kammern des Kongresses für sich gewinnen können. Bill Clinton war somit auf die Zustimmung der Republikaner angewiesen. Eine Einigung wurde schließlich Anfang August 1996 erzielt. **Damals, beim ersten Showdown, lag die US-Verschuldung bei 4,9 Bill. USD oder 65% des BIP.**

**2011 wiederholte sich der Showdown.** Dem demokratischen US-Präsidenten Barack Obama stand John Boehner, neu gewählter Sprecher des US-Repräsentantenhauses, gegenüber. Der Showdown war so hart, dass die knapp vor der Zahlungsunfähigkeit stehenden USA 2011 ihr AAA-Rating verloren, nachdem drei Tage zuvor, am 2. August 2011, ein politischer Kompromiss über die zweistufige Anhebung der Schuldenobergrenze erzielt wurde. Das Downgrading durch S&P führte drei Tage später zum „Schwarzen Montag“ an den Börsen. Rund einen Monat später, am 6. September 2011, markierte Gold im Tagesverlauf ein neues Allzeithoch bei 1.920 USD, nachdem im Jänner 2011 noch fast die Marke von 1.300 USD unterschritten worden war. Das entspricht einem Plus von fast 50%. **Damals betrug die US-Verschuldung rund 16 Bill. USD (94% des BIP) und damit das Dreifache im Vergleich zu 1995.**

**2023 steht die neuerliche Wiederholung dieses Showdowns an.** Wieder ist der amtierende US-Präsident Joe Biden ein Demokrat, wieder ist der neue Sprecher des Repräsentantenhauses ein Mitglied der Republikaner, Kevin McCarthy, wiederum haben die Republikaner bei den Zwischenwahlen das Repräsentantenhaus von den Demokraten übernommen. **Mittlerweile beträgt die Staatsverschuldung 31,4 Bill. USD oder 121% des BIP.**

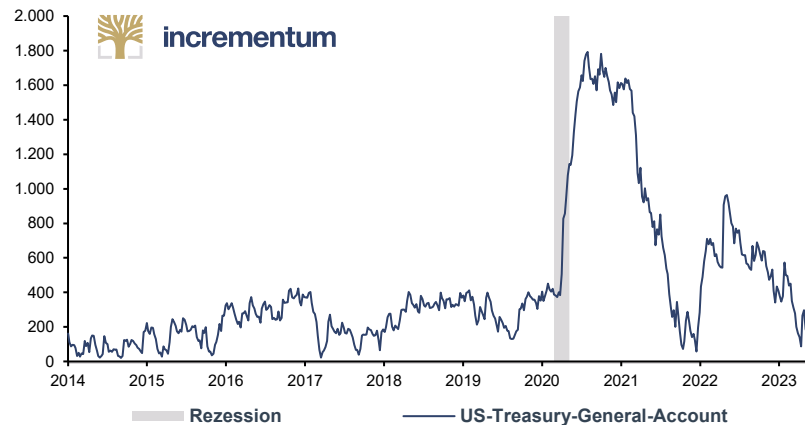


*Go big or go home.*

**Janet Yellen**

Seit 19. Jänner fährt US-Finanzministerin Janet Yellen bereits einen Krisenkurs. „Außergewöhnliche Maßnahmen“ wurden gesetzt, um die laufenden Staatsausgaben zu reduzieren. Dank des reichlich dotierten Kontos Washingtons bei der Federal Reserve, des TGA, ist das Erreichen der Schuldenobergrenze am 19. Jänner zunächst ohne Konsequenzen geblieben. Der zu erwartende knallharte politische Showdown ist damit aber nur aufgeschoben, nicht aufgehoben. Im Juni, also kurz nach Erscheinen dieses *In Gold We Trust*-Reports, ist dann voraussichtlich endgültig Showdown-Time.

#### US-Treasury-General-Account, in Mrd. USD, 01/2014-05/2023



*Wahlkampf ist die Zeit  
fokussierter Unintelligenz.*

**Michael Häupl, ehem.  
Bürgermeister von Wien**

**Dass die Schuldenobergrenze neuerlich angehoben wird, steht außer Frage.** Es wäre die 79. Anhebung seit 1960 und die 21. seit 2000, die 30. unter einem demokratischen Präsidenten, während unter republikanischen Präsidenten die Schuldenobergrenze bislang 49-mal angehoben wurde. Offen ist aktuell nur, welche politischen Kompromisse geschlossen werden (müssen), um zu einer Einigung zu gelangen. Immerhin sind es keine eineinhalb Jahre mehr, bis in den USA wieder Präsidenten- und Kongresswahlen stattfinden, und zwar in einer politischen Atmosphäre, die sich immer weiter aufheizt.

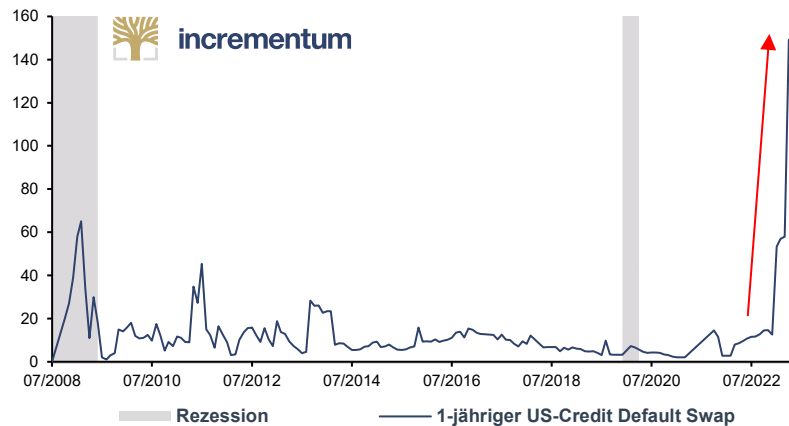
*Either the State ends public debt,  
or public debt will end the State.*

**David Hume**

Eine besondere Lösung zur Verhinderung der Zahlungsunfähigkeit wählte die Regierung unter Dwight D. Eisenhower 1953. In der Bilanz der Federal Reserve fand sich noch „freies Gold“, dessen Bewertung noch nicht auf die 1934 festgelegte neue Parität von 35 USD pro Feinunze Gold aufgewertet worden war. Diese Gewinne aus der Monetarisierung des Goldes schrieb die Federal Reserve dem Konto des US-Finanzministeriums gut. Insgesamt 500 Mio. USD wurden derart Anfang November 1953 monetisiert, die Zahlungsunfähigkeit Washingtons damit verhindert. Im Frühjahr 1954 hob der Kongress dann die Schuldenobergrenze an, sodass die Emission von Anleihen fortgesetzt werden konnte.

**Ein Staatsbankrott der USA, ja selbst nur eine intensivere Debatte darüber, hätte weitreichende Folgen für die Weltwirtschaft und für die Finanzmärkte.** Angesichts des sich abzeichnenden geopolitischen Showdowns würde ein Zahlungsausfall der USA die ohnehin schon ins Wanken geratene Vormachtstellung weiter beschädigen.

### 1-jähriger US-Credit Default Swap, 07/2008-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

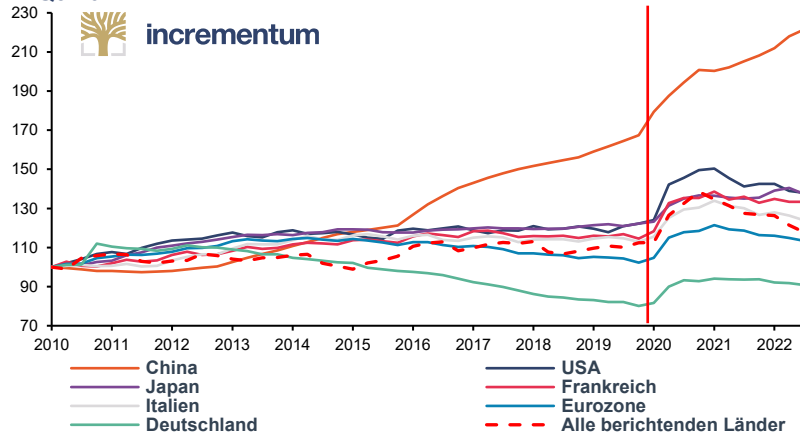
## Bei den Staatsschulden trägt der Schein weiterhin

*Der Schein ist ein gefährlicher Betrüger. Gerade wenn du glaubst mit ernsten und hohen Dingen beschäftigt zu sein, übt er am meisten seine täuschende Gewalt.*

**Marc Aurel**

„Der Schein trägt“ – so eröffneten wir dieses Kapitel im vergangenen Jahr. Und diese Einschätzung ist 2023 genauso gültig wie im Vorjahr. Nur auf den ersten Blick hat sich die Situation bei den Staatsschulden 2022 merklich entspannt, aber wie schon im vergangenen Jahr nur auf den ersten Blick. Neuerlich gab die Staatsschuldenquote nach. Nennenswerte Ausnahmen sind China und Japan mit einem Anstieg bei der Staatsverschuldung um 5,6 bzw. 3,8 Prozentpunkte.

### Staatsschuldung, in % des BIP, 100 = Q1/2010, Q1/2010-Q3/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

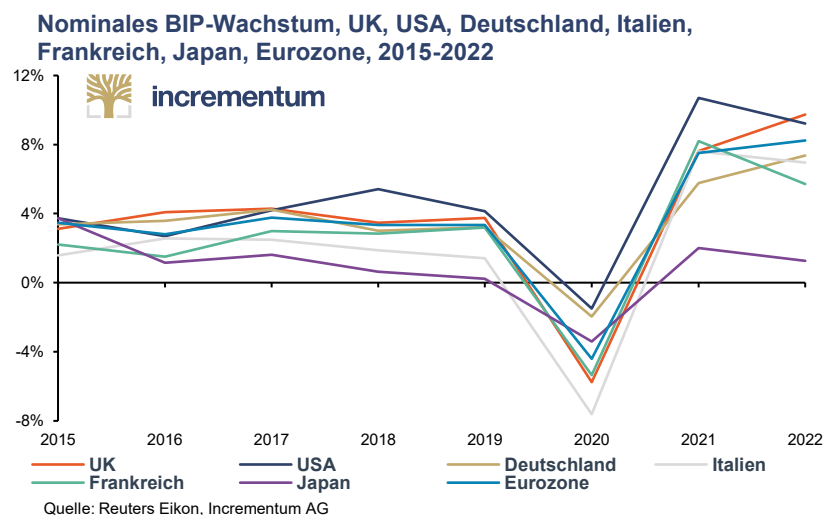
Einmal mehr ist dieser Rückgang aber nicht auf eine nachhaltige Konsolidierung der Staatshaushalte zurückzuführen, sondern wie auch schon 2021 auf das außergewöhnlich kräftige Wachstum des nominellen BIP. 2022 war für die Staatsschuldung in den meisten führenden Wirtschaftsnationen das zweite – und letzte – Jahr, das durch Corona-Sondereffekte positiv geprägt war.



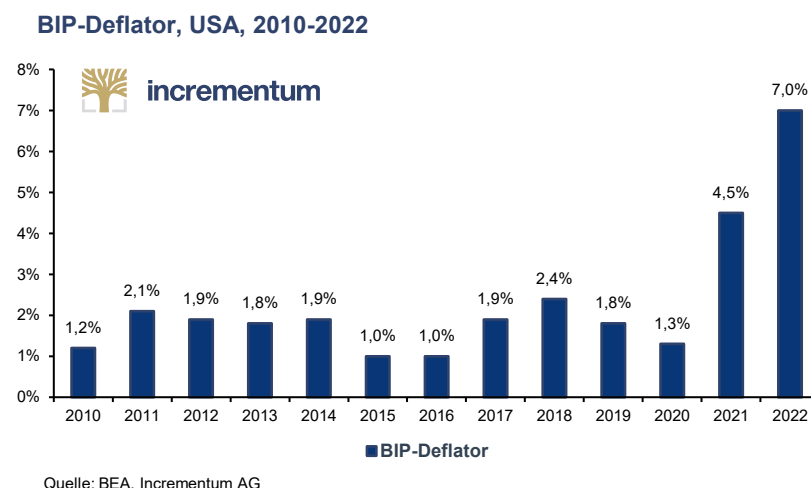
*My policy on cake is pro having it and pro eating it.*

**Boris Johnson**

**Zwei Sonderfaktoren sind dafür verantwortlich.** Zum einen stand 2022 im Zeichen der ökonomischen Normalisierung nach der Pandemie. Dieser der Aufhebung der Maßnahmen geschuldete Basiseffekt<sup>14</sup> wird 2023 mit der nennenswerten Ausnahme von China, das in einer radikalen Kehrtwende erst im Jänner seine restriktive Corona-Politik aufgab, zur Gänze verschwinden. Das nominelle Wirtschaftswachstum war beeindruckend hoch und weit über dem langjährigen Durchschnitt. Das reduziert – wie wir sehen werden allerdings nur vorübergehend – die Staatsschuldenquote. Und die nominellen BIP-Wachstumsraten waren 2022 in der Tat eindrucksvoll.



**Der zweite Faktor ist die hohe Teuerung.** Diese hat 2022 das nominelle BIP-Wachstum nach oben getrieben. Der BIP-Deflator<sup>15</sup> für die USA war 2022 mit 7,0% nach bereits beachtlichen 4,5% (2021) markant höher als in den Niedriginflationen vor 2021.

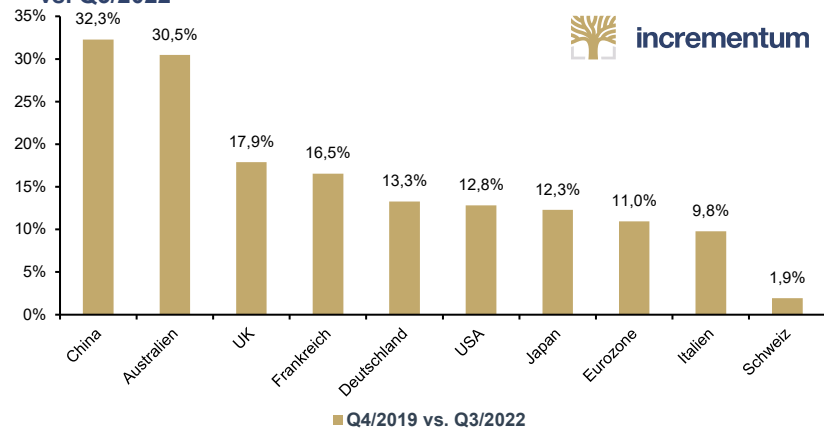


**Eine Entwarnung an der Staatsschuldenfront wäre aber nicht nur verfrüht, sondern völlig verfehlt.** Der – politisch ausgeschlachtete – Schein trägt eben. Im Vergleich zur Vor-Corona-Zeit ist die Staatsverschuldung in Prozent des BIP weiterhin deutlich erhöht.

<sup>14</sup> Siehe „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, In Gold We Trust-Report 2022

<sup>15</sup> Im Unterschied zu den gängigen Inflationskonzepten wie CPI, PCE, HVPI oder VPI erfasst der BIP-Deflator die Preisentwicklung aller BIP-relevanten Güter und Dienstleistungen und nicht nur die der Konsumgüter.

**Staatsverschuldung in % des BIP, Prozentueller Anstieg, Q4/2019 vs. Q3/2022**



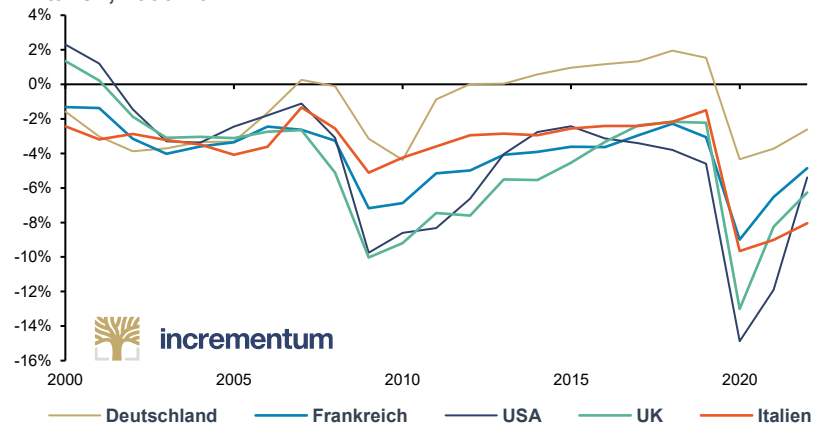
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Boy, that escalated quickly. I mean, that really got out of hand fast.*

**Ron Burgundy, Anchorman**

Das ist nicht verwunderlich, haben doch die rigorosen Maßnahmen zur Bekämpfung des Coronavirus das Wirtschaftswachstum merklich beeinträchtigt und die Staatsausgaben explodieren lassen. **Deutschland, zugegeben ein Negativbeispiel, erreichte Ende 2022 gerade einmal dasselbe reale Bruttoinlandsprodukt wie Ende 2019.** Und trotz inflationsbedingt sprudelnder Steuereinnahmen haben es die Staaten nicht geschafft, ihr Defizit in den Griff zu bekommen. Die beiden Corona-Jahre 2020 und 2021 sollten nicht für den Vergleich herangezogen werden, sondern die Jahre davor.

**Budgetsaldo, in % des BIP, Deutschland, Frankreich, USA, UK, Italien, 2000-2022**

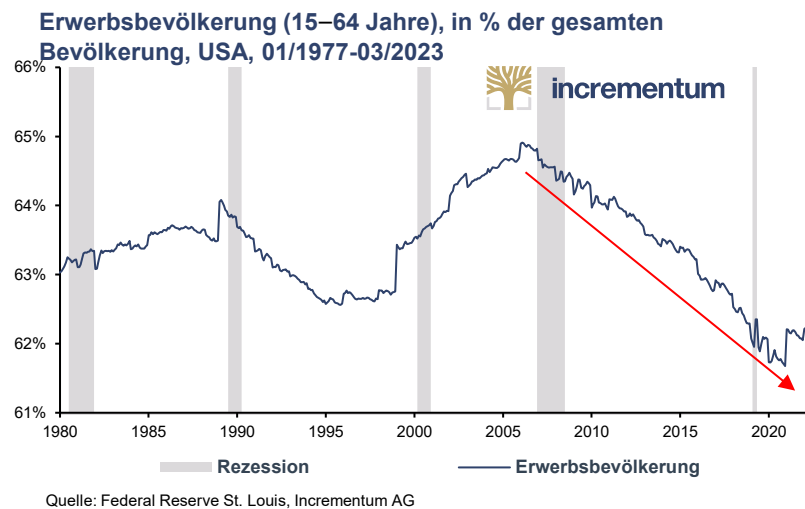


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*This would be a much better world if married couples were as deeply in love as they are in debt.*

**Earl Wilson**

**Die Staatsschuldenquoten kommen allerdings nicht nur aufgrund säkularer Entwicklungen wie des demographischen Wandels unter Druck.** In immer mehr Ländern sinkt das Arbeitskräftepotenzial und damit der Anteil der Bevölkerung, der produktiv tätig ist, sowie das laufende Einkommen der Erwerbstätigen, das zur Deckung der Staatsausgaben besteuert werden kann. Zugleich führt die Überalterung der Gesellschaft zu höheren Gesundheits- und Pensionsausgaben, insbesondere dann, wenn das Pensionsantrittsalter nicht oder nur unzureichend an die höhere Lebenserwartung angepasst wird. Doch auch die ökonomischen Entwicklungen in den vergangenen Jahren abseits von Corona belasten die Staatsfinanzen, zum Teil noch im Verborgenen, zum Teil schleichend, zum Teil erst im Ansatz.



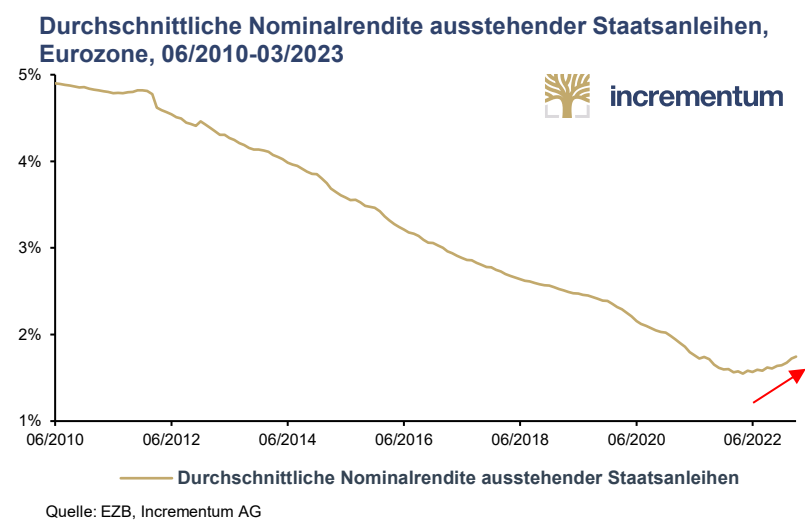
## Der Druck auf die Staatsfinanzen nimmt zu

### Höhere Zinszahlungen infolge des deutlichen Renditeanstiegs

*Interest rates are like relationships; when they're low, everyone wants to get in on the action, but when they're high, you start questioning your life choices.*

**Sprichwort**

**Die Niedrig(st)zinsen in den vergangenen Jahren gepaart mit den umfangreichen Staatsanleihekaufprogrammen der Zentralbanken haben die Zinsbelastung der Staaten in den 2010er-Jahren sukzessive nach unten gedrückt.** Damit wurden in den Staatshaushalten namhafte Beträge für andere Ausgabenzwecke frei. Die Zeit dieser Sonderdividenden an den Staat ist nun vorüber. Der durchschnittliche Zinssatz der Staatsverschuldung ist mittlerweile bereits im Steigen begriffen, auf allerdings weiterhin sehr niedrigem Niveau.

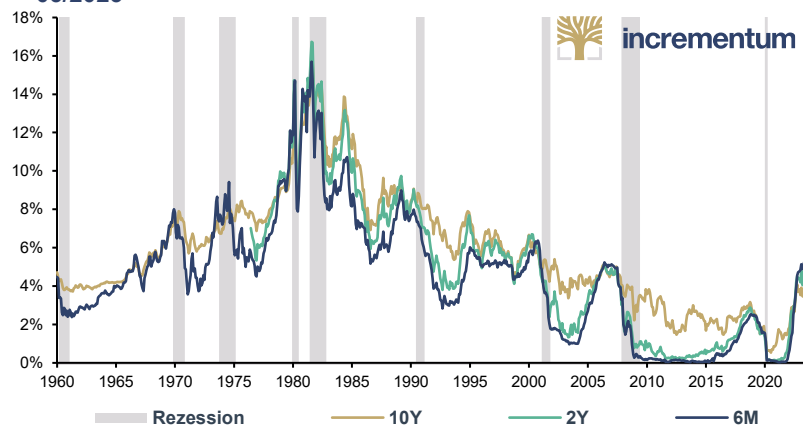


*What rose furthest in duration's golden age – government and corporate bonds, public equities, private equity, venture, real estate – will fall furthest with its passing.*

**Dylan Grice**

**Diese bislang noch leichte Trendumkehr könnte sich rasch beschleunigen und zu einer Last für die Staatshaushalte werden.** Das liegt am markanten und schnellen Anstieg des Zinsniveaus für Staatsanleihen. Es ist noch keine zwei Jahre her, da lag die Rendite der 10-jährigen US-Treasury um 0,5%. Es ist noch kein Jahr her, da stand sie im Sommer 2022 bei rund 1,2%. Das entsprach immerhin einem Anstieg um fast 150%. Mitte Oktober 2022 wurde zum ersten Mal seit Oktober 2008 wieder die Marke von 4% erreicht. Vom Tiefpunkt Anfang August 2020 aus gerechnet ist das eine Verachtfachung. Bis Mitte Mai gab die Rendite auf 3,6% nach.

**US 10Y-, US 2Y-, und US 6M-Staatsanleihen-Rendite, 01/1960-05/2023**

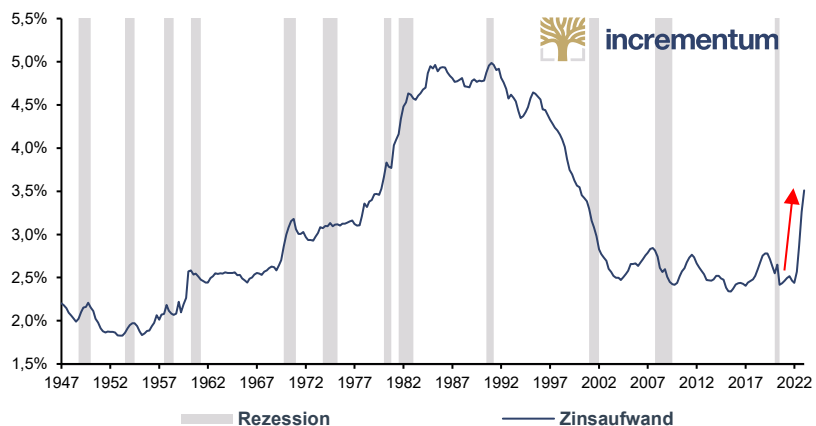


*Große Berge sind Prüfsteine, nicht nur des Könnens.*

**Kurt Diemberger**

Und für die Finanzminister, die in den vergangenen Jahren ob der Niedrigzinsen nur im Flachen spazieren gegangen sind, sind diese Hügel trotz der *absolut* geringen Höhe *relativ* ambitionierte Bergtouren. So wie ein Wanderer, der seine Tour auf einer Insel auf Meereshöhe beginnt, mitunter mehr Höhenmeter zurücklegt als ein Wanderer in den Alpen, der seine Bergtour bereits auf 1.500 Meter Seehöhe beginnt.

**Zinsaufwand, in % des BIP, USA, Q1/1947-Q1/2023**



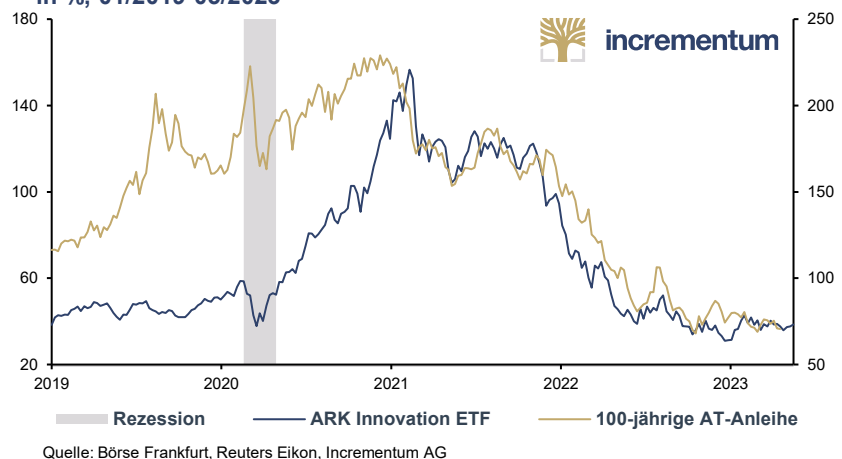
*The most expensive kind of peg – or yield cap for BoJ – is when markets know the end is near. Markets front-run the central bank, which must intervene in huge size to maintain the peg or cap.*

**Robin Brooks**

**Zur Entlastung der Staaten könnten die Zentralbanken bald das Instrument einer umfassenden Zinskurvenkontrolle (Yield Curve Control) einsetzen.**<sup>16</sup> Die BoJ greift bereits seit 2016 auf dieses Instrument zurück. Daran ändert auch nichts, dass am 20. Dezember 2022 der Zinsdeckel in einem für alle überraschenden Zug von 0,25% auf 0,50% angehoben wurde. Wenig überraschend ist daher das Anschwellen der Bilanzsumme der BoJ auf einen neuen Rekordwert im Februar 2023.

**Eine kleine Lehrstunde in Sachen „Duration-Risiko“ durchleiden gerade insbesondere jene, die begierig bei den beiden Emissionen von 100-jährigen österreichischen Staatsanleihen zugegriffen haben.** Zur Erinnerung: Österreich begab 2017 und 2020 zwei 100-jährige Anleihen mit einem Kupon von 2,100% (2017) bzw. 0,850% (2020). Beide Anleihen waren bei der Auflage mehrfach überzeichnet. Beide Anleihen liegen aktuell deutlich unter ihrem jeweiligen Höchststand von 247,64 bzw. 138,46, und mit rund -30% bzw. -60% auch deutlich unter dem Ausgabekurs. Der Einbruch erinnert stark an den Kursrutsch bei den ebenfalls zinssensitiven Technologieaktien.

**ARK Innovation ETF (lhs), und 100-jährige AT-Anleihe 2017 (rhs), in %, 01/2019-05/2023**

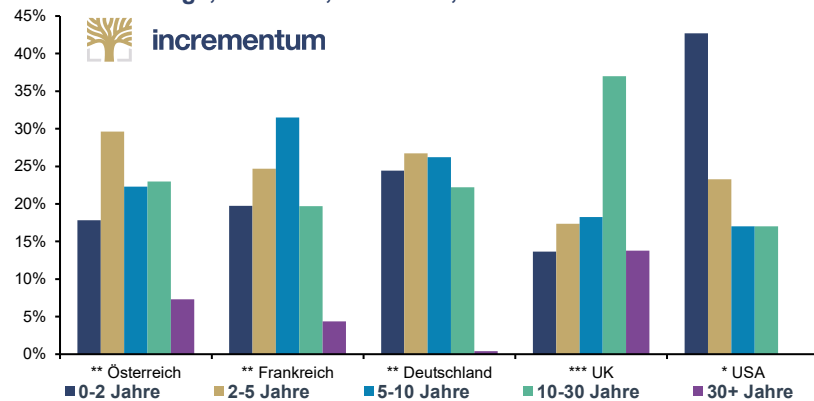


## Wenn die Restlaufzeit dem Finanzminister schlaflose Nächte bereitet

Wie schnell der Anstieg der Anleiherenditen auf das Budget durchschlägt, hängt zum einen von der laufenden fiskalischen Disziplin und zum anderen von der Restlaufzeit der bestehenden Schulden ab. Diese schwankt von Staat zu Staat durchaus erheblich.

<sup>16</sup> Siehe „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, In Gold We Trust-Report 2022; „Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far! – Exklusivinterview mit Russell Napier“, In Gold We Trust-Report 2021

**Marktfähige Staatsschulden nach Laufzeit, in % des Gesamtbetrags, \* 01/2023, \*\* 02/2023, \*\*\* 03/2023**



Quelle: OeBFA, Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH, Agence France Trésor, UK Debt Management Office, U.S. Department of the Treasury, Incrementum AG

*The US is as far from a balanced budget as Joe Biden is from puberty.*

**In Gold We Trust-Report 2022**

Für das Bundesbudget der USA stellt der Refinanzierungsbedarf in den kommenden Jahren eine erhebliche Belastung dar. Laut Berechnungen von „Horizon Kinetics“ müssen die USA bis 2025 die Hälfte ihrer Staatsschulden von mehr als 30 Bill. USD refinanzieren. Sollte die Refinanzierung und die Finanzierung im Schnitt zu 4,4% gelingen und die restliche Verzinsung der Staatsschuld bei rund 2,4% verbleiben, würde sich der Zinsendienst bis 2025 auf 1,2 Bill. USD mehr als verdoppeln. 25% der Einnahmen aus Bundessteuern fielen in diesem Szenario – historisch einmalig – für den Zinsendienst an. Das wären fast 4,4% des BIP.<sup>17</sup> Damit liegt diese Schätzung deutlich über jener des CBO mit 3,6%.

**Fälligkeit der US-Staatsschulden**

Fälligkeit	Jahre bis zur Fälligkeit	Laufende % Fälligkeiten aller ausstehenden Wertpapiere	Gewichtete Ø Fälligkeit kumulativ
01/2024	1	30,0%	0,3
01/2025	2	42,5%	0,5
01/2026	3	51,7%	0,8
01/2027	4	59,0%	1,1
01/2028	5	65,9%	1,5
01/2029	6	71,3%	1,8
01/2030	7	75,3%	2,1
01/2031	8	80,5%	2,3
01/2032	9	80,7%	2,5
01/2033	10	82,9%	2,8
02/2043	20	87,5%	4,1
11/2052	30	100,0%	7,2
Gesamtbetrag ausständig am 31.12.2022 (in Mio. USD):		238.001.119	7,2

Quelle: Horizon Kinetics, Incrementum AG

<sup>17</sup> Siehe Horizon Kinetics: „4th Quarter Commentary – January 2023“, Jänner 2023

*I can't find any period in history where monetary and fiscal policy were this out of step with the economic circumstances, not one.*

**Stanley Druckenmiller**

*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**

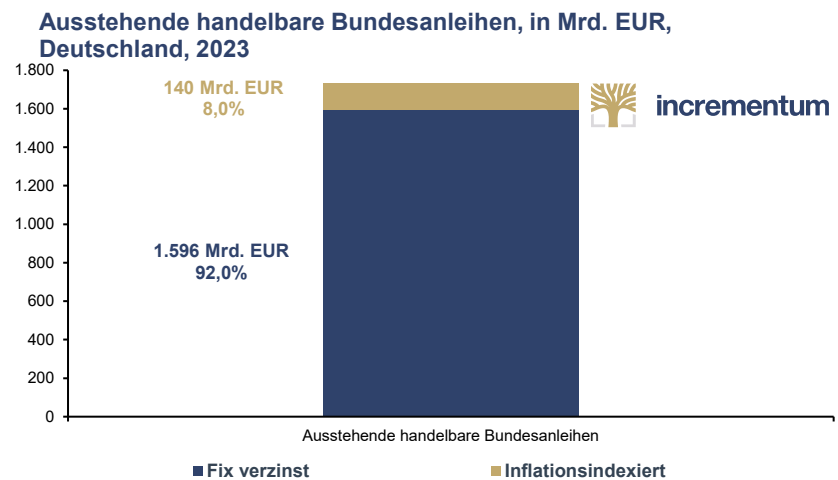
**In Ausnahmefällen ist auch noch heute die aktuelle Emissionsrendite von Neuemissionen und Aufstockungen geringer als die Verzinsung auslaufender Anleihen.** Das ist bei allen Anleihen der Fall, deren ursprüngliche Laufzeit – je nach Land – mindestens 10 bis 15 Jahre betragen hatte. **Einige italienische Anleihen** fallen beispielsweise noch darunter. Allerdings hat auch Italien in den kommenden Jahren einen erheblichen Refinanzierungsbedarf. Während die durchschnittliche Laufzeit der italienischen Schulden etwa sieben Jahre beträgt, liegt der Median der Laufzeit – der Zeitpunkt, an dem die Hälfte der ausstehenden Schulden fällig wird – bei etwa fünf Jahren.

Angesichts des hohen Refinanzierungsbedarfs und der damit einhergehenden Belastung der Staatshaushalte ist es mehr als fraglich, ob die EZB einem kräftigen Anstieg der Yields, insbesondere aber der Spreads, tatenlos zuschauen wird. **Schließlich haben die Club-Med-Staaten im EZB-Rat eine Mehrheit.**

Erleichterung kommt für Italien und alle wirtschaftlich schwachen EU-Staaten aus dem „NextGenEU“-Fonds, dem aus der EU-weiten Schuldenaufnahme gespeisten Coronakrisenbewältigungsfonds. Bis 2023 werden nach Italien nicht-rückzahlbare Zuschüsse in der Höhe von 1% des BIP fließen. Dazu erhält Italien zinsbegünstigte Darlehen in etwa derselben Höhe. Aber natürlich müssen diese Zuschüsse auch finanziert werden. **Clemens Fuest, Präsident des „ifo Instituts“** schätzt, dass „NextGenEU“ die Staatsschuldenquote in der EU um 5,5 Prozentpunkte erhöhen wird.

## Inflationsindexierte Anleihen als fiskalisches Eigentor

Naturgemäß voll durchgeschlagen hat der Zinsanstieg bei den inflationsindexierten Anleihen, deren Kupon an die Inflationsrate gebunden ist. In Deutschland **rechnete Finanzminister Christian Lindner** bereits im Sommer 2022 damit, dass die Zinszahlungen für Deutschlands inflationsindexierte Anleihen 2023 bei rund 7,6 Mrd. EUR liegen dürften. Das sind um 3 Mrd. EUR mehr als vergangenes Jahr und fast 7 Mrd. EUR mehr als noch 2021.



Doch diese Schätzung dürfte sich als deutlich zu niedrig erweisen. Denn **Ende Februar schockte Finanzminister Lindner einmal mehr die Öffentlichkeit.** Er gab

seine Schätzung bekannt, wonach sich im laufenden Jahr der Zinsendienst für die Schulden des Bundes innerhalb von nur 2 Jahren auf rund 40 Mrd. EUR fast verzehnfachen dürfte. Im Sommer 2022 war Lindner noch von einem Anstieg auf „nur“ 30 Mrd. EUR ausgegangen. Der Zinsendienst dürfte 2023 damit mehr als 8% aller Ausgaben des Bundes ausmachen, 2020 und 2021 waren es jeweils nur 0,7%. Schließlich lag die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe im Jänner 2020 noch bei -0,27% und notierte Ende Februar bei knapp unter 2,60%. Relativ betrachtet waren die Ausgaben für den Zinsendienst bis 2014 jedoch höher, 2013 sogar im zweistelligen Prozentbereich.

**Zinsaufwand des Bundes für Bundesschulden, Ist und Soll, in Mrd. EUR, Deutschland, 2012-2023**



Quelle: Bundesministerium der Finanzen, Incrementum AG

## USA: Keine Budgetkonsolidierung in Sicht

*It's clearly a budget. It's got a lot of numbers in it.*

**George W. Bush**

*We could say the government spend like drunken sailors, but that would be unfair to drunken sailors, because the sailors are spending their own money.*

**Ronald Reagan**

Für die USA warnte das „Congressional Budget Office“ (CBO) bereits im November 2022 in seiner Aktualisierung der Budgetschätzung, dass das Defizit im Jahr 2023 um 20 bis 30% höher ausfallen dürfte als in der Prognose vom Mai 2022. Für 2024 könnte das Defizit die alte Schätzung von Mai 2022 sogar um bis zu 46% übertreffen. Für 2023 wird nun ein Budgetdefizit von rund 1,5 Bill. USD oder ca. 5,8% des BIP erwartet, nach 14,9% (2020), 11,9% (2021) und 5,5% (2022). Mit 5,5% war das Budgetdefizit im vergangenen Jahr um fast 2 Prozentpunkte oder mehr als 50% höher als im Durchschnitt der vergangenen 50 Jahre.

Und die Abrechnung der ersten Monate des von Oktober 2022 bis September 2023 laufenden Fiskaljahres lassen vermuten, dass die Befürchtungen des CBO von einer Neuverschuldung im Umfang von 1,4 Bill. USD auf der optimistischen Seite liegen. Denn in den ersten sechs Monaten des Fiskaljahres 2023 (Oktober–März) verbuchte die US-Bundesebene bereits ein Defizit von 1,1 Bill. USD. Das ist um 431 Mrd. USD oder fast zwei Drittel mehr als im Vorjahr. Vor der Corona-Pandemie galt die Marke von 1 Bill. USD noch als magische Grenze – für das Gesamtjahr wohlgermerkt. Mittlerweile wird diese nach einem halben Jahr locker durchbrochen.

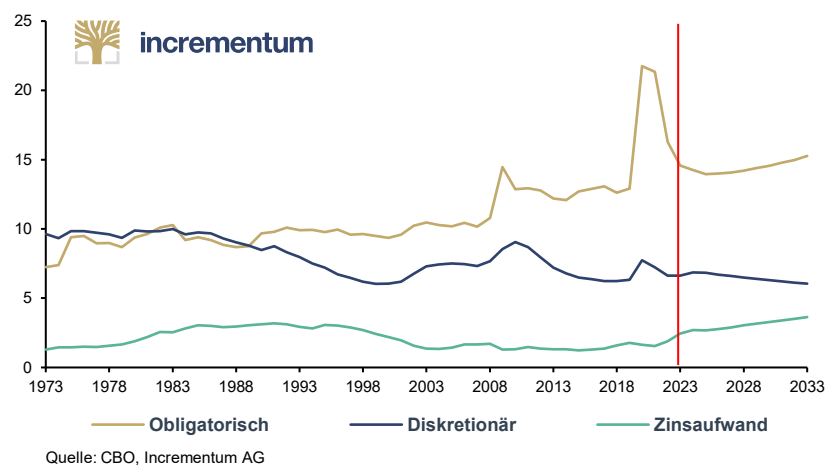
Wie angespannt die fiskalische Lage in den USA ist, zeigen folgende Berechnungen des CBO. Für 2023 erwartet das CBO ein Budgetdefizit von 7,3% oder



2,9 Bill. USD. Um 2033 ein ausgeglichenes Budget vorweisen zu können, müssten alle Ausgaben exkl. Zinszahlungen um 35% reduziert werden. Die Kombination aus hohen und bis auf 6,9% weiter anschwellenden Budgetdefiziten und dem höheren Zinsniveau wird in den nächsten Jahren den Zinsdienst in Prozent des BIP markant ansteigen lassen.

**Im Vergleich zu heute geht das CBO von nahezu einer Verdoppelung im nächsten Jahrzehnt aus.** Das CBO nimmt an, dass die USA bis 2033 **deutliche Primärdefizite von zumindest 2,5%** verbuchen werden. Für die gesamte 10-Jahres-Periode bis 2032 erhöht das CBO die Schätzung für das kumulierte Budgetdefizit auf 3,1 Bill. USD, und damit um 20% höher als in der Prognose von Mai 2022.

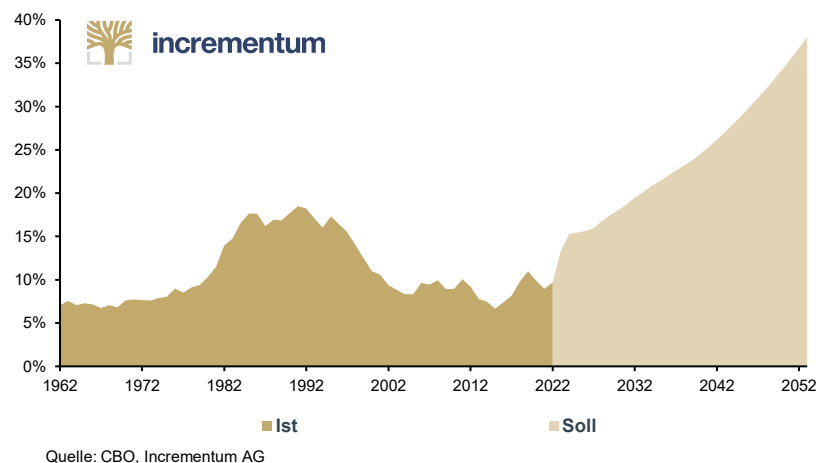
#### US-Staatsausgaben nach Kategorie, in % des BIP, 1973-2033



*What if I say I'm not just another  
one of your plays?  
You're the pretender.  
Foo Fighters*

**Noch besorgniserregender sind die Zahlen, wenn man etwa den Zinsdienst nicht auf das BIP, sondern auf die Steuereinnahmen bezieht. Die Bezugnahme auf die Steuereinnahmen ist zwar nicht üblich, aber ökonomisch und fiskalisch angebracht.** Schließlich unterstellt die Bezugnahme auf das BIP zum einen, dass der Staat einen Anspruch auf die gesamte Wirtschaftsleistung habe. Andererseits wird so getan, ob eine immer höhere Besteuerung keinerlei Auswirkungen auf den Arbeitseifer der Bevölkerung und damit auf das BIP habe.

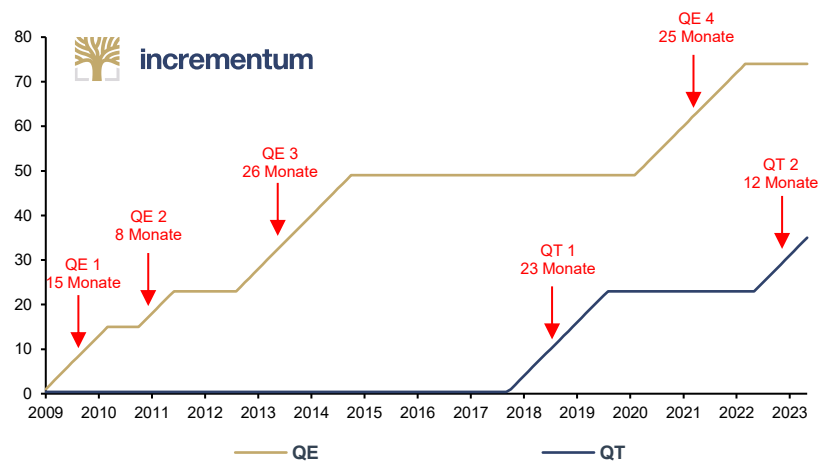
#### Zinsaufwand, in % der Steuereinnahmen, USA, 1962-2053



## Die Straffung der Geldpolitik belastet die Staatshaushalte

Mit Beginn die unkonventionellen Geldpolitik traten die Zentralbanken im Rahmen der diversen QE-Runden immer häufiger als Käufer von Staatsanleihen auf.

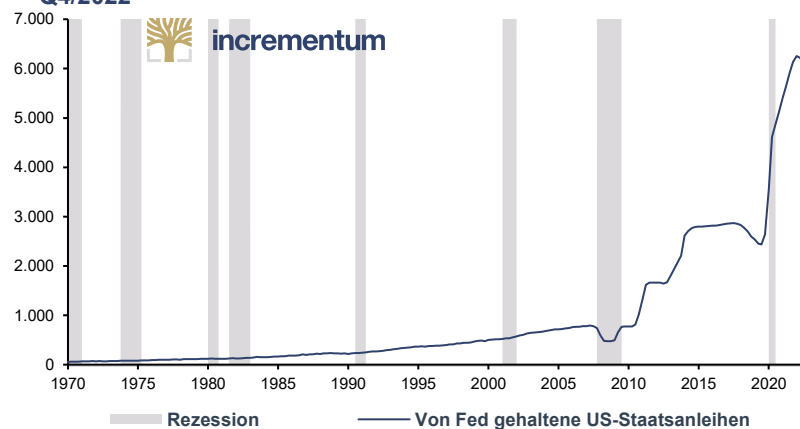
QE vs. QT, in Monaten, 01/2009-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Die angekauften Volumina waren derart umfangreich, dass diese Zusatznachfrage zweifelsohne eine dämpfende Wirkung auf die Rendite der Staatsanleihen hatte. Die Federal Reserve schätzt, dass die QE-Programme die Rendite der 10-jährigen US-Treasuries um 100 Basispunkte gedrückt haben dürften.

Von Fed gehaltene US-Staatsanleihen, in Mrd. USD, Q1/1970-Q4/2022



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

*The QT timebomb is ticking. When it goes off there will be emergency liquidity operations, and we will move to the Yield Curve Control (YCC) end game.*

**Joseph Wang**

**Neben Zinserhöhungen stellt die Verkürzung der Zentralbankbilanz das zweite große Instrument der derzeitigen Straffung der Geldpolitik dar.** Nachdem die Zentralbanken im Jahr 2022 als ersten Schritt des Normalisierungsprozesses die Bilanzsumme nicht mehr erweiterten, kam als zweiter Schritt das „QT light“, die *passive* Verkürzung der Bilanzsumme durch das nicht vollständige Reinvestieren von auslaufenden Anleihen. Die Federal Reserve betreibt seit Juni 2022 „QT light“, seit September 2022 in verstärktem Ausmaß, die EZB erst seit März 2023.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

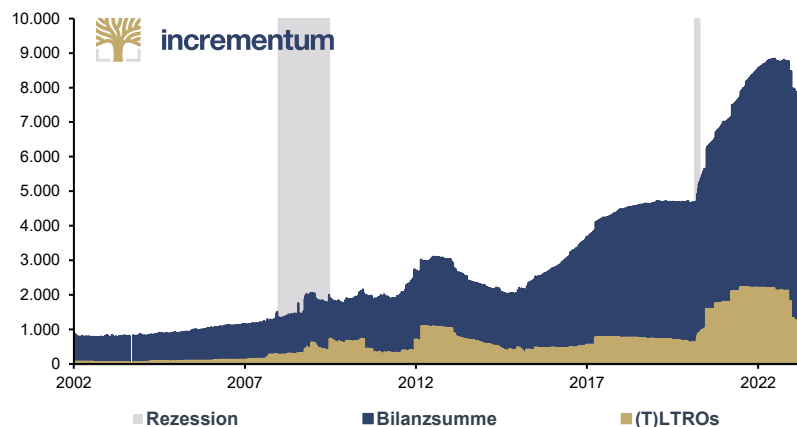
*People vastly underestimated the power of QE. And they are in danger of doing the same with QT.*

**Franz Lischka**

Als weitere Verschärfung der Straffungspolitik, sozusagen „QT heavy“ stünde – zumindest theoretisch – der endgültige Verkauf („outright sale“) von Staatsanleihen als Instrument zur Verfügung. Diese *aktive* Verkürzung der Bilanzsumme wäre das exakte Spiegelbild zum endgültigen Kauf („outright purchase“) von Staatsanleihen im Rahmen der seit mehr als einem Jahrzehnt andauernden unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen, die mittlerweile konventionell geworden sind. Schließlich gibt es nichts Dauerhafteres als ein Provisorium. **Oder anders gesagt: Der Krisenzustand ist zur Normalität geworden.** Dass es einmal eine Zeit gab, in der Zentralbanken Staatsanleihen lediglich vorübergehend als Sicherheit für ein meist zweiwöchiges Repo-Geschäft auf ihre Bücher genommen hatten, klingt wie eine Erzählung aus einer längst vergangenen Zeit.

Eine Besonderheit darf an dieser Stelle nicht unerwähnt bleiben. Der bisherige Rückgang der Bilanzsumme des Eurosystems um rund 1 Bill. EUR auf etwas unter 8 Bill. EUR ist nahezu ausschließlich auf das Auslaufen bzw. die vorgezogene Rückzahlung von „Gezielten längerfristigen Refinanzierungsmaßnahmen“ (engl. TLTRO) durch die Geschäftsbanken zurückzuführen.

#### EZB-Bilanzsumme, und (T)LTROs, in Mrd. EUR, 01/2002-05/2023



*One of the tests of leadership is the ability to recognize a problem before it becomes an emergency.*

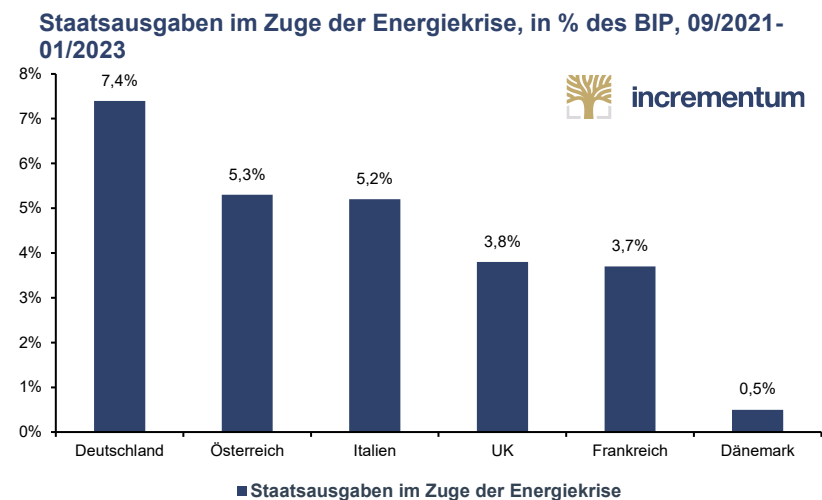
**Arnold H. Glasgow**

Waren die LTROs ursprünglich auf eine Laufzeit von 3 bis maximal 12 Monaten begrenzt, wurde diese im Zuge der Euroschuldenkrise 2011 auf drei Jahre ausgedehnt, um den Bankensektor zu stabilisieren. Wenig schmeichelhaft wurde diese markante Ausdehnung der Laufzeit mit dem Schlagwort „Dicke Bertha“, ursprünglich die Bezeichnung mehrerer deutscher Geschütze im Ersten Weltkrieg, versehen. Ab 2014 wurden die Vergaben der LTROs dahingehend angepasst, dass die Kreditvergabe der Banken an das Publikum explizit gefördert wurde, daher „Gezielte längerfristige Refinanzierungsmaßnahme“ (GLRG bzw. TLTRO).

## Energiepreis- und Teuerungskämpfung als nächste fiskalische Belastung

Nach den **extremen fiskalischen Anstrengungen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie** folgt mit den Unterstützungszahlungen zur Bekämpfung der Teuerung<sup>18</sup> und der hohen Energiepreise sowie der – in manchen Ländern neu eingeführten – Inflationsindexierung von Pensions- und Sozialausgaben der nächste **Ausgabenschub**. Laut Berechnungen des IWF vom Dezember 2022 summieren sich die Mehrausgaben für die Unterstützungsmaßnahmen für die privaten Haushalte in Europa für die Jahre 2022 und 2023 auf **schon jetzt nennenswerte Beträge**: 5,1% in UK, 4,3% in Frankreich, 4,1% in Österreich, 2,8% in Italien und 2,5% in Deutschland.

Berücksichtigt man die gesamten Unterstützungsmaßnahmen für private Haushalte *und* Unternehmen, so bewegt man sich schon in deutlich höheren Dimensionen.



*Down down deeper and down.*  
**Status Quo**

*Die erste Lektion der Ökonomie ist die Knappheit. (...) Die erste Lektion der Politik ist es, die erste Lektion der Ökonomie zu missachten.*

**Thomas Sowell**

Diese Zahlen dürften angesichts des eher warmen Winters 2022/2023 am Ende niedriger ausfallen, womöglich sogar deutlich niedriger. **Dennoch wirkt es so, als hätten die Regierungen – und ihre Wähler – jegliches fiskalische Maß verloren.**

### Linke Tasche, rechte Tasche

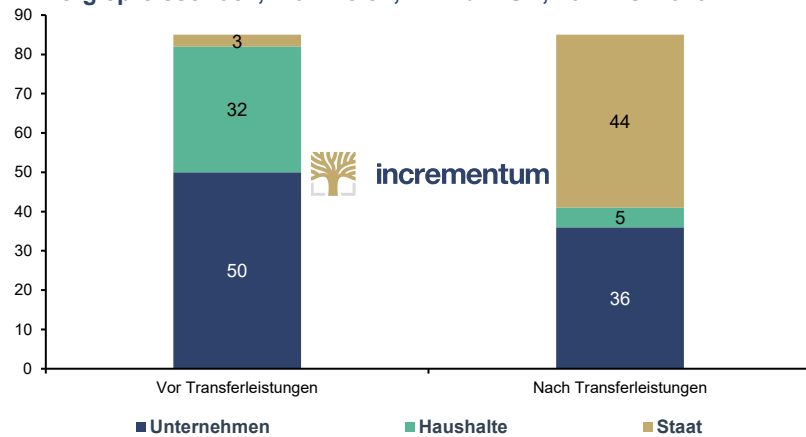
Nach den Unterstützungsprogrammen zur Abfederung der durch die Corona-Maßnahmen verursachten wirtschaftlichen Turbulenzen haben die seit Sommer 2021 deutlich anziehenden Energiepreise neuerlich zu signifikanten diskretionären Unterstützungsleistungen geführt, die die Staatshaushalte belasten.

Die höchst unterschiedlichen Maßnahmen (direkte finanzielle Unterstützung der Haushalte und Unternehmen, Preisdeckel, vorübergehende Senkung oder

<sup>18</sup> Für eine Übersicht über die im ersten Halbjahr 2022 ergriffenen Maßnahmen siehe Amaglobelli, David et al.: „Policy Responses to High Energy and Food Prices“, IMF Working Paper No. 2023/074, 24. März 2023, S. 17f., Annex II-IV

Aussetzung von Steuern und Abgaben auf Energieträger, Übernahme der Energiekosten durch den Staat) haben die finanzielle Belastung deutlich verschoben, von den Haushalten und Unternehmen, hin zum Staat.

#### Realer Einkommensverlust des Sektors durch Energiepreisschock, Frankreich, in Mrd. EUR, 2022 vs. 2019



Quelle: DG Tresor calculations, Clavères (2022), Incrementum AG

*Es ist nicht unser Geld, das wir ausgeben, sondern das Geld der Steuerzahler.*

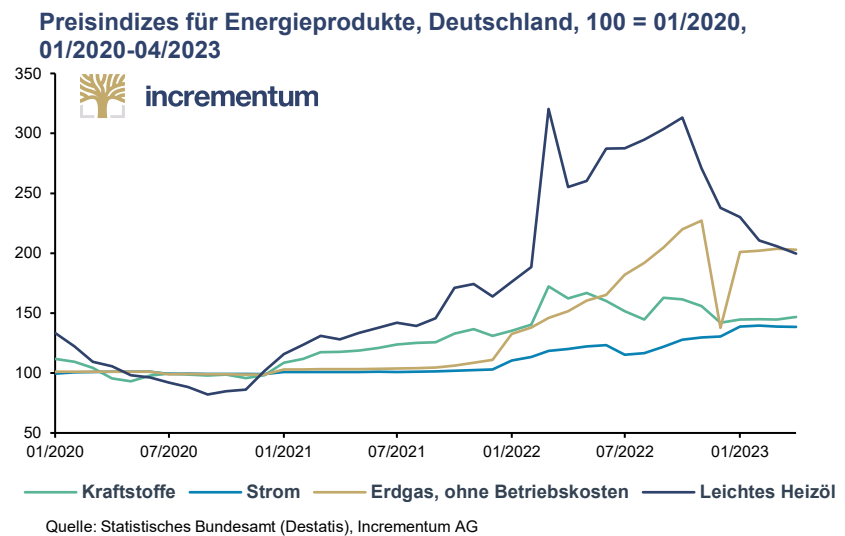
**Ronald Reagan**

*Ich bin mir sicher: Bill Gates oder Steve Jobs hätten in einer deutschen Garage noch nicht mal eine Genehmigung für eine Wandsteckdose bekommen.*

**Vince Ebert**

**Aber natürlich gilt der ökonomische Grundsatz: Die Dinge kosten, was sie kosten.** Diesem Showdown mit der Realität kann sich niemand entziehen. Und ebenso dem folgenden: Der Staat kann nur ausgeben, was er dem Bürger vorher als Steuer abgenommen hat oder in Zukunft als Steuer abnehmen wird. Oder anders gesagt: der Staat, das sind die privaten Haushalte und Unternehmen. Am Ende werden es daher immer die Bürger und Unternehmen sein, die die Preise und damit die Kosten im Gesamten zu tragen haben, entweder durch höhere Steuern oder durch Ausgabenkürzungen. Die Zwischenlösung Staat ist eben nur genau das, eine Zwischenlösung.

Vorübergehend wirken diese Maßnahmen des Weiteren dämpfend auf die Inflationsrate, nämlich immer dann, wenn die staatlichen Eingriffe die Bruttopreise für den Konsumenten reduzieren. In Deutschland gab es im Sommer 2022 beispielsweise das 9-Euro-Ticket, mit dem man um 9 EUR im Monat den öffentlichen Personennahverkehr nutzen konnte. Das deutsche „Institut für die Wirtschaft“ hat berechnet, dass wegen dieses und zahlreicher weiterer staatlicher Preiseingriffe die Inflationsrate im Juni 2022, dem ersten Monat der Gültigkeit des 9-Euro-Ticket, gleich um 2 Prozentpunkte niedriger ausfiel. Die administrativen Preise fielen in diesem Monat um 4,2%, während alle anderen Güter um 10,2% zulegten. Die einmalige Übernahme der Kosten für Gas und Wärme durch den Bund hat im Dezember 2022 die Preise für Erdgas und Fernwärme für die Konsumenten einmalig um fast 40% sinken lassen und damit die Inflationsrate in Deutschland markant gedrückt.



**Diese Maßnahmen sind nur ein weiterer politischer**

**Taschenspielertrick.** Denn ein Jahr nach Auslaufen einer vorübergehend inflationsdämpfend wirkenden Maßnahme fällt die Inflationsrate aufgrund dieses künstlich hervorgerufenen Basiseffekts um eben diesen Betrag höher aus. Aufgeschoben ist nun einmal nicht aufgehoben.

**Die hohen Energiepreise beeinträchtigen das Wirtschaftswachstum**

*As Europe and the rest of the World get pounded by energy shortages, people may soon be begging for nuclear power plants in their backyards. NIMBY turns RIMBY (right in my backyard).*  
**Dave Collum**

Speziell Europa und insbesondere Deutschland leiden an dem durch die Sanktionen und Gegensanktionen verschärften Energiepreisanstieg. Einen nicht unwesentlichen Anteil trägt jedoch auch die politisch gewünschte Verteuerung der Energie durch die Energiewende – Stichwort CO<sub>2</sub>-Zertifikate, CO<sub>2</sub>-Abgabe und die Umstellung auf erneuerbare Energien – und ihre etwas chaotische Umsetzung dazu bei, diesen Wettbewerbsnachteil zusätzlich zu verschärfen. Mit BASF hat eines der wichtigsten Großunternehmen Deutschlands nicht nur Stellenreduzierungen in Deutschland angekündigt, sondern auch **die Schließung mehrerer Anlagen**. Explizit als Grund für diese Entscheidung genannt werden die hohen Energiepreise.

*Es ist nicht leicht, grün zu sein!*  
**Kermit der Frosch**

Damit sind nicht kurzfristige Preisschübe nach oben gemeint, sondern ein perspektivisch noch höherer Strompreis, vor allem im Vergleich zu anderen Standorten. **Die Einschätzung von Bundestagsvizepräsidentin Katrin Göring-Eckhardt** von der deutschen Regierungspartei „Die Grünen“, dass nach dem Atomausstieg der Strompreis mittelfristig fallen werde, darf als ökonomisch gewagt bezeichnet werden.



*Wenn Deutschland eine Aktie wäre – ich würde sie kaufen.*

**Robert Habeck**

Auf wackligen Beinen gegenwärtig die Industriepolitik steht, zeigt folgendes Zitat von Robert Habeck, seines Zeichens Wirtschaftsminister und grüner Parteikollege. Im Herbst 2022 hatte er ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Deutschland „ein bisschen Glück mit dem Wetter“ benötigt, um gut durch diesen Winter zu kommen. Auf Dauer wird diese auf Hoffnung beruhende Wirtschaftspolitik jedoch Schiffbruch erleiden.

Ein geringeres Wachstum bedeutet jedoch geringere Steuereinnahmen und höhere Ausgaben für Sozialleistungen, auch wenn aufgrund des strukturell sehr engen Arbeitsmarktes – Stichwort demographischer Wandel – nicht mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit wie in früheren Zeiten zu rechnen ist.

*Die ersten drei Worte, die ein Kind heute lernt: Vater, Mutter, Subvention.*

**Dr. Hannes Androsch, ehemaliger Finanzminister, SPÖ**

### Subventionswettbewerb um „grüne“ Technologien: „Inflation Reduction Act“ (IRA)

**Politiker dies- und jenseits des Atlantiks haben den Ukraine-Krieg zum Anlass genommen, die grüne Transformation der Wirtschaft voranzutreiben.** Wegen der mitunter vorherrschenden quasi-religiösen Motivation gilt der Leitsatz: Koste es, was es wolle. Ein Schlüsselement dieser Transformation ist die Energiewende hin zu nachhaltigen Energieformen. Besondere Aufmerksamkeit erhalten die Wind- und Solarenergie. Zudem hat nach heißen und kontrovers geführten Diskussionen die EU-Kommission Gas- und Kernkraftwerke als klimafreundlich eingestuft.

**Ein harter Subventions-Wettbewerb um die Ansiedelung von Unternehmen in diesem Bereich ist speziell zwischen den USA und der EU ausgebrochen.** Auslöser dieses schuldentreibenden Wettbewerbs war die Verabschiedung des „Inflation Reduction Act“, der am 16. August 2022 in Kraft getreten ist. 86% des 430 Mrd. USD schweren Pakets sind für den Klimaschutz und die Energiesicherheit vorgesehen.

*Doch was sagt es über eine aufgeklärte Industrienation aus, wenn man Energieformen in »gut« und »böse« einteilt, wenn man Risiken nach Bauchgefühl und nicht anhand von soliden Statistiken bewertet oder wenn man sich nur dann auf wissenschaftliche Beweise beruft, sollten einem die Erkenntnisse in den Kram passen?*

**Vince Ebert**

*Der Krieg ist darin schlimm, dass er mehr böse Menschen macht, als er deren wegnimmt.*

**Immanuel Kant**

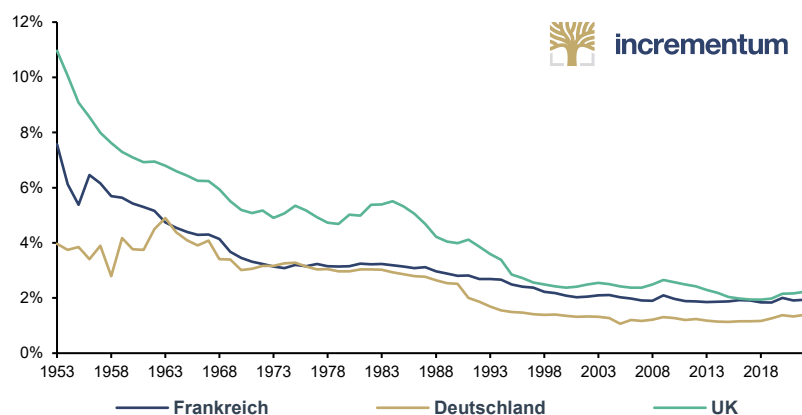
**In Brüssel begannen daraufhin die Alarmglocken zu läuten.** Die Energiewende in Europa soll schließlich nicht nur das Ziel haben, die als klimaschädlich angesehenen CO<sub>2</sub>-Emissionen bei der Energiegewinnung zu reduzieren. Für die deutsche Ampel-Regierung spielen die Erneuerbaren aufgrund der Ablehnung der Kernenergie und der kaum vorhandenen Wasserkraftkapazitäten eine besonders zentrale Rolle. Die Windenergie soll zügig ausgebaut werden. Im politischen Überbietungswettbewerb hat der deutsche Bundeskanzler Olaf Scholz das – jeglicher Verankerung in der Realität entbehrende – Ziel ausgegeben, jeden Tag fünf neue Windräder in Betrieb zu nehmen. Die Energiewende soll darüber hinaus die Abhängigkeit von Russland bei der Energieversorgung reduzieren, im Idealfall auf null.

Vor diesem Hintergrund möchte die EU-Kommission die EU-Vorschriften für öffentliche Investitionen lockern und mehr EU-Finanzmittel zur Förderung sauberer Technologien bereitstellen. Damit soll auch verhindert werden, dass infolge der Energiewende die eine Abhängigkeit, sprich jene von Russland, gegen eine andere Abhängigkeit, die von China, eingetauscht wird. Schließlich ist China derzeit der mit Abstand wichtigste Förderer und Verarbeiter von Rohstoffen, die für die Energiewende vonnöten sind.

## Aufrüstungskosten

**Als 1989 die Berliner Mauer und mit ihr der Eiserne Vorhang fiel und von Francis Fukuyama „Das Ende der Geschichte“ ausgerufen wurde, gelangte jahrzehntelang die so genannte Friedensdividende zur Auszahlung.** Die bereits in den Jahrzehnten davor nahezu beständig rückläufigen Verteidigungsausgaben gaben noch einmal nach. Von knapp über 4% auf unter 2% des BIP in Großbritannien, von 2,5% auf gerade einmal 1,1% (2015) in Deutschland und von 2,9% auf bis zu 1,8% in Frankreich.

Militärausgaben, in % des BIP, 1953-2022



Quelle: SIPRI, Incrementum AG



*Es ist keine Übertreibung, die Inflation als unabdingbares Mittel des Militarismus zu bezeichnen. Ohne sie treten die Auswirkungen des Krieges auf das Wohlergehen viel schneller und durchschlagender zutage; es käme weit schneller zur Kriegsmüdigkeit.*

**Ludwig von Mises**

*More war means more inflation.*  
**Nouriel Roubini**

*Temporary relief is soon followed by a craving for more.*  
**Dalai Lama**

**Mit dem Ausbruch des Ukraine-Kriegs am 24. Februar 2022 scheint die Epoche der Friedensdividende in Europa zu Ende zu gehen** – und so die damit einhergehende Entlastung der Staatshaushalte. Zumindest gibt es unzählige Bekundungen, die Verteidigungsausgaben in Zukunft deutlich zu erhöhen. **Selbst die meisten Nato-Staaten erfüllten bislang nicht das selbst gesteckte Ziel von 2%**. Die höheren Verteidigungsausgaben werden naturgemäß die Staatshaushalte auf längere Zeit belasten, womöglich sogar erheblich. Deutschland, dessen Verteidigungsausgaben aktuell nur bei rund 1,3% des BIP liegen, hat einen besonderen Weg dafür gewählt. Die beschlossenen einmaligen Zusatzausgaben für die Aufrüstung im Umfang von 100 Mrd. EUR – das entspricht ungefähr dem Doppelten der aktuellen Verteidigungsausgaben – werden nicht aus dem gewöhnlichen Budget bestritten. Stattdessen wird ein weiteres zu den bislang 27 bestehenden „Sondervermögen“ eingerichtet. Für dieses Sondervermögen **wurde im Juni 2022 sogar das Grundgesetz geändert**, um es von der verfassungsrechtlich geforderten Schuldenbremse auszunehmen.

Eine Aufstockung scheint allerdings schon jetzt notwendig zu werden. So kritisieren hohe Militärs, dass die 100 Mrd. EUR nicht ausreichen werden, um das angestrebte Ziel, die Stärkung der „Bündnis- und Verteidigungsfähigkeit“ der Bundeswehr, zu erreichen. Zudem schmelzen steigende Preise und das anziehende Zinsniveau die Kaufkraft des Sondervermögens signifikant ab, da dieses den Schulden- und Zinsendienst selber bestreiten muss.

Die Unterstützungszahlungen sowie die militärischen und humanitären Sachleistungen an die Ukraine haben einen signifikanten Umfang erreicht, wie der „Ukraine Support Tracker“ des „Kiel Instituts für Weltwirtschaft“ (ifw) belegt. Per 24. Februar 2023, dem ersten Jahrestag des Krieges, führt mit Hilfeleistungen im Umfang von 1,4% des BIP führt Lettland die Liste an, gefolgt von den beiden baltischen Nachbarländern Estland (1,3%) und Litauen (1,1%). In absoluten Zahlen nehmen die USA mit 71,3 Mrd. USD die Führungsposition ein. In einigen Staaten regt sich angesichts der Tatsache, dass kein Ende der militärischen Auseinandersetzung in Sicht ist, jedoch bereits (innen-)politischer Widerstand gegen eine Fortführung der Unterstützungsleistungen auf diesem Niveau. Speziell in den USA sind die Republikaner, die bei den Zwischenwahlen im November 2022 das für die Verabschiedung des Budgets wichtige Repräsentantenhaus gewinnen konnten, deutlich weniger unterstützungsfreundlich als die Demokraten. Die bereits angekündigten Hilfen für den Wiederaufbau der Ukraine eines hoffentlich nicht sehr fernen Tages werden die Budgets zusätzlich belasten. Zusage gibt es viele, wie viel Geld nach Kriegsende tatsächlich fließen wird, ist eine andere Geschichte.

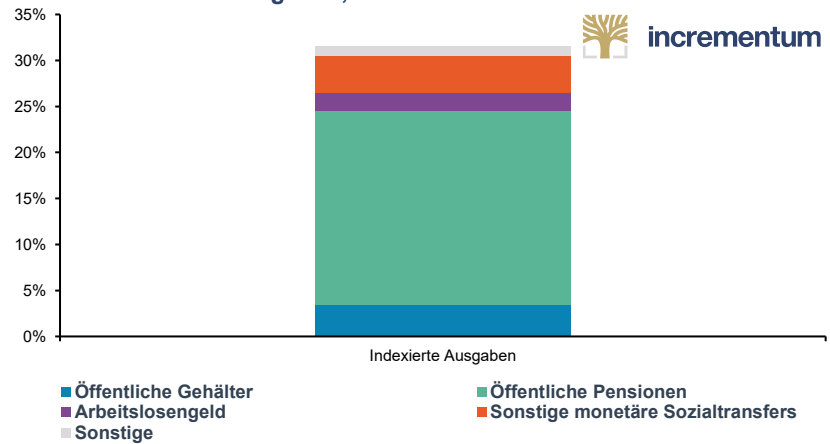
## Inflation entlastet den Staatshaushalt nur kurzfristig

**Bereits im In Gold We Trust-Report 2022 hatten wir darauf hingewiesen,<sup>19</sup> dass selbst ein überraschender Inflationsanstieg den Staatshaushalt bestenfalls nur kurzfristig entlastet.** Und das auch nur in

<sup>19</sup> Siehe „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, In Gold We Trust-Report 2022

dem Maße, in dem die großen Ausgabenblöcke wie die Sozialausgaben nicht ohnehin schon inflationsindexiert waren. Die Gleichung, durch hohe Inflation könne sich der Staat nachhaltig entschulden, ist daher zu einfach und tendenziell sogar falsch, weil ein beträchtlicher Teil der Staatsausgaben indexiert ist. Für die Eurozone berechnet die EZB einen Anteil von etwas mehr als 30%.

**Automatische Indexierung öffentlicher Ausgaben, Eurozone, in % der öffentlichen Ausgaben, 2022**



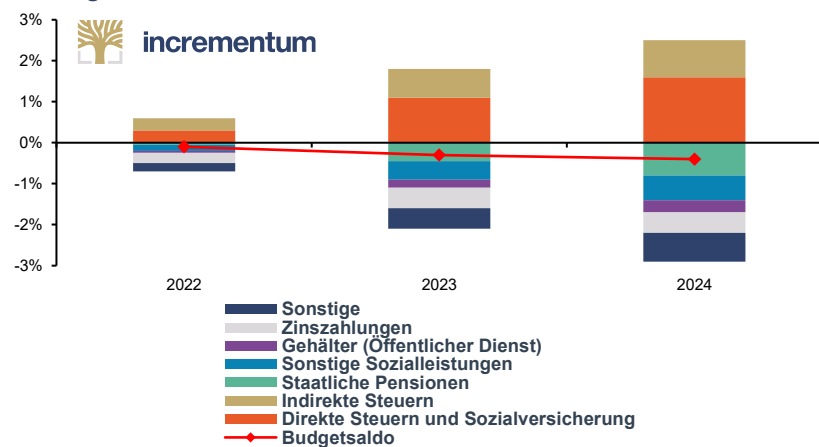
Quelle: EZB, Incrementum AG

*We don't have inflation because the people are living too well, we have inflation because the government is living too well.*

**Ronald Reagan**

Aktuelle Simulationen der EZB bestätigen dies. Die kräftige Inflationswelle hatte 2022 auf die Staatshaushalte netto kaum Auswirkungen. Zwar profitierten die Staaten von inflationsgetriebenen höheren Steuereinnahmen. Das betrifft vor allem jene Steuern, die progressiv ausgestaltet sind, und jene, wo der Preisauftrieb besonders ausgeprägt war wie bei den Energiepreisen und den Lebensmitteln. Auch wenn die Regierungen relativ schnell auf den politischen Druck nach Unterstützungsmaßnahmen reagierten, bleibt eine zeitliche Differenz, die 2022 tendenziell noch zugunsten der Finanzminister ausschlägt, 2023 allerdings nicht mehr. Für 2024 berechnen die Simulationen ein um 0,5 Prozentpunkte höheres Defizit als im Szenario ohne Inflationsschock.

**Auswirkungen eines überraschenden Inflationsanstiegs auf den Budgetsaldo, Eurozone, in % des BIP, 12/2022**



Quelle: EZB, Incrementum AG

*I grew up in France, so I had a good dose of Marx in my education. The first thing Marx teaches you is that revolutions are typically the result of inflation.*

**Louis-Vincent Gave**

*Mein letzter Wille?  
Tod mit Brille.*

**Heino**



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

*Morgen werde ich mich ändern;  
gestern wollte ich es heute schon.*

**Christine Busta**

**Weitere diskretionäre Ausgaben sind zwar nicht rechtlich indexiert, dafür aber realpolitisch, etwa aufgrund des hohen Wähleranteils der Pensionisten.** Die massiven Ausschreitungen in Frankreich im Zuge der Pensionsreform sind dafür ein Beleg. Emanuel Macron nahm für das Durchpeitschen der Pensionsreform sogar **Artikel 49, Absatz 3 der französischen Verfassung** in Anspruch.<sup>20</sup>

Letztlich hängt es von der Politik ab, ob sich am Ende dieser Hochinflationsphase die Staatsschuldenquote erhöht haben wird oder gesenkt werden konnte. Mit Gewissheit lässt sich zumindest sagen, dass eine nennenswerte Reduktion der Staatsschuldenquote nicht zu erwarten ist. Und sollte die Reduktion gelingen, werden es naturgemäß die Bürger sein, die durch höhere Steuerzahlungen oder geringere reale Transferzahlungen diesen Schuldenabbau finanzieren.

## Fazit

**Schon seit vielen Jahren, wenn nicht gar Jahrzehnten, ist der Ruf nach mehr Nachhaltigkeit zu hören.** Unser aller Lebensstil solle nachhaltiger werden, mahnen im Augenblick besonders lautstark die Warnenden vor den möglichen katastrophalen Folgen des Klimawandels. Gibt man „Nachhaltigkeit“ bei Google ein, so liefert die Suchmaschine über 356 Millionen Treffer. Das schaffen Wolfgang Amadeus Mozart, Helene Fischer und Heino nicht einmal zusammen. Dagegen spielt bei den Schulden – insbesondere den Staatsschulden – das Thema Nachhaltigkeit seit der Corona-Pandemie überhaupt keine Rolle mehr. Koste es, was es wolle – dieser unselige Satz von Mario Draghi ist die neue Wirklichkeit. Die unmittelbar auf die Corona-Pandemie folgende Energie- und Teuerungskrise hat diese verhängnisvolle Maxime zu einem Kassenschlager werden lassen.

**Diese Schieflage sollte Grund genug sein, sich damit auseinanderzusetzen, was Nachhaltigkeit eigentlich bedeutet.** Die bekannteste Definition stammt von der „Weltkommission für Umwelt und Entwicklung“ der Vereinten Nationen aus dem Jahre 1987, auch „**Brundtland-Kommission**“ genannt. Danach erfüllt eine Entwicklung das Kriterium der Nachhaltigkeit, wenn sie „**die Bedürfnisse der gegenwärtig lebenden Menschen befriedigt, ohne die Fähigkeit künftiger Generationen infrage zu stellen, ihre eigenen Bedürfnisse zu befriedigen.**“ Diese allgemein geteilte Definition von Nachhaltigkeit beruht sehr stark auf der inter-generativen Gerechtigkeit.

**Genau diese intergenerative Gerechtigkeit wird von der Staatsverschuldung gefährdet.** Wie wir auch schon in den vergangenen Jahren ausgeführt haben, leiden die offiziellen, expliziten Staatsschuldenzahlen daran, dass sie die Ansprüche aus Einzahlungen in die Sozialversicherungssysteme und sonstige gesetzlich verbrieften zukünftigen Ansprüche, die sogenannten impliziten Schulden, nicht berücksichtigt. Für die meisten Länder kommt es dadurch zu einer – mitunter dramatischen – Unterschätzung der

<sup>20</sup> Dieser Artikel besagt, dass ein Gesetz auch dann als beschlossen gilt, falls das Parlament nicht binnen 24 Stunden einen Misstrauensantrag gegen die Regierung annimmt. Dieser Artikel kann jedoch nur zur Verabschiedung des Budgets und in Fragen der Finanzierung der Sozialversicherung in Anspruch genommen werden.

Schuldenbelastung. Die bezeichnenderweise als Nachhaltigkeitslücke bezeichnete Summe aus expliziten und impliziten Schulden **beträgt mit Stand Herbst 2022 für Deutschland 398,9%**. Explizit ausgewiesen werden nur 68,7% – und nur für diese rund 17,5% der Gesamtschulden gelten die Maastricht-Kriterien. Dramatisch sind auch die Auswirkungen der Corona-Maßnahmen. Diese haben die implizite Verschuldung mehr als verdoppelt. Insgesamt haben die Corona-Maßnahmen die implizite Verschuldung um 179,6 Prozentpunkte erhöht. Um diese Schulden abzutragen, müssten entweder die Einnahmen um 16% erhöht oder die Ausgaben um 13,8% gesenkt werden. Beides scheint politisch unmöglich.

*All this focus on the debt ceiling instead of the future fiscal issue is like sitting on the beach at Santa Monica worrying about whether a 30-foot wave will damage the pier when you know there's a 200-foot tsunami just 10 miles out.*

**Stanley Druckenmiller**

**Für die USA werden die impliziten Schulden auf Bundesebene für Sozialausgaben und Medicare auf rund 400% des BIP (2021) geschätzt.** Wohlgermerkt zusätzlich zu den expliziten Schulden von rund 120% des BIP. Und diese expliziten Schulden sind im internationalen Vergleich zu niedrig angesetzt, da für gewöhnlich, wenn von den „Staatsschulden“ der USA gesprochen wird, nur die Schulden auf Bundesebene berichtet werden, während die Staatsschulden sonst die expliziten Schulden von Bund, Ländern und Gemeinden sowie den Sozialversicherungen – aber ohne die Anwartschaften, d. h. die impliziten Schulden – umfassen.

Die impliziten Schulden werden die Staaten in den kommenden Jahren aufgrund des am Arbeitsmarkt nun voll einsetzenden demographischen Wandels intensiv beschäftigen. Bei den expliziten Schulden haben die signifikanten Zinsanstiege schon jetzt spürbare Folgen bei der Budgeterstellung. **Der kräftige Zinsanstieg hat somit die Segel gesetzt für einen Showdown.**

*Smooth seas do not make skillful sailors.*

**Afrikanisches Sprichwort**

Schließlich hat das Absenken des Zinsniveaus über Jahrzehnte eine größere Schuldenkrise vermieden, sieht man von den Turbulenzen in Griechenland zu Beginn der 2010er-Jahre einmal ab. Damit wurde das Schuldenproblem aber nicht gelöst, sondern nur in die Zukunft verschoben und weiter verschärft. Schließlich haben die niedrigen Zinsen eingeladen, sich zu den jeweils günstigeren Konditionen noch höher zu verschulden.

**Gleichzeitig haben sich die Zentralbanken durch ihre Symptombekämpfung mit Zinsensenkungen in die Nullzinsfalle manövriert – und das letztlich sehenden Auges.** Denn wer das Schuldenmachen durch Zinsdrückerei begünstigt, braucht sich nicht wundern, wenn sich Staaten, Unternehmen und private Haushalte in immer höhere Schulden stürzen. Mahnende und Warnende dieser Symptombekämpfungs- und Schmerzvermeidungspolitik gab es zu genüge. Allein, ihnen wurde kein Gehör geschenkt.

*Whatever is original in Keynes is not true and whatever is true is not original.*

**Henry Hazlitt**

Die Vorstellung, eine Wirtschaft könne aus der Verschuldung herauswachsen, war schon immer zweifelhaft und wurde durch die Entwicklung 2021 und 2022 nicht widerlegt. Denn der – tatsächlich bloß vorübergehende – Rückgang der (Staats-)Schuldenquoten war maßgeblich dem Basiseffekt infolge der schrittweisen Öffnung der Wirtschaft während und insbesondere nach der Corona-Pandemie geschuldet. Eine sachlich-nüchterne Betrachtung wird diesen Sondereffekt als eben solchen einstufen, ebenso wie die aktuelle Inflationswelle als zweiter, nahezu zeitgleicher Sondereffekt nur vorübergehend die öffentlichen Haushalte entlastet.

Der folgende Vergleich der zusätzlichen finanziellen Belastung im Falle eines Zinsanstiegs pro Prozentpunkt ist äußerst aufschlussreich:

#### Zusätzliche Zinsaufwendung pro 1% höherem Zinssatz

Sektor	2023 (in Mrd. USD)	in % des BIP	2000 (in Mrd. USD)	in % des BIP
Bundesebene	316	1,20%	57	0,22%
Bundesstaaten	12	0,05%	6	0,02%
Gemeinden	23	0,09%	9	0,03%
Private Haushalte	244	0,93%	78	0,30%
Nicht-finanzielle Unternehmen	128	0,49%	47	0,18%
<b>Gesamt</b>	<b>723</b>	<b>2,76%</b>	<b>198</b>	<b>0,75%</b>

Quelle: Real Investment Advice, Incrementum AG

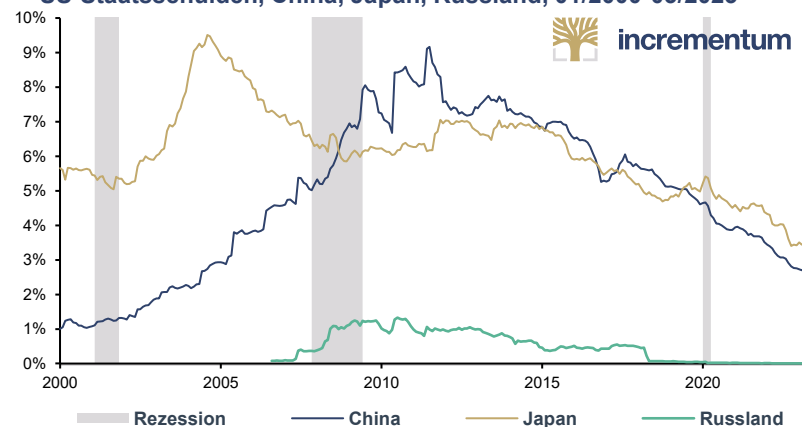
*Unsichtbar wird der Wahnsinn,  
wenn er genügend große  
Ausmaße angenommen hat.*

**Berthold Brecht**

**Die Tabelle zeigt nämlich zweierlei.** Zum einen, wie stark die Verschuldung in den vergangenen etwas mehr als zwei Jahrzehnten zugelegt hat; zum anderen wird klar, warum den Zentralbanken letztlich die Hände für ein dauerhaft höheres Zinsniveau gebunden sind, sofern sie nicht eine veritable Schuldenkrise auslösen wollen. Dass die *absolute* Zusatzbelastung im historischen Vergleich relativ gering ist, hilft nicht viel. Denn die *relative* Mehrbelastung infolge der kräftig anziehenden Zinsen ist es, die für sich genommen markante ökonomische Auswirkungen zeigen wird – und auch schon zeigt.

**Und auch der Showdown in der Geopolitik dürfte unmittelbare Auswirkungen auf die Anleihenrenditen haben.** Warum sollten Staaten, denen der Westen mit den USA an der Spitze zunehmend feindlich gegenüber eingestellt ist, ihr Portfolio an Staatsanleihen konstant halten oder gar ausbauen? Letztlich würde man damit Länder in ihren Aufrüstungsanstrengungen durch niedrigere Zinsbelastungen unterstützen, und das, obwohl die Aufrüstung dezidiert gegen einen selbst gerichtet ist.

#### Ausländische Bestände an US-Staatsanleihen, in % der gesamten US-Staatsschulden, China, Japan, Russland, 01/2000-03/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

**Nassim Taleb**

**Vermieden werden kann eine tiefgreifende Schuldenkrise also nur um den Preis einer Fortsetzung der Niedrigzinspolitik und dem damit verbundenen erheblichen Inflationspotenzial.** Sollten die Märkte im Unterschied zu den vergangenen zwei Jahrzehnten jedoch höhere Inflationserwartungen bilden, würde dies die Inflationsprämie für Anleihen und Kredite jeder Art erhöhen und somit die lockere Geldpolitik ins Leere laufen lassen. **Der Showdown zwischen diesen beiden ökonomischen Bereinigungszenarien ist bereits voll im Gange.**



# Die Globale Instanz für Vermögenserhalt Durch Direkteigentum an Gold & Silber

**Vermögenserhalt, Dem Sie Vertrauen Können: Matterhorn Asset Management  
Garantiert Unerreichte Dienstleistungen für Privateigentum an Physischem Gold  
und Silber**

- ✓ Über 25 Jahre Erfahrung in der Vermögenssicherung für finanzstarke Klienten aus 80 Ländern
- ✓ GOLD: Das weltweit größte und sicherste Goldtresorlager tief im Inneren der Schweizer Alpen
- ✓ Deutlicher Fokus auf Exklusivität und Anonymität, Globale Kunden erhalten Zugang zu privatem Eigentum an physischem Gold und Silber außerhalb der Bankensysteme



**GoldSwitzerland.com**  
contact@goldswitzerland.com  
+41 44 213 62 45

Bahnhofstrasse 43  
8001 Zürich  
Switzerland

# Status Quo der Inflationstendenz

*Those who expect inflation to fall rapidly in the coming year may well be correct. But history suggests that's a "best quintile" outcome. Few acknowledge the "worst quintile" possibility, in which inflation remains elevated for a decade.*

Research Affiliates

- Der Höhepunkt der aktuellen Inflationswelle liegt sowohl in den USA als auch in der Eurozone hinter uns.
- Die Inflation erweist sich als deutlich hartnäckiger, als von den Zentralbanken erhofft. Darauf deutet die Entwicklung der Kerninflationsrate hin.
- Selbst in Japan ist die Inflationsrate mittlerweile deutlich erhöht, wenngleich mit 3,2% weitaus niedriger als in den USA, der Eurozone und sehr vielen weiteren Staaten.
- Wir halten zumindest eine weitere Inflationswelle für sehr wahrscheinlich. Kurzfristig dominieren jedoch die disinflationären Kräfte.
- Die Phase der „Great Moderation“ ist vorbei. Mit dem erhöhten Inflationsniveau einhergehen wird eine höhere Inflationsvolatilität.
- Unser „*Incrementum Inflationssignal*“, das in der Regel eine Veränderung der Inflationsdynamik relativ früh signalisierte, steht seit Anfang April 2023 wieder auf seiner Maximalausprägung und erwartet somit mittelfristig steigende Inflationstendenzen.



**Wie schnell sich doch die Zeiten ändern können: Im Herbst 2020 war es an der Inflationsfront noch ruhig, seelenruhig.** Zumindest wenn man die offiziellen Zahlen betrachtete. Doch im Hintergrund brodelte es bereits gewaltig. Jahre der Niedrig- und Nullzinspolitik hatten die führenden Volkswirtschaften rund um den Globus mit Unmengen an Liquidität geflutet. Jede sich abzeichnende Krise wurde mit monetären Flutwellen überdeckt, jeder Fall der Inflationsrate unter das Inflationsziel von 2% als Vorzeichen eines Kollapses gedeutet und ebenso mit dem Öffnen der Geldschleusen bekämpft.

*I think we now understand better how little we understand about inflation.*

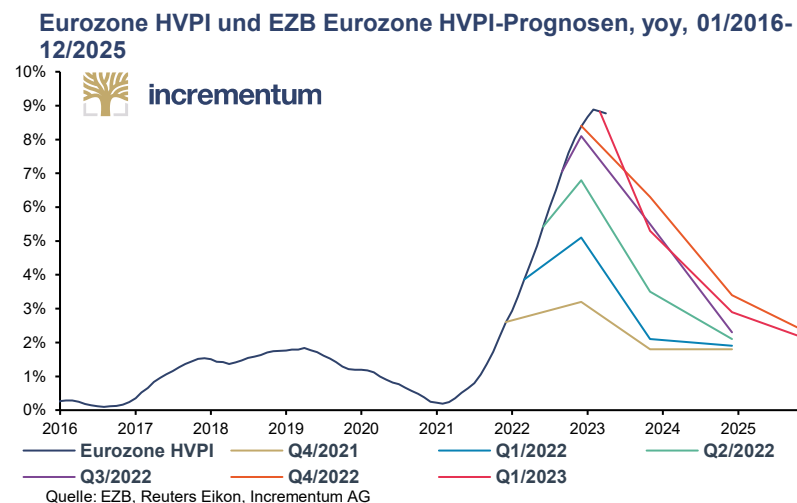
**Jerome Powell,  
Juni 2022**

Daher sahen wir uns bereits im Herbst 2020 veranlasst, einen Spezialbericht mit dem Titel „**Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus**“ zu veröffentlichen. In dieser Sonderpublikation warnten wir vor den Folgen der rapide ansteigenden Geldmenge und der enormen fiskalischen Stimuli. Wir zogen damals den Schluss, dass genau jetzt der richtige Zeitpunkt für die Notenbanken sei, langsam und behutsam die Zinsen zu erhöhen und dem System Liquidität zu entziehen. Es scheint jedoch, als sei die Verbreitung unserer Analysen in Zentralbankkreisen noch ausbaufähig.

*I see an inflation profile that looks like a hump . . . and a hump eventually declines.*

**Christine Lagarde,  
Dezember 2021**

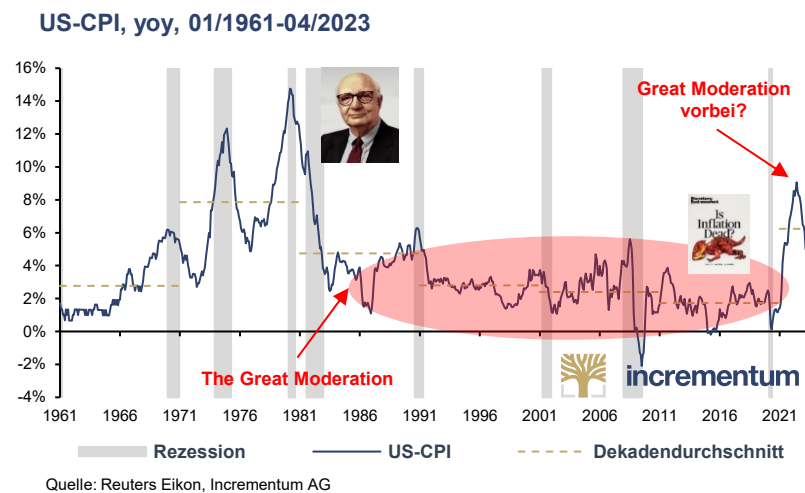
**Als dann 2021 das Unvermeidliche geschah und die Inflationsraten begannen rund um den Globus kräftig anzuziehen, übten sich die Zentralbanker in Beschwichtigungsrhetorik.** „Vorübergehend“ sei der Inflationsanstieg, es bestünde keinerlei Grund zur Sorge. Christine Lagarde verglich den Inflationsverlauf im Dezember 2021 mit einem „Hügel“, während Isabel Schnabel, Mitglied des EZB-Direktoriums, im November 2021 prognostizierte, dass der Höhepunkt der Inflationswelle vermutlich bereits erreicht sei. Diese Prognose-Präzision erinnert an Christoph Kolumbus, der eigentlich nach Indien wollte und in Amerika auf den West-Indies landete.



*Once your mindset changes, everything on the outside will change along with it.*

**Steve Maraboli**

**Mittlerweile ist das Thema Inflation im Alltag omnipräsent;** egal ob im Small Talk mit Freunden oder Verwandten, beim Einkauf im Supermarkt, im beruflichen Kontext bei Lohn- und Preisverhandlungen und natürlich auch bei der Veranlagung. Mittlerweile hat sich – selbst bei den Notenbanken – die Auffassung durchgesetzt, dass wir bis auf Weiteres mit erhöhten Inflationsraten zu tun haben werden. **Willkommen in der neuen Welt des „Inflations-Mindsets“.**



## Auf die Party folgt die Rechnung

In diesem Kapitel werden wir uns intensiv mit der aktuellen Situation auseinandersetzen und Anzeichen diskutieren, die darauf hinweisen, dass sich nach dem Abebben der aktuellen Inflationswelle bereits eine zweite, wahrscheinlich noch ausgeprägtere Teuerungswelle aufbaut.

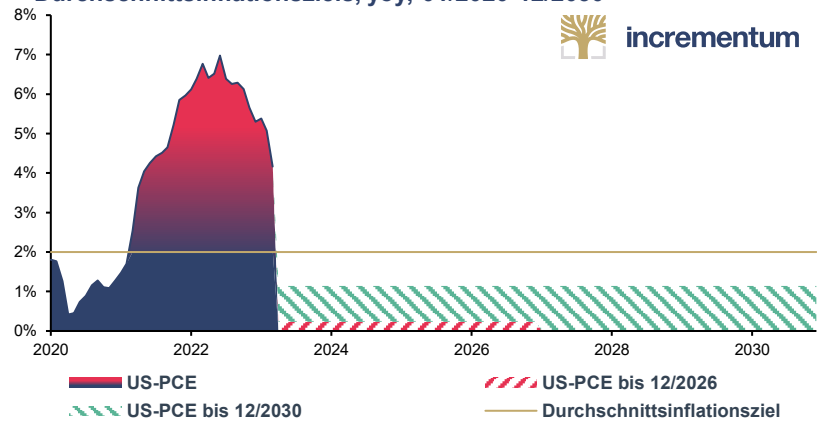
*Inflation ist wie ein Wettlauf zwischen Geld und Preisen. Am Ende gewinnen immer die Preise.*  
**Bill Vaughan**

**2020 hatte die Federal Reserve ihr Inflationsziel auf ein durchschnittliches Inflationsziel von 2% über einen undefinierten Zeitraum geändert.**<sup>21</sup> Vor dem Hintergrund der deutlich erhöhten Inflationszahlen in den vergangenen 2 Jahren, würde es mittlerweile einer starken und anhaltenden Disinflation, besser sogar einer deflationären Phase bedürfen, um das neue Inflationsziel wieder einzuhalten.

Wie sehr die Inflationsrate in den kommenden Jahren sinken müsste, zeigt der folgende Chart. Um das Durchschnittsziel bis Ende 2030 wieder einhalten zu können, müsste die Inflationsrate bis dahin im Schnitt bei 1,1% liegen. Das zeigt die grün schraffierte Fläche an. Die rot schraffierte Fläche gibt der Federal Reserve nur bis Ende 2026 Zeit. Dann dürfte die Inflationsrate im Schnitt nur 0,2% betragen.

<sup>21</sup> Siehe „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021, S. 63f.

US-PCE und US-PCE erforderlich zur Erfüllung des Durchschnittsinflationsziels, yoy, 01/2020-12/2030



*COVID-19 and the war in Ukraine will mark a secular turning point. There will be no return to the lowinflation era of the 2010s.*

**Dario Perkins**

*Chairman Powell can shout from atop his ivory tower that inflation identifies as transitory, but stagflation is where we're headed.*

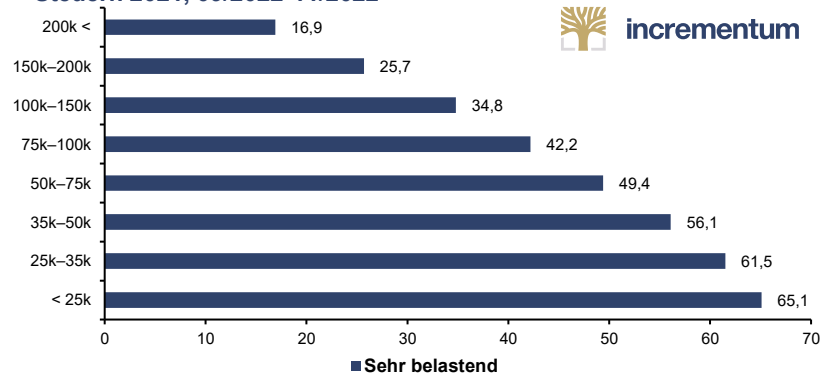
**Doug French**

Die Öffnung der Wirtschaft nach den unzähligen Corona-Lockdowns und der Krieg in der Ukraine wurden als Gründe eines bloß vorübergehenden Inflationsproblems identifiziert. Warnungen wie die unsrige, dass eine Ausweitung der M3-Geldmenge um mehr als 27% zwischen Jänner 2020 und April 2022 die Basis für eine hohe Teuerung bildet, wurden ignoriert. Das BIZ-Paper „Does money growth help explain the recent inflation surge?“ vom Jänner diesen Jahres kam spät, letztlich zu spät, zum wenig überraschenden Schluss, dass das Ignorieren der Geldmengenerweiterung ein Fehler gewesen sei.

In den USA liegen der CPI (4,9%) und der PCE-Index (4,6%) weiterhin deutlich über dem Inflationsziel von 2%. Aktuell weisen Lebensmittel die höchsten Teuerungsraten auf. Dieser Umstand ist für die Bildung der Inflationserwartungen maßgeblich. Im *In Gold We Trust*-Report 2020 zitierten wir eine Studie, die den hohen Einfluss der Lebensmittelpreise auf die Inflationserwartungen belegt. Und Jerome Powell sagte erst vor kurzem: „the modern belief is that people's expectations about inflation actually have a real effect on inflation,“ wobei die Verwendung des Begriffs „belief“ nicht unbedingt darauf hindeutet, dass der Vorsitzende der Federal Reserve sehr von dem überzeugt wäre, was er in seiner routinemäßigen Anhörung vor dem Bankenkomitee des US-Senats sagte.

Angesichts der Tatsache, dass auch die Benzinpreise immer noch erhöht sind, ist es wenig überraschend, dass insbesondere ärmere Gesellschaftsschichten von der Teuerungskrise betroffen sind.

### Household Pulse Survey: Stresslevel durch Preiserhöhungen in den letzten zwei Monaten, nach US-Haushaltseinkommen vor Steuern 2021, 09/2022-11/2022

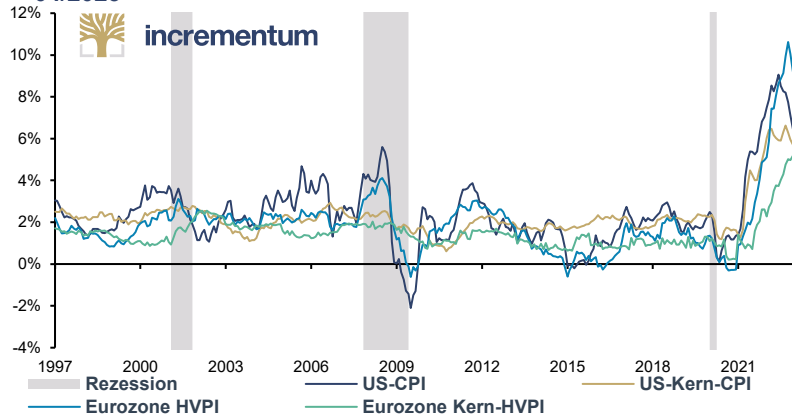


Quelle: Federal Reserve Dallas, Incrementum AG

**Noch höher war die Teuerungswelle bislang in der Eurozone.** Am Höhepunkt der aktuellen Inflationswelle, im Oktober 2022, hatte die Inflationsrate mit 10,6% sogar die Zweistelligkeit erreicht. Seither bewegt sich die Teuerung deutlich abwärts. Im April 2023 lag sie mit 7,0% allerdings noch immer deutlich über dem Inflationsziel von 2%.

Beiden, Christine Lagarde und Jerome Powell, wird es jedoch einiges Kopfzerbrechen bereiten, dass die von Zentralbankern für die Steuerung der Geldpolitik oft bevorzugte Kerninflation mit 4,6% (USA) bzw. 5,6% (Eurozone) mittlerweile über der Gesamtinflationsrate liegt, in der Eurozone sogar einen leicht ansteigenden Trend aufweist. **Ein weiteres Zeichen dafür, dass die Inflation beharrlicher ist, als es sich die vermeintlichen „Währungshüter“ wohl wünschen.**

### Kern- und Gesamtinflation, USA und Eurozone, yoy, 01/1997-04/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Be careful what you wish for, lest it come true!*

**Aesop**

**Im Fernen Osten, in Japan, wollte die BoJ jahrzehntelang Inflation – nun hat sie sie.** Zum ersten Mal seit 1981 überstieg die Teuerungsrate im Jänner die Marke von 4%. Den neuen Gouverneur der BoJ, Kazuo Ueda, erwartet daher eine undankbare Aufgabe, denn langsam, aber sicher bekommt das Land der aufgehenden Sonne die Konsequenzen der jahrzehntelangen unkonventionellen Geldpolitik zu spüren, die jene der Federal Reserve und der EZB in den Schatten stellt:

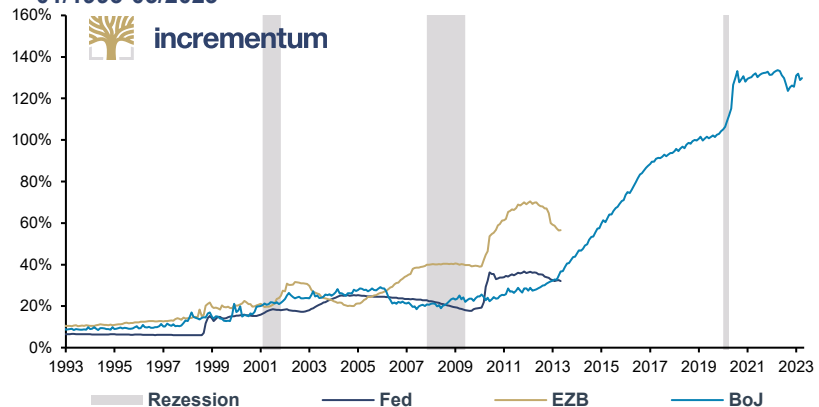
- 1999: Einführung von ZIRP
- 2001: QE1
- 2010: QE2 und Erhöhung des Inflationsziels auf 1%
- 2013: QQE und der 2-2-2-Plan – Verdoppelung der Geldbasis und Erreichen von 2% Inflation innerhalb von 2 Jahren
- 2014 Expansion von QQE
- Januar 2016: Adaptierung von NIRP
- Juli 2016: weitere Expansion von QQE speziell in ETFs
- September 2016: Einführung von YCC<sup>22</sup>
- April 2020: Konjunkturpakete im Gesamtvolumen von 117 Billionen Yen wurden monetarisiert

*The definition of insanity: Doing the same thing over and over again and expecting different results.*

**Albert Einstein**

Unter den westlichen Industriestaaten scheint der monetäre Showdown in Japan am weitesten fortgeschritten zu sein. Man sollte den geldpolitischen Entwicklungen in Japan deshalb besondere Beachtung schenken, da sie als Blaupause für die westliche Welt dienen könnten. Nach unserer Überzeugung befinden sich westliche Zentralbanken – nur mit einigen Jahren Verzögerung – auf demselben Pfad.

**Zentralbankbilanzen (Fed und EZB 10-Jahre Lag), in % des BIP, 01/1993-05/2023**

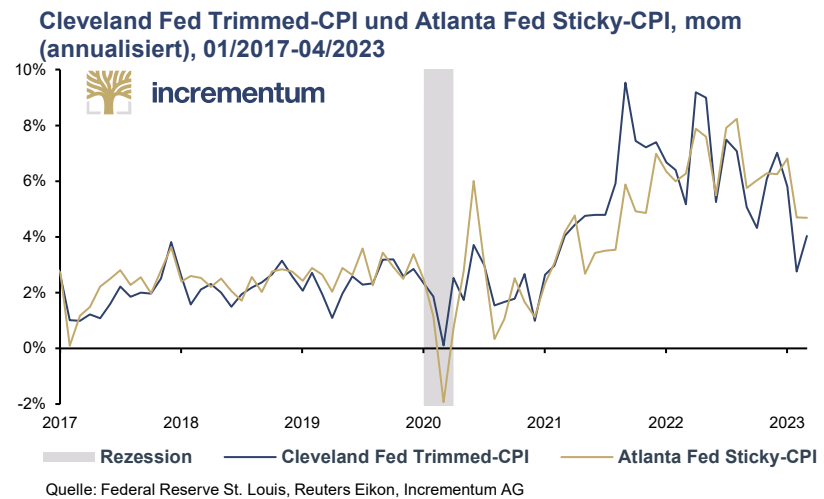


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

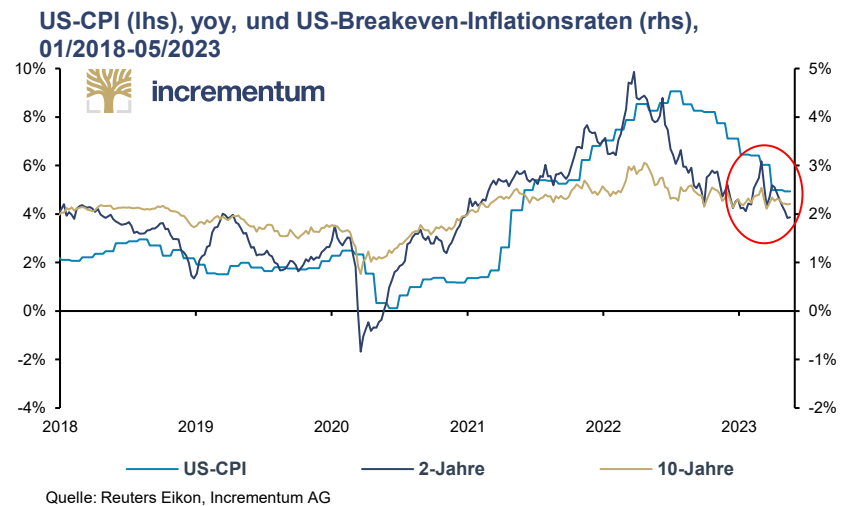
## Das Tauziehen zwischen Team „Inflation“ und Team „Deflation“

**Wir gehen davon aus, dass der Höhepunkt der aktuellen Inflationswelle bereits überschritten wurde.** Die sinkenden Inflationsraten der vergangenen Monate zeigen das überdeutlich. Auch der von der Federal Reserve Bank of Cleveland gemessene „Trimmed Mean“-Index meldet den niedrigsten Wert seit zwei Jahren, während die von der Federal Reserve Bank of Atlanta erstellte „Sticky-Price-CPI“ die niedrigste Wachstumsrate seit einem Jahr aufweist.

<sup>22</sup> Siehe „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021



Auch die US-Breakeven-Rates deuten aktuell darauf hin, dass die disinflationären Kräfte nun kurzfristig die Überhand haben.



*The greater the tension, the greater is the potential.*

**Carl Jung**

**Grundsätzlich befinden wir uns stets in einem Spannungsfeld zwischen disinflationären und inflationären Kräften.** Es ist ein Tauziehen, das hin und her wiegt, mit Teammitgliedern, die einen (langen) Moment lang die Muskeln spielen lassen und dann wieder einen (langen) Moment lang auslassen – oder sogar die Seite wechseln. **Die wichtigsten „Teammitglieder“ möchten wir nun genauer analysieren.**

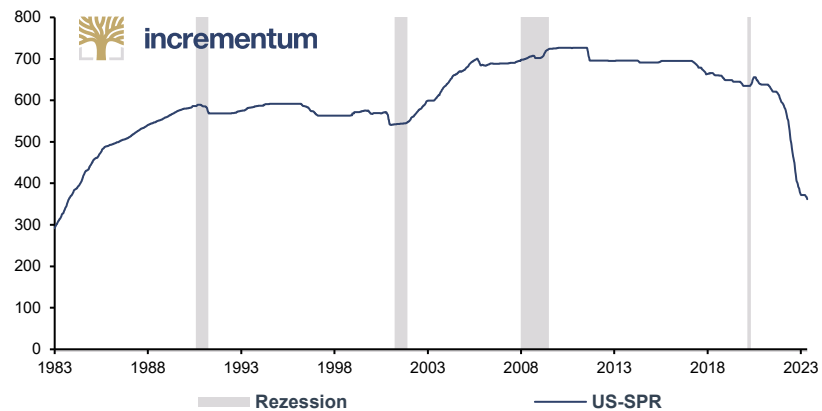
## Vorübergehende disinflationäre Dynamiken aus dem Jahr 2022

Im Jahr 2022 haben sich folgende drei Faktoren kurzfristig negativ auf die Verbraucherpreise ausgewirkt.

- **Das Anzapfen der SPR:** Um der Teuerung entgegenzuwirken, wurde die US-amerikanische strategische Ölreserve (SPR) um fast 300 Millionen Barrel oder fast 50% reduziert. Diese Reserven könnten angesichts der geopolitischen Situation in naher Zukunft noch nützlich sein, wurden aber für kurzfristige politische Agenden genutzt. Der daraus resultierende Preisverfall könnte den

Demokraten bei den Midterm-Wahlen die eine oder andere Stimme eingebracht haben. Biden hat bereits mehrfach betont, dass er die Reserven wieder auffüllen möchte. Zunächst sollte dies bei einem Ölpreis von 70 USD/Barrel in Angriff genommen werden, dann erst bei 60 USD/Barrel.

#### US-SPR, in Mio. Barrel, 01/1983-05/2023



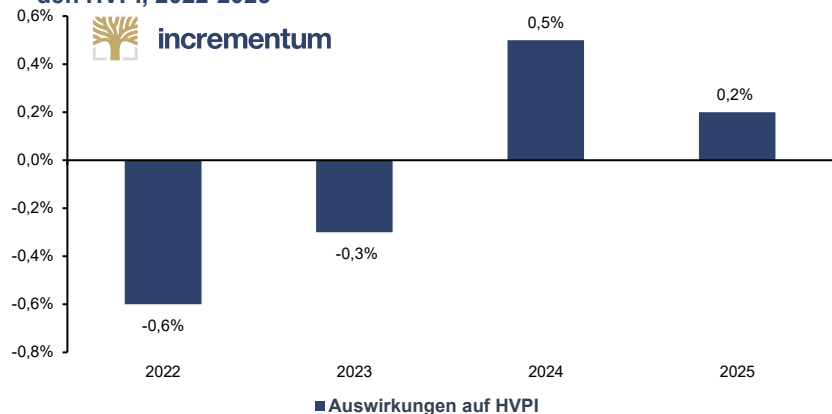
Quelle: EIA, Incrementum AG

*If Biden wants to legitimately receive credit for successfully playing as an oil speculator, then he needs to put the oil back. Right now, all he has done is deplete oil reserves that were built up under several previous administrations (Democratic and Republican).*

**Robert Rapier**

- Lockdown in China:** Während viele Länder mit den Herausforderungen der Wiedereröffnung zu kämpfen hatten, erlebte China im Vorjahr noch den bis dahin striktesten Lockdown. Dies führte zu einer erheblichen Nachfrageminderung, insbesondere im Energiesektor. Im vergangenen Jahr sank der durchschnittliche Ölverbrauch Chinas um 390.000 Barrel pro Tag im Vergleich zu 2021, was den ersten jährlichen Rückgang seit 1990 darstellt. Ende 2022 setzten jedoch Proteste der Zero-Covid-Politik ein Ende und Chinas Wirtschaft ist nun wieder geöffnet. Die vorliegende Entwicklung birgt das Potenzial, **die globale Gesamtnachfrage nachhaltig zu steigern**. Während der Corona-Pandemie haben die chinesischen Bürger – wie auch jene im Westen – erhebliche Ersparnisse angehäuft. Diese sind in den vergangenen drei Corona-Jahren um über 50% angewachsen, **allein im Jahr 2022 um 2,6 Bill. USD**. Mit der Öffnung der Wirtschaft und der Möglichkeit, diese Ersparnisse wieder auszugeben, wird eine weiterhin expansive Geldpolitik mit sinkenden Kreditkosten mittelfristig eine inflationäre Dynamik in Gang setzen.
- Preisdeckel kaschieren temporär Inflation:** Maßnahmen wie Preisdeckel, die vorübergehende Reduzierung von Steuersätzen, Preisvergünstigen wie das 9-Euro-Ticket in Deutschland, die Übernahme der Abschlagszahlungen für Gas und ähnliche Maßnahmen haben eines gemein: Sie drücken heute die Inflationsrate, allerdings um den Preis einer höheren künftigen Inflation. Nach Berechnungen der EZB haben die staatlichen Maßnahmen die Inflationsrate im vergangenen Jahr um insgesamt 0,6 Prozentpunkte verringert, im laufenden Jahr ist dieser Effekt mit **0,3 Prozentpunkten** nur mehr halb so hoch. 2024 dreht sich die Entwicklung um: Wenn die Steuervergünstigungen und Preisdeckel vollständig auslaufen, steigen die Preise nun stärker, als wenn es diese staatlichen Eingriffe gar nicht gegeben hätte. 2024 fällt die Inflation deswegen **0,5 Prozentpunkte** höher aus, 2025 sind es **0,2 Prozentpunkte**.

### Auswirkungen der staatlichen Energie-/Inflationsmaßnahmen auf den HVPI, 2022-2025



Quelle: EZB, Incrementum AG

*A great civilization is not conquered from without until it has destroyed itself from within.*  
**Ariel Durant**

Im *In Gold We Trust*-Report 2022 haben wir im Kapitel „**Als Rom seine Reservewährung verlor**“ ausführlich analysiert, wie der Rückgriff auf staatliche Preisobergrenzen unter Kaiser Diokletian als reine Symptombekämpfung den wirtschaftlichen Abstieg lediglich beschleunigte. Das Verfälschen von Preissignalen birgt eine Vielzahl an unerwünschten Konsequenzen. Den Mitgliedern der „This-Time-Is-Different-Community“ legen wir deshalb das Buch „**Forty Centuries of Wage and Price Controls**“ von Robert L. Schuettinger und Eamonn F. Butler ans Herz. Dieses Werk zeigt detailliert auf, wie Lohn- und Preisregulierungen letztendlich zu Lasten der Verbraucher, Arbeitnehmer und der Gesamtwirtschaft gehen.

Abschließend lässt sich festhalten, dass ohne das Zusammentreffen dieser drei kurzfristigen Dynamiken der aktuelle Inflationsschub noch ausgeprägter gewesen wäre. **Nun kehren sich diese drei Faktoren aber sukzessive um und werden zunehmend inflationär wirken.**

## Kurzfristige disinflationäre Dynamiken

### Liquiditätsentzug an den Finanzmärkten und der umgekehrte Wohlstandseffekt

*We used to get used to the billion. It used to be million, then it was billion, now its trillion.*  
**Donald Trump**

In unserer Sonderpublikation „**Der Junge, der Wolf rief**“ vom Herbst 2020 haben wir bereits darauf hingewiesen, dass eine restriktive Geldpolitik vonnöten wäre, um der drohenden Inflationsswelle frühzeitig entgegenzuwirken. Mit den monetären und fiskalischen Corona-Maßnahmen wurden alle bisherigen Grenzen gesprengt. In den USA wurde im März 2020 der „**CAREs Act**“ im Umfang von 2 Bill. USD geschnürt. Allein zwischen März und Juli 2020 schoss M2 in den USA um mehr als 19% in die Höhe.

**Völlig unterschätzt wird, dass es einige Zeit benötigt, bis sich eine Ausweitung der Geldmenge in der Realwirtschaft entfalten und die Inflationsraten nach oben treiben kann. Wir nennen dies auch die „Tequila Theory of Money“.** Ein paar Tequila-Shots am Abend tragen zweifelsohne dazu bei, die Stimmung auf einer Party zu heben. Erst am nächsten



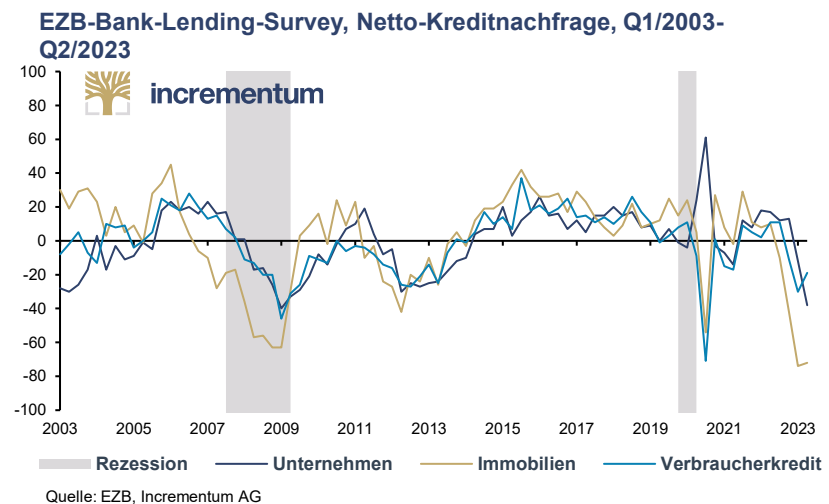
Tag machen sich die unweigerlichen Konsequenzen in Form von Übelkeit, stechenden Kopfschmerzen und potenziellen amourösen Fehlritten bemerkbar.

2022 begannen die Preisdämme zu bersten, und nach einigen Monaten mit Beschwichtigungsreden über den „vorübergehenden“ Charakter der Inflation brach unter den Zentralbanken Panik aus. **Auch wir müssen zugeben, dass wir vor einem Jahr vier aufeinanderfolgende Zinserhöhungen der Federal Reserve um jeweils 75 Basispunkte für nahezu unmöglich gehalten hätten.**

*You can avoid reality, but you cannot avoid the consequences of avoiding reality.*

**Ayn Rand**

**Jetzt schließt sich ein Kreis, abermals müssen wir vor den Verzögerungseffekten warnen, diesmal jedoch in die entgegengesetzte Richtung.** Die Auswirkungen von QT, dem Schrumpfen der aggregierten Zentralbankbilanzsumme, und höheren Zinssätzen werden nun von Tag zu Tag deutlicher zu spüren sein. Der Faktor Zeit wird in ökonomischen Analysen gerne unterschätzt, doch er wirkt, mal früher, mal später. **Die Kreditnachfrage bricht mittlerweile auf breiter Front ein.**



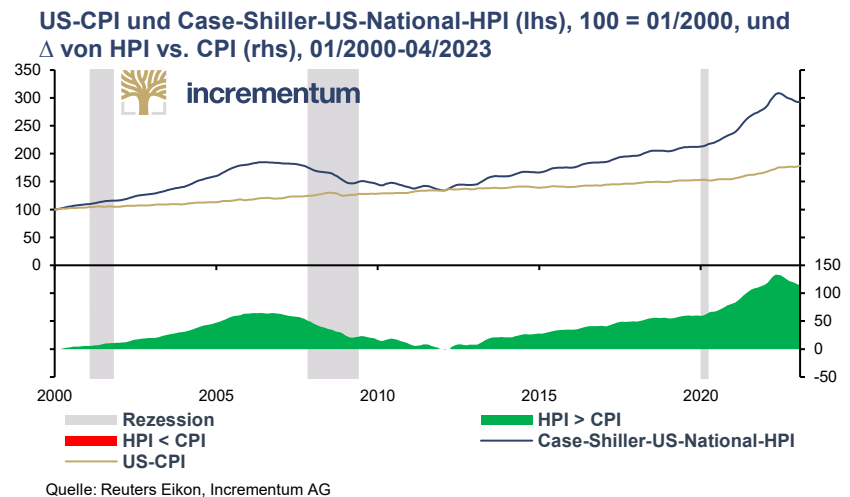
Angesichts dieser Entwicklungen ist das Platzen der sogenannten „Everything Bubble“ ein sehr realistisches Szenario. Aus unserer Sicht gibt es drei Faktoren, die die Wahrscheinlichkeit einer markanten Korrektur an den Märkten erhöhen:

- **Erstens** ermöglicht der technisch leichtere Zugang zu Brokerage-Accounts und Bankkonten über das Handy ein schnelles und panisches Verkaufen oder Geldabheben. Hinzu kommt, dass Social-Media-Plattformen die Verbreitung von Informationen erheblich beschleunigen. Dadurch bleibt den Regulatoren weniger Zeit, um auf einen möglichen Crash oder Bank-Run zu reagieren.
- **Zweitens** hat der private Handel mit Derivaten, insbesondere von täglichen Optionen, in den letzten Jahren stark zugenommen. Obwohl die verstärkte Nutzung dieser Optionen zu teilweise erheblichen kurzfristigen Anstiegen geführt hat, könnte sie eine Panik an den Märkten verschlimmern.
- **Drittens** haben Banken deutlich höhere Derivate-Positionen als in früheren Finanzkrisen. Nach Angaben der BIZ stieg der Bruttomarktwert der ausstehenden Derivate – die Summe der positiven und negativen Werte – von 12,4 Bill. USD Ende 2021 auf 18,3 Bill. USD Ende Juni 2022, ein Anstieg von 47% innerhalb von sechs Monaten, **so die Statistik der BIZ.**

*In 2008 it took nine days for investors to withdraw USD 16 billion from Washington mutual before it closed its doors. In 2023, Silicon Valley bank lost USD 40 billion in one day and if they had stayed open another day, they would have seen USD 100 billion of withdrawals. Things move faster now.*

**Clive Thompson**

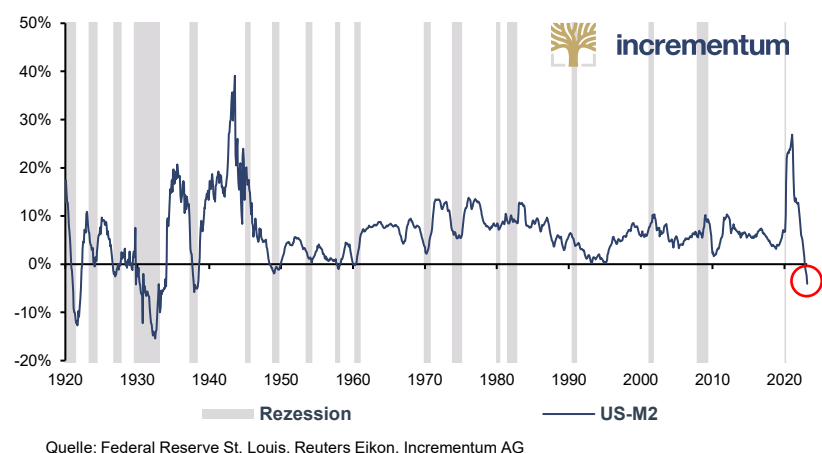
Als im Frühling 2022 die Federal Reserve QE4 einstellte, hatte sie bereits den größten Bestand an hypothekenbesicherten Wertpapieren (MBS) weltweit aufgebaut. Etwa 22% aller Hypothekendarlehen befanden sich auf ihrer Bilanz. Die derzeitigen steigenden Zinsen und das Abstoßen von MBS durch die Federal Reserve zeigen nun ihre Wirkung – die Hypothekenzinsen steigen und die Hauspreise fallen. **Der daraus resultierende Reverse-Wealth-Effekt wird sich klar inflationsdämpfend auswirken.**



## Negatives Geldmengenwachstum ist Neuland

**In den USA ist das Geldmengenwachstum erstmals seit den 1950er-Jahren negativ.** Die Zentralbanken wären wohl gut beraten, die Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik abzuwarten und zu analysieren. Die inverse Zinskurve sowie das schlechte Konsumentensentiment sind bereits starke Anzeichen für einen Konjunkturreinbruch. **Rezessionen sind stets klar disinflationär.**

### US-M2, yoy, 01/1920-03/2023



*Wir lernen aus der Geschichte, dass wir überhaupt nichts lernen.*

**Georg Wilhelm Friedrich Hegel**

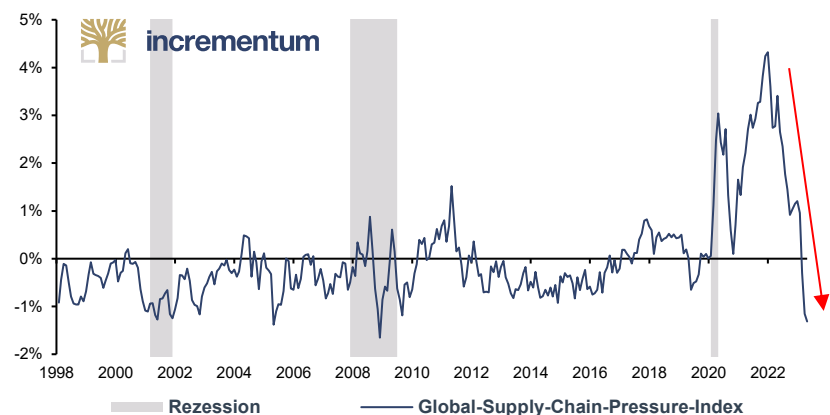
Obwohl ein Einbruch der Finanzmärkte disinflationär, mitunter sogar deflationär ist, wird die Antwort darauf hochinflationär sein: QE, YCC und Zinssenkungen. **Fest steht: Je länger und tiefer die Finanzmärkte fallen, desto vehementer werden die Reaktionen der Geld- und Fiskalpolitik sein, was letztendlich das Fundament einer weiteren, höheren Inflationswelle bilden könnte.**

## Mittel- und langfristige disinflationäre Dynamiken

### Globale Lieferketten

**Die weltweiten Lieferketten haben sich von den Engpässen der letzten Jahre erholt.** Sogar die Playstation 5 ist mittlerweile wieder im Handel ohne Lieferverzug erhältlich. Trotz der Herausforderungen, vor denen Lieferketten in einer sich deglobalisierenden Welt stehen könnten, erwarten wir mittelfristig eine weitere Entspannung. Pandemiebedingte Lockdowns sollten – vorerst zumindest – der Vergangenheit angehören.

#### Global-Supply-Chain-Pressure-Index , 01/1998-04/2023



*Technology has never moved as fast as it moves today... Everything in technology over the last 50 years likely doubles in the next two years.*

**Jeff Booth**

*We always overestimate the change that will occur in the next two years and underestimate the change that will occur in the next ten. Don't let yourself be lulled into inaction.*

**Bill Gates**

### Technologie und Innovation

Die Zeiten, in denen Handelsliberalisierung und Globalisierung auf der einen Seite sowie die Demographie<sup>23</sup> auf der anderen Seite preisdämpfend wirkten, scheinen vorüber. **Daher bleiben Innovationen und technologischer Fortschritt als einzige wesentliche langfristig disinflationäre Kräfte.**<sup>24</sup>

Der technologische Fortschritt ermöglicht es den Zentralbanken seit geraumer Zeit, eine erheblich expansivere Geldpolitik zu betreiben, da ein Teil der Ausweitung der Geldmenge durch Produktivitätsgewinne ausgeglichen wird. Sinkende Preise für elektronische Geräte wie Handys, Fernseher und Computer haben den Spielraum für höhere Preise anderer Güter im CPI erweitert, unter Einhaltung, ja in der Logik der Zentralbanken zwecks Erreichung des 2%-Inflationsziels.

**Die Integration von künstlicher Intelligenz in den Alltag und den Arbeitsmarkt wird vor allem die Produktivität steigern.** Dies wirkt sich disinflationär auf die Löhne aus, da viele Aufgaben nun von Maschinen übernommen werden können. Wir befürworten wegweisende technologische Entwicklungen, aber gleichzeitig besteht die Gefahr, dass sie Staaten dazu veranlassen könnten, die Druckerpresse einen Gang höher zu schalten.

<sup>23</sup> Siehe „Die Demographie als Inflationstreiber“, In Gold We Trust-Report 2021

<sup>24</sup> Besonders lesenswert zu dieser Thematik ist Booth, Jeff: *The Price of Tomorrow*, 2020

## Immobilienmarkt

Die Immobilienkomponente im CPI „Owners' equivalent rent of residences“ (OER) mit der beachtlichen Gewichtung von 24% verbleibt bei hohen 8,1%. Aufgrund der starken zeitlichen Verzögerung hat diese Komponente eine geringe Aussagekraft für den Trend, ja verzerrt diesen sogar. Der aktuelle CPI wäre ohne diese zeitliche Verzögerung bereits niedriger, während er in den Jahren 2021 und 2022 höher ausgefallen wäre. Wie wir jedoch wissen, **befinden sich die Immobilienpreise weltweit bereits in einer Korrektur**, so auch in den USA. Der „S&P/Case-Shiller US National Home Price Index“ ist vom Allzeithoch im Juni 2022 bereits um 5% gefallen – and the trend is not your friend.

**Sind wir nun der Ansicht, dass die im *In Gold We Trust-Report 2021* angekündigte inflationäre Dekade, die mit dem monetären Klimawandel einhergeht, tatsächlich nur zwei Jahre gedauert hat?** Um diese Frage zu beantworten, werden wir nun einen genaueren Blick auf die verschiedenen inflationären Kräfte werfen.

## Kurzfristige inflationäre Dynamiken

### Unerwartet hohe Zinslast und Preissteigerungs-Angebotsverknappungs-Spirale

**Wir können alle Leser beruhigen – nein, wir sind nicht den „Erdoganomics“ verfallen.** Nichtsdestotrotz möchten wir darauf hinweisen, dass höhere Zinssätze entgegen der herkömmlichen Ansicht *kurzfristig* eine inflationäre Wirkung haben können.

**Der schuldenfinanzierte Konsum war nach dem Ende von NIRP/ZIRP unelastischer als vermutet.** Stattdessen machen sich die Zinserhöhungen nun als steigende Kosten für Unternehmen – und Staaten – bemerkbar. Höhere Kreditfinanzierungskosten führen zu höheren Produktionskosten für dieselbe Menge an Gütern. In dieser Situation müssen entweder die Preise erhöht oder weniger Güter produziert werden.

**Im *In Gold We Trust-Report 2022* haben wir uns bereits eingehend mit der „Preissteigerungs-Angebotsverknappungs-Spirale“ auseinandergesetzt.**<sup>25</sup> Die nun anfallenden Zinsen verschärfen diese Spirale. Da die meisten Unternehmen seit Jahren – teilweise immer noch – verzweifelt nach zusätzlichen Arbeitskräften suchen, glauben wir, dass eine breite Entlassungswelle noch nicht unmittelbar vor der Tür steht. Die Kosten für die Einstellung, regulatorische Vorgaben und hoher Schulungsaufwand für Neueinsteiger veranlassen viele Unternehmen dazu, auch in Phasen rückläufiger Wirtschaftstätigkeit Arbeitskräfte zu behalten – man spricht neudeutsch von „Labor Hoarding“ –, zumindest für eine gewisse Zeit.

Der Konsument ist nun zwar mit höheren Zinskosten konfrontiert, entscheidet jedoch bislang, dass es am besten ist, die Preiserhöhungen mit weiteren Schulden aufzufangen. In Zeiten des hedonistischen Demonstrativkonsums, der kurzfristige

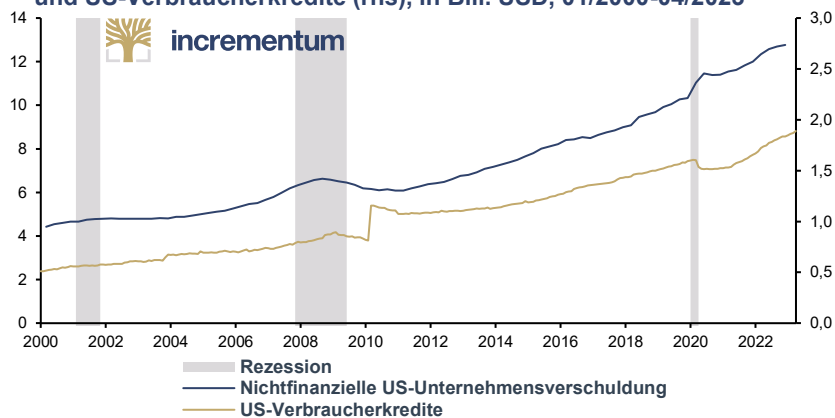
*That I'd fallen for a lie?  
You were never on my side.*  
**Billie Eilish**

*Get the US consumer right and  
everything else will take care of  
itself.*  
**Bob Farrell**

<sup>25</sup> Siehe „Status Quo der Inflationstendenz“, *In Gold We Trust-Report 2022*

endorphininduzierte Glücksmomente auslöst, sind viele Menschen nicht bereit, den Gürtel enger zu schnallen. Die Zwangsparsparnisse der Corona-Lockdowns, staatliche Unterstützungsmaßnahmen und ein verstärktes Anzapfen der Kreditkarte als Finanzierungsquelle verhindern das Unvermeidliche, das aber tatsächlich nur vorübergehend. Die nun höheren kumulierten Zinsen werden jedoch über kurz oder lang dazu führen, dass man ein noch engeres Loch in den Gürtel stanzen muss.

**Nichtfinanzielle US-Unternehmensverschuldung (lhs), in Bill. USD, und US-Verbraucherkredite (rhs), in Bill. USD, 01/2000-04/2023**



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

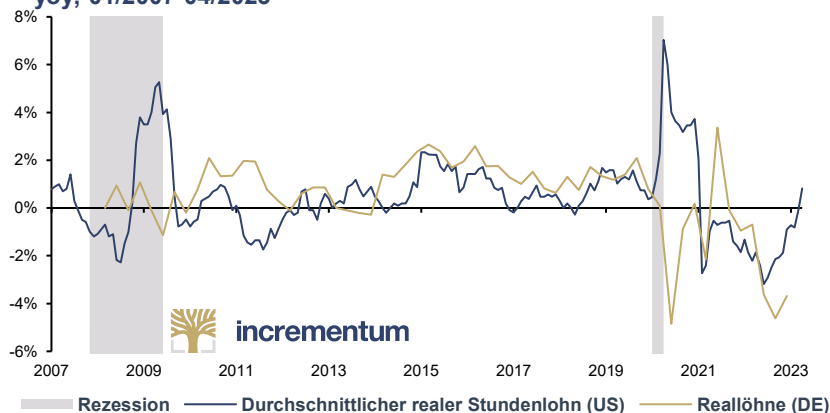


Mit freundlicher Genehmigung von Hedgely

Durch den Rückgang der Reallöhne – in manchen Ländern war 2022 nach den beiden coronabedingten Reallohnrückgängen 2020 und 2021 bereits das dritte Jahr in Folge mit sinkenden oder zumindest stagnierenden Reallöhnen – kam es zu zahlreichen Streiks, die von einem bis dato florierenden Arbeitsmarkt begünstigt wurden.

- **Verdi-Chef Wernke verteidigt Mega-Streik: „Notwendig“**
- **Major travel disruption in London due to strike action**
- **U.S. labor strikes went up almost 50% between 2021 and 2022**
- **Fünftägiger Streik in den Niederlanden**
- **Australian strike wave continues despite union suppression**
- **Thousands strike in France for higher wages**

**Durchschnittlicher realer Stundenlohn (US) und Reallöhne (DE), yoy, 01/2007-04/2023**

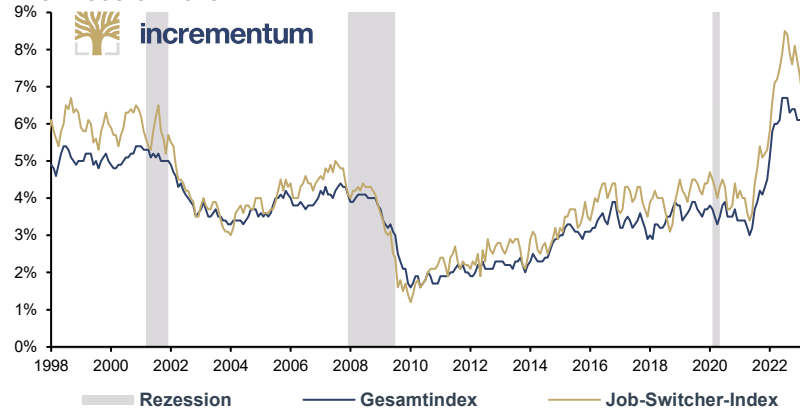


Quelle: Statistisches Bundesamt, Reuters Eikon, Incrementum AG

**In den USA konnten speziell bei einem Wechsel des Arbeitsplatzes höhere Lohnforderungen durchgesetzt werden.** Diese Prämie infolge der

Verwerfungen am Arbeitsmarkt im Zuge der Corona-Pandemie ist in den vergangenen Monaten allerdings immer stärker geschrumpft.

#### Atlanta-Fed-Wage-Growth-Tracker, 3-Monats-Durchschnitt, 01/1998-04/2023



Quelle: Federal Reserve Atlanta, Reuters Eikon, Incrementum AG

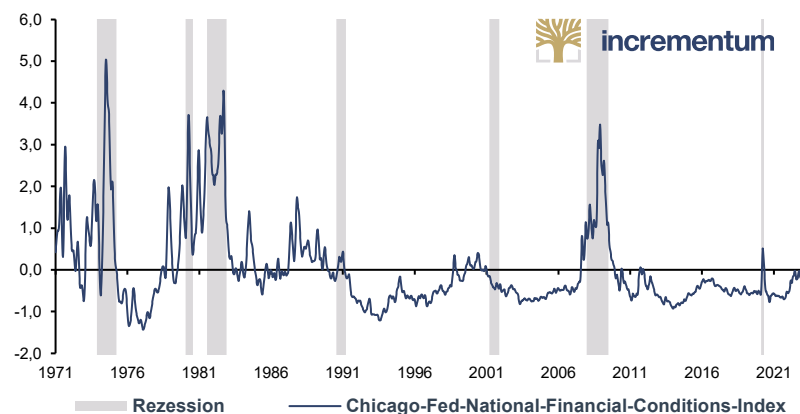
*When you try your best, you don't succeed.*

**Coldplay**

### Treasury-General-Account-Behebung

Während die Federal Reserve durch QT bestrebt ist, Liquidität aus dem System zu entfernen, hat die US-Regierung ihre Reserven bei der Federal Reserve abgebaut und damit rund 700 Mrd. USD innerhalb eines Jahres in das Bankensystem injiziert. Das Guthaben liegt auf einem Konto der Federal Reserve, dem „Treasury General Account“ (TGA). Dieser Betrag entspricht ungefähr dem Rückgang der Bilanzsumme der Federal Reserve von ihrem Höchststand im April 2022 bis zum Bankrott der „Silicon Valley Bank“ und der „Signature Bank“ im März. **Der Abbau des Guthabens auf dem TGA ist eine der Hauptursachen, warum die Finanzierungsbedingungen trotz der markanten Zinserhöhungen weiterhin expansiv sind.**

#### Chicago-Fed-National-Financial-Conditions-Index, 01/1971-05/2023



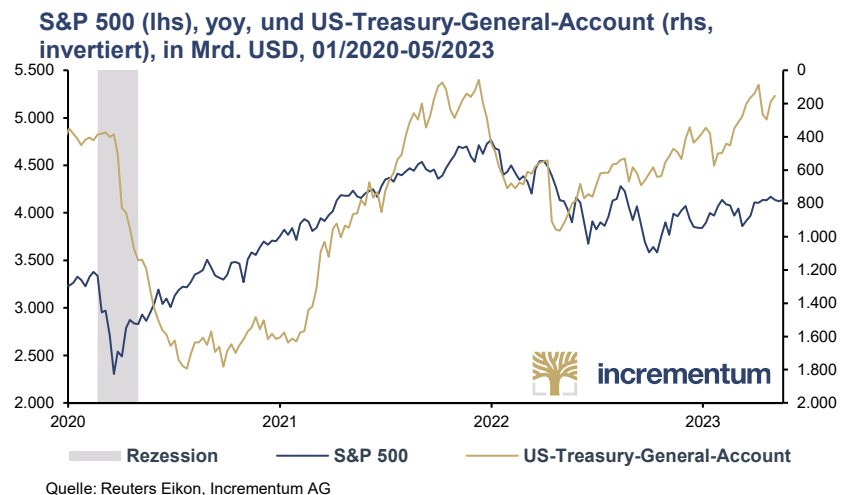
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Money doesn't grow on trees.*

**Jakob Nielsen**

**Allerdings ist dieser Cash-Account endlich, ähnlich wie die strategischen Ölreserven.** Tatsächlich befindet er sich mittlerweile sogar deutlich unter dem angestrebten Puffer von etwa 400 Mrd. USD. Sobald die Schuldenobergrenze zum 21. Mal seit der Dotcom-Blase angehoben wird, ist zu erwarten, dass ein großer Teil der Treasury-Emissionen wieder in den TGA fließt. Allgemein können Zu- oder Abflüsse im TGA einen erheblichen kurzfristigen

Einfluss, nicht nur auf die Inflation, sondern auch auf die Finanzmärkte haben. Im Jahr 2021 konnte Biden genügend Geld ausgeben, ohne dabei zusätzliche Defizite zu generieren, da die Trump-Administration nach den Lockdowns dieses Sparschwein der Regierung mit bis zu 1,8 Bill. USD gefüllt hatte. Die hohe Korrelation zwischen der Entwicklung des S&P 500 und dem TGA erkennt man anhand des nachfolgenden Charts.



## Mittelfristige inflationäre Dynamiken

### Ein Haushaltsloch wird mit einem noch größeren Haushaltsloch gestopft

„It takes two to tango“ – auch um die Konsumentenpreise zum Ansteigen zu bringen. Es gibt zwei Wege, um Verbraucherpreise dauerhaft zu erhöhen.

1. Kreditexpansion der kommerziellen Bankkredite
2. Hohe Haushaltsdefizite der Staaten, insbesondere wenn diese von Zentralbanken monetarisiert werden

Mit QE1 bis QE3 versuchten die Zentralbanken, den Bankensektor durch Anreize zur Vergabe von mehr Krediten zu ermutigen. Hierbei sollte ein Anstieg der Bankreserven diesen Prozess unterstützen. Jedoch hat sich gezeigt, dass die schleppende Kreditvergabe nicht an zu geringen Reserven lag. Obwohl die Kreditnachfrage anstieg, war sie zu gering, um andere disinflationäre Kräfte (Globalisierung, technologischer Fortschritt) auszuhebeln.

Vor der Pandemie hatte man bereits mehrere erfolglose Versuche unternommen, das Inflationsziel von 2% zu erreichen, und stand nun einer globalen Wirtschaftskrise gegenüber. **Dies führte dazu, dass die Zentralbanken und Regierungen den zweiten Weg, die enge Koordination der Geld- und Fiskalpolitik einschlugen.** Diese Umstellung kann als Paradigmenwechsel gewertet werden, den wir im *In Gold We Trust-Report 2021* als „monetären Klimawandel“ bezeichneten. Wie wir bereits vorhergesagt hatten, führte diese Maßnahme zu erheblich höheren Verbraucherpreisen.

*Nothing is easier, or more emotionally satisfying, than blaming high prices on those who charge them, rather than on those who cause them.*

**Thomas Sowell**

**Schon vor Beginn des Ukrainekrieges wurde die Rechnung präsentiert.**

Im Jänner 2022, also im Monat vor Kriegsausbruch, lag der HVPI bereits bei 5,1% und wäre auch ohne Kriegsausbruch weiter angestiegen. Trotzdem wurde in der öffentlichen Diskussion hauptsächlich Putin – das Kofferwort „Putinflation“ machte kurz die Runde – und sein Krieg, aber auch die Wiedereröffnung der Wirtschaft nach der Pandemie für die anhaltende Inflation verantwortlich gemacht. Es folgte die Gier als Hauptmotiv für die hohen Inflationsraten, von der „Gierflation“ ist weiterhin die Rede. Nicht nur die Gewerkschaften identifizieren – wie man erwarten würde – die Gier als Grund für die hohen Inflationsraten.

Sondern mit Isabel Schnabel hat auch ein Mitglied des EZB-Direktoriums – in bester „Haltet den Dieb“-Ablenkungsrhetorik – Unternehmen unterstellt, Inflationsgewinnler zu sein.

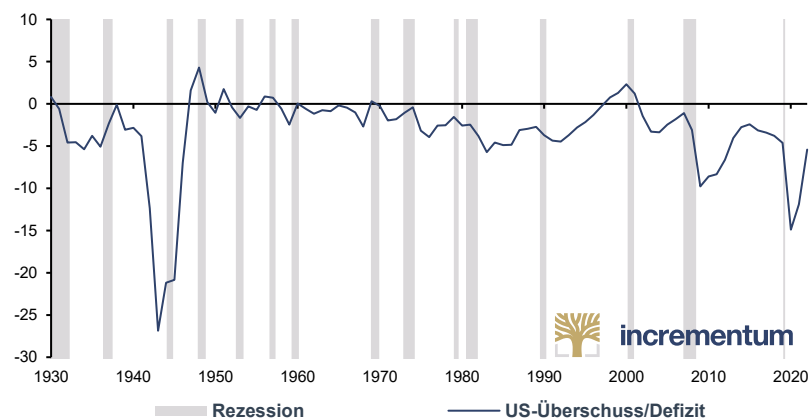
**Die Illusion, dass die Zusammenarbeit von Geld- und Fiskalpolitik soziale und wirtschaftliche Probleme lösen würde, wurde aufrechterhalten.**

Der Staat kommt heute für jeden Schaden auf und seit Corona neigen immer mehr Bürger zu einer Vollkasko mentalität. **Die meisten öffentlichen Diskussionen drehen sich daher darum, dass der Staat zu wenig und nicht zu viel macht.**

**Der zweite Weg hat also sehr „erfolgreich“ höhere Inflationsraten hervorgebracht. Andererseits bedeutet dies auch, dass eine restriktive Geldpolitik allein nicht ausreicht, um der Teuerung entgegenzuwirken.**

Stattdessen müssten die Staaten ihre Haushaltsdefizite deutlich zurückfahren. Die Wahrscheinlichkeit dafür sehen wir in etwa so hoch wie die Chance, dass der deutsche Bundeskanzler Olaf Scholz in einem Rap-Battle gegen Eminem gewinnt.

**US-Überschuss/Defizit, in % des BIP, 1930-2022**



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

**Nach dem Ende der Pandemie verzeichneten die USA die höchsten Defizite seit ihrem Eintritt in den Zweiten Weltkrieg.**

Die heutigen Defizite lassen sich nicht mit den einzigartigen Kriegskosten von damals vergleichen. Vielmehr hat die Bevölkerung eine Anspruchshaltung auf Sozialhilfe entwickelt. Wenn es nach Präsident Joe Biden gegangen wäre und das geplante „Build Back Better“-Paket im Repräsentantenhaus Zustimmung gefunden hätte, wäre das Defizit noch höher ausgefallen. Die Demokraten mussten sich mit einer abgespeckten Version begnügen, die ironischerweise „Inflation Reduction Act“ genannt wurde.



*Eine Marktwirtschaft beruht auf der allseitigen Bereitschaft zum Leisten, zum Lernen, zum Sparen und zum Investieren im eigenen Land und nicht auf neuen Umverteilungssystemen.*

**Robert Nef**

*The evidence that we are shifting, increasingly rapidly, along the continuum from a market economy towards a command economy are evident every day.*

**Russell Napier**

**In Europa ist man von dem Finanzgebaren der schwäbischen Hausfrau mittlerweile so weit entfernt wie die Stuttgarter Kickers vom Sieg in der Champions League.** Die deutsche Bundesregierung hat erst im Zuge der Pandemie den sogenannten Wirtschaftsstabilisierungsfonds auf den Weg gebracht. Infolge des Ukrainekrieges und der drohenden Energiekrise wurde der Fonds um weitere 200 Mrd. EUR aufgestockt. Ein Teil dieser Mittel wird nun für die Preisregulierung von Strom und Gas verwendet. Und auch die Militärausgaben werden massiv angehoben. Ein „Sondervermögen“ – George Orwell hätte seine Freude an diesem Begriff – von 100 Mrd. EUR für die Aufrüstung der Bundeswehr, das im Dezember 2022 verabschiedet wurde, wurde bereits im Jänner als unzureichend eingestuft. Die Umgehung der selbst auferlegten Schuldenbremse durch die Schaffung eines Sondervermögens ist vergleichbar damit, dass man aufhört Zigaretten zu rauchen und stattdessen zwei Zigarren pro Tag qualmt. **Eine solche Haushaltskosmetik wird die zunehmenden inflationären Dynamiken weiter antreiben.**

Derzeit ist kein Ende des Ukraine-Krieges in Sicht und es ist zu erwarten, dass zur Finanzierung der Aufrüstung noch zusätzliche Schulden aufgenommen werden. Die Zeit der Friedensdividende ist vorbei und ein geopolitischer Showdown wird immer wahrscheinlicher. **„War is inflationary“, wie unser diesjähriger Interviewpartner Zoltan Pozsar<sup>26</sup> in seinem Essay „War and Interest Rates“ so treffend zusammenfasste.**

### Staatliche Kreditgarantien

Im Rahmen unseres Interviews im *In Gold We Trust*-Report 2021 legte Russell Napier, der die längste Zeit über als Deflationist bekannt war, seinen inflationären Ausblick dar.<sup>27</sup> Er stützte seine Prognose unter anderem auf die folgende Argumentation: *„So for me, the crucial structural change here is that the governments are providing credit guarantees to the commercial banking system.“*

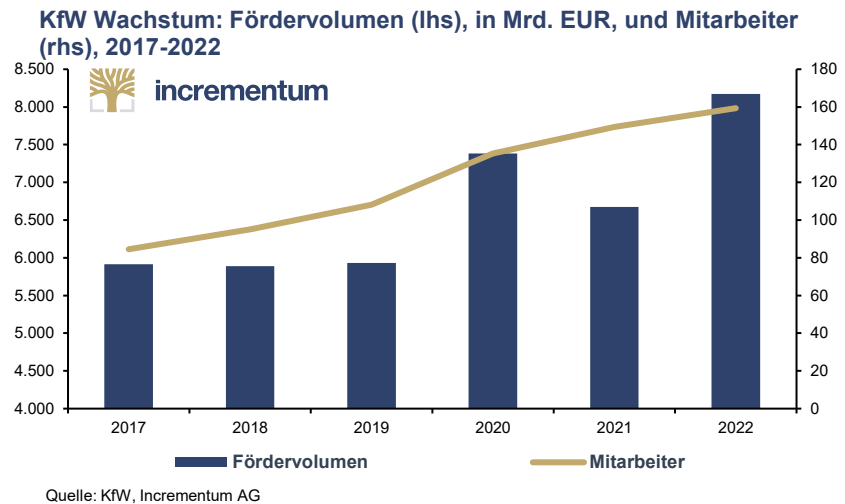
**Staatliche Garantien werden unserer Meinung nach einen erheblichen Inflationsschub auslösen.** Insbesondere seit Ausbruch der Pandemie haben staatlich garantierte Kredite eine zunehmende Bedeutung als Instrument der Wirtschaftsförderung erlangt. Der damalige Finanzminister und nunmehrige Bundeskanzler Deutschlands, Olaf Scholz, betonte seinerzeit, dass dank dieser Garantien alle wirtschaftlichen Herausforderungen bewältigt werden könnten: *„Es gibt keine Grenze nach oben bei der Kreditsumme, die die KfW (deutsche Förderbank) vergeben kann ... Wir legen alle Waffen auf den Tisch.“* Diese Aussage weckt unweigerlich Assoziationen zu Neel Kashkaris Interview in der Fernsehsendung *„60 Minutes“* im März 2020, in dem er folgende Worte äußerte: *„There is no end to our ability to do that [flooding the system with money].“*

Tatsächlich hat sich das Fördervolumen der KfW seit 2019 drastisch erhöht, von damals 77,5 Mrd. EUR auf 166,9 Mrd. EUR im Jahr 2022. Dieser signifikante Anstieg ist allen voran darauf zurückzuführen, dass dieses Instrument auch in der Energiekrise Anwendung findet. Unsere Prognose ist, dass in Zukunft direkte

<sup>26</sup> Siehe Kapitel „Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order“

<sup>27</sup> Siehe „Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far! – Exklusivinterview mit Russell Napier“, *In Gold We Trust*-Report 2021

Bailouts, Staatsgarantien und Kreditlinien der Zentralbanken zur Unterstützung der Wirtschaft weiter zunehmen werden, denn das Vertrauen in die bestehenden Institutionen muss um jeden Preis aufrechterhalten werden. Der Preis ist eine strukturell erhöhte Inflation.



*Mittelfristig wird der Kostendruck durch den grünen Übergang („Greenflation“) sicherlich stärker sein. Er wird sowohl mit der Dekarbonisierung als auch mit dem Übergang selbst zusammenhängen.*

**Christine Lagarde**

*The markets have failed to notice that the baton of reflation has passed from central bankers to governments. With the passing of that baton, so passes the era of disinflation.*

**Russell Napier**

### Anpassung des 2%-Inflationsziels und Greenflation

Im *In Gold We Trust*-Report 2022 „Stagflation 2.0“ haben wir bereits ausführlich das Zustandekommen und die Konsequenzen der „Greenflation“ diskutiert. **Der Übergang zu erneuerbaren Energien bleibt ein starker Inflationstreiber.**

Wir haben auch unsere Bedenken geäußert, dass Preisanstiege im Zusammenhang mit Investitionen zur Bekämpfung des Klimawandels möglicherweise aus dem CPI herausgenommen werden könnten. Auch wenn diese Option aktuell noch nicht diskutiert wird, halten wir das angesichts der quasi-religiösen Aufladung des Diskurses weiterhin für ein realistisches Szenario.

In ähnlicher Angelegenheit werden seit einigen Monaten immer wieder Stimmen laut, die ein höheres Inflationsziel vorschlagen. Eröffnete hatte die Diskussion Olivier Blanchard, der damalige Chefökonom des IWF, allerdings bereits 2010, als er die Anhebung des Inflationsziels auf 4% forderte. Jerome Powell hat diesen Forderungen vor kurzem eine Absage erteilt – zumindest für den Augenblick, könnte man ergänzen. Schließlich haben sich die Zentralbanken selbst in eine Zwickmühle hineinmanövriert; in den Worten von Mohamed El-Erian:

*„The world’s most powerful central bank is now confronted with two unpleasant choices next year: crush growth and jobs to get to its 2 per cent target or publicly validate a higher inflation target and risk a new round of destabilized inflationary expectations.“*

Auch der österreichische Ökonom Gabriel Felbermayr, Direktor des Wifo-Instituts, das 1927 von Ludwig von Mises und Friedrich A. von Hayek gegründet wurde, geht davon aus, dass die Notenbanken das 2%-Inflationsziel bald aufgeben werden, zumindest *de facto*. Und wie auch wir ist er der Auffassung, dass eine Inflationsrate von 2% ohne Rezession auf absehbare Zeit nicht erreichbar ist.

Obwohl ein Inflationsziel von 3% genauso sinnlos erscheint wie eines von 2%, besteht die Befürchtung, dass die Gesellschaft langsam an eine höhere Inflation gewöhnt werden soll – ähnlich wie der Frosch im Topf, der sich in langsam erhitzendem Wasser befindet.

*Die Deutschen sind so gründlich, dass sie sogar eine To-Do-Liste für ihre To-Do-Liste haben.*

**David Hasselhoff**

Deutschland verfolgte traditionell eine strikte Fiskalpolitik und kann die selbst auferlegte und verfassungsrechtlich verankerte Schuldenbremse **nur in außergewöhnlichen Notfallsituationen wie der Pandemie außer Kraft setzen**. Wir beobachten jedoch ein zunehmendes Narrativ, wonach auch der Kampf gegen den Klimawandel als solche Notfallsituation eingestuft werden könnte. Da der Klimawandel jedoch nicht innerhalb kurzer Zeit besiegt werden kann, würde dies einem lebenslangen Freifahrtschein für neue „Klima-Schulden“ gleichkommen.

Zusätzliche Initiativen wie grüne Zölle oder der EU-Klimazoll, der „**Carbon Border Adjustment Mechanism**“ (CBAM), der darauf abzielt, den Import klimaschädlicher Waren zu erschweren, werden den Inflationsdruck ebenfalls erhöhen. Mitte April hat das EU-Parlament diesem protektionistischen Vorhaben, zunächst für importierten Stahl und Zement, zugestimmt.

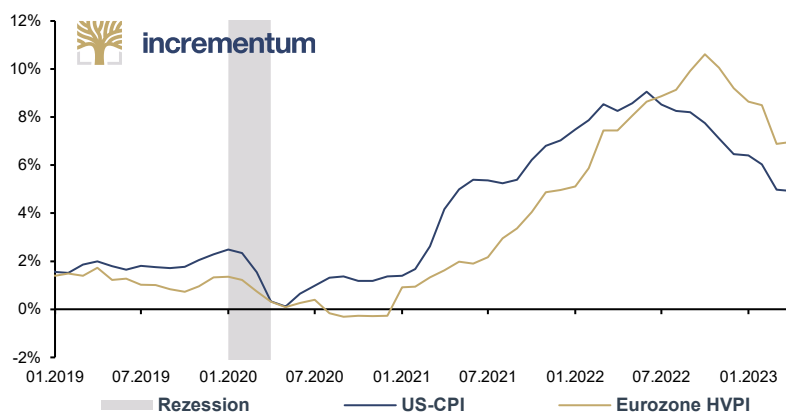
*That's what he [Putin] is trying to do, cause chaos and destroy as much of Europe as he can... This energy crisis is causing massive inflation which we have to defeat.*

**Christine Lagarde**

## Öffentliche Wahrnehmung der Verantwortung für steigende Inflation

**Wie bereits angedeutet hat der Ukraine-Krieg und die damit verbundenen Engpässe im Energiesektor die Inflation weiter verschärft, jedoch keineswegs ausgelöst.** Schließlich lag zum Kriegsausbruch die Teuerung in den USA bereits deutlich über 7%, in der Eurozone über 5%.

US-CPI und Eurozone HVPI, yoy, 01/2019-04/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Solange die offensichtliche Verbindung zwischen der Ausweitung der Geldmenge und den weit verbreiteten Preissteigerungen von den Medien und der Gesellschaft nicht erkannt wird, können Regierungsvertreter und Zentralbanker ihre Politik weiter ungestört durchführen und lediglich über die Symptome der Teuerung und deren Bekämpfung sprechen, ohne kritische Fragen fürchten zu müssen.

*Auch im Sommer 1923 argumentierten noch viele, der wesentliche Grund für die Inflation sei nicht die rotierende Notenpresse.*  
**Frank Stocker, „Die Inflation von 1923“**

Ähnliche Umstände gab es bereits in der Weimarer Republik. **Ludwig von Mises betonte**, dass zwischen 1914 und 1923 Journalisten, Ökonomen und Politiker einem gravierenden ökonomischen Irrtum unterlagen. Sie nahmen nämlich an, dass die Ausweitung der Geldmenge keine Auswirkungen auf den Anstieg der Rohstoffpreise und die Abwertung der Mark hätte. **Stattdessen wurden Zahlungsbilanzdefizite, ausländische Währungsspekulanten und Wucher für den Verfall der Mark verantwortlich gemacht.** Das Ergebnis war eine Bevölkerung, die auf Jahrzehnte hinweg geprägt war von der Währungskatastrophe der Hyperinflation 1923, und eine Bundesbank, die nach dem 2. Weltkrieg eine legendär restriktive Geldpolitik verfolgte. Hundert Jahre später fallen die Lehren, die aus der Währungskatastrophe gezogen wurden, allerdings immer stärker der Vergessenheit anheim.

Die Hoffnung stirbt bekanntlich zuletzt. Social Media und das Internet bieten insbesondere der jüngeren Generation eine Gelegenheit, sich intensiver mit der Geschichte der Geldpolitik und ihren Auswirkungen auseinanderzusetzen. Dies stellt einen vielversprechenden Anfang dar. **Dennoch sind wir noch weit von einer transparenten öffentlichen Diskussion über die tatsächlichen Ursachen der Teuerung entfernt.**

## Langfristige inflationäre Dynamiken

*The world's demographic structure passed the point of no return twenty to forty years ago. The 2020s are the decade when it all breaks apart.*  
**Peter Zeihan**

### Mehr Pensionisten, weniger Arbeitskräfte

Die öffentliche Debatte wird von Themen wie Klimawandel, Energiewende, Diskriminierung und Sozialstaat beherrscht, während die Berichterstattung über den demographischen Wandel und die damit verbundenen Herausforderungen für das Pensionssystem **unterhalb der Wahrnehmungsschwelle bleibt**. Der Anstieg der Lebenserwartung ist zweifelsohne eine erfreuliche Entwicklung. Sie stellt Staaten allerdings vor erhebliche fiskalische Herausforderungen, welche unserer Ansicht nach bisher zu wenig Beachtung gefunden haben.

Die letzten Vertreter der Babyboomer-Generation werden in den kommenden Jahren pensioniert werden – und das in einem gewaltigen Ausmaß. Dieser epochale Generationenwechsel wird u. a. folgende Auswirkungen haben:<sup>28</sup>

1. Das Angebot an Arbeitskräften sinkt.
2. Die Nachfrage nach Arbeitskräften steigt und treibt Löhne hoch.
3. Der Konsum bleibt zumindest stabil und die Pensionisten werden ihre Ersparnisse aufbrauchen, was möglicherweise zu einer höheren Umlaufgeschwindigkeit führt.
4. Der Topf, aus dem Staaten ihre Steuern und Sozialabgaben beziehen, wird immer kleiner, während gleichzeitig die Ausgaben steigen.
5. Der Weg in die „Gerontokratie“: Die steigende Anzahl der Pensionisten und die damit verbundene Erhöhung des Alters des für den Wahlsieg entscheidenden Medianwählers erhöht deren politischen Einfluss.

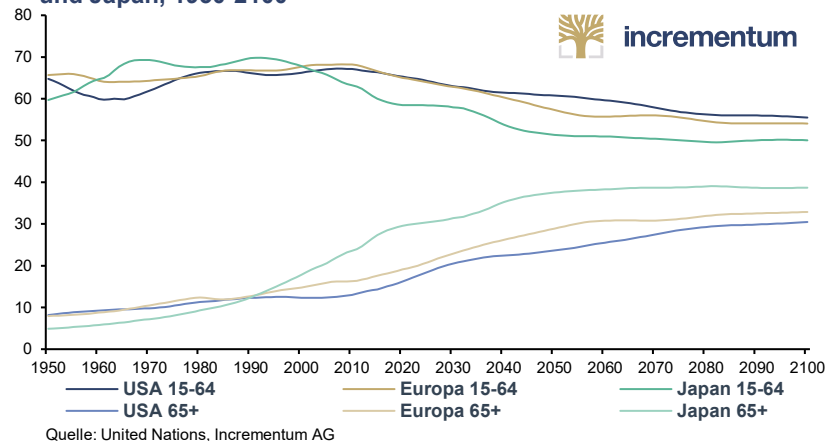
<sup>28</sup> Siehe „Die Demographie als Inflationstreiber“, In Gold We Trust-Report 2021

*I've never really wanted to go to Japan. Simply because I don't like eating fish. And I know that's very popular out there in Africa.*

**Britney Spears**

**Insbesondere Europa, Japan und – bedingt durch die mittlerweile aufgegebene Ein-Kind-Politik – China sind von diesem Problem stark betroffen.** Auch die USA sind mit einer wachsenden Anzahl an Pensionisten bei gleichzeitig stagnierender Erwerbsbevölkerung konfrontiert. Allerdings „profitieren“ die USA davon, dass die durchschnittliche Lebenserwartung im Vergleich zu anderen westlichen Ländern **deutlich niedriger ist. Vielleicht sollten wir den Konsum von Burgern, Pommes Frites und Softdrinks als inflationsminderndes Werkzeug in Betracht ziehen.**

**Bevölkerungsgruppe in % der Gesamtbevölkerung, USA, Europa und Japan, 1950-2100**



*Structural disinflationary tailwinds are morphing into persistent inflationary headwinds.*

**Henry Maxey**

**Nach dem Fall der Berliner Mauer haben die Globalisierung sowie eine vorteilhafte Demographie disinflationär gewirkt.** Viele Länder, darunter sogar die USA, konnten für einige Jahre einen Haushaltsüberschuss verzeichnen. Unsere ausgiebige Analyse im Kapitel „Die Demographie als Inflationstreiber“ im *In Gold We Trust*-Report 2021 fassten wir wie folgt zusammen:

**„Der Vorteil der Demographie ist, dass demographische Entwicklungen gut prognostizierbar sind:** Wenn man die Fertilitätsrate zu einem bestimmten Zeitpunkt kennt, ist es möglich, die Alterszusammensetzung der Bevölkerung eines Landes mit einer relativ geringen Fehlermarge Jahrzehnte in die Zukunft vorherzusagen.

*Wie wir gesehen haben, hat die Welt gerade eine Ära hinter sich, in der die demographischen und politischen Bedingungen sehr günstig für das Wirtschaftswachstum waren. Unsere Analyse deutet darauf hin, dass diese Ära nun zu Ende geht.*

*Im Ergebnis kommen wir zu dem Schluss, dass die demographischen Veränderungen der letzten Jahrzehnte eine starke – und unterschätzte – disinflationäre Kraft darstellten. Doch mit der Alterung der Welt, die in einigen Ländern wie China dramatisch ausfällt, werden sich grundlegende wirtschaftliche Entwicklungen der vergangenen Jahrzehnte umkehren. **Unter anderem wird das globale Pendel im kommenden Jahrzehnt von einer niedrigeren zu einer höheren Inflation bewegen.**“<sup>29</sup>*

<sup>29</sup> „Die Demographie als Inflationstreiber“, *In Gold We Trust*-Report 2021, S. 117ff

**Es ist nicht überraschend, dass es auf den Straßen Frankreichs wochenlang zu Ausschreitungen gekommen ist, nachdem das Pensionsalter angehoben wurde.** Proteste gehören zur Kultur Frankreichs wie Wein, Croissants und das frühe Ausscheiden von PSG in der Champions League. Doch die globalen demographischen Trends deuten darauf hin, dass dies erst der Anfang gewesen sein dürfte.

*Wenn Waren keine Grenzen überschreiten, werden es Soldaten tun.*

**Frédéric Bastiat**

## Deglobalisierung, Reshoring und Friendshoring

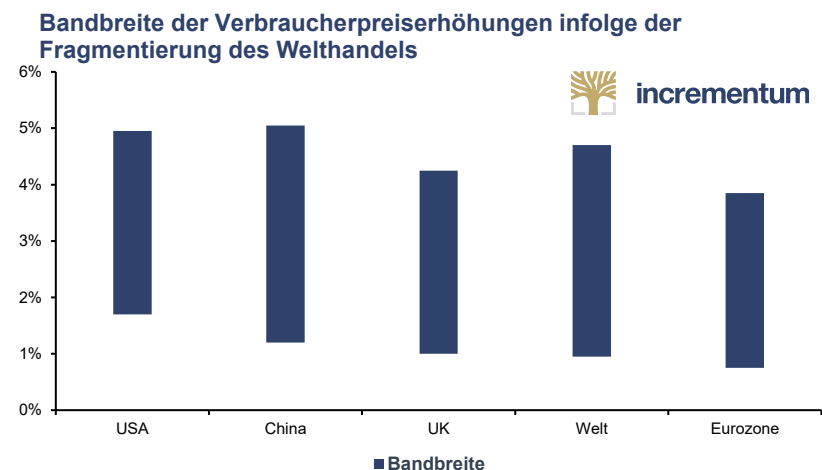
**Als Folge der Pandemie und des Ukraine-Krieges wurden immer mehr Stimmen laut, die ein Überdenken der internationalen Handelsbeziehungen forderten.** So sollen die Lieferketten diversifiziert werden, durch Rückverlagerungen verkürzt und durch den Ausbau der Handelsbeziehungen mit freundschaftlich gesinnten Ländern abgesichert werden.

Die US-Regierung hat beispielsweise den „**CHIPS and Science Act**“ verabschiedet, um die Produktion von Halbleiterchips im Inland zu fördern. Aufgrund des wesentlich höheren Lohnniveaus im Westen und des ohnehin vorhandenen Fachkräftemangels werden die Verbraucherpreise für Konsumgüter daher steigen.

*Friendshoring ist wie Outsourcing, aber mit noch mehr Verantwortung und gelegentlichem Drama.*

**Richard Branson**

Da es fast nicht möglich ist, die gesamte Produktion ins Inland zu verlagern, wird es zu einer weltweiten Fragmentierung der Wertschöpfung kommen. **Christine Lagarde ist sich dieser Fragmentierungsdynamik durchaus bewusst**, wenn also geopolitische Blöcke hauptsächlich untereinander handeln. Es wird erwartet, dass diese Deglobalisierung zu einer Erhöhung der Konsumentenpreise um bis zu 4,8% führen wird. Ob diese Inflation letztendlich in die CPI-Berechnung einbezogen wird oder ob ein Friendshoring-Anpassungsfaktor eingeführt wird, bleibt abzuwarten.



Eine Untersuchung des ifo Instituts verdeutlicht, dass Deutschland unter der Rückverlagerung nach Deutschland („reshoring“) bzw. in der Nähe Deutschlands liegender Länder („nearshoring“) wirtschaftlich besonders stark leiden würde. Das BIP würde langfristig um 9,7% bzw. 4,2% geringer ausfallen als ohne Abkehr von der Globalisierung. Selbst bei einer Verlagerung der Geschäftsbeziehungen zu „befreundeten“ Ländern, d. h. bei einer Einstellung der Handelsbeziehungen mit autoritär eingestuften Staaten, würde das BIP langfristig um 1,7% nachgeben, da der Handelsanteil mit autoritären Regimen hoch ist.

Und vielfach dürfte eine Rückverlagerung der Produktionskapazitäten ins Inland bzw. in abgeschwächter Form der Abbau der Handelsbeziehungen mit feindlich gesinnten Staaten aus praktischen Überlegungen an sehr enge Grenzen stoßen, vor allem für den Block, dem es an Rohstoffen mangelt. Denn selbst wenn neue Chip-Fabriken in den USA bzw. in der EU errichtet werden, stellt sich dann die Frage, wo die für die Produktion notwendigen Rohstoffe herkommen sollen. **Ein Blick auf die Karte mit den Exportstaaten der so genannten „Kritischen Rohstoffe“ (CRM) in die EU zeigt, dass Friendshoring das Problem in der Produktionskette nur um eine Stufe nach hinten verschiebt.**

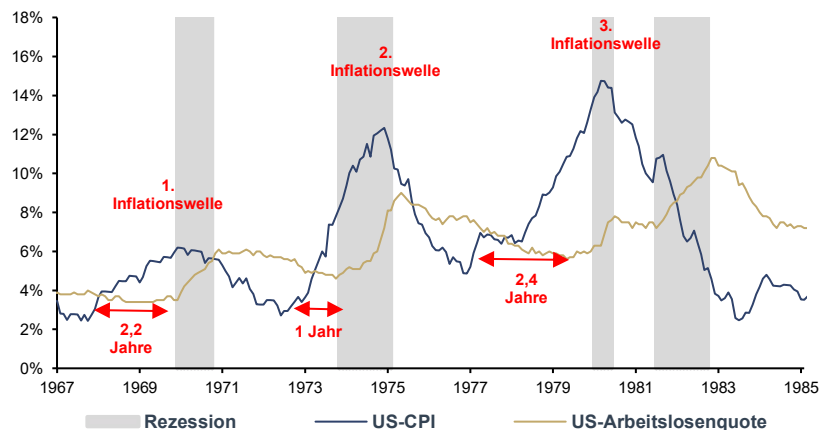
## Fazit – Höhere Inflationswellen und größere Inflationsvolatilität voraus!

*Spontaneity has its time and its place.*

**Arthur Burns**

Unter den Zentralbankern macht sich derzeit eine wachsende Angst breit, insbesondere was Vergleiche mit Arthur Burns betrifft, dem Vorsitzenden der Federal Reserve von 1970 bis 1978. Burns lag damals nicht unbedingt etwas daran, die zugrundeliegenden Ursachen der hohen Inflation zu bekämpfen, sondern er übte sich in der Symptombekämpfung. Burns Kniff, als zu volatil eingestufte Güter aus dem Verbraucherpreisindex zu entfernen, sodass **nur noch 35% des ursprünglichen Warenkorbs übrig blieben**, könnte heutzutage auch wieder Nachahmer finden. Nur wäre dann heute dasselbe Desaster wie damals vorprogrammiert – eine noch schlimmere Inflationswelle. Letztendlich konnte die Inflation erst unter Paul Volcker mithilfe einer extrem restriktiven Geldpolitik gebrochen werden.

US-CPI, yoy, und US-Arbeitslosenquote, 01/1967-12/1985



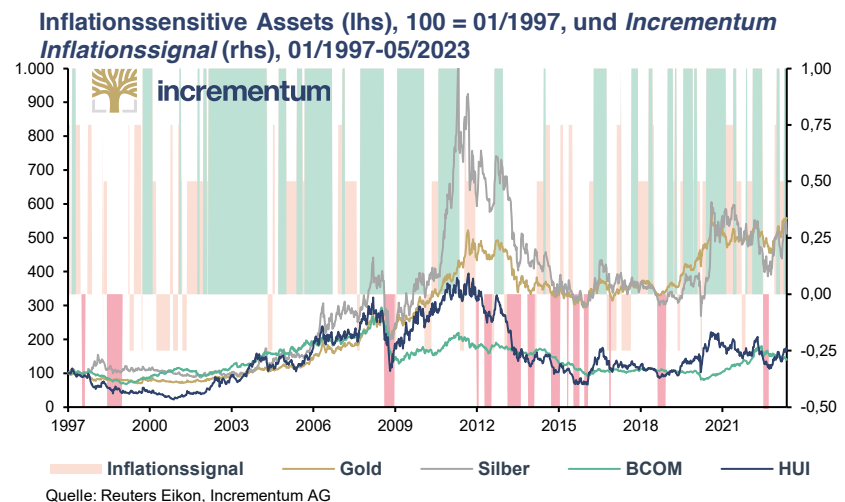
Quelle: Crescat Capital LLC, Reuters Eikon, Incrementum AG

*Ch-ch-Changes*

*Oh, look out you rock 'n rollers.*

**David Bowie**

**In unserem Basisszenario gehen wir von einer ähnlichen Entwicklung wie in den 1970er-Jahren aus.** Um die komplexe Wechselwirkung zwischen inflationären und deflationären Kräften besser zu verstehen, haben wir für unsere Inflationsschutz-Strategien unser „Incrementum Inflationssignal“ kreiert. Dieses steht seit Anfang April 2023 wieder auf seiner **Maximalausprägung und signalisiert somit mittelfristig steigende Inflationstendenzen.**



### **In der Regel signalisiert das *Incrementum Inflationssignal***

#### **Veränderungen der Inflationsdynamik bereits relativ früh.**

Für gewöhnlich dauert es einige Zeit, bis sich die Verbraucherpreisinflationszahlen tatsächlich zu drehen beginnen, da die Inflationszahlen rückwärtsgerichtet sind und im Jahresvergleich auf 12 Monate rollierend analysiert werden. So zeigte unser Signal nach dem anfänglichen disinflationären Schock infolge der Corona-Pandemie zum ersten Mal im **Juni 2020 eine steigende Inflationsdynamik an**, während die Mehrheit der Marktteilnehmer über die disinflationären Gefahren diskutierte, mit denen wir offensichtlich konfrontiert waren. Die Inflationsstatistiken nahmen erst etwa neun Monate später an Fahrt auf. **Auch Anfang Juli 2022, als die Inflationspanik ihren Höhepunkt erreicht hatte, zeigte unser proprietärer Inflationsindikator mit dem Wechsel auf seine Minimumausprägung frühzeitig die stark disinflationären Tendenzen an.** Seitdem hat sich die CPI-Inflationsrate in den USA beinahe halbiert, und sind die Inflationsraten in Europa stark rückläufig.

*A clear conclusion to draw from our analysis is that energy, iron ore, sugar, and gold are likely the best choices to hedge against a high inflation environment. That said, even in a generally high inflation environment, it is critically important that investors get the direction of inflation right.*

**Marko Papic**

#### **Das neue Inflations-Volatilitäts-Regime ist auch beim *Incrementum***

***Inflationssignal* bemerkbar.** Durch die gestiegene Inflationsvolatilität hat unser Inflationsindikator in den vergangenen 2 Jahren überdurchschnittlich viele Signaländerungen angezeigt, während die Methodik des Indikators unverändert geblieben ist.

#### **Wir sehen den strukturellen Inflationstrend, welcher zuletzt aufgrund**

**disinflationärer Kräfte wie abkühlende Konjunktur, steigende Zinsen und QT eine Pause einlegte, mittel- bis langfristig weiter intakt.** Zudem ist das aktuelle Signal auch mit unserem Basisszenario für dieses Jahrzehnt kompatibel, in dem wir aufgrund der oben genannten Faktoren weiterhin Inflationszahlen sehen, die **deutlich über dem definierten (durchschnittlichen) Zielniveau von 2% liegen, bei erhöhter Inflationsvolatilität.**



Zusammenfassend lässt sich das derzeitige Kräfterennen zwischen verschiedenen disinflationären und inflationären Gewalten folgendermaßen darstellen:

#### 2022 disinflationär, 2023 inflationär

- Das Abzapfen der „Strategic Petroleum Reserve“, die nun wieder aufgefüllt werden muss.
- Die Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft nach den Covid-Lockdowns
- Preisdeckel und vorübergehende Steuersenkungen

#### Kurzfristige disinflationäre Dynamiken

- Quantitative Tightening
- Zinserhöhungen
- Teils negatives Geldmengenwachstum
- Disinflation an Finanzmärkten und mögliche Rezession
- Straffung der Kreditvergabestandards

#### Mittel- und langfristige disinflationäre Dynamiken

- Globale Lieferkettenerholung von Lockdowns
- Technologie und Innovation

#### Kurzfristige inflationäre Dynamiken

- Höhere Zinslast (besonders auf Unternehmensseite)
- Preissteigerungs-Angebotsverknappungs-Spirale
- Entleeren des Treasury General Accounts

#### Mittelfristige inflationäre Dynamiken

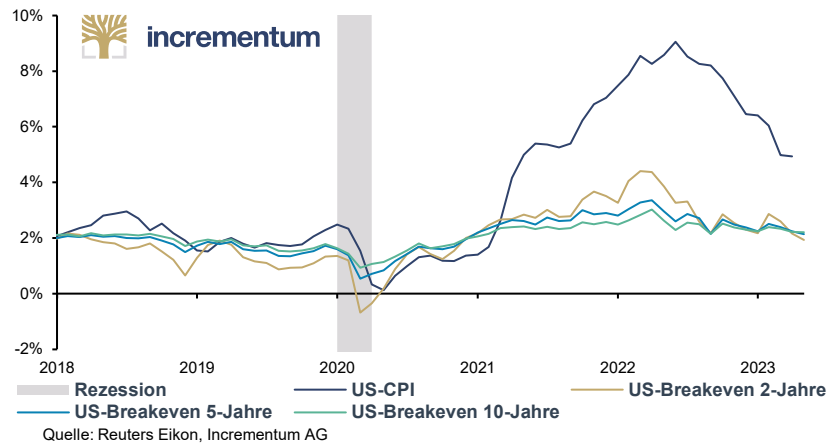
- Strukturelle Staatsverschuldung
- Zunahme an Staatsgarantien
- Mögliches Adjustieren des Inflationsziels von 2%
- Strukturelle Teuerung durch Greenflation

#### Langfristige strukturelle inflationäre Dynamiken

- Demographischer Wandel
- Deglobalisierung, Inlandsverlagerung/Friendshoring
- Zunehmend expansivere Fiskalpolitik
- Krieg

**Wie bereits im Herbst 2020 prognostizieren wir eine deutlich höhere Inflation, als es die aktuellen Break-Even-Raten nahelegen.** Wir sind der Ansicht, dass der Markt immer noch vom disinflationären Denken der „Great Moderation“ geprägt ist. Wir befinden uns nun im Abebben der ersten Inflationswelle in einer Situation, in der das Aufwärtspotential der Teuerungsrate unterschätzt wird.

US-CPI und diverse US-Breakeven Kurse, yoy, 01/2018-05/2023



*Raising rates exacerbates deficit-driven inflation. Cutting rates encourages more lending-driven inflation.*

**Lyn Alden**

**Die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer sind aktuell noch gedämpft.** Die „5 Year, 5 Year Forward Inflation Expectation Rate“ ist mit 2,27% sogar auf einem historisch niedrigen Niveau. Die Michigan-Inflationserwartungen für die nächsten fünf Jahre liegen mit 3,2% nach wie vor deutlich über der von der Federal Reserve angestrebten Zielrate von 2%. Unserer Meinung unterschätzen sowohl der Markt als auch die Konsumenten das Risiko einer zweiten Inflationsswelle.

5-Year, 5-Year-Forward-Inflation-Expectation-Rate und Michigan 5-Jahre-Inflationserwartungen, yoy, 01/2003-04/2023



*If you wish to destroy a nation you must first corrupt its currency. Thus must sound money be the first bastion of a society's defense.*

**Adam Ferguson**

**Letztendlich stellt sich für uns die Frage, wann wir die nächste Stufe der Zusammenarbeit zwischen Geld- und Fiskalpolitik beobachten werden, nicht ob.** Japan kann hier als ein Blick in die geldpolitische Zukunft dienen. Zur Kontrolle disinflationärer Kräfte auf den Finanzmärkten werden Yield-Curve-Control-Maßnahmen sowie der Bailout eines zombifizierten Marktes für Unternehmensanleihen notwendig sein, ebenso ein erneutes Eingreifen in den Markt für hypotheckenbesicherte Anleihen.

*I can spend your money better than you can.*

**Bill Clinton**

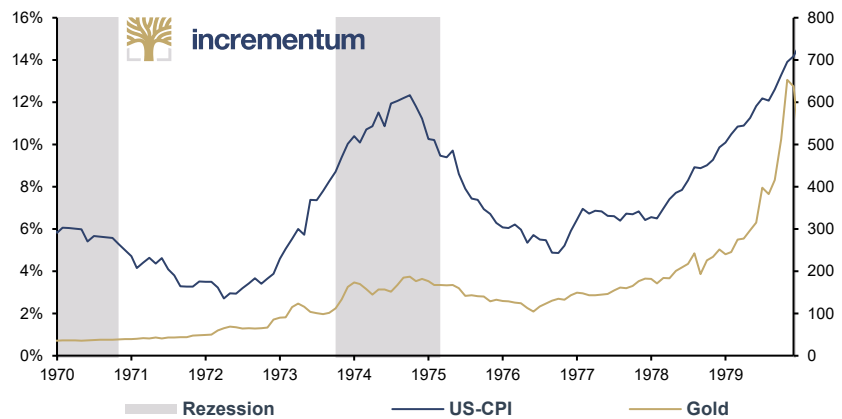
**In den 1990er-Jahren hatte die Federal Reserve durch ihre Geldpolitik noch einen erheblichen Einfluss auf die Fiskalpolitik Bill Clintons.** Alan Greenspan versprach damals, die Zinsen zu senken, wenn die Staatsdefizite reduziert werden würden – und das funktionierte. Seit Beginn der Corona-Pandemie ist jedoch ein Paradigmenwechsel festzustellen: **Die fiskalpolitische**

**Ausrichtung bestimmt nun die Geldpolitik, und Defizite, die nicht vom Markt absorbiert werden können, müssen monetarisiert werden, um ein (kräftiges) Anziehen der Yields zu unterbinden.** Die BoJ ist unter den westlichen Industriestaaten eindeutig der Meister dieses zweifelhaften Faches, doch auch die Federal Reserve ließ sich in den vergangenen Jahren nicht lumpen.

Inflation und die De-Dollarization werden in den nächsten Jahren den Appetit von Investoren nach US-Anleihen zügeln. Die Zentralbanken werden noch stärker einspringen müssen. Mittelfristig erwarten wir daher signifikant größere Bilanzen der westlichen Zentralbanken. Oder anders gesagt: die Japanisierung der (westlichen) Welt.

Eine potenzielle zweite Inflationswelle könnte dazu führen, dass die langfristigen Inflationserwartungen innerhalb der Bevölkerung aus ihrer Verankerung gerissen werden. **Anwachsender Vertrauensverlust gegenüber Fiatgeld wirkt sich bekanntlich äußerst positiv auf den Goldpreis aus.**

US-CPI (lhs), und Gold (rhs), 01/1970-12/1979



*Inflation is a regression of consciousness into unconsciousness.*

**Carl Jung**

**Fest steht: Es gibt zahlreiche Anzeichen dafür, dass der Showdown zwischen disinflationären und inflationären Kräften mittel- bis langfristig zugunsten einer weiteren Welle der Teuerung entschieden werden wird.** Kurzfristig überwiegen unserer Meinung nach jedoch die disinflationären Kräfte. Inflationsgeschützte Investoren werden sich von volatileren Inflationswellen treiben lassen können. Für alle anderen heißt es: möglichst lange die Luft anhalten.

# KARORA

RESOURCES

## GROWING GOLD PRODUCER

Mining for a sustainable future !

- **TSX**-listed gold producer operating in the top-tier mining jurisdiction of Western Australia.
- Karora is growing its gold production through a self-funded growth plan while increasing **by-product nickel** production from its flagship **Beta Hunt Mine**.



- Karora has a proven, experienced management team with a solid track record of operational delivery and building shareholder value.
- Karora is proud to be the **world's first carbon-neutral gold producer** and maintains a solid commitment to being a safety-first operator and an ESG leader amongst its peers.



TSX : **KRR**

OTCQX : **KRRGF**

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

# Status Quo der Goldnachfrage

*Colossal gold buying from central banks, that's the big standout headline from the gold market in 2022.*

John Reade, Chef-Marktstrategie des „World Gold Council“

- Im Jahr 2022 wurden mit 1.136 t die höchsten Goldkäufe der Zentralbanken seit dem Aufzeichnungsbeginn 1950 getätigt. Den größten Zuwachs ihrer Reserven meldete die Türkei mit 148 t.
- Im November und Dezember 2022 kündigte die PBoC offizielle Goldkäufe von insgesamt 62 t an, wodurch sich ihre Goldreserven auf insgesamt über 2.000 t erhöhten. China blieb auch im ersten Quartal 2023 auf der Käuferseite und stockte um weitere 58 t auf.
- Ägypten (47 t), Katar (35 t), Usbekistan (34 t), Irak (34 t), Indien (33 t), die Vereinigten Arabischen Emirate (25 t), Oman (2 t), die Kirgisische Republik (6 t), Tadschikistan (4 t), Ecuador (3 t), die Tschechische Republik (1 t) und Serbien (1 t) haben ihre Goldreserven ebenfalls erhöht.
- Die Barren- und Münznachfrage verzeichnete in den westlichen Ländern ein Rekordjahr.
- Wir erwarten, dass die Gesamtnachfrage nach Gold robust bleiben wird, wobei die Investorennachfrage das Zünglein an der Waage sein könnte.
- Die Gold-ETFs verzeichneten zwar weiterhin Abflüsse, diese verlangsamten sich allerdings von 2022 und bis ins Jahr 2023 hinein.

*I don't follow the records, but the records follow me so it's good.*

**Cristiano Ronaldo**

**Wir werden uns nun den wichtigsten Entwicklungen auf der Nachfrageseite zuwenden, wobei unser Schwerpunkt auf der Goldnachfrage der Zentralbanken und der Nachfrage der Investoren liegt.** Für weitere Einblicke empfehlen wir die „Gold Demand Trends“ des World Gold Councils (WGC), die immer ein Studium wert sind.

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

**Simon Mikhailovich**

Zunächst sollten wir uns daran erinnern, warum Zentralbanken eigentlich Gold als Reserve halten. Der IWF veröffentlichte im Jänner 2023 eine Studie mit dem Titel „Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?“. **In diesem Artikel heben die Autoren, darunter der renommierte Wirtschaftshistoriker Barry Eichengreen, zwei mögliche Erklärungen dafür hervor, warum die Goldnachfrage der Zentralbanken im letzten Jahrzehnt zugenommen hat:**

- **Erstens** gilt Gold in Zeiten großer wirtschaftlicher, finanzieller und geopolitischer Unsicherheit und in Zeiten niedriger Renditen für Reservewährungen als sicherer Hafen und begehrtes Reserveasset.
- **Zweitens** wird Gold als sichere und wünschenswerte Reserve angesehen, wenn Länder Finanzsanktionen unterliegen und wenn finanzielle Assets möglicherweise eingefroren und beschlagnahmt werden.

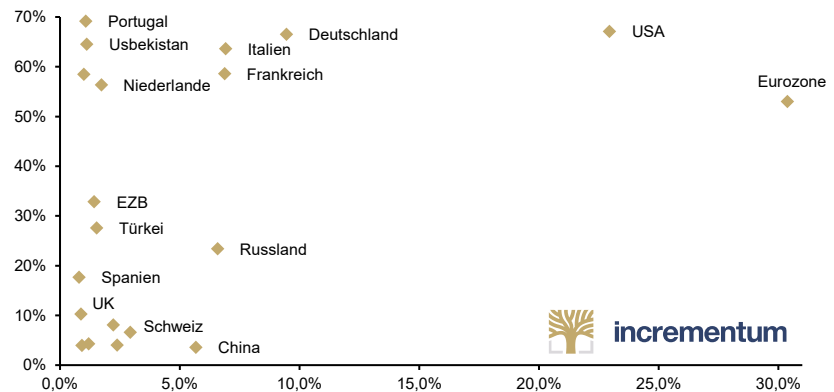
*They carry gold, not paper dollars.*

**The Good, the Bad and the Ugly**

Der jüngste „Annual Central Bank Survey“ des WGC nennt auch die zwei Hauptgründe für die Entscheidung der Zentralbanken, Gold als Reserve zu halten: **die Performance von Gold in Krisenzeiten und seine Rolle als langfristiges Wertaufbewahrungsmittel.** Bevor wir uns mit den Entwicklungen des Jahres 2022 und von Q1/2023 befassen, werfen wir einen Blick auf die längerfristige Entwicklung der Goldnachfrage der Zentralbanken.

**Unter allen Ländern halten die USA weiterhin mit Abstand die größte Menge Gold, gefolgt von Deutschland, Italien, Frankreich, Russland und China.** Während der Goldbestand einen überwiegenden Teil der Währungsreserven dieser westlichen Nationen ausmacht, liegt der Prozentsatz der Goldreserven im Verhältnis zu den gesamten Reserven Russlands und Chinas lediglich bei knapp 24% bzw. 3,5%, obwohl insbesondere diese beiden Nationen in den letzten Jahren vermehrt Gold als Reserve-Asset nachgefragt haben.

**Goldreserven, in % der offiziellen globalen Goldreserven (x-Achse), und in % der Währungsreserven (y-Achse), Q4/2022**



Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG

**Die wichtigsten Entwicklungen 2022 und in Q1/2023**

*Gold is the perfect piggy bank – it's the anchor of trust for the financial system. If the system collapses, the gold stock can serve as a basis to build it up again. Gold bolsters confidence in the stability of the central bank's balance sheet and creates a sense of security.*

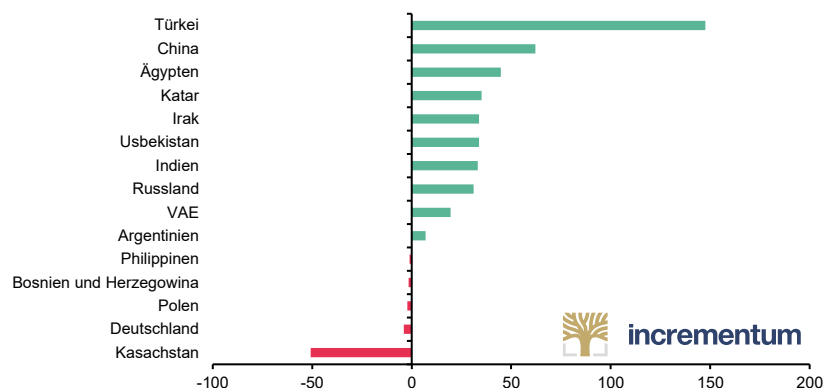
**De Nederlandsche Bank**

**Es kommt nicht oft vor, dass wir in der Goldbranche parabolische Entwicklungen sehen. Die Goldkäufe der Zentralbanken im Jahr 2022 sind ein solches Ereignis.** Nach Angaben des World Gold Council verzeichneten die Zentralbanken 2022 Zuflüsse von 1.136 t. Das ist ein Anstieg um 145% gegenüber den Nettozuflüssen von 463 t im Jahr 2021. **Dies ist auch ein neuer Jahresrekord und liegt erstaunliche 70% über dem bisherigen Rekordjahr 2019**, als die Zentralbanken netto 668 t zukaufen.

**Auffällig ist, dass die meisten Käufe in der zweiten Jahreshälfte erfolgten, was darauf hindeutet, dass dies eine direkte Reaktion der Zentralbanken auf das Einfrieren der russischen Devisenreserven gewesen sein dürfte.**

**Der größte Goldkäufer im Jahr 2022 war die Türkei, die ihre Reserven um 148 t auf 542 t erhöhte.** Die Türkei kämpft seit einigen Jahren mit einer hohen Inflation und einer schwachen türkischen Lira und hat Gold gekauft, um den Devisenbedarf der Zentralbank zu decken. Indien hat seine Goldreserven im Vorjahr um 33 t ausgebaut, 2021 waren es noch 77 t gewesen.

### Goldkäufe/-verkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 2022



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*A good lawyer, just like a good poker player, must always keep his cards close to his chest.*

**Mallika Nawal**

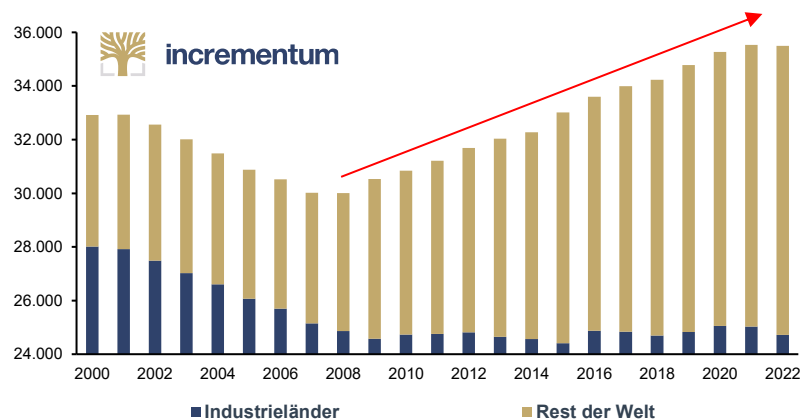
**Es kommt häufig vor, dass die PBoC lange Zeit keine Käufe tätigt und dann plötzlich einen starken Anstieg der Reserven verkündet.** Das deutet darauf hin, dass die PBoC zwar möglicherweise fortlaufend zukaufte, aber über ihre Zukäufe nur in unregelmäßigen Abständen berichtet.<sup>30</sup> Die PBoC möchte nun aber der Welt zeigen, dass sie Gold kauft, um mit dem Westen gleichzuziehen, um die Internationalisierung des Renminbis zu unterstützen und um sich vom US-Dollar zu lösen. Andererseits will sie nicht zu viel preisgeben, sonst würde sie den Goldmarkt erschüttern und den Preis in die Höhe treiben, was vorerst nicht in ihrem Interesse liegt.

*It's no coincidence that China has just started to publish their gold purchases again. They are putting the world on notice that they have an international currency.*

**Willem Middelkoop**

**Das letzte Mal, dass China eine Aufstockung seiner Goldreserven bekannt gab, war im September 2019, als die PBoC 5,91 t Gold hinzufügte.** Dies geschah, nachdem die chinesische Zentralbank über 10 Monate hinweg angegeben hatte, zwischen Dezember 2018 und September 2019 insgesamt 105,8 t Gold gekauft zu haben. Im November und Dezember 2022 kamen 62 t hinzu. In Q1/2023 setzten sich die Käufe fort und weitere 58 t gelangten in das Eigentum der PBoC.

### Globale Zentralbanken-Goldreserven, in Tonnen, Q4/2000-Q4/2022



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

<sup>30</sup> Siehe „Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten und der drohende Showdown mit dem Westen“ in diesem In Gold We Trust-Report.



*Central Bank demand will become the main driver of this next bull market. In the 1980s, gold as a percentage of reserves was 75%+. Will it go back to that level? Probably not. But it could easily double to 40% over the next decade.*

**Kevin Muir**

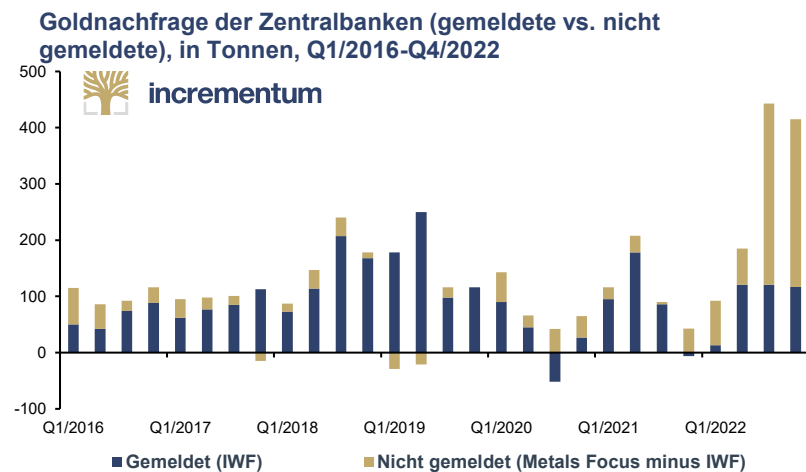
*There are mysteries to the universe we were never meant to solve.*

**Optimus Prime**

*What can investors do? For once, the old trope may not be ill advised: buy gold. Many of the world's central banks will surely be doing it.*

**Jon Sindreu**

**Aufmerksamen Lesern wird auffallen, dass die von den Zentralbanken gemeldeten Zahlen, d. h. 584 t, weit unter der von den Zentralbanken insgesamt gekauften Menge, d. h. 1.136 t, liegen.** Auf diese auffällige Diskrepanz hingewiesen, antwortete Shaokai Fan, ein Vertreter des World Gold Council, vor kurzem in einem Interview: *„We know who those central banks are, but we will never front run a central bank in reporting their gold purchase.“*



**Interessanterweise scheint die Nichtmeldung von Käufen ein neuer Trend unter den Zentralbanken zu sein, und wir können nicht umhin, uns zu fragen, um wen es sich handelt.** In Anbetracht der großen Summen, die gekauft wurden, und der aktuellen geopolitischen Unruhen müssen auf der potenziellen Liste große Nationen stehen.

**Die starke Nachfrage der Zentralbanken setzte sich auch im Jahr 2023 fort, wobei sich die Käufe der Zentralbanken in Q1/2023 auf 228 t summierten. Das stellt einen neuen Rekord für Käufe in einem ersten Quartal dar und liegt 34% über dem bisherigen Rekord aus dem Jahr 2013.** Auf vier Zentralbanken entfiel der Großteil der gemeldeten Käufe in Q1/2023. Der größte Einzelkäufer war die „Monetary Authority of Singapore“ (MAS) mit 69 t. Die PBoC kaufte weitere 58 t, die Türkei 30 t und Indien 7 t. In Q1/2023 kam es auch zu bescheidenen Verkäufen von Goldreserven durch Zentralbanken, wobei Kasachstan (-20 t) und Usbekistan (-15 t) die größten Verkäufer waren. Diese beiden Länder kaufen Gold im Inland und gehören – wie bereits erwähnt – zu den größten Goldhaltern gemessen an den Reserven.

## Investmentnachfrage nach Gold

**Wir werden nun die Anlegernachfrage näher betrachten. Dabei werden wir uns insbesondere auf die Nachfrage der Privatanleger und der ETFs konzentrieren.** Im Jahr 2022 hat Gold gezeigt, wie sich seine verschiedenen Angebots- und Nachfragequellen gegenseitig ausgleichen.

### Weltweite Investmentnachfrage, 2021-2022

	2021	2022	yoy
<b>Anlage</b>	<b>1.001,9</b>	<b>1.106,8</b>	<b>10%</b>
Barren und Münzen	1.190,9	1.217,1	2%
Indien	186,5	173,6	-7%
China	285,5	218,2	-24%
Gold ETFs	-189,0	-110,4	-

Quelle: Metals Focus, World Gold Council, Incrementum AG

Die Nachfrage nach Barren und Münzen („Bar and Coin“) war in der zweiten Jahreshälfte besonders stark, wobei die Nachfrage in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen jeweils rund 340 t erreichte. **Der Wunsch, das Vermögen angesichts der weltweiten Inflation zu sichern, blieb ein wichtiger Anreiz für den Kauf von Gold.**

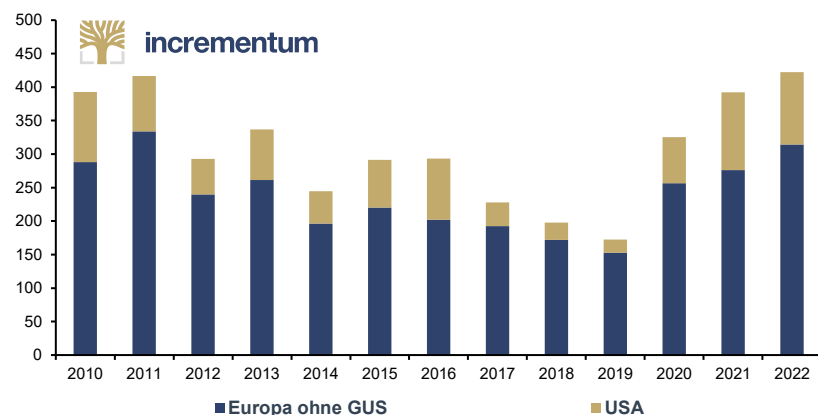
*Inflation will prove intractable because the central bankers cultivate it, Wall Street needs it and the voters elect it.*

**James Grant**

Die Barren- und Münznachfrage in China ist im Gesamtjahr 2022 um 24% auf 218 t gesunken, was hauptsächlich auf coronabedingte Beschränkungen während des gesamten Jahres zurückzuführen ist. In Indien sank die Barren- und Münznachfrage um 7% auf 174 t, da das Jahr 2021 außergewöhnlich stark war und die Schmucknachfrage im Vordergrund stand. In der Türkei (+38%) und im Nahen Osten (+42%) war die Nachfrage nach Barren und Münzen aufgrund der hohen Inflation und der Abwertung der Landeswährung robust, insbesondere im Iran und in Ägypten.

**Im Jahr 2022 wurde ein historischer Höchststand in der Nachfrage nach Barren und Münzen durch Anleger im Westen erreicht.** Der Erwerb von Goldbarren und -münzen in den USA und Europa zusammen belief sich auf 427 t und übertraf damit den bisherigen Höchststand von 416 t aus dem Jahr 2011. Die Nachfrage von Anlegern in Europa legte um 14% auf 314 t zu. In Deutschland und bestimmten Teilen Osteuropas, insbesondere in Polen, wurden große Käufe getätigt, die durch die anhaltende Sorge vor einer hohen Inflation, einer möglichen Rezession, dem anhaltenden Russland/Ukraine-Konflikt und den lokalen Währungsschwankungen unterstützt wurden.

### Goldnachfrage westlicher Privatanleger, in Tonnen, 2010-2022



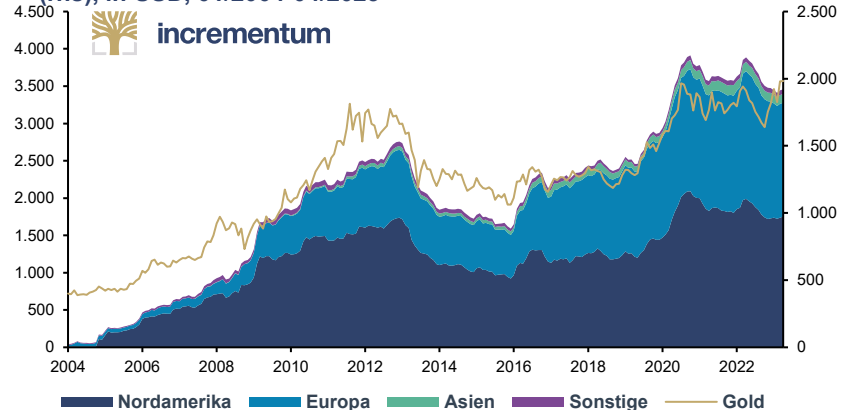
Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*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**

**Im Jahr 2022 verzeichneten wir einen Rückgang der Bestände in Gold-ETFs um 3% (110 t bzw. 3 Mrd. USD).** Obwohl die Nachfrage nach diesen Produkten in den ersten vier Monaten des Jahres 2022 aufgrund des erhöhten geopolitischen Risikos sprunghaft anstieg, wurden die Gewinne allmählich wieder abgegeben, als die Zinserhöhungen der Zentralbanken die Wirtschaftsschlagzeilen zu dominieren begannen. Fonds, die in Nordamerika (-75 t) und China (-21 t) notiert sind, verzeichneten den größten Nachfragerückgang, während europäische Fonds (-15 t) etwas geringere Abflüsse verzeichneten.

**Kumulierte ETF-Bestände nach Region (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2004-04/2023**



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

## Exkurs: Eine völlig neue Art von Münze – das Crypto Vreneli



Bildnachweis: philoro

**Gold gilt oft als altmodisch, langweilig und wenig innovativ.** So kann man sich täuschen. **Unsere Freunde von philoro haben eine völlig neue Art von Goldmünze vorgestellt.** Das Gold Vreneli ist eine Schweizer Münze, die von 1897 bis 1949 geprägt wurde und eine beliebte Anlagemünze in der Schweiz ist. Es ist für seine Reinheit und sein hochwertiges Design bekannt.

**Philoro hat dieses Konzept nun für das digitale Zeitalter wiederbelebt.** Die limitierte Auflage des **Crypto Vreneli** ist eine zeitgemäße Interpretation der traditionellen Goldmünze. Das innovative Produkt verbindet Tradition und Avantgarde und spricht Menschen an, die Weltoffenheit, Zukunftsorientierung und die Investition in inflationsgeschützte Werte wie Gold schätzen.

*Thinking ahead is highly valued in Swiss everyday life, whether you are making plans, or catching a bus.*

**Margaret Oertig-Davidson**

Das Crypto Vreneli kombiniert eine traditionelle Goldmünze mit der NFT-Technologie. Es handelt sich um eine Goldmünze, die mit einem NFC-Chip ausgestattet ist. Wird sie mit einer mobilen App gelesen, verweist sie auf einen digitalen Vermögenswert in einer Blockchain, der unveränderlich und nicht austauschbar ist. **Diese neue Goldmünze ist die Verschmelzung von zwei Anlegeklassen: physisch und digital, was sie zur weltweit ersten „Phygital Asset Coin“ (PAC) macht.** Diese Innovation wird in der Schweiz gefertigt und dürfte die Aufmerksamkeit von Investoren, Technikfreaks und Kunstsammlern gleichermaßen auf sich ziehen.

*Man sollte entweder ein Kunstwerk sein, oder ein Kunstwerk tragen.*

**Oscar Wilde**

*It is always the same: women bedeck themselves with jewels and furs, and men with wit and quotations.*

**Maurice Chevalier**

*If India sneezes, the gold industry will catch a cold.*

**Ajay Mitra, World Gold Council**

Am 31. März 2023 hat Philoro eine limitierte Auflage von 100 Crypto Vreneli aufgelegt. Jedes Crypto Vreneli wird zunächst als physische Goldmünze verkauft, die in einer Sammlerbox verpackt ist. Der NFT des Crypto Vreneli wird in einer mit der Münze verknüpften digitalen Ethereum-Wallet gespeichert.

Diese Münzen sind in den Philoro-Onlineshops mit Liefermöglichkeiten in die Schweiz, nach Österreich und Deutschland sowie in den 16 Philoro-Geschäften in Europa erhältlich. Jede Münze besteht aus reinem Gold und wiegt 31,1 Gramm.

## Schmucknachfrage nach Gold

**Die weltweite Schmucknachfrage ging um 3% auf 2.086 t zurück, was auf die sehr schwache chinesische Nachfrage zurückzuführen ist, die mit nur 571 t (-15%) um 113 t unter dem Zehnjahresdurchschnitt lag.** Grund dafür sind vorrangig die extrem strengen Maßnahmen der chinesischen Zero-Covid-Politik.

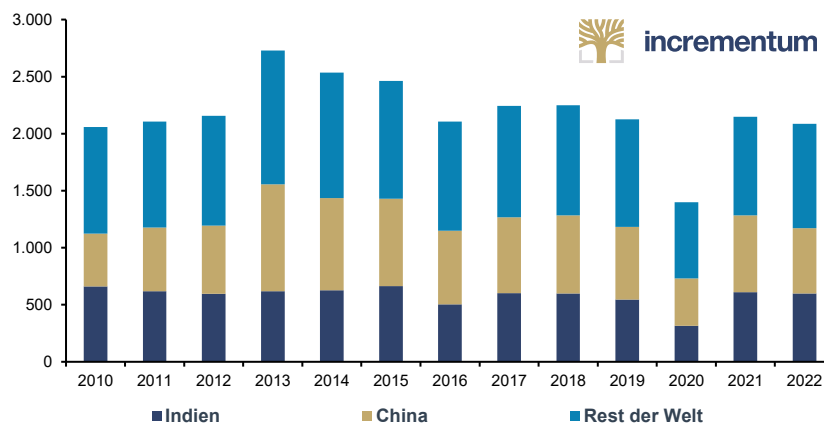
Außergewöhnlich stark war die Nachfrage dagegen im Nahen Osten (+15%), in der Türkei (+8%) und in Südostasien, wo in fast allen Ländern eine erhöhte Nachfrage zu verzeichnen war, insbesondere in Vietnam (+51%) und Thailand (+17%).

Trotz eines Rückgangs um 4% blieb die US-Schmucknachfrage mit 144 t im Jahr 2022 robust. Der Rückgang war vor allem in der zweiten Jahreshälfte zu beobachten, was auf den Wegfall staatlicher Unterstützungspakete und eine Verlagerung der Verbraucherausgaben von Luxusgütern auf Dienstleistungen zurückzuführen ist. Auch die drohende Rezession im Inland trug zu dem Rückgang in Q4/2022 bei. Die Nachfrage ging im Vorjahresvergleich um 5% auf 51 t zurück. Die Nachfrage blieb jedoch über dem Vor-Pandemie-Niveau. Zudem ist zu bedenken, dass 2021 die Nachfrage außergewöhnlich stark war. Der solide US-Arbeitsmarkt und das Weihnachtsgeschäft stützten die Nachfrage in Q4/2022.

Im Gegensatz dazu stieg die europäische Schmucknachfrage im vergangenen Jahr um 4% auf 71 t und erreichte damit fast das Niveau vor der Pandemie. Allerdings ging die Nachfrage in Q4/2022 im Jahresvergleich um 5% auf 31 t zurück und beendete damit die sechs aufeinanderfolgenden Wachstumsquartale. Der Rückgang war hauptsächlich auf erhebliche Verluste im Vereinigten Königreich zurückzuführen, wo die schwache Konjunktur die Auswirkungen der Lebenshaltungskostenkrise noch verstärkte.

**Trotz eines Rückgangs der Nachfrage in Indien um 2% im Jahr 2022 war die jährliche Gesamtmenge von 600 t stark und entsprach dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre.** Die Nachfrage in Q4/2022 ging im Jahresvergleich um 17% zurück, allerdings im Vergleich zum Rekordhoch in Q4/2021. Höhere Preise führten auch zu einem höheren Recyclingvolumen.

### Globale Goldschmucknachfrage, in Tonnen, 2010-2022



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*The first splurge that I did, I bought, like, an \$80,000 watch, but that's because I'm a rapper. I need jewelry.*

**Cardi B**

**In Q1/2023 zog die Schmucknachfrage in China wieder an, während in Indien die Käufe zurückgingen.** Dies könnte auf die hohen und schwankenden Goldpreise zurückzuführen sein, die für die indischen Verbraucher eine Herausforderung darstellen.

### Globale Goldschmucknachfrage, Q1/2022-Q1/2023

	Q1/2022	Q1/2023	yoy
Weltweite Nachfrage	475,3	477,9	1%
Indien	94,2	78,0	-17%
China	177,4	197,7	11%

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

## Fazit

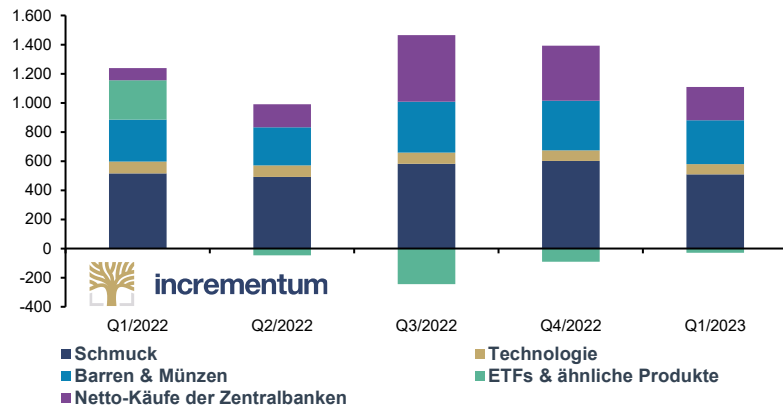
*Given the unattainability of perfect robustness, we need a mechanism by which the system regenerates itself continuously by using, rather than suffering from, random events, unpredictable shocks, stressors, and volatility.*

**Nassim Nicholas Taleb**

**Die starke Goldnachfrage im vergangenen Jahr und in Q1/2023 ist auf die Kauflust der Zentralbanken, eine robuste Schmucknachfrage und die verstärkte Nachfrage nach Barren und Münzen zurückzuführen.**

Mit Blick in die Zukunft gehen wir davon aus, dass die Zentralbanken ihre hohe Goldnachfrage aufrechterhalten werden. Da China die Corona-Pandemie inzwischen hinter sich gelassen hat, ist auch mit einer weiteren Erholung der Schmucknachfrage zu rechnen.

### Globale Goldnachfrage nach Sektoren, in Tonnen, Q1/2022-Q1/2023



Quelle: Metals Focus, World Gold Council, Incrementum AG

*Eagles ignore weather reports because they can fly above any storm.*

**Matshona Dhlwayo**

Die Ereignisse des Jahres 2022 haben die bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit von Gold deutlich gemacht. Während die Nachfrage in einigen Märkten zurückgegangen ist, hat sie auf anderen Märkten angezogen. **Wir werten dies als klares Zeichen für einen robusten und gesunden Markt.** Die Eigenschaft von Gold, wechselnden Umständen zu trotzen und ein zuverlässiges Wertaufbewahrungsmittel zu bleiben, ist ein Beweis für seine anhaltende Attraktivität bei Anlegern und Verbrauchern gleichermaßen. **Das Zünglein an der Waage wird unserer Meinung nach die Investorennachfrage sein.**

# WE ARE TRUSTED TO UNLOCK THE FULL BENEFITS OF THE MATERIAL WE MINE FOR ALL THOSE INVESTED

**WE PRODUCE**  
1.5Moz of gold annually  
at industry-low costs of  
**<\$930/oz**

**WE DISCOVER**  
3Moz of gold annually  
for less than  
**\$25/oz**

**WE RETURNED**  
**\$212/oz**  
to shareholders  
in 2022

Find out more about our attractive shareholder returns program at  
[endeavourmining.com/investors](https://endeavourmining.com/investors)



LSE:EDV  
TSX:EDV

# Fazit: Status Quo

*To understand the path of inflation from here, we will have to read more history.... if trust drove globalization, and globalization drove “The Great Moderation”, distrust will drive de-globalization, and de-globalization “The Great Reflation”.*

Zoltan Pozsar

- Wie wir bereits im *In Gold We Trust*-Report 2021 prognostiziert hatten, hat die Inflation 2022 deutlich angezogen. Der Goldpreis in US-Dollar entwickelte sich angesichts dessen allerdings weniger erfreulich. Seit Jahresbeginn ist Gold jedoch in allen Währungen, so auch in US-Dollar, deutlich im Plus.
- Die säkulare Rohstoffhausse ist intakt, legt aktuell jedoch eine Verschnaufpause ein. Gestützt wird der Commodity-Sektor durch fehlende CAPEX im Zuge des Bärenmarktes, zunehmende geopolitische Spannungen und höhere Umweltauflagen.
- Weitere substanzielle Zinserhöhungen sind nicht zu erwarten. Dies liegt vor allem an der heraufziehenden Rezession, der drohenden Schuldenkrise und der entlastenden Wirkung der Inflation auf die öffentlichen Haushalte.
- Gold erfreut sich bei den Zentralbanken einer historisch hohen Nachfrage. Wir erwarten, dass dieser Rekord jedoch nicht lange Bestand haben wird und schon dieses Jahr neuerlich gebrochen werden könnte.
- Ist Gold nun bereits zu teuer? In einer inflationsbereinigten Betrachtung ist das reale Allzeithoch aus dem Jahr 1980 von mehr als 2.546 USD noch weit entfernt.
- Das beliebte Gold/Wiesnbier-Ratio ist trotz massiver Preissteigerungen beim Oktoberfestbier sogar leicht auf 123 Maß Bier pro Unze Gold gestiegen. Auf dem Trockenen sitzt der goldaffine Bierliebhaber selbst in Zeiten der Inflation also nicht.
- Unser neues iPhone/Gold-Ratio zeigt die langfristige Stärke von Gold. Musste man für das erste iPhone im Jahr 2007 0,92 Unzen Gold zahlen, sind es aktuell nur mehr 0,75 Unzen, und das, obwohl sich die technische Ausstattung des iPhones in den letzten 15 Jahren massiv verbessert hat.



**Nach unserer Tour de Force durch das vielfältige Golduniversum wollen wir die wichtigsten Gedanken abschließend noch einmal zusammenfassen.**

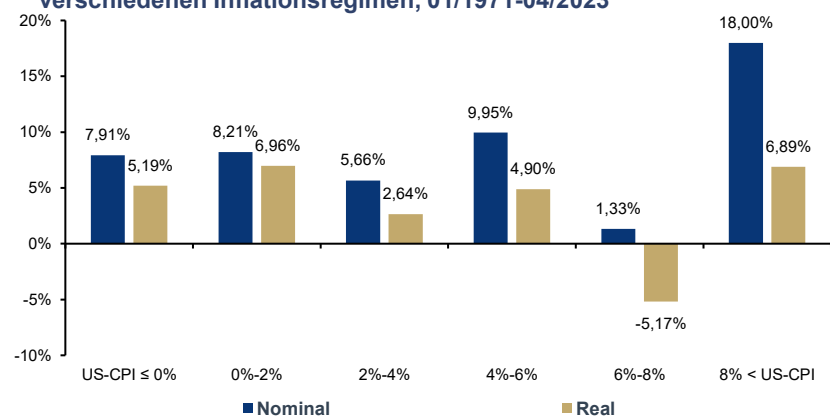
**Das Goldjahr 2023 verläuft für Freunde des gelben Metalls bislang erfreulich.** Selbst im US-Dollar hat Gold die Schwäche des Vorjahres abgeschüttelt und ist seit Jahresbeginn deutlich im Plus. Fast hat man den Eindruck, Gold will sich 2023 für die angesichts der hohen Inflationsszahlen enttäuschende Performance aus dem Vorjahr „entschuldigen“. Schließlich hat das Goldjahr 2022 für Anleger aus dem US-Dollar-Raum mit -0,2% sogar im roten Bereich geendet.

*If we have entered a period of positive stock/bond correlation, it's important that portfolio managers, fiduciaries, investment advisors, and investors prepare themselves for either increased volatility or decreased returns for their traditional portfolios.*

**Kevin Muir**

Weitet man den Blick zeitlich aus, zeigt sich zweifelsfrei, dass Gold das Kapital des Anlegers nicht nur schützt, sowohl nominal als auch real, sondern es vermehrt, wie unsere Auswertung ergibt. Dieser Effekt war am stärksten in Monaten mit einer jährlichen Inflationsrate, gemessen durch den US-Verbraucherpreisindex, zwischen 0% bis 2% und über 8%. In Phasen mit erhöhter bis hoher Inflation schützte Gold dennoch, doch seinen ganzen Glanz zeigt es interessanterweise in normalen wie auch extremen Zeiten. Die Ausnahme war die Phase mit jährlichen Preiserhöhungen von 6% bis 8%. Verzerrt wird dieses Ergebnis allerdings durch eine Hand voll Monate in den Jahren 1973, 1975 und 1982, in denen Gold jeweils mehr als 10% verlor.

**Nominale und reale (US-CPI-bereinigt) CAGR für Gold in verschiedenen Inflationsregimen, 01/1971-04/2023**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*One of the biggest taxes is one that is not even called a tax – inflation.*

**Thomas Sowell**

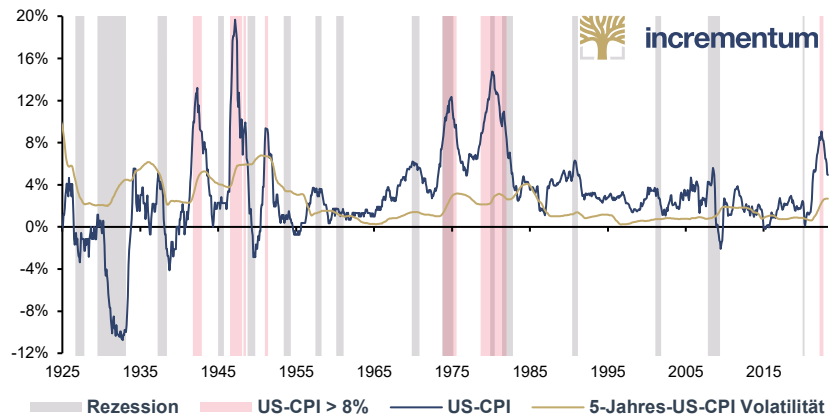
Hinzu kommt noch ein häufig vergessener Aspekt: In vielen Ländern sind Gewinne aus der Goldanlage steuerfrei, zumindest nach einer gewissen Haltefrist. Dies erhöht die Performance von Gold im Vergleich zu herkömmlich besteuerten Anlageklassen zusätzlich.

*Investing for inflation volatility is not the same thing as investing for inflation. Confusion in this respect will be costly to investors.*

**Henry Maxey**

**Wie wir zuvor erläutert haben, erwarten wir in den nächsten Jahren eine hohe Inflationsvolatilität und mindestens noch eine weitere Inflationswelle.** Vielerorts beginnt sich aktuell jedoch die Vorstellung zu verbreiten, dass die Teuerung bereits besiegt sei und wir in die wohlige Zeit der „Great Moderation“ zurückkehren werden. Darauf zu hoffen, ist nicht verboten. Realistisch ist diese Hoffnung allerdings nicht.

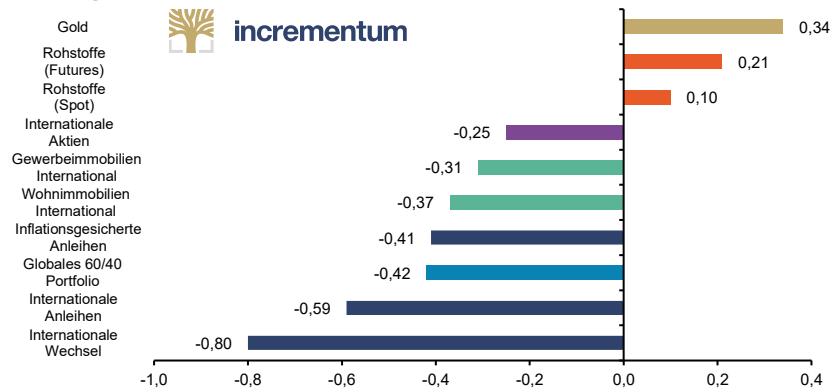
**US-CPI, yoy, und 5-Jahres-US-CPI Volatilität, 01/1925-04/2023**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Aufgrund der erhöhten Inflationsvolatilität dürfte die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen weiter positiv bleiben.** Dies könnte viele Portfoliomanager am falschen Fuß erwischen.

**Korrelation von Inflation und realen Renditen für verschiedene Anlageklassen, 1900-2022**



Quelle: Credit Suisse, Incrementum AG

*Diversification that works.*  
**World Gold Council**

**Treue Leser wissen: Wir betrachten Gold nicht als die Antwort auf jede Frage oder die Lösung aller Probleme. Uns ist es vielmehr ein Anliegen, die einzigartigen Portfolioeigenschaften von Gold zu analysieren und begreiflich zu machen.** Wir sehen Gold als Teil eines breit aufgestellten Portfolios. In diesem Sinne zeigt die nachfolgende Statistik des WGC, dass Gold die Portfoliovolatilität und die maximalen Drawdowns verringert und gleichzeitig die risikobereinigten Erträge erhöht. Das ergibt der Vergleich eines durchschnittlichen hypothetischen USD-Portfolios mit einem analogen Portfolio mit einem Goldanteil von 5% über die letzten 3, 5, 10 und 20 Jahre auf US-Dollar-Basis.

### USD-Portfolio mit 0% und 5% Goldallokation

	3 Jahre		5 Jahre		10 Jahre		20 Jahre	
	0%	5%	0%	5%	0%	5%	0%	5%
Gold-Allokation								
Annualisierte Rendite	2,3%	2,5%	3,7%	3,9%	5,3%	5,1%	6,8%	6,9%
Annualisierte Volatilität	13,2%	12,7%	11,3%	10,9%	9,0%	8,7%	9,7%	9,5%
Rendite-zu-Risiko-Ratio	17,3%	20,0%	33,0%	36,4%	58,6%	58,9%	69,4%	73,0%
Maximaler Drawdown	-19,9%	-19,3%	-19,9%	-19,3%	-19,9%	-19,3%	-35,3%	-33,0%

Quelle: World Gold Council, 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**

*Policymakers' long-held belief that supply curves are elastic has been undone by the Pandemic, Climate Change, Geopolitics and a host of other factors. This represents a massive change within the global investment environment. Aggregate supply curves may now be near vertical – a recipe for stagflation over the medium term. This also suggests that the world will switch from one of cooperation and collusion to one of competition.*

**Alexander Stahel**

**Es ist also ratsam davon auszugehen, dass Aktien und Anleihen in den kommenden Jahren im Rahmen einer erhöhten Inflationsvolatilität weiteren Gegenwind erfahren.** Eine weitere Stütze, von der die Anleger spätestens seit der Großen Finanzkrise abhängig geworden sind, dürfte den Aktien und Anleihen nun abhandenkommen, die „Markt-Puts“. Der bekannteste ist der „Fed-Put“, der, so er nicht völlig ausgesetzt wurde, nur mehr zu einem viel niedrigeren Ausübungspreis angeboten wird. Der zweite ist der „Buy-the-Dip-Put“ für Privatanleger, der nach den Verlusten in den spekulativen Bereichen des Marktes nun wieder zurückgenommen wurde. Der dritte ist der Anleihen-Aktien-Diversifizierungs-Put, d. h. die negative Korrelation von Aktien und Anleihen, die derzeit nicht besteht.<sup>31</sup>

**Bereits im *In Gold We Trust-Report 2019* haben wir uns hinsichtlich einer Renaissance des Rohstoffsektors positiver gezeigt.** Der Rohstoffbullenmarkt ist nun zweifelsfrei im Gange, wenngleich aktuell eine Konsolidierung stattfindet. Ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt: Kriege sind häufig ein Auslöser oder Verstärker für Rohstoffzyklen. Das hat zahlreiche Gründe. Getrieben durch die Rüstungsindustrie zieht in Kriegszeiten die Gesamtnachfrage an, während gleichzeitig die Handelsbeziehungen mit dem Feind zurückgefahren werden. Zudem heizen kriegsbedingte Budgetdefizite die Inflation an, im Extremfall bis zur hyperinflationären Zerstörung der Währung. Die Hyperinflationen in Deutschland, Österreich und Ungarn nach dem 1. Weltkrieg, die sich letztes und dieses Jahr zum 100. Mal jähr(t)en, sind ein Beispiel für die katastrophalen ökonomischen Konsequenzen eines Krieges und dessen Finanzierung über die Druckerpresse.

**Doch auch nicht kriegsbedingte Faktoren sprechen für eine Fortsetzung des Commodity-Bullenmarktes:**

- Zehn Jahre lang befanden sich Rohstoffe in einem Bärenmarkt, was zu einem erheblichen Rückstau bei den Investitionen und zu rückläufigen Produktionsvolumina führte. Dieser strukturelle Angebotsengpass sichert das Preisrisiko nach unten ab.<sup>32</sup>
- Dieser Desinvestitionszyklus und Kapazitätsabbau im Rohstoffsektor manifestiert sich nun in Form struktureller Angebotsengpässe. Der Anteil der Gesamtinvestitionen im Minensektor am weltweiten BIP ist nach wie vor niedrig und beträgt weniger als die Hälfte als zu Beginn der 2010er-Jahre.

<sup>31</sup> Siehe Wong, Paul „Gold, Steady in its Purpose“, Sprout Monthly Report, 3. Juni 2022

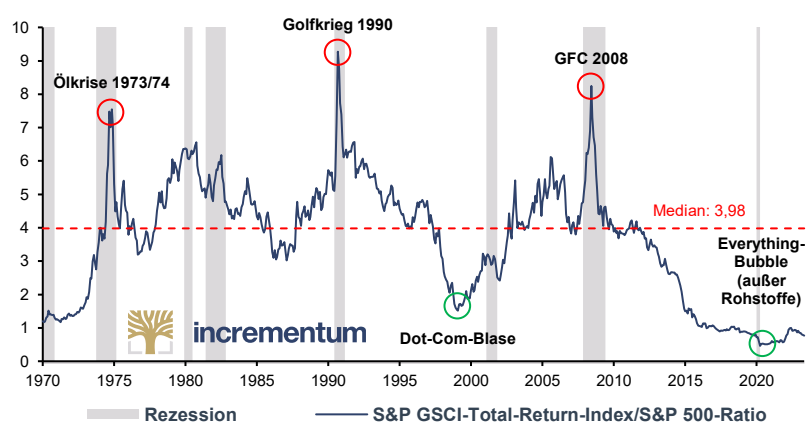
<sup>32</sup> Siehe das Kapitel „Capex-Comeback?“ in diesem *In Gold We Trust-Report* für eine umfassende Analyse.

- Der zunehmende Fokus auf großzügige fiskalische Unterstützungsmaßnahmen und die Energiewende mit ihrem enormen Bedarf an Investitionen wird den Rohstoffsektor deutlich stärker und direkter stimulieren als während der verschiedenen QE-Runden.
- (Institutionelle) Investoren sind nach wie vor untergewichtet bzw. gar nicht in Commodities investiert. Rohstoffe – und Sachwerte generell – werden ihre historische Rolle als sicherer Hafen sukzessive wieder einnehmen und daher vermehrt als „Satellite-Investments“ eingesetzt werden.
- Latente Inflations Sorgen werden den Rohstoffen weiterhin Rückenwind verleihen.
- Die geopolitischen Spannungen werden den Ressourcennationalismus weiter fördern und höhere geopolitische Risikoprämien fordern.
- Der US-Dollar könnte vor einem säkularen Bärenmarkt stehen, weil der bislang unangefochtene Status als Reservewährung allmählich schwindet. Historisch betrachtet sind der US-Dollar und die Rohstoffpreise stark negativ korreliert (-0,86).

*Only buy something that you'd be perfectly happy to hold if the market shut down for 10 years.*  
**Warren Buffett**

**Sehen wir uns nun die Entwicklung der Rohstoffe relativ zum Aktienmarkt an. Treue Leser wissen, dass der folgende Chart der mit Abstand meistzitierte Chart der *In Gold We Trust*-Reporte der vergangenen Jahre war.<sup>33</sup>** Er zeigt eindrucksvoll, dass die relative Bewertung von Rohstoffen im Vergleich zu Aktien weiterhin historisch extrem günstig ist und sich in den vergangenen Jahren gerade einmal auf diesem historisch niedrigen Niveau stabilisiert hat. Im Vergleich zum S&P 500 hat sich der „GSCI-Commodity-Index“ (TR) von seinem historischen Tiefststand aus dem April 2020 kaum erholt, aus der extremen Schwächephase seit 2015 konnte er bislang noch nicht ausbrechen. Das Ratio beträgt aktuell 0,87. Damit liegt es meilenweit von den Höchstständen entfernt und auch weiterhin deutlich unterhalb des langfristigen Medians von 3,98.

**S&P GSCI-Total-Return-Index/S&P 500-Ratio, 01/1971-05/2023**



Quelle: Torsten Dennin, Lynkeus Capital, Reuters Eikon, Incrementum AG

Den neuen Capex-Zyklus werden wir im Rahmen dieses *In Gold We Trust*-Reports in unserem Interview mit Russell Napier thematisieren. Staranalyst Zoltan Pozsar, mit dem wir für diesen *In Gold We Trust*-Report ebenfalls ein Interview geführt

<sup>33</sup> Wir wollen uns an dieser Stelle erneut bei Prof. Dr. Torsten Dennin bedanken, der die Idee zu diesem Chart hatte.

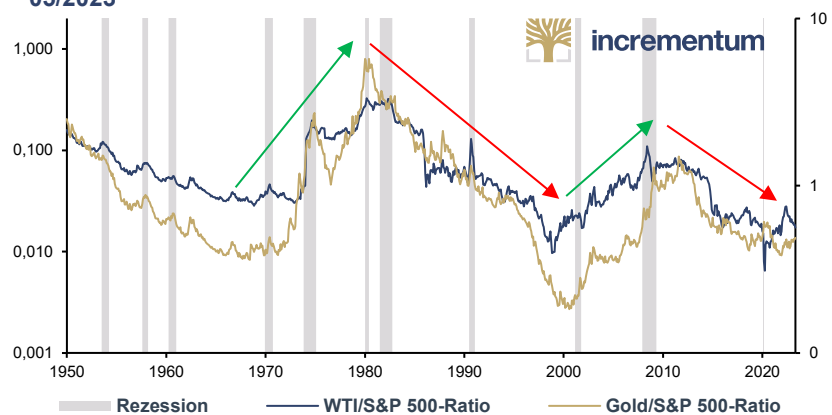
haben,<sup>34</sup> fasst die Gründe für so einen neuen Investitionszyklus pointiert zusammen:

„the West will have to pour trillions into four types of projects starting ‚yesterday‘:

- re-arm (to defend the world order)
- re-shore (to get around blockades)
- re-stock and invest (commodities)
- re-wire the grid (energy transition).“

Angesichts des nächsten Charts könnten wir uns eine Phase der Outperformance von Gold und Öl gegenüber dem S&P 500 in den nächsten Jahren vorstellen.

**WTI/S&P 500-Ratio (lhs), und Gold/S&P-500 Ratio (rhs), 01/1950-05/2023**



Quelle: Nick Laird, Reuters Eikon, Incrementum AG

*Our system works on trust. It is the same whether that trust is in a person, company, or government. Remove trust and it affects the creditworthiness of an individual or company. Remove trust from a system and the entire system can unravel very quickly.*

**Jeff Booth**

**Im In Gold We Trust-Report 2019 haben wir uns ausführlich mit dem Thema „Vertrauen“ auseinandergesetzt.** Vertrauen reduziert Komplexität, macht Portfolios antifragiler. Es wächst und gedeiht durch das wiederholte Erfüllen von Erwartungen. **Diese Erwartungen hat Gold im Zuge der Corona-Krise und des Ausbruchs des Ukraine-Krieges erfüllt.** Zudem zeigt sich, dass der Vertrauensschwund in den US-Dollar zu einer deutlich höheren Nachfrage nach Gold von Seiten der Zentralbanken geführt hat. Die Rekordnachfrage 2022 könnte schon dieses Jahr ihren Rekord an 2023 verlieren.

Diesen Zug ins Gold kann man negativ sehen, insofern Staaten weiterhin Handel treiben können, deren politische Führung man gerne sanktioniert, isoliert und gestürzt sehen würde. Und tatsächlich besteht die – unserer Meinung nach aber sehr geringe – Gefahr, dass Gold allgemein ein Opfer der geopolitischen Entfremdung werden könnte.

**Man kann es aber auch positiv sehen, dass Gold gerade in schwierigen Zeiten ein letzter (?) Vermittler, Brückenbauer und globaler Vertrauensanker ist, der eine schärfere wirtschaftliche Desintegration und politische Konfrontation verhindert.** Schließlich hat das Einfrieren der Währungsreserven Russlands durch die USA und die EU dem Rest der Welt gezeigt, dass dieser nicht darauf vertrauen kann, seine auf US-Dollar oder Euro lautenden Währungsreserven auf jeden Fall wieder einlösen zu können. Und

<sup>34</sup> Siehe Kapitel „Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order“

*When you trust your television,  
What you get is what you got.  
Cause when they own the  
information, oh They can bend it  
all they want.*

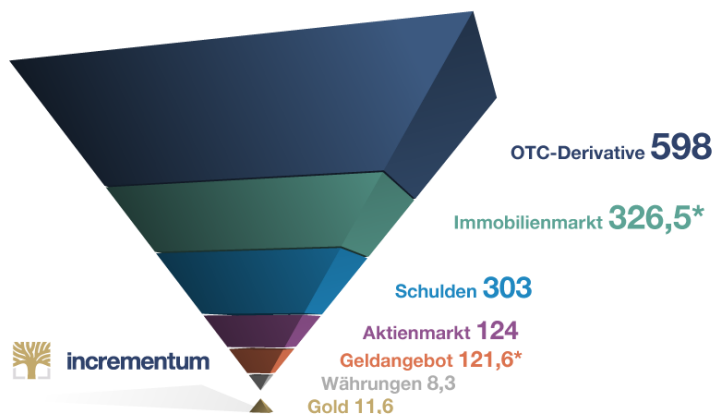
**John Mayer,  
Waiting On The World To  
Change**

einmal verlorenes Vertrauen ist nur sehr schwer wieder aufzubauen. Daher hätte eine tatsächliche Militarisierung des Goldes für den verbliebenen Zusammenhalt der Welt vermutlich dramatische Konsequenzen, ginge damit auf internationaler Währungsebene ein weltumspannendes (Not-)Zahlungsmittel verloren.

**Auch die Zentralbanken laufen Gefahr, als Folge ihrer zögerlichen Inflationsbekämpfung ihr Vertrauenskapital aufzubrechen.** Dies trifft in besonderem Maße auf die EZB zu, untergeordnet aber auch auf die Federal Reserve und viele andere Notenbanken. Mitunter hat man nämlich das Gefühl, dass sie den Ernst der Lage gar nicht verstehen, ja gar nicht verstehen wollen. Es kommt häufig vor, dass in Reden führender Notenbanker zu den Ursachen der Inflationskrise der Faktor „Geldmengenentwicklung“ mit keinem Sterbenswörtchen erwähnt wird. Dies erinnert uns an einen Tischler, der über sein Handwerk redet, ohne die Wörter „Holz“ und „Hobel“ in den Mund zu nehmen.

**Gold hingegen ist die Basis der ungedeckten Kreditpyramide: Gold ist antikomplex.**<sup>35</sup> Damit ist nicht nur gemeint, dass Gold physisch geschürft und in seiner weltweit verfügbaren Menge sehr stabil ist. Zudem ist Gold auch Spekulationsobjekt in einer komplexen Finanzwelt und darüber hinaus die kein Gegenparteirisiko aufweisende Spitze des komplexen Geldsystems. Das Edelmetall zu halten, ist eine Versicherung gegen ein endogen instabiles Währungssystem. Gold wird sein wahres Ausmaß an Robustheit erst im Rahmen einer beschleunigten Abwertung von Fiat-Währungen bzw. einer Neuordnung der Währungsarchitektur offenbaren.

### Exter-Pyramide: Globale Marktkapitalisierung von Asset-Klassen, in Bill. USD, 12/2021



Quelle: BIZ, IIF, Savills Research, SIFMA, Weltbank, World Gold Council, Jeff Desjardins, visualcapitalist.com, Incrementum AG  
\*per 12/2020

<sup>35</sup> Siehe „Die wegweisende Bedeutung der Exter-Pyramide“, In Gold We Trust-Report 2019

*Gold is the only way out for central banks. CBs want inflation? They need a higher gold price. CBs want to repair their balance sheets? They need a higher gold price. CBs want to reset the system with an immutable, neutral, and evenly distributed reserve asset? That's gold.*

**Jan Nieuwenhuijs**

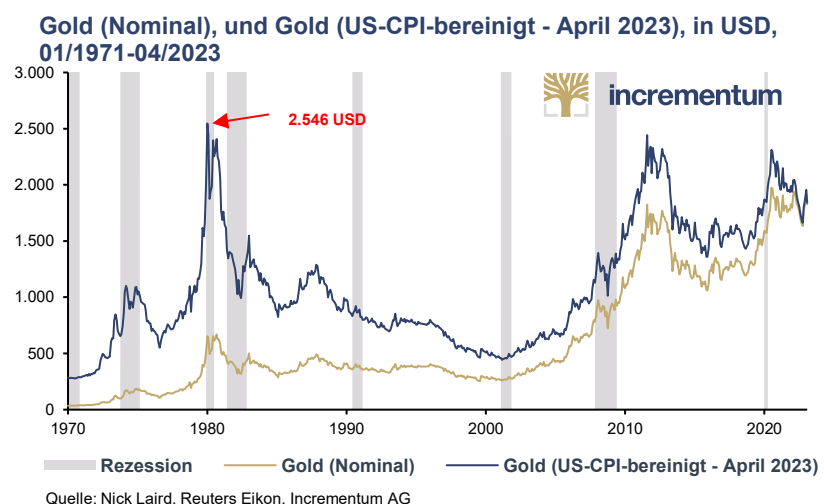
**Ist Gold nun bereits zu teuer? Diese Frage hören wir häufig, von Kunden, Journalisten und Privatanlegern. Angesichts der derzeitigen turbulenten Gemengelage ist es für uns schwer vorstellbar, dass wir am Ende eines Gold-Bullenmarktes stehen.** Ein Vergleich verschiedener Makro- und Marktkennzahlen zum Zeitpunkt der letzten beiden säkularen Allzeithochs 1980 und 2011 mit der aktuellen Situation erhärtet diese Einschätzung. Der Goldpreis hat definitiv weiterhin viel Luft nach oben.

**Vergleich unterschiedlicher Makro- und Marktkennzahlen bei Allzeithoch von Gold in 1980 und 2011 vs. Aktuell**

	1980	2011	Aktuell
Goldpreis in USD	835	1.900	2.018
Monetäre Basis in Mrd. USD	157	2.637	5.571
M3-Geldmenge in Mrd. USD	1.483	9.526	20.887
US-Staatsschulden in Mrd. USD	863	14.790	31.459
BIP/Kopf	12.303	50.056	79.087
US-Median-Hauspreis in USD	63.700	228.100	436.800
S&P 500	111	1.174	4.136
US-Arbeitslosenrate	6,3	9,0	3,4
US-Dollar-Index	86,1	75,2	102,3

Quelle: treasury.gov, Federal Reserve St. Louis, Reuters Eikon (per 15/05/2023), Incrementum AG,

**Und noch aus einem weiteren Grund ist die Frage, ob Gold nicht schon zu teuer sei, mit „Nein“ zu beantworten.** Trotz des deutlichen Nominalpreisanstiegs in den letzten Jahren darf nicht vergessen werden, dass in einer inflationsbereinigten Betrachtung das reale Allzeithoch des Goldpreises aus dem Jahr 1980 von 2.546 USD bei weitem noch nicht erreicht worden ist.



*Gold continues to be massively underrepresented in most individual, and institutional, portfolios.*

**Charles Gave**

**Doch mittelfristig halten wir auch deutlich höhere Ziele als das inflationsbereinigte Allzeithoch für möglich.** Für einen Goldpreis von z. B. USD 3.000 müsste die reale Rendite 10-jähriger US-Treasuries -3% betragen. Bei einer 10-Jahres-Nominalrendite von +2% entspräche dies einer 10-Jahres-Inflationserwartung von 5%. Ein Szenario, das wir im Rahmen der nächsten Inflationswelle als durchaus möglich erachten.

Gold (lhs, log) und US 10Y TIPS (rhs, invertiert), 01/2006-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wir haben in dieser ausführlichen Standortbestimmung unterschiedliche Aspekte, die für die Goldpreisentwicklung relevant sind, beleuchtet. Wir sind aufgrund der aktuellen Gemengelage der festen Überzeugung, dass Gold ein vieldimensionaler Portfoliobaustein mit antifragilen Eigenschaften ist, der im Rahmen der bevorstehenden Showdowns seine volle Stärke ausspielen wird.



## In Gold We Trust-Extra: Das Gold/Wiesnbier-Ratio<sup>36</sup>

*The mouth of perfectly happy man is filled with beer.*

**Ägyptische Redewendung**

**Jedes Mal, wenn Bierpreiserhöhungen angekündigt werden, löst dies ein kleines Erdbeben aus.** Ganz so schlimm wie 1844 ist derzeit die Unruhe in der Bevölkerung aber nicht. Damals führte die Erhöhung des Bierpreises von 5 auf 6 1/2 Kreuzer zu schweren Unruhen. Das zur Hilfe gerufene Militär ging jedoch nicht gegen die Aufständischen vor, sondern solidarisierte sich mit ihnen. König Ludwig I. sah sich daraufhin gezwungen, die Bierpreiserhöhung zurückzunehmen.

**2023 ist nicht 1844 und der bayerische Ministerpräsident Markus Söder ist nicht König Ludwig I.** Und so nahm die Bevölkerung die Meldung von gleich zwei Bierpreiserhöhungen in den vergangenen Monaten mit relativer Gelassenheit hin. Und natürlich bleibt auch das Oktoberfest 2023 von den (Bier-)Preissteigerungen nicht verschont. **Wiesn-Chef Clemens Baumgärtner äußerte zu Jahresbeginn seine Befürchtung**, dass der Preis für eine Maß Bier über 14 Euro steigen könnte.

*Mei Bier is ned deppat!*

**Edmund „Mundl“ Sackbauer**

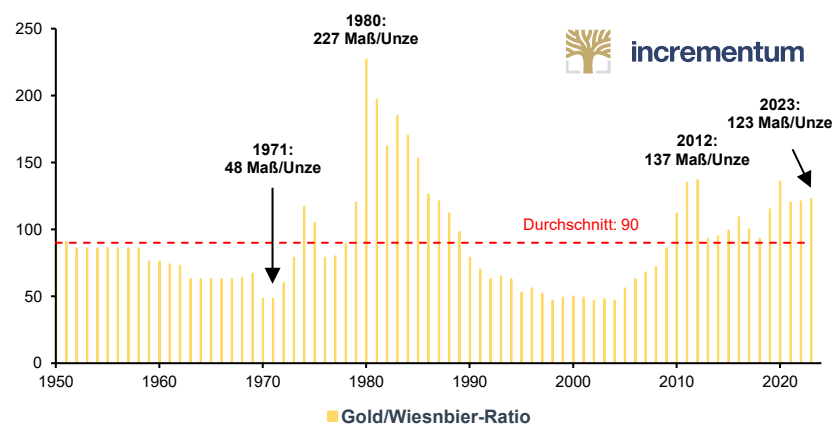
Dass diese Marke fällt, ist gewiss. Denn schon im vergangenen Jahr mussten die Besucher des Oktoberfests für die Maß bereits bis zu 13,80 EUR hinblättern. So gilt: Die Hoffnung stirbt zuletzt, dass der Bierpreis die psychologisch wichtige Marke von 15 Euro nicht überschreiten wird. Zumal das Oktoberfest dieses Jahr um zwei Tage bis zum 3. Oktober, dem Tag der deutschen Einheit, verlängert wird. Wir rechnen daher mit einer in Zeiten der hohen Inflation maßvollen Erhöhung des Maßpreises auf 14,90 EUR, was einem Plus von 8,0% entspricht.

*Cervisiam bibat! („Man trinke Bier!“)*

**Hildegard von Bingen**

**Goldanleger können dem neuerlichen Preisanstieg allerdings gelassen entgegenblicken.** Denn Gold hat seine Bierkaufkraft nicht nur gehalten, sondern trotz der Preissteigerungen in Euro leicht auf 123 Maß Wiesnbier ausbauen können. Auf dem Trockenen sitzt der goldaffine Bierliebhaber selbst in Zeiten der Inflation also nicht.

Gold/Wiesnbier-Ratio, 1950-2023



<sup>36</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. Für das *In Gold We Trust-Special* aus dem Vorjahr siehe „O'zapft is! – Das Gold/Wiesnbier-Ratio 2022“, *In Gold We Trust-Special*, Oktober 2022

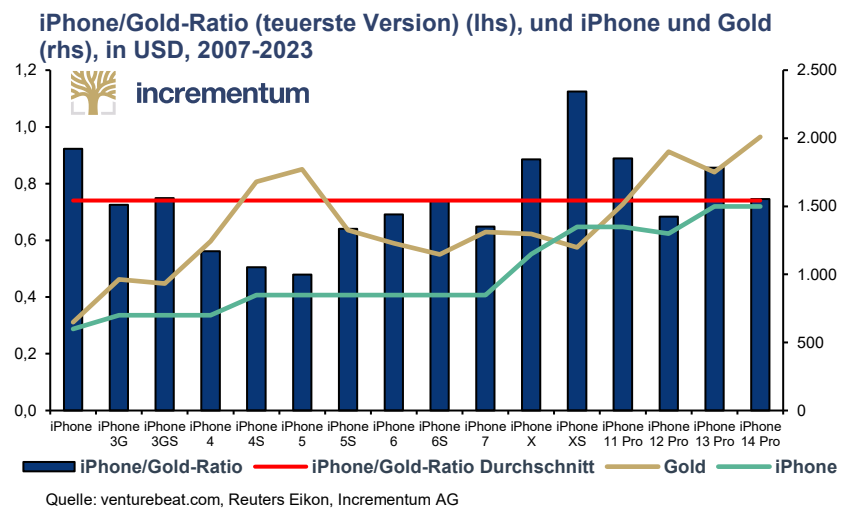
## In Gold We Trust-Extra: iPhone/Gold-Ratio<sup>37</sup>

*An iPod, a phone, an internet mobile communicator... these are NOT three separate devices! And we are calling it iPhone! Today Apple is going to reinvent the phone. And here it is.*

**Steve Jobs**

Das Wehklagen ist mitunter ein lautes: **Das neue iPhone ist schon wieder teurer als das Vorgängermodell.** Seit 2007 hat der Preis des jeweils teuersten iPhone-Modells kräftig zugelegt. Gleich um 150% kostet das „iPhone 14 Pro“ mit 1.499 USD mehr als das allererste iPhone, das Ende Juni 2007 für 599 USD in den Handel kam. Das entspricht einer jährlichen iPhone-Inflationsrate von 6,3%.

Keinen Grund für Wehklagen haben hingegen Goldanleger. 2007 mussten sie für das allererste iPhone noch 0,92 Unzen Gold aufwenden. 15 Jahre später sind für das „iPhone 14 Pro“ nur mehr 0,75 Unzen Gold fällig. Im Herbst, beim Launch, mussten noch 0,87 Unzen Gold gezahlt werden.



*I named my phone 'Titanic' so when it syncs, it says 'The Titanic is syncing'.*

**Adam Sandler**

**Bei genauerem Hinsehen ist der Kaufkraftgewinn des Goldes noch ausgeprägter.** Denn das „iPhone 14 Pro“ hat mit dem ursprünglichen iPhone nur mehr den Namen gemein. Die Leistungsfähigkeit des iPhones 14 ist ganz eine andere als die der ersten iPhone-Generation. Die Leistungsverbesserungen in den vergangenen 15 Jahren waren in der Tat enorm.

	2007	2012	2017	2022	2022 vs. 2007
	iPhone	iPhone 5	iPhone X	iPhone 14 Pro	
Arbeitsspeicher	128 MB	512 MB	4 GB	6 GB	48 x
Speicher	16 GB	16 GB	512 GB	1 TB	64 x
Megapixel	2,0	8,0	12,0	48,0	24 x
Kameras	1	2	2	3	3 x
Akku	1.150mAh	1.440mAh	3.174mAh	3.279mAh	2,8 x
Auflösung	480 x 320 (163 ppi)	640 x 1.136 (326 ppi)	2.436 x 1.125 (458 ppi)	2.256 x 1.179 (460 ppi)	2,8 x

Jeder iPhone-Käufer erhält heutzutage deutlich mehr iPhone als in jedem früheren Jahr. **Und wer in der iPhone-Zeitrechnung auf Gold gesetzt hat, muss für die deutlich bessere Qualität sogar noch weniger Gold aufbringen als für das allererste iPhone.**

<sup>37</sup> Ausführlicher widmen wir uns dem iPhone/Gold -Ratio auch diesen Herbst in einem *In Gold We Trust-Special* wieder, wenn das neue iPhone präsentiert wird. Für die letztjährige Premiere des iPhone/Gold-Ratios siehe „Das iPhone/Gold-Ratio-2022“, *In Gold We Trust-Spezial*, September 2022

Dakota Gold Corp. is a South Dakota-based responsible gold exploration and development company with a specific focus on revitalizing the Homestake District in Lead South Dakota.

Learn more at [dakotagoldcorp.com](http://dakotagoldcorp.com)



**LEADERSHIP  
WITH HOMESTAKE  
MINE EXPERIENCE**



**WELL  
CAPITALIZED**



**EXCLUSIVE ACCESS  
TO 145-YEARS OF  
EXPLORATION DATA**



**HOME OF THE 40M  
OUNCE HOMESTAKE  
GOLD MINE**



**+46,000 ACRE  
PROPERTY POSITION  
IN THE HOMESTAKE  
DISTRICT**



**DAKOTA GOLD**  
**NYSE American: DC**

# Der geldpolitische Showdown

*In 2023, we will see whether a financial ecosystem sanitized by a decade of cheap money, and a deep-seated belief in the Fed put, is prepared for that moment when the US economy has gone into recession but the monetary cavalry is still some distance away.*

Jamie Dannhauser

- Je länger wir auf das Eintreffen der Rezession warten, desto schlimmer könnte sie ausfallen. Viele Zentralbanken stehen vor dem Dilemma Preisstabilität vs. Konjunkturstützung.
- Die Federal Reserve sieht sich angesichts der Turbulenzen sogar mit einem Trilemma konfrontiert, da sie nun auch aktiv die Finanzmarktstabilität sicherstellen muss.
- Die am meisten erwartete Rezession lässt weiter auf sich warten, da der fiskalpolitische Stimulus aus Coronazeiten noch nachwirkt. Die Rezession wird in Anbetracht der bevorstehenden US-Wahlen 2024 unweigerlich zu einem Politikum.
- Viele verlässliche Indikatoren – Zinsstruktur, ISM, LEI, Geldmengenentwicklung – deuten auf eine baldige Rezession hin.
- Der Pivot der Federal Reserve könnte viele Aktienanleger auf dem falschen Fuß erwischen, denn eine solche Kehrtwende hat in der Vergangenheit keineswegs immer zu steigenden Aktienkursen geführt.
- Das neue *Incrementum Rezessionsphasen-Modell* bestätigt die hervorragenden Eigenschaften von Gold als Rezessions-Hedge und gibt Aufschluss über die unterschiedlichen Asset-Performances in den verschiedenen Phasen einer Rezession.

## Showdown: Federal Reserve vs. US-Ökonomie

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

**Edgar Fiedler**

**Der Showdown – ein Moment, in dem alles auf dem Spiel steht.** Eine Konfrontation, die alles entscheidet. So könnte man die Situation beschreiben, in der sich die Weltwirtschaft momentan befindet. Es kristallisiert sich deutlich heraus, dass der durch die Wiedereröffnung nach der Pandemie bedingte wirtschaftliche Aufschwung allmählich abebbt. Die Anzeichen für eine Rezession häufen sich, die Warnungen werden lauter, die Unsicherheit an den Märkten steigt.

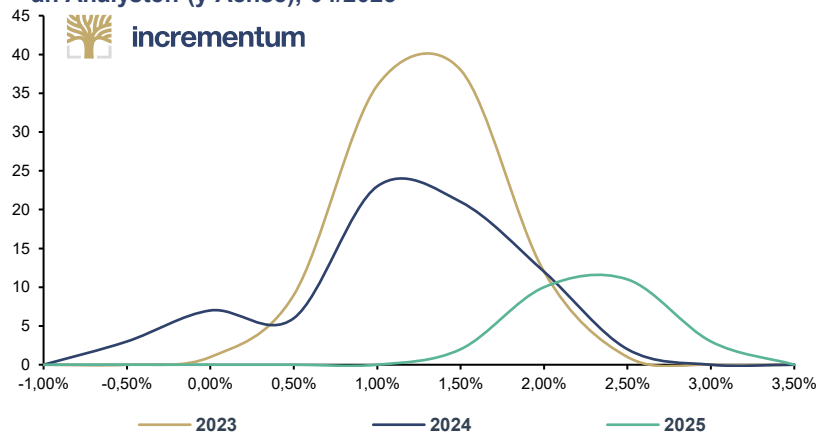
**2021 und 2022 herrschte speziell in den Industriestaaten eine regelrechte Wachstumseuphorie.** Dieses Rekordwachstum war allerdings nahezu ausschließlich dem Sondereffekt geschuldet, dass die Corona-Maßnahmen zunächst abgeschwächt, später teilweise, schlussendlich vollständig aufgehoben wurden. Da diese wachstumstreibenden Sondereffekte nun auslaufen, stellt sich die Frage: Und was nun?

*Die beste Prognose ist immer diejenige, die am Ende richtig war.*

**John C. Bogle**

Auch wenn man oftmals von der „most anticipated recession ever“ liest, so spricht der Analytenkonsens eigentlich eine andere Sprache. **Die Mehrheit der Analysten und Marktteilnehmer ist gegenwärtig der Ansicht, dass es nur zu einer Abschwächung des Wachstums, maximal aber zu einem „Soft Landing“ kommen wird,** also einem milden Verlauf der Rezession.

US-BIP-Umfrage, Jährliches BIP-Wachstum (x-Achse), und Anzahl an Analysten (y-Achse), 04/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Any forecast of the future says more about the forecaster than it does about the future.*

**Warren Buffett**

Sowohl der Median als auch der Durchschnitt der Analysten-Schätzungen des jährlichen US-BIP-Wachstums für das Jahr 2023 und 2024 liegt in der Umfrage vom April bei 0,8% bis 1,1%. Jahresübergreifend beziehungsweise für die kommenden Quartale **dürften die Prognosen jedoch deutlich niedriger ausfallen.** Insgesamt glauben nur 4 von 100 Analysehäusern an ein Schrumpfen der US-Wirtschaft im Jahr 2023, während es für 2024 immerhin 13 von 93 sind. **Keiner der Analysten erwartet – trotz der extremen geldpolitischen Straffung – eine schwere Rezession.**

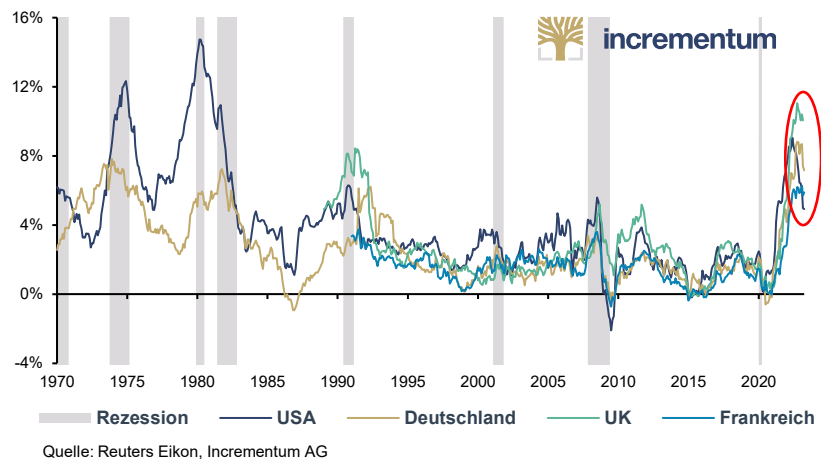
*Bluffen ist die Kunst, deine  
Gegner glauben zu lassen, dass  
du das Gegenteil von dem hast,  
was du tatsächlich hast.*

**Chris Moneymaker**

**An dieser Stelle kommen die Notenbanken als entscheidende Akteure ins Spiel.** Denn in diesem Showdown spielen sie mit der normativen Kraft des Faktischen eine entscheidende Rolle. Insbesondere seit der Globalen Finanzkrise 2007/08 haben die Notenbanken eine enorme Verantwortung übernommen – und konnten ihr bis dato nicht gerecht werden. Denn verantwortungsvoll handeln heißt gerade auch, sich der Realität zu stellen, nicht diese durch immer neue Liquiditätswellen verdrängen zu wollen.

Daher musste das wiederholte Vorgehen der Notenbanken, diesmal mit tatkräftiger Unterstützung seitens der Fiskalpolitik, eine auch nur leicht schwächelnde Wirtschaft anzukurbeln, **schließlich in einer starken Inflationswelle münden, wie wir sie in weiten Teilen dieser Welt seit über 40 Jahren nicht mehr erlebt hatten.**

CPI/VPI, yoy, USA, Deutschland, UK, Frankreich, 01/1970-04/2023



*Wer im Sommer das Gras frisst,  
hat im Winter kein Heu.*

**Norbert Blüm**

**Bislang hinkten die Notenbanken mit ihren Weichenstellungen stets hinterher.** Das kommt eigentlich nicht überraschend, schon gar nicht, wenn die Zentralbanker, wie sie unermüdlich betonen, datenabhängig entscheiden wollen. Denn die Daten sind immer Daten von gestern, nie von heute, und schon gar nicht von morgen.

## Ein Silberstreifen am Wachstumshorizont

Im vergangenen Jahr hatten wir auf dem Cover des *In Gold We Trust*-Reports „Stagflation 2.0“ zusätzlich zum „Inflations-Wolf“ im Hintergrund einen sich anschleichenden „Konjunktur-Bären“ positioniert. Wir sind überzeugt, dass der Bär nun gefährlich nähergekommen ist und das Jahr 2023 im Zeichen einer Rezession stehen könnte.

**Zunächst möchten wir dennoch Argumente anführen, die gegen eine Rezession in den USA sprechen.** Obwohl unsere Ausgangshypothese ist, dass die USA in der zweiten Jahreshälfte in die Rezession rutschen werden, gibt es wie immer einige Faktoren, die auch eine optimistischere Einschätzung rechtfertigen und aufgrund derer eine Rezession noch verhindert werden könnte.



„Stagflation 2.0“,  
In Gold We Trust-Report 2022

**Ein Argument, warum es zu keiner Rezession, und schon gar nicht zu einem „hard landing“ kommen könnte, ist der BIP-Deflator.** Eine schwere Rezession in Zeiten hoher Inflation ist schwierig, da die Wachstumswahlen durch den BIP-Deflator tendenziell „geschönt“ werden und mitunter besser ausfallen, als sie eigentlich sind. Das ist der Fall, wenn der BIP-Deflator die Preisveränderungen nicht vollständig erfasst bzw. die Inflation zu niedrig geschätzt wird.

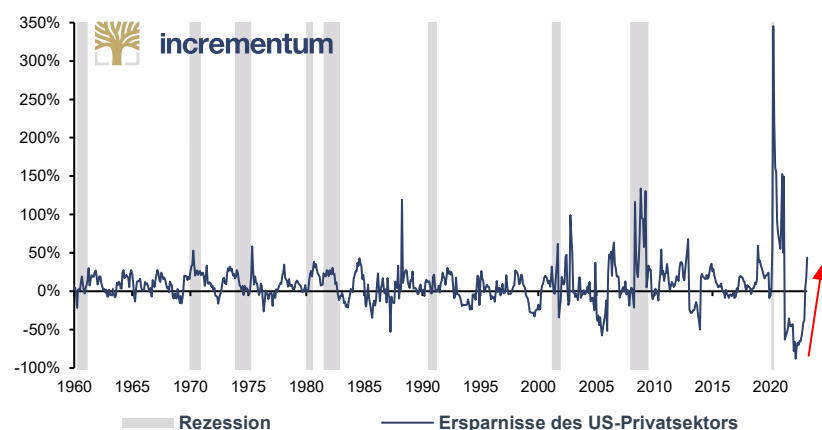
*The fiscal recklessness of the last decade has been like watching a horror movie unfold.*

**Stanley Druckenmiller**

**Die stimulierende Wirkung der hohen Budgetdefizite ist ein weiterer Faktor, der das Wachstum stützt.** Der fiskalische Stimulus wirkt dem Liquiditätsentzug bislang entgegen. Zum einen ist die Förderung des Ausbaus erneuerbarer Energien zu nennen, zum anderen die großzügigen Transferleistungen an den Privatsektor während der Corona-Pandemie und anschließend zur Abfederung der Teuerungs- und Energiekostenkrise. Allein die zahlreichen Konjunkturprogramme der USA zur Linderung der Covid-19-bedingten wirtschaftlichen Abkühlung belaufen sich auf knapp **über 5 Bill. USD, oder 25% des BIP.** Diese Transferleistungen haben es den privaten Haushalten ermöglicht, **rekordhohe Ersparnisse** aufzubauen.

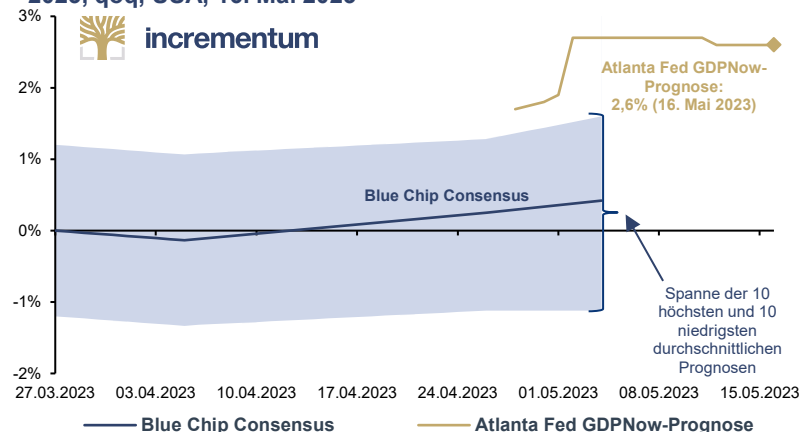
Diese „Überschussersparnisse“ werden zwar seit Rücknahme der Corona-Maßnahme wieder konsequent abgebaut, sind aber nach wie vor überdurchschnittlich hoch und stützen derzeit den Konsum. Damit ist weiterhin mit einer robusten Konsumnachfrage der privaten Haushalte in den nächsten Quartalen zu rechnen, auch wenn mittlerweile in den USA die Sparquote wieder ansteigt. **Einige Haushalte scheinen bereits zusätzliche Ersparnisse anzulegen, um im Falle einer rezessionsbedingten Kündigung finanzielle Reserven zu haben.**

#### Ersparnisse des US-Privatsektors, yoy, 01/1960-03/2023



Zudem zeigen die jüngsten **GDP-Now-Schätzungen** für das laufende Q2/2023 ein solides Real-Wachstum von 2,6%. Für uns ist dies jedoch weniger ein Indiz dafür, dass die US-Wirtschaft auf gesunden Beinen steht, sondern viel mehr, dass die von uns erwartete Rezession erst nächstes oder übernächstes Quartal eintrifft.

**Atlanta Fed GDPNow-Prognose zum realen BIP-Wachstum für Q2 2023, qoq, USA, 16. Mai 2023**



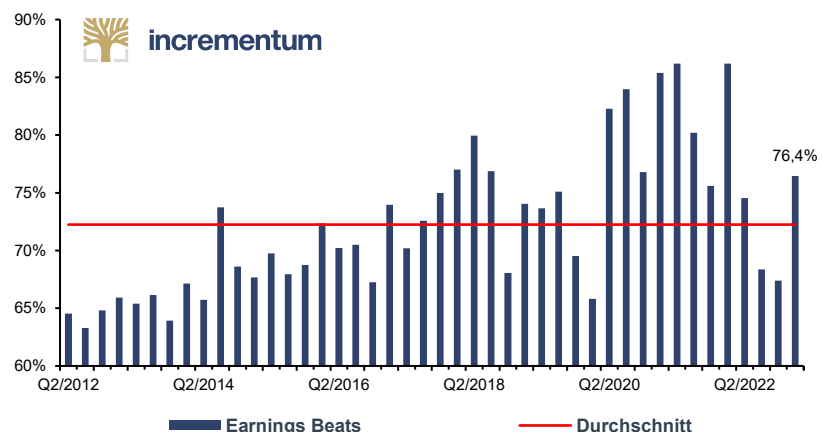
**Inmitten des Gegenlichts steigender Kurse an den Börsen bleibt es eine anspruchsvolle Aufgabe, den Schatten der Rezessionswolken zu erkennen.** Seit dem Verlaufstief Mitte Oktober 2022 hat der S&P 500 rund 15% zugelegt, was auf den ersten Blick Optimismus zu vermitteln scheint. Doch wie schlagen sich die Unternehmen in dieser anspruchsvollen wirtschaftlichen Lage?

*Gold has no earnings, no dividend payments, and no conference calls. We can't call up management and talk about governance, because it [gold] is in the periodic table.*

**Jim Grant**

In vielen Fällen wurden die Erwartungen der Analysten übertroffen, welche jedoch auch nicht allzu hoch gesteckt waren. Bislang haben von den S&P 500-Unternehmen 450 ihre Ergebnisse für Q1/2023 vorgelegt. Davon konnten 344 Unternehmen die Erwartungen übertreffen, 90 verfehlten sie und 16 haben sie getroffen. Das entspricht einem prozentuellen „Earnings Beats“-Wert von 76,4%, was deutlich über dem Durchschnitt seit Q2/2012 von 72,2% liegt.

**Earnings Beats, in % aller S&P 500-Unternehmen, Q2/2012-Q1/2023\***



**Die Vorboten der Rezession**

**Klar in den Schatten gestellt werden diese positiven Faktoren durch unzählige ökonomische Schwächezeichen, die den Fokus des geldpolitischen Showdowns bilden: Wird die Federal Reserve die**



## Inflationsbekämpfung dem Wachstum opfern oder die Konjunktur für die Preisstabilität?

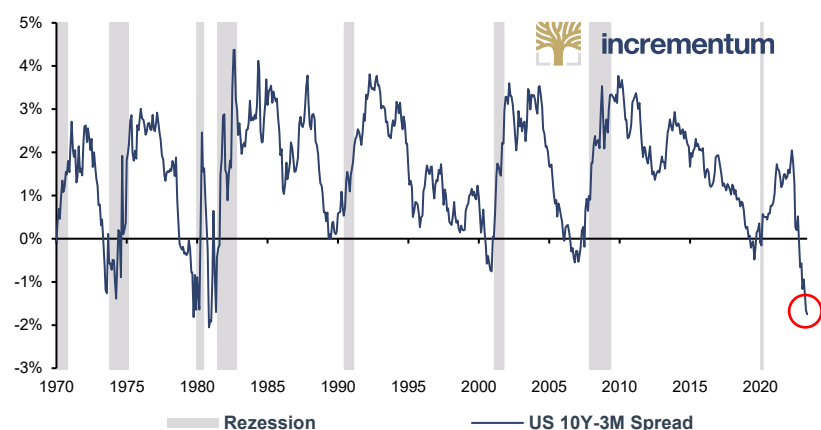
*Possibly the most robust indicator of an impending recession is when the Federal Reserve dismisses the inverting yield curve as a predictor of an impending recession.*

**Albert Edwards**

### Inversion am Bondmarkt

**Die Zinsstrukturkurve in den USA ist schon seit geraumer Zeit stark invertiert, was bedeutet, dass die Renditen für kürzerlaufende Anleihen höher sind als für langlaufende. Zinsinversionen dienen dabei als äußerst verlässlicher Rezessions-Indikator.** Die Rezession trat in vielen Fällen allerdings erst ein, nachdem sich die Zinsstrukturkurve wieder zu normalisieren begann. **Die Inversion ist aktuell so stark wie zuletzt während der schweren Rezessionen in den Jahren 1973–75 und der Doppelrezession Anfang der 1980er-Jahre.** Damit stellen sich die Bondmärkte klar gegen die Stimmung an den Aktienmärkten. Somit stehen wir auch vor einem Showdown Aktienmärkte vs. Bondmärkte. Historisch betrachtet waren die Bondmärkte meist die besseren Prognostiker.

US 10Y-3M Spread, 01/1970-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*I would not interpret the currently very flat yield curve as indicating a significant economic slowdown to come.*

**Ben Bernanke, März 2006**

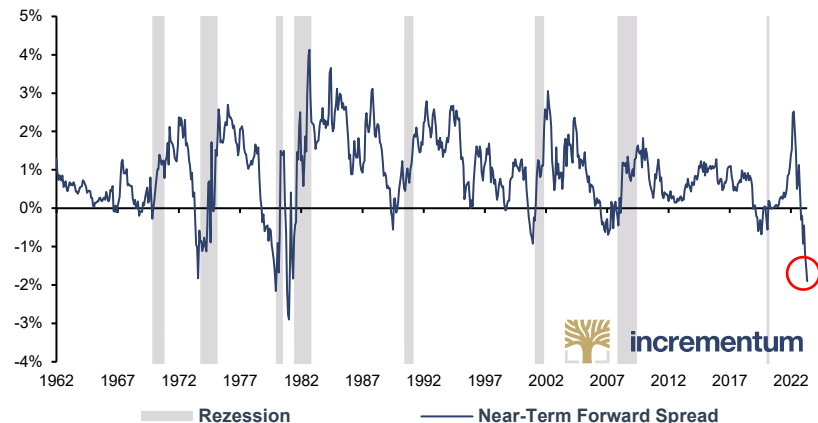
Die Differenz zwischen 10-jährigen und 3-monatigen Anleihen erreicht üblicherweise kurz vor der ersten Zinssenkung durch die Federal Reserve ihren Höhepunkt. **Glaubt man den impliziten Fed Funds Rates hat die Federal Reserve im Mai ihre letzte Zinserhöhung getätigt.** Die Inversion kann sich also noch weiter verstärken. Allerdings bedeutet eine starke Inversion nicht zwangsläufig eine schwere Rezession, da es keinen direkten Zusammenhang zwischen der Stärke der Inversion und der Schwere der folgenden Rezession gibt.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Die Federal Reserve selbst bevorzugt den „Near-Term Forward Spread“ als Indikator, d. h. die Differenz zwischen dem erwarteten 3-Monats-Zinssatz in 18 Monaten und der aktuellen Rendite für 3-Monats-Anleihen. Dieser ist seit sieben Monaten invertiert und im Mai auf ein neues Zyklustief gefallen.

### Near-Term Forward Spread, 01/1962-05/2023



Quelle: Diercks & Soques, neartermforwardsread.com, Incrementum AG

Doch auch dieses Warnzeichen scheint die Federal Reserve bislang zu negieren. **Eine Inversion dieses Ausmaßes hat bislang innerhalb der folgenden acht Monate immer zu einer Rezession geführt.**

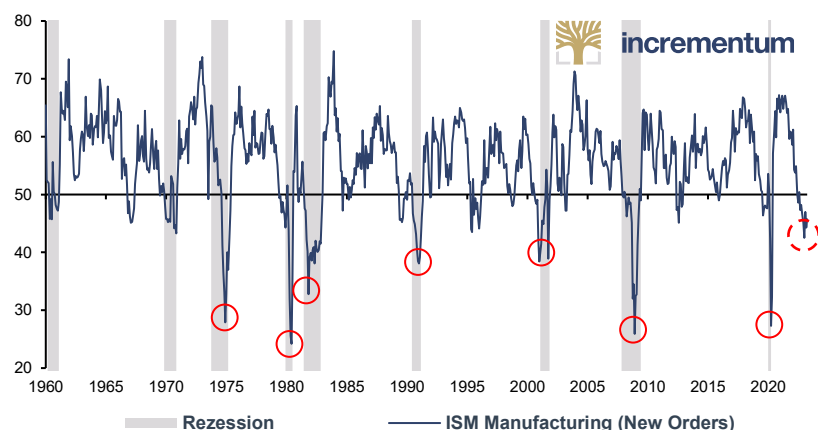
### Die realwirtschaftlichen Indikatoren stehen auf Abschwung

*Central bankers choose when to hike - markets choose when they will ease.*

**Kevin Muir**

**Was muss geschehen, damit die Federal Reserve ihr Falkengewand abstreift? Im Juli 2022 hat der ISM mit einem Wert von 48,6 erstmals in diesem Zyklus die 50er-Marke nach unten durchbrochen.** Aktuell steht er bei 45,7. Statistisch gesehen ist damit ein Niveau erreicht, bei dem sich einerseits eine Rezession andeutet und andererseits die Federal Reserve die geldpolitischen Zügel lockert. Denn in der jüngeren Vergangenheit hat die Federal Reserve nach einem Rückgang des ISM-Index unter 50 stets mit einer Lockerung der Geldpolitik reagiert.

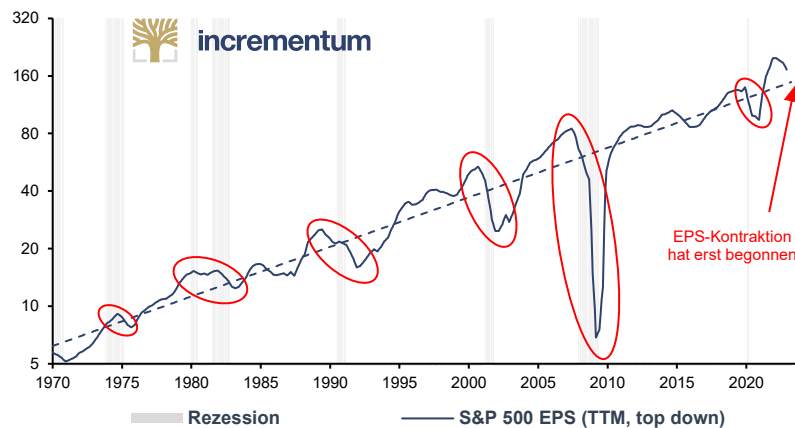
### ISM Manufacturing (New Orders), 01/1960-04/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Dass sich die Gewinne der Unternehmen zuletzt abgeschwächt haben, zeigt sich anhand der EPS-Entwicklung der S&P 500-Unternehmen.

### S&P 500 EPS (TTM, top down), Q1/1970-Q4/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

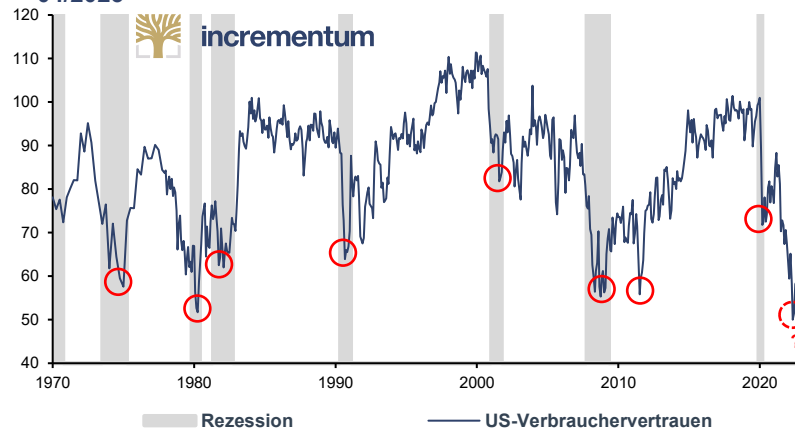
**Zwar sind wir von einem Einbruch wie in den frühen 1990er- oder 2000er-Jahren noch weit entfernt, doch die Kontraktion befindet sich aktuell erst in den Startlöchern.** Wir halten es für realistisch, dass beim Einsetzen der Rezession die Unternehmensgewinne unter die oben eingezeichnete Trendlinie fallen werden. Eine Gewinnkontraktion von ähnlich dramatischem Ausmaß wie in der Rezession 2008/09 entspricht allerdings nicht unserem Basisszenario.

*Vertrauen kommt zu Fuß und flieht auf dem Pferde.*

#### Holländisches Sprichwort

**Noch klarer sieht das Rezessions-Bild beim US-Verbrauchervertrauen aus, das von der University of Michigan erhoben wird.** Im Juni 2022 erreichte der Index den niedrigsten Wert in seiner fast 70-jährigen Geschichte und lag damit sogar deutlich niedriger als zu Beginn der Corona-Pandemie. Seither hat sich das Verbrauchervertrauen geringfügig erholt, jedoch verharrt es mit einem Wert von 63,5 noch immer auf historisch niedrigem Niveau, das in der Vergangenheit nur vor oder während Rezessionen beobachtet werden konnte.

### US-Verbrauchervertrauen (University of Michigan), 01/1970-04/2023



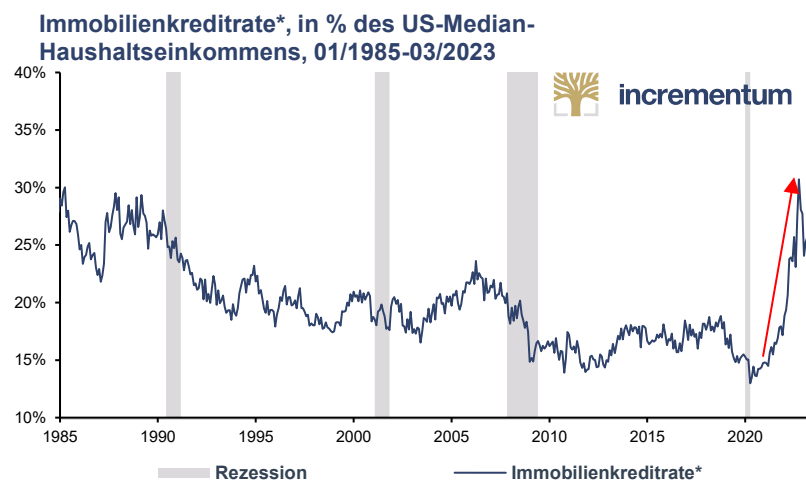
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*We have a lot of troubled office buildings, a lot of troubled shopping centers, a lot of troubled other properties. There's a lot of agony out there.*  
**Charlie Munger**

## Der Immobiliensektor taumelt

**Der für die US-Konjunktur wichtige Immobilienmarkt, Stichwort Betongold, befindet sich bereits in einer markanten Korrektur.** Die Preise sinken, die Nachfrage geht zurück, die Neuaufträge kollabieren. Grund dafür sind allen voran die deutlich gestiegenen Finanzierungskosten und die im Verhältnis zum Haushaltseinkommen in den letzten Jahren utopisch angestiegenen Preise für Wohnimmobilien.

Diese sprunghafte Entwicklung zeigt der folgende Chart, der die Immobilienkreditrate ins Verhältnis zum US-Median-Haushaltseinkommen setzt. Dieses Verhältnis hat sein Verlaufshoch im Oktober 2022 bei 30,7% gesehen und ist seither nur leicht zurückgekommen. Der rasante Anstieg verdeutlicht, wie sehr sich die Finanzierungsproblematik für potenzielle US-Hauskäufer verschärft hat.

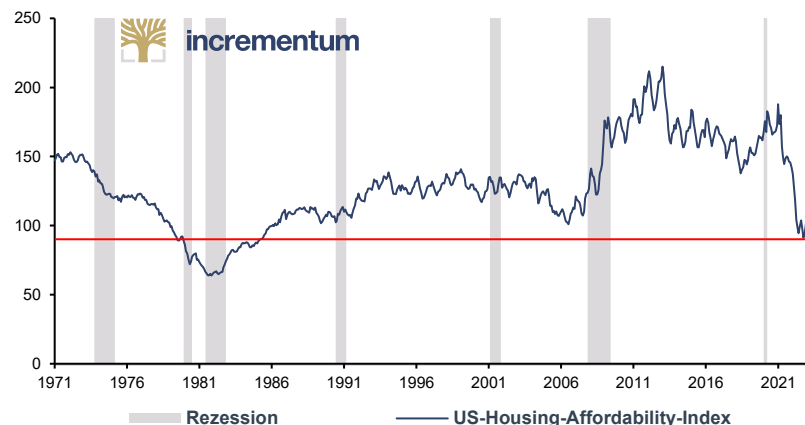


*This may be the worst time in my living history for the home buyer — it just doesn't make sense.*  
**Mark Zandi, Chefökonom  
Moody's Analytics**

**Die Beobachtung, dass die steigenden Immobilienpreise mittlerweile zu einem großen Problem geworden sind, wird durch den US-Housing-Affordability-Index gestützt.** Dieser Index misst, ob eine durchschnittliche Familie über ein ausreichend hohes Einkommen verfügt, um ein Hypothekendarlehen für ein typisches Haus zu erhalten.

Im Oktober 2022 hat der Index mit 91,3 ein vorläufiges Tief erreicht. In den letzten 50 Jahren war ein ähnliches oder niedrigeres Niveau lediglich in den späten 1970er- und frühen 1980er-Jahren zu beobachten gewesen. **Abgesehen von dieser Zeitperiode war es für eine durchschnittliche Familie in den USA nie schwieriger, eine Immobilie zu erwerben, als heute.**

### US-Housing-Affordability-Index, 01/1970-01/2023



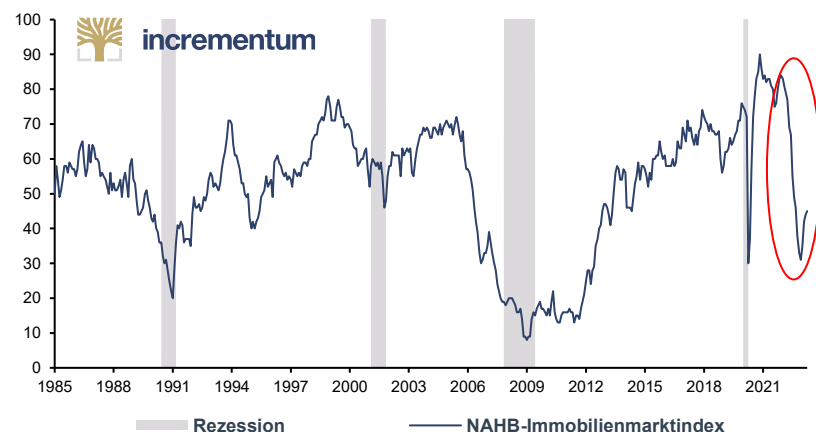
Quelle: NAR, ycharts.com, Reuters Eikon, Incrementum AG

*Es gibt nichts Zinnsensibleres als Immobilien.*

**Thomas Vesely**

Die deutlich zurückgehende Immobiliennachfrage infolge der in kurzer Zeit rasant gestiegenen Hypothekenzinsen untermauert der NAHB-Immobilienmarktindex. Der Index misst die Stimmung von Bauunternehmen hinsichtlich der aktuellen und der künftigen Marktlage, wobei ein Wert über 50 eine positive Stimmung am Markt signalisiert. Binnen eines Jahres ist der Index von Dezember 2021 bis Dezember 2022 von 84 auf 31 gefallen. **Ein solch rapider Einbruch konnte nicht einmal während des Immobilien-Crashes in den 2000er-Jahren beobachtet werden.**

### NAHB-Immobilienmarktindex, 01/2000-04/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

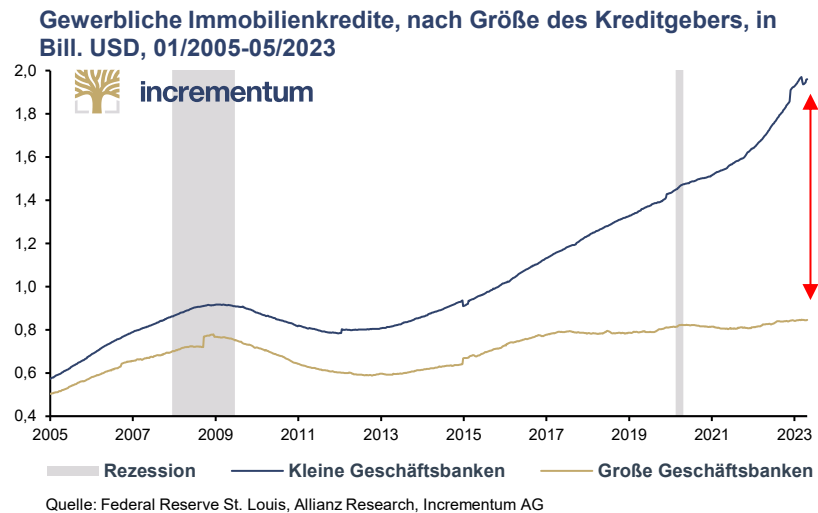
*If the Fed's efforts in recent years were primarily focused on creating a wealth effect to stimulate the economy, they should be increasingly concerned now to see these growing signs of a reverse, wealth effect.*

**Jesse Felder**

Der Immobilienmarkt ist für die Analyse rezessiver Tendenzen deshalb so relevant, weil kein Sektor der US-Wirtschaft wichtiger ist als der Wohnimmobilienmarkt. Laut einer Analyse der Federal Reserve machte die Immobilienbranche 2021 etwa 17% des BIP aus. Hypotheken haben am Vermögen des Privatsektors den größten Anteil. Die enge Verflechtung zwischen dem Immobilienmarkt und dem Vermögen privater Haushalte hat gemäß dem Reverse-Wealth-Effect zur Folge, dass sinkende Immobilienpreise und steigende Hypotheken zu einem Absinken der Kaufkraft führen und somit den Konsum des Privatsektors abschwächen.

**Blicken wir nun speziell auf den gewerblichen Immobilienmarkt (Commercial Real Estate (CRE)).** Dieser hat zuletzt erhöhte Aufmerksamkeit

erfahren, da viele US-Banken im Zuge von korrigierten Marktbewertungen im kommerziellen Segment unter Druck geraten sind. Insbesondere kleinere US-Banken, die besonders empfindlich auf konjunkturelle Belastungen reagieren, halten mit rund 70% einen unverhältnismäßig großen Anteil an CRE-Krediten.



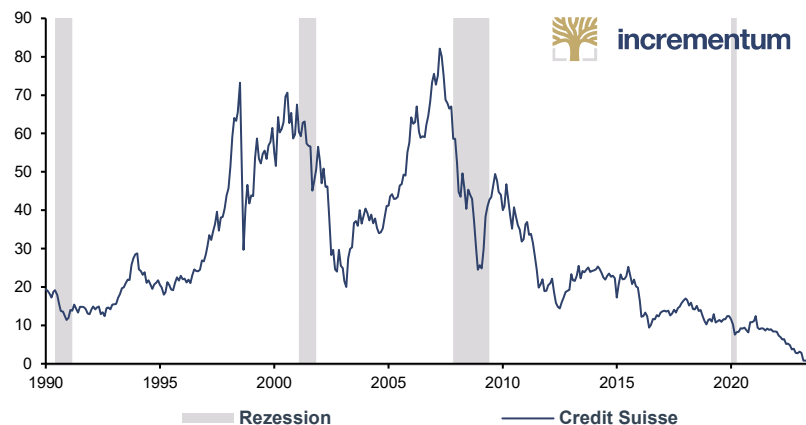
**Mit der weiteren Abkühlung der wirtschaftlichen Aktivität stehen die Banken nun vor einem doppelten Problem:** Zum einen steigt das Ausfallrisiko von CRE-Krediten an, zum anderen müssen die Bewertungen von CRE scharf angepasst werden, während die Kosten der Refinanzierung steigen und die Nettozinsspannen belasten.

*...focus on the movement of liquidity ... most people in the market are looking for earnings and conventional measures. It's liquidity that moves markets.*  
**Stanley Druckenmiller**

### Wie stabil ist das Kartenhaus „Finanzmarkt“?

Der Finanzmarkt, der in den letzten Jahren durch ein hohes Maß an Stabilität gekennzeichnet war – aufwärts ging es dank des Liquiditätsbestands der Zentralbanken nahezu immer –, gerät plötzlich ins Wanken. Dabei erwischt es bei diesem Showdown nicht nur vermeintliche Jausengegner wie die Silicon Valley Bank – vor dem Bankrott immerhin die 16.-größte US-Bank gemessen an der Einlagesumme – oder die First Republic Bank, sondern auch Schwergewichte wie die Credit Suisse. In Q4/2022 beliefen sich die Netto-Mittelabflüsse auf 110,5 Mrd. CHF und in Q1/2023 flossen weitere 61,2 Mrd. CHF ab. Als dann am 16. März 2023 bekannt wurde, dass die Credit Suisse von der SNB einen außerordentlichen Liquiditätszuschuss in Höhe von bis zu 50 Mrd. CHF in Anspruch nehmen wollte, wurde das Rating der Bank schlagartig von A auf BBB herabgestuft und für 3 Mrd. CHF, eine fast schon als Symbolbetrag zu klassifizierende Summe, von der UBS übernommen.

### Credit Suisse, Aktienkurs, in CHF, 01/1990-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

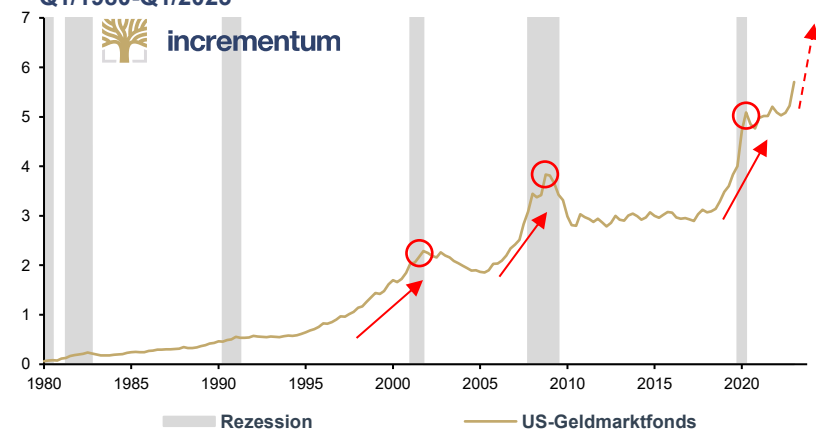
*Would I say there will never, ever be another financial crisis? ... Probably that would be going too far. But I do think we're much safer, and I hope that it will not be in our lifetimes, and I don't believe it will be.*

**Janet Yellen, 2017**

Die Notenbanken reagieren auf diese Verwerfungen im Finanzsektor, indem sie das Wort „Finanzmarktstabilität“ häufiger als „Preisstabilität“ in den Mund nehmen, und das bei Inflationsraten jenseits der 5%-Marke. Damit scheint der von vielen Marktteilnehmern lang ersehnte Pivot in greifbarer Nähe. Das Blatt scheint sich also zu ihren Gunsten gewendet zu haben. Aktuell erwartet der Markt noch in diesem Jahr die erste Zinssenkung. Allerdings ist ein „Pivot“ **nicht mit einer florierenden Performance – insbesondere am Aktienmarkt – gleichzusetzen, was wir im Laufe des Kapitels noch erörtern werden. So viel sei verraten: Der Rezessions-Bär hat bereits sein nächstes Opfer gefunden.**

Infolge der jüngsten Turbulenzen im Bankensektor wurden zunehmend hohe Zuflüsse in Geldmarktfonds registriert, allein im März 2023 waren es **340 Mrd. USD**. Das ist der höchste Wert seit April 2020, als die durch den Ausbruch der Corona-Pandemie hervorgerufene Unsicherheit an den Finanzmärkten am Höhepunkt war.

### US-Geldmarktfonds, gesamtes Finanzvermögen, in Bill. USD, Q1/1980-Q1/2023



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

**Doch warum ist dies so und was bedeutet dies für die Anleger?** Zunächst einmal bieten Geldmarktfonds eine sichere und stabile Anlageoption. Insbesondere in Zeiten von Unsicherheit und Volatilität auf den Finanzmärkten

*Markets are unlikely to tolerate much tightening of liquidity or interest rates. That's why we should expect inflation volatility.*

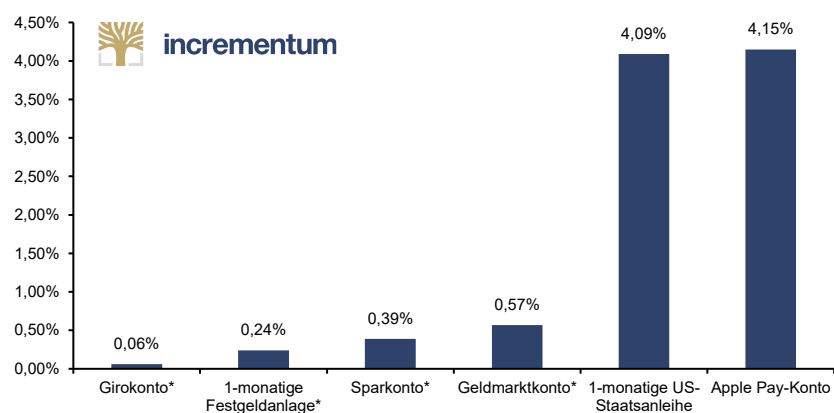
**Henry Maxey**

werden sie als sicherer Hafen betrachtet. Angesichts der jüngsten Bankenkrise ziehen viele Bankkunden aus Angst, dass ihre Einlagen nicht sicher sind, ihr Geld ab und suchen Alternativen.

Die jüngsten Zuflüsse können also zum einen als Indiz für die steigende Instabilität im Finanzsektor interpretiert werden. Zum anderen fällt die **Verzinsung bei konventionellen Banken** im Vergleich zu Geldmarktfonds, die zumeist in liquide, kurzfristige Staatsanleihen investieren, momentan deutlich niedriger aus.

**Zusätzlich hat sich der Wettbewerb durch neue Marktteilnehmer wie Apple verschärft, die kürzlich mit einer effektiven Jahresverzinsung von 4,15% für alle Apple-Pay-Nutzer in den USA den Markt aufgewirbelt haben.**

Vergleich der Zinssätze in den USA, Effektiver Jahreszins, 04/2023



Quelle: FDIC, Federal Reserve St. Louis, Reuters Eikon, Incrementum AG  
\*Durchschnittswerte

*In our view, equity downside will be driven by worsening economic conditions, a function of: aggressive monetary policy; potential capital/liquidity issues catalyzed by the bank crisis; and a consumer that is increasingly reliant upon credit to sustain spending.*

**Chris Harvey**

**Der rapide Anstieg von Veranlagungen in Geldmarktfonds kann negative Auswirkungen auf den Sektor haben. Das zeigt die jüngere Vergangenheit.** Insbesondere vor der Finanzkrise 2008 und auch im Jahr 2020 stiegen die Veranlagungen in Geldmarktfonds deutlich an, da Anleger nach sicheren und stabilen Anlageoptionen suchten. Dies führte jedoch zu einer deutlich höheren Nachfrage nach kurzfristigen Anleihen und Geldmarktinstrumenten, was wiederum eine Überbewertung dieser Instrumente nach sich zog. Weiters befeuerte es den Stress im Bankensektor, da Banken dadurch weiter an Liquidität verloren und die Gewinne schrumpften. Eine der Folgen sind strengere Kreditbedingungen.

**Der nächste Chart zeigt, dass schärfere Kreditbedingungen für Unternehmen zumeist mit erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten einhergehen.** Insbesondere 2008/09 und 2020 war dieses Phänomen gut zu beobachten. Seit Juni 2021 zeigt der Trend in Richtung schärferer Kreditbedingungen, während der Volatilitätsindex des S&P 500 bislang weiter auf einem niedrigen Niveau verharrt.



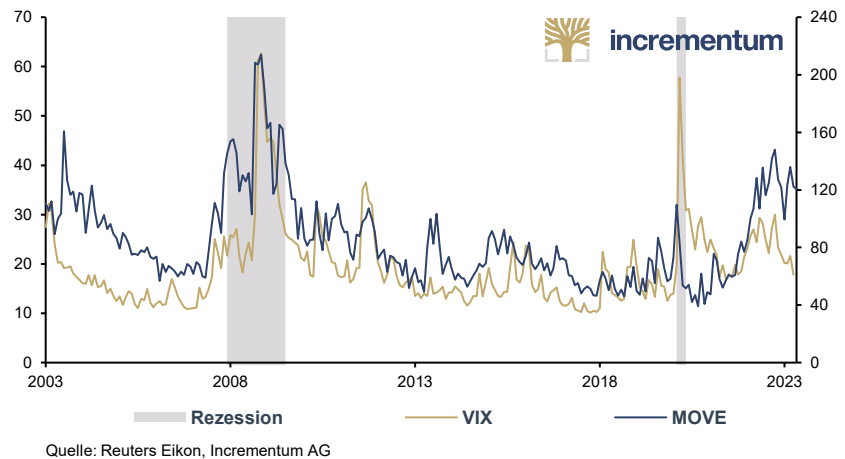


*Volatility is the ONLY asset class. We are all volatility traders and the only question is whether we realise it or not.*

**Christopher Cole**

**Aufschlussreich ist auch die Analyse der Volatilitätsindizes.** In Q1/2008 blieb der Volatilitätsindex VIX, der die impliziten Volatilitäten für den S&P 500 misst, bei Werten ähnlich wie heute ebenfalls ruhig. In den Folgequartalen verschärfte sich die Kreditsituation jedoch weiter, bis im September 2008 das Scheitern der Investmentbank Lehman Brothers zu einem sprunghaften Anstieg der Volatilität führte. Während die Volatilität am Aktienmarkt aktuell noch gering ist, befindet sich der MOVE-Index, der die implizite Volatilität am US-Anleihenmarkt misst, auf Niveaus, die zuletzt 2008/09 gemessen wurden.

**VIX (lhs), und MOVE (rhs), 01/2003-04/2023**

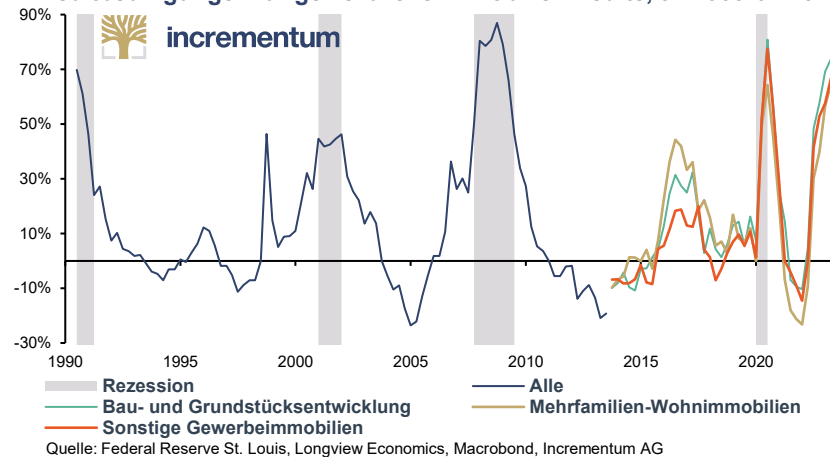


Die sich abzeichnende Kreditverknappung geht außerdem mit einer zunehmenden Notlage im gewerblichen Immobilienbereich (CRE) einher, die die Abschwächung der US-Wirtschaft und des Finanzsektors verschlimmern und verlängern wird. Eine Kreditklemme scheint unvermeidlich zu sein, da Banken gezwungen sind, ihre Bilanzen zu stärken und somit möglicherweise eine steigende Zahl an zurückgeforderten Krediten und eine signifikante Einschränkung der Kreditvergabe in Kauf nehmen müssen.

Da kleinere Banken besonders anfällig für Verluste aus ihren kommerziellen Immobilienportfolios sind, würden konservativere Kreditbedingungen die Kreditverfügbarkeit für die breitere Wirtschaft begrenzen und somit auch belasten.

Wenn der zunehmende Druck auf den kommerziellen Immobilienmarkt die Solvabilität der Banken beeinträchtigt, könnte dies zu einer weiteren Einschränkung der Kreditvergabe führen und die **Federal Reserve daran hindern, ihre restriktive Geldpolitik aufrechtzuerhalten.**

#### Netto-Prozentsatz von Banken mit Verschärfungen der Kreditbedingungen für gewerbliche Immobilienkredite, 01/2003-04/2023



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Sofern die restriktiven Kreditbedingungen am Finanzmarkt aufrecht bleiben, erwarten wir für die kommenden Monate, dass die wirtschaftliche Unsicherheit und restriktiver werdende Finanzierungsbedingungen zu einem graduellen Anstieg des Drucks auf den kommerziellen Immobilienmarkt führen werden. **Verluste in diesem Bereich könnten sich auf den gesamten Bankensektor und letztendlich auf die gesamte Wirtschaft negativ auswirken.**

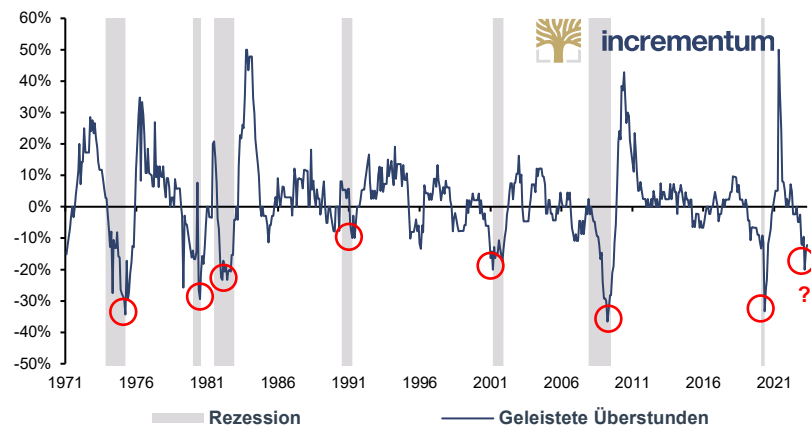
*Labour was the first price, the original purchase - money that was paid for all things. It was not by gold or by silver, but by labour, that all wealth of the world was originally purchased.*

**Adam Smith**

### Der Arbeitsmarkt zeigt erste Schwächen

**Lange Zeit zeigte sich der Arbeitsmarkt erstaunlich robust, mittlerweile sind aber die ersten Risse zu erkennen.** So war die Anzahl der geleisteten Überstunden im Jahresvergleich stark rückläufig, was in der Vergangenheit ein zuverlässiger Rezessionsindikator war. In Zeiten restriktiver Geldpolitik und wirtschaftlicher Abkühlung versuchen Unternehmen Kosten zu senken, indem sie Personal abbauen oder die Arbeitszeiten reduzieren. Auch eine geschwächte Auftragslage begünstigt dieses betriebswirtschaftliche Verhalten. Im Februar 2023 hat sich ein vorläufiges Tief bei -18% gebildet. Niedrigere Werte konnten zuletzt nur während der Corona-Pandemie und im Zuge der Rezession 2008/09 im Anschluss an die Globale Finanzkrise beobachtet werden.

### Geleistete Überstunden, Industrie, USA, yoy, 01/1970-04/2023



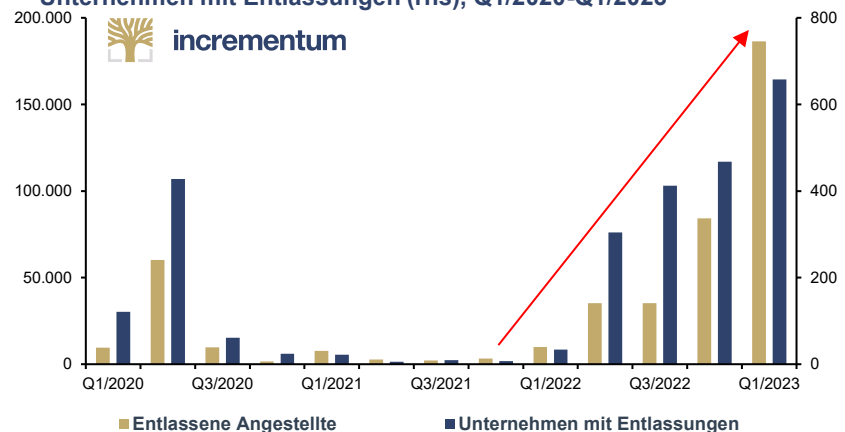
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Jede Wirtschaft beruht auf dem Kreditsystem, das heißt auf der irrtümlichen Annahme, der andere werde gepumptes Geld zurückzahlen.*

**Kurt Tucholsky**

**Die Eintrübung ist auch daran zu erkennen, dass aus immer mehr Branchen Entlassungen gemeldet werden.** Insbesondere im zinssensitiven Tech-Sektor, wo es viele Unternehmen mit einer „long duration“, d. h., einem hohen Anteil an langfristigen Investitionen und einer geringen Liquidität gibt, ist dieses Phänomen gut zu beobachten. Ob Big Tech à la Facebook, Google, Amazon oder kleiner kapitalisierte und weniger bekannte Tech-Unternehmen, eine Entlassungsankündigung jagt die nächste. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten neigen Unternehmen im Technologiesektor aufgrund der hohen Lohnkosten dazu, vermehrt Arbeitskräfte abzubauen, um ihre Finanzlage zu stabilisieren und ihre Verbindlichkeiten zu bedienen.

### Entlassungen im Tech-Sektor, Entlassene Angestellte (lhs), und Unternehmen mit Entlassungen (rhs), Q1/2020-Q1/2023



Quelle: layoffs.fyi, Incrementum AG

**Dass die Entlassungen kontinuierlich an Fahrt aufnehmen, zeigt die Statistik:** In den ersten Monaten dieses Jahres wurden bis Anfang Mai mit 186.328 Entlassungen bereits mehr Stellen abgebaut als im gesamten Jahr 2022 mit 164.576. Und „Tech“ bedeutet heutzutage auch Transport, Gesundheit, Finanzen, Immobilien, Infrastruktur sowie Freizeit- und Reisesektor und nicht nur Soft- und Hardwareunternehmen. Allen voran bedeutet Tech jedoch: gut bezahlte Spezialisten.

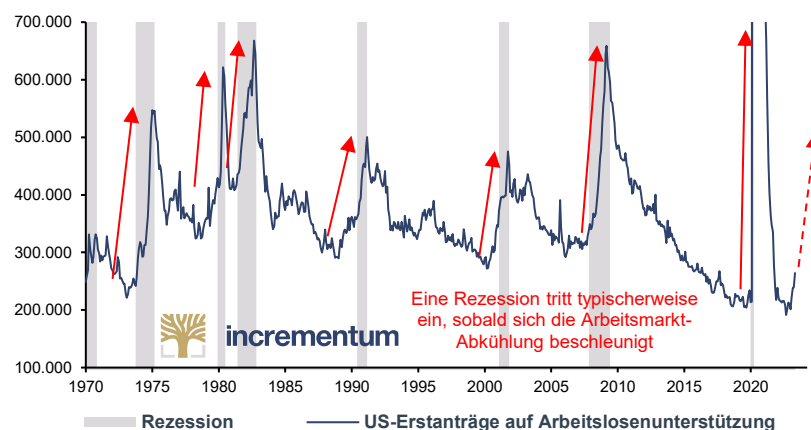
Damit sind im Unterschied zu früheren Rezessionen vorrangig „white collar workers“ vom Stellenabbau betroffen, von denen es in einem Unternehmen typischerweise weniger gibt als „blue collar workers“. Daher war die Wirkung auf die Arbeitslosenquote und andere Arbeitsmarktstatistiken bislang überschaubar. Erst wenn auch Arbeiter von Entlassungen betroffen sind, wird es zu markanten Veränderungen auf dem Arbeitsmarkt kommen.

*Stagflation is rearing its ugly head, ... Slower consumer spending and disappointing business investment are causing slower growth, high unemployment and wages that lag inflation.*

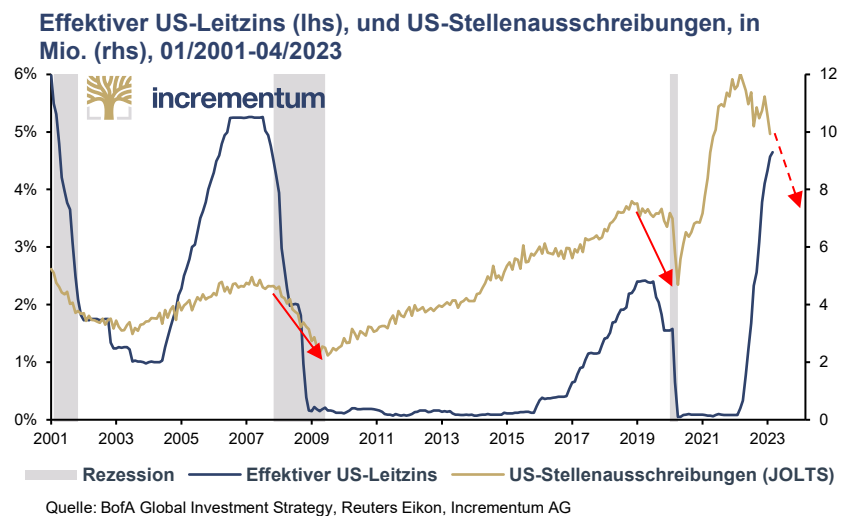
**Peter Morici**

Die US-Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, die gemeinhin als Frühindikator für den Arbeitsmarkt dienen, haben im September 2022 ein neues Tief seit Erhebungsbeginn erreicht. Seitdem ist die Anzahl der Erstanträge um knapp 25% sprunghaft angestiegen, was sich mit der jüngsten Entlassungswelle im Tech-Sektor deckt. In der Vergangenheit wurde der Tiefpunkt bei den Erstanträgen vor einer Rezession erreicht. **Die Rezession tritt typischerweise ein, wenn sich die Abkühlung am Arbeitsmarkt beschleunigt.** Eine anhaltende Fortsetzung dieser Entwicklung könnte bald das Ende der Rekordtiefstände der US-Arbeitslosenquote bedeuten und das Bevorstehen einer Rezession signalisieren.

#### US-Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, 01/1970-05/2023



Sowohl 2008 als auch 2019 hat die Federal Reserve die ersten Leitzinssenkungen wenige Monate, nachdem die US-Stellenausschreibungen ein Hoch ausgebildet hatten, vorgenommen. Das Hoch in diesem Zyklus wurde bereits im März 2022 markiert. Dieses Mal scheint der Zeitverzug der Federal Reserve also noch schwerwiegender zu sein, da die erste Leitzinssenkung aufgrund der makroökonomischen Trends, sieht man von der deutlich erhöhten Inflationsrate ab, längst überfällig ist.



## Strategische Portfolio-Anpassungen

*He will win who, prepared himself, waits to take the enemy unprepared.*

**Sun Tzu**

### Gewappnet sein für den Pivot

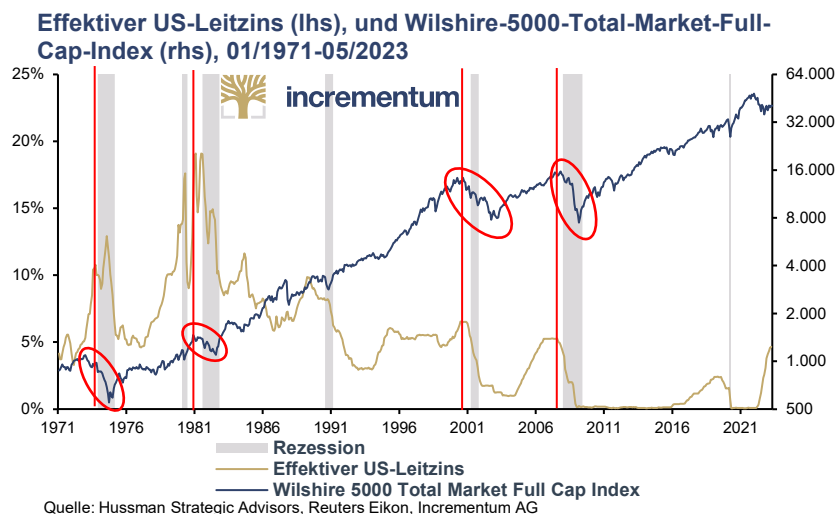
Weil wir davon ausgehen, dass insbesondere, aber nicht nur die US-Wirtschaft bald in eine Rezession abgleiten wird, stellt sich für den Anleger die Frage, welche Auswirkungen eine Rezession auf das Portfolio haben könnte. Schließlich handelt es sich dabei um ein für viele Anleger unbekanntes Territorium, rutschte doch in den vergangenen 40 Jahren die US-Wirtschaft nur vier Mal in eine Rezession, wobei nur jene 2008/2009 mit 18 Monaten länger als ein Jahr dauerte.

**Grundsätzlich ist der Einfluss von Zinsentwicklungen auf den Aktienmarkt bekannt.** Steigende Zinsen verteuern die Kredite und drücken die Investitionen und den Konsum, wodurch Unternehmen in der Regel niedrigere Gewinne erwirtschaften und Investoren deshalb pessimistischer werden. Im Falle sinkender Zinsen müsste der Einfluss dieser Ereignisverkettung der Logik nach gegensätzlich verlaufen.

*Interest rates are the heart, soul and life of the free enterprise system.*

**Michael Gayed**

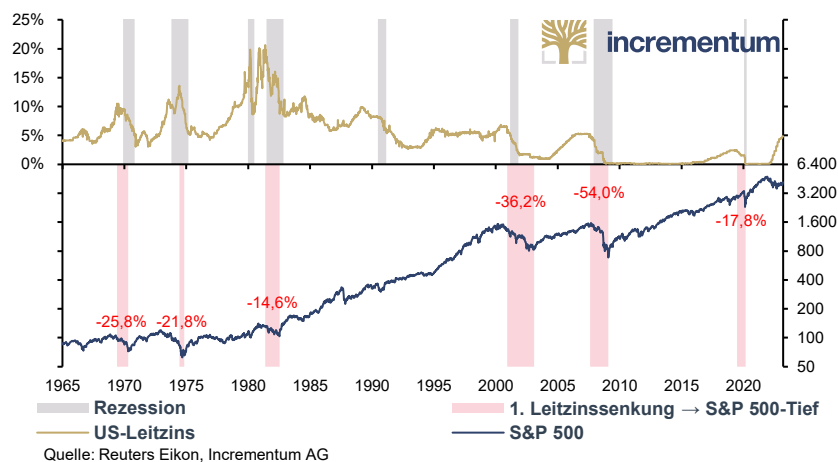
Allerdings neigen Zentralbanken dazu, die Zinsen erst dann zu senken, wenn sich die Konjunktur abschwächt beziehungsweise schon längst abgeschwächt hat. In einer solchen Situation können Investoren nervös werden und ihre Aktienbestände verkaufen, was zu einem Rückgang der Aktienkurse führen kann. **Abseits der Modellwelt sind sinkende Leitzinsen kein positiver Indikator für die Aktienmärkte.** Vielleicht ist es genau dieses einfache und zu häufig gelesene Ursache-Wirkungs-Prinzip, weshalb sinkende Zinsen bei den Marktteilnehmern Gefühle des Glücks, anstatt der Besorgnis auslösen.



*Unsere Zeit erlebt zu rasch und zu viel, um sich ein gutes Gedächtnis zu bewahren.*  
**Stefan Zweig**

Ein Blick in die Vergangenheit offenbart mehr als ein Blick in die Lehrbücher, denn in den meisten Fällen war dieser positive Ceteris-paribus-Effekt sinkender Zinssätze in der Realität nicht gegeben. **Seit 1960 hat der S&P 500 bei allen größeren Zinssenkungszyklen im Schnitt 28,4% an Wert verloren.** Bei einem aktuellen Stand von etwa 4.100 Punkten per 12.05. würde dies einen Rückgang auf knapp unter 3.000 Punkte bedeuten.

**US-Leitzins (lhs), und S&P 500 (rhs, log), 01/1965-05/2023**



Die nachfolgende Tabelle untermauert diese Erkenntnis und zeigt die Renditen des S&P 500 in den drei bzw. sechs Monaten nach der letzten Zinserhöhung durch die Federal Reserve sowie die Federal Reserve Funds Rate zum Zeitpunkt der Zinserhöhung. Dabei wird zwischen inflationärer und disinflationärer Periode unterschieden.

### S&P 500-Renditen nach der letzten Fed-Zinserhöhung

Datum der letzten Fed-Zinserhöhung	Fed Funds Rate	3 Monate	6 Monate
01.05.1974	13,00%	-14,0%	-19,9%
03.03.1980	20,00%	-1,5%	10,0%
08.05.1981	20,00%	0,1%	-6,8%
04.01.1982	15,00%	-6,5%	-12,6%
21.08.1984	11,75%	-2,2%	8,0%
<b>Durchschnittliche Rendite – Inflationäre Periode</b>		<b>-4,8%</b>	<b>-4,3%</b>
24.02.1989	9,75%	12,0%	22,1%
01.02.1995	6,00%	10,6%	18,8%
16.05.2000	6,50%	1,3%	-5,2%
29.06.2006	5,25%	5,2%	11,4%
19.12.2018	2,375%	12,7%	17,8%
<b>Durchschnittliche Rendite – Disinflationäre Periode</b>		<b>8,4%</b>	<b>13,0%</b>

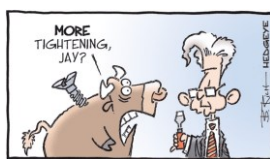
Quelle: BofA Global Investment Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

*Sometimes people don't want to hear the truth because they don't want their illusions destroyed.*

**Friedrich Nietzsche**

In der inflationären Periode waren die Renditen des S&P 500 in den drei bzw. sechs Monaten nach der letzten Zinserhöhung negativ, im Durchschnitt mit -4,8% (3 Monate) und -4,3% (6 Monate). In dieser Zeit hatte die Federal Reserve mit einer hohen Inflation zu kämpfen, sodass ein ähnlicher Balanceakt zwischen Preisstabilität und Rezessionsvermeidung vorzunehmen war, wie es momentan der Fall ist.

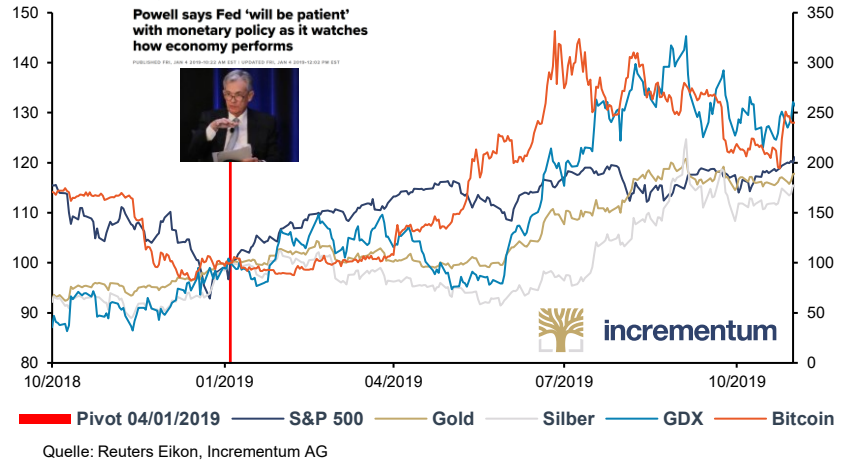
In der disinflationären Periode waren die Renditen des S&P 500 in den drei bzw. sechs Monaten nach der letzten Zinserhöhung mit einer einzigen Ausnahme positiv, im Durchschnitt 8,4% (3 Monate) und 13,0% (6 Monate). In dieser Zeit war die Teuerung niedriger und die Zinserhöhungen der Federal Reserve waren lediglich präventiver Natur, um eine Überhitzung der Wirtschaft zu vermeiden.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Daraus lässt sich ableiten, dass die Inflationsentwicklung die Dynamik des Pivots grundsätzlich beeinflussen kann.** Angesichts der derzeit weiterhin deutlich erhöhten Inflationsraten könnte sich der Pivot für Aktienanleger als verlockender Apfel, der von außen makellos und saftig erscheint, aber in Wahrheit verfault und ungenießbar ist, entpuppen. **Denn nach dem letzten Pivot – als die Inflation noch kein Thema war – zogen fast alle Vermögenswerte deutlich an, wie der folgende Chart zeigt.**

**Verschiedene Vermögenswerte (lhs), und Bitcoin (rhs), 100 = 04/01/2019, 10/2018-12/2019**



*Just because nobody complains doesn't mean all parachutes are perfect.*

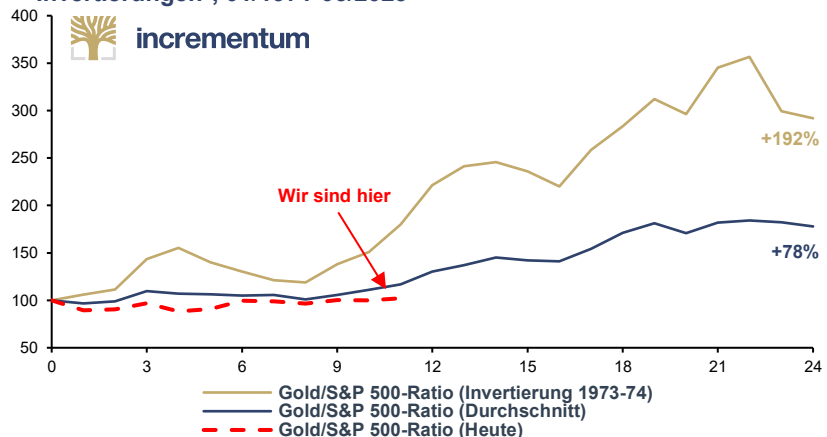
**Alfred Hawthorne Hill**

**Gewappnet sein für die Rezession**

**Was können wir in diesem Umfeld von Gold erwarten?** Die lange Geschichte als unabhängiger und stabiler Vermögensspeicher zeichnet Gold als prädestinierten Rezessions-Hedge aus. Rezessionen und wirtschaftliche Krisen sind aus Sicht der Österreichischen Schule der Nationalökonomie unvermeidliche Ereignisse, die periodisch auftreten. Und so wie Rezessionen zum Konjunkturzyklus gehören, gehört – zumindest aus unserer Sicht – Gold in jedes Anlegerportfolio.

**Der folgende Chart zeigt die Entwicklung des Gold/S&P 500-Ratios nach einer Inversion der 10Y-1Y-Zinskurve.** Im Durchschnitt stieg das Ratio 24 Monate nach der erstmaligen Invertierung in einem Wirtschaftszyklus um 78% an, was auf eine hohe Outperformance von Gold relativ zu Aktien schließen lässt.

**Gold/S&P 500-Ratio, Performance nach UST 10Y-1Y-Invertierungen\*, 01/1971-05/2023**



**In der stagflationären Periode 1973/74 fiel die Outperformance sogar noch deutlicher aus.** Seit der Invertierung im Juni 2022 verharrt das Ratio weitgehend auf seinem Ausgangslevel. Angesichts der historischen Beobachtungen



ist also noch viel Luft nach oben, zumal eine Vielzahl an makroökonomischen Bedingungen momentan stark an die 1970er-Jahre erinnert.<sup>38</sup>

Forschung schafft neues Wissen.

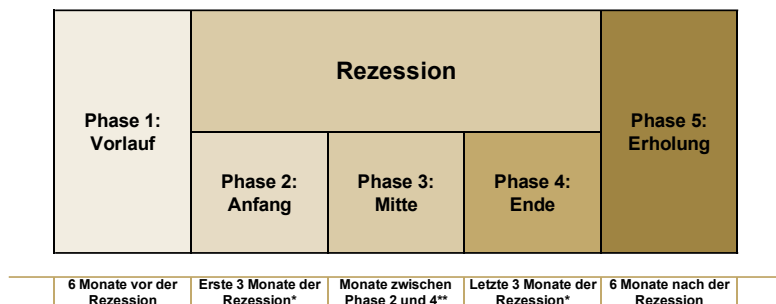
Neil Armstrong

### Das *Incrementum Rezessionsphasen-Modell*

Das ***Incrementum Rezessionsphasen-Modell*** (IRPM) untersucht die Performance von verschiedenen Assetklassen während Rezessionen. Im Gegensatz zu vielen anderen Analysen, die nur die durchschnittliche Performance von Assetklassen während der gesamten Rezessionsdauer betrachten und dabei die Unterschiede in der Performance in den verschiedenen Phasen der Rezession vernachlässigen, fokussiert sich unser Rezessionsphasen-Modell gezielt auf die Entwicklungen in den einzelnen Phasen einer Rezession. **Das *Incrementum Rezessionsphasen-Modell* hat zum Ziel, diese Lücke zu schließen und Investoren dabei zu helfen, ihre Anlagestrategien besser auf die unterschiedlichen Phasen einer Rezession anzupassen.**

**Das Modell unterteilt die Rezession in fünf verschiedene Phasen, die jeweils unterschiedliche Merkmale aufweisen.** Eine detaillierte Analyse der Asset-Performance in jeder dieser Phasen ermöglicht es uns, ein besseres Verständnis dafür zu gewinnen, welche Assetklassen in welcher Rezessionsphase am besten performen.

#### Incrementum Rezessionsphasen-Modell



Quelle: Incrementum AG

\*Für kurze Rezessionsperioden weniger als 3 Monate  
\*\* Bei Rezessionsperioden mit 6 oder weniger Monaten entfällt Phase 3

1. Die **Vorlaufphase** (Phase 1) einer Rezession ist geprägt von aufkeimender Volatilität an den Finanzmärkten. In dieser Phase beginnt der Markt eine bevorstehende Rezession zunehmend einzupreisen.
2. In der zweiten Phase, der sogenannten „**Anfangsphase**“, ist ein Übergang zwischen erhöhter Unsicherheit und Höhepunkt der wirtschaftlichen Abkühlung festzustellen. Die abflauende Wirtschaftsdynamik ist in dieser Phase erstmalig auch mit negativen makroökonomischen Wirtschaftsdaten belegbar.
3. In der **mittleren Phase** (Phase 3) manifestieren sich die negativen Wirtschaftsdaten. Sie markiert außerdem den Tief- und Wendepunkt der Rezession.
4. In der vierten Phase, der „**Endphase**“, tritt allmählich eine Stabilisierung der Wirtschaft ein, die eine Rückkehr des Optimismus an den Märkten zur Folge hat.
5. In der fünften und letzten Phase des Rezessionsmodells, der „**Erholungsphase**“, kehrt die Wirtschaft zu positiven Wachstumswerten zurück.

<sup>38</sup> „Stagflation 2.0“, In Gold We Trust-Report 2022, S. 120

Für den Fall einer kurzen Rezession, wie beispielsweise im Jahr 2020, gibt es Phasen, die weniger als 3 Monate dauern, sodass sich Phase 3 bei Rezessionsperioden von 6 Monaten oder weniger erübrigt. In unserem Modell haben wir die **Definition des NBER**<sup>39</sup> gewählt, da es die gängigste Rezessionsdefinition ist. Zudem wird diese Definition auch von der Federal Reserve befolgt.

*Dear @federalreserve, we all know that your taper/rate hikes will trigger a recession and market crash. Can we just fast forward to NIRP and even more QE that always follow?*

**Tyler Durden**

Wir sind uns bewusst, dass eine Rezession gemäß der NBER-Definition immer mit einer Verzögerung von einigen Monaten verkündet wird. Ähnliche Probleme ergeben sich bei alternativen Definitionen, wie beispielsweise der technischen Rezessionsdefinition<sup>40</sup>, bei der man auf die Veröffentlichung der endgültigen BIP-Quartalszahlen warten muss. Daher ist es von großer Bedeutung, eine Rezession frühzeitig zu erkennen, um sich als Investor bestmöglich zu positionieren.

Die Unterteilung einer Rezession in unterschiedliche Phasen kann dazu beitragen, das Risiko von Verlusten zu minimieren und Renditen zu maximieren, indem sie Investoren dabei hilft, eine **ausgewogene Portfoliostrategie zu entwickeln, die auf die unterschiedlichen Phasen einer Rezession abgestimmt ist.**

### Die Auswertung des *Incrementum* Rezessionsphasen-Modells

In diesem Abschnitt werden wir die Performances des S&P 500 stellvertretend für Aktien, Gold und den BCOM-Index, der als Proxy für Rohstoffe dient, analysieren. In Kapitel 15 haben wir außerdem die Performance von Silber berechnet. **Die folgende Tabelle zeigt die Performance des S&P 500 während der verschiedenen Rezessionsphasen.**

**S&P 500-Performance im *Incrementum*-Rezessionsphasen-Modell**

Datum	Dauer (Monate)	Rezession	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 5
01/1970-11/1970	11	-5,3%	-5,8%	-2,6%	-9,0%	7,0%	14,3%
12/1973-03/1975	16	-13,1%	-8,6%	0,3%	-28,7%	21,6%	0,6%
02/1980-07/1980	6	6,6%	10,0%	-6,9%	n/a	14,5%	6,5%
06/1981-11/1982	18	4,5%	-5,6%	-7,4%	-2,7%	15,9%	17,2%
08/1990-03/1991	8	5,4%	8,2%	-14,6%	8,6%	13,6%	3,4%
04/2001-11/2001	8	-1,8%	-19,2%	5,5%	-7,4%	0,5%	-6,3%
01/2008-06/2009	18	-37,4%	-2,3%	-9,9%	-39,7%	15,2%	21,3%
03/2020-04/2020	2	-1,4%	0,9%	-12,5%	n/a	12,7%	12,3%
<b>Durchschnitt</b>	<b>10,9</b>	<b>-5,3%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-13,2%</b>	<b>12,6%</b>	<b>8,6%</b>
<b>Median</b>	<b>9,5</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>14,0%</b>	<b>9,4%</b>

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Die historische Betrachtung der letzten acht Rezessionen seit 1970 zeigt, dass Aktien während dieser Zeit im Durchschnitt um 5,3% an Wert verloren haben. Allerdings ist zu beachten, dass die Globale Finanzkrise als Ausreißer den Durchschnittswert stark nach unten verzerrt. Der Median-Wert weist im Vergleich dazu eine negative Performance von -1,6% auf.

<sup>39</sup> Die Definition des NBER betont, dass eine Rezession einen signifikanten Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität umfasst, der sich über die gesamte Wirtschaft erstreckt und länger als einige Monate anhält.

<sup>40</sup> Eine technische Rezession tritt ein, wenn eine Volkswirtschaft in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen ein negatives Wirtschaftswachstum verzeichnet.

*Das Wissen um den richtigen Zeitpunkt ist der halbe Erfolg.*  
**Maurice Couve de Murville**

Interessanterweise gab es jedoch **innerhalb der Rezessionsphasen große Unterschiede in Bezug auf die Auswirkungen auf Aktien**. Besonders in der dritten Phase, dem Höhepunkt der Rezession, waren Aktien am stärksten betroffen. Sobald jedoch die letzten drei Monate der Rezession (Phase 4) erreicht waren, konnten sich Aktien in allen acht Fällen sehr gut erholen und diesen Trend auch in den ersten Monaten nach der Rezession fortsetzen. Basierend auf dem *Incrementum Rezessionsphasen-Modell* wird daher empfohlen, **Aktien frühzeitig zu reduzieren, bis der Höhepunkt der Rezession erreicht ist, um dann von der anschließenden Erholungsrally zu profitieren**.

Sehen wir uns nun die Performance-Daten von Gold im Rahmen des Rezessionsphasen-Modells an:

#### Gold-Performance im *Incrementum Rezessionsphasen-Modell*

Datum	Dauer (Monate)	Rezession	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 5
01/1970-11/1970	11	6,6%	-14,5%	0,1%	1,7%	4,7%	8,9%
12/1973-03/1975	16	73,8%	-12,0%	60,8%	14,7%	-5,8%	-19,7%
02/1980-07/1980	6	-5,9%	120,1%	-20,7%	n/a	18,6%	-17,5%
06/1981-11/1982	18	-9,0%	-23,1%	-10,9%	-3,6%	6,0%	0,3%
08/1990-03/1991	8	-4,1%	-10,0%	2,6%	3,3%	-9,5%	-0,4%
04/2001-11/2001	8	6,4%	-5,9%	5,0%	1,3%	0,0%	19,0%
01/2008-06/2009	18	11,1%	28,4%	9,9%	0,2%	0,9%	18,3%
03/2020-04/2020	2	6,0%	4,3%	-0,9%	n/a	6,9%	11,8%
<b>Durchschnitt</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,9%</b>	<b>5,7%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,6%</b>
<b>Median</b>	<b>9,5</b>	<b>6,2%</b>	<b>-8,0%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,6%</b>

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wenig überraschend und gemäß seinem Ruf als Rezessions-Hedge performt Gold während der gesamten Rezessionsphase durchschnittlich mit +10,6%. **Besonders beachtlich ist, dass Gold in allen Phasen der Rezession im Durchschnitt eine positive Performance aufweist**. In Phase 1 und 2 ist der Mittelwert der Preissteigerungen von Gold am stärksten ausgeprägt, was vermutlich daran liegt, dass in diesen Phasen die größte Unsicherheit an den Märkten herrscht. Eine weitere Erklärung für die starke durchschnittliche Performance von Gold in Phase 1 ist die Preissteigerung von 120,1% in der Anfangsphase der Rezession im Jahre 1980, die einen Ausreißer darstellt.

*The only investors who shouldn't diversify are those who are right 100% of the time.*

**John Templeton**

**In den ersten drei Phasen einer Rezession schneidet Gold im Vergleich zu Aktien tendenziell besser ab**. Sobald sich jedoch erste Anzeichen einer Konjunkturerholung abzeichnen und die Unsicherheit am Markt größtenteils abnimmt, kehren sich die Kräfteverhältnisse zumeist um und Aktien können in der End- und Erholungsphase im Vergleich zu Gold eine bessere Performance aufweisen. Die Tabelle zeigt folglich, dass Gold insbesondere in den ersten Phasen des Modells ein geeigneter Rezessions-Hedge sein kann, der **in wirtschaftlich turbulenten Zeiten ausgezeichnete Diversifikation bietet und die Portfolioperformance stabilisiert**.

Im Folgenden möchten wir untersuchen, ob es während einer Rezession bestimmte Phasen gibt, in denen Rohstoffe besonders erfolgreich abschneiden, und ob sie in einem Portfolio während wirtschaftlicher Abkühlungen gewinnbringend eingesetzt werden können.

### Bloomberg Commodity Index (BCOM)-Performance im *Incrementum Rezessionsphasen-Modell*

Datum	Dauer (Monate)	Rezession	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 5
01/1970-11/1970	11	16,3%	-0,4%	3,3%	11,0%	1,4%	2,0%
12/1973-03/1975	16	26,4%	18,0%	18,5%	20,6%	-11,6%	4,7%
02/1980-07/1980	6	-6,5%	57,4%	-17,8%	n/a	13,8%	-13,8%
06/1981-11/1982	18	-26,7%	-25,2%	-10,9%	-19,5%	2,3%	8,4%
08/1990-03/1991	8	1,9%	2,0%	16,0%	-6,2%	-6,4%	-0,3%
04/2001-11/2001	8	-13,7%	-1,5%	-3,6%	0,6%	-11,0%	7,5%
01/2008-06/2009	18	-33,8%	9,0%	9,0%	-45,5%	11,6%	13,6%
03/2020-04/2020	2	-14,2%	-7,8%	-12,9%	n/a	-1,6%	18,0%
<b>Durchschnitt</b>	<b>10,9</b>	<b>-6,3%</b>	<b>6,4%</b>	<b>0,2%</b>	<b>-6,5%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>5,0%</b>
<b>Median</b>	<b>9,5</b>	<b>-10,1%</b>	<b>0,8%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>6,1%</b>

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*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**

**Die durchschnittliche Rezessions-Performance des BCOM-Index seit 1970 ist mit -6,3% deutlich im negativen Bereich.** Damit schneiden Rohstoffe in unserer Analyse in der Gesamtbetrachtung schlechter ab als Aktien. Doch auch bei den Rohstoffen zeigen sich bei näherem Hinsehen deutliche Unterschiede in jeder Phase. Während Rohstoffe in Phase 1 (Vorlaufphase) und Phase 5 (Erholungsphase) Zugewinne verbuchen, ist in Phase 2 (Anfangsphase) und Phase 4 (Endphase) keine Tendenz ablesbar. **Die negative Performance kommt somit weitestgehend in Phase 3 (Mittlere Phase) zustande, also wenn die Konjunktur ihren Tiefststand erreicht.**

**Aus Portfolio-Sicht erweist sich gemäß unserer Analyse eine Übergewichtung von Rohstoffen in der Vorlaufphase und in der Erholungsphase einer Rezession als zielführend.** Die Theorie unterstützt diese Erkenntnis und legt nahe, dass Edelmetalle und insbesondere Gold als Absicherung gegen Unsicherheit vor dem Höhepunkt einer Rezession geeignet sind. Energie- und Basismetallrohstoffe erweisen sich aufgrund des reflationären Effekts eines anziehenden Wachstums nach dem Höhepunkt einer Rezession als vorteilhaft.

## Fazit

**Die am meisten erwartete Rezession lässt weiterhin hartnäckig auf sich warten.** Dies hängt einerseits mit dem Wachstumsschub im Zusammenhang mit den Post-Corona-Wiedereröffnungen zusammen, der erst langsam abklingt. Auch haben sich die Schreckensszenarien von Sommer und Herbst 2022, als die Energiepreise in die Höhe schossen, nicht bewahrheitet. Andererseits trägt auch die Führungsübernahme der Fiskalpolitik als Ausdruck des von uns im *In Gold We Trust-Report 2021* detailliert analysierten „*monetären Klimawandels*“ ihr großes Scherflein bei. Die Fiskalpolitik übernimmt also die Rolle der Notenbanken, indem

sie den Märkten durch signifikante Transferzahlungen an private Haushalte und Unternehmen Liquidität zuführt.<sup>41</sup> Dieses Verhalten ist aus unserer Sicht nicht nachhaltig, denn die Rezession wird dadurch lediglich aufgeschoben – auf Kosten einer sich fortsetzenden Geldentwertung, was letztlich mit hoher Wahrscheinlichkeit in einer Stagflation enden wird.

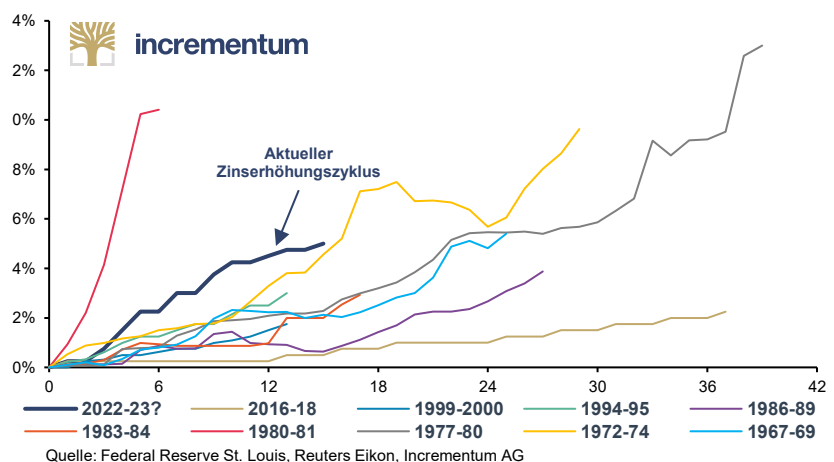
**Diese Dynamik unterstreichen auch die jüngsten veröffentlichten Daten zum Wirtschaftswachstum und der Kerninflationsrate in den USA.** Im ersten Quartal ist das reale US-BIP auf annualisierter Basis lediglich um 1,1% gewachsen, was klar unter den Erwartungen lag. Auf der anderen Seite bleibt die PCE-Kernrate hartnäckig hoch. Seit dem Hoch vom März 2022 mit 5,3% ist sie bislang nur auf 4,6% gefallen und damit deutlich schwächer zurückgegangen als die Gesamtinflation.

*Monetary policy is 98% talk and only 2% action.*

**Ben Bernanke**

**Je länger wir auf das Eintreffen der Rezession warten, desto schlimmer könnte sie sein, wenn sie schließlich kommt.** Dies liegt daran, dass die Federal Reserve für eine längere Zeit ihre Falken-Haltung beibehalten kann, was dazu führt, dass die Wirtschaft tiefer in die Rezession abrutscht, da einerseits die Liquiditäts- und Finanzierungsbedingungen für längere Zeit restriktiv bleiben und es andererseits länger dauert, bis der Pivot seine Wirkung entfalten kann und in der Realwirtschaft ankommt. Nach dem radikalsten Zinsanstieg seit knapp 40 Jahren stellt sich also die Frage, wann und in welchem Tempo die Fed den geldpolitischen U-Turn unternimmt, um der weiteren Abschwächung der Wirtschaft entgegenzutreten.

#### Zinserhöhungszyklen der Fed, US-Leitzins, 1967-2023



**Doch eine Rezession ist ein notwendiger Prozess, der Fehlentwicklungen im Wirtschaftswachstum korrigiert.** Sie führt zu einer Umstrukturierung des Produktionsprozesses, einer Anpassung der Preise an die tatsächlichen Konsumentenpräferenzen und zu einer Bereinigung von Fehlallokationen. Je länger man diesen Prozess hinauszögert, desto schmerzlicher wird er.

<sup>41</sup> Siehe die Kurzversion unseres Interviews mit Russell Napier in diesem *In Gold We Trust*-Report: „Exklusivinterview mit Russell Napier: Save Like a Pessimist, Invest like an Optimist“. Die Langversion finden Sie hier; und „Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far! – Exklusivinterview mit Russell Napier“, *In Gold We Trust*-Report 2021

*If money is your hope for independence, you will never have it. The only real security that a man will have in this world is a reserve of knowledge, experience, and ability.*

**Henry Ford**

**Insbesondere im Kontext der bevorstehenden US-Wahlen im kommenden Jahr werden die Demokraten bestrebt sein, eine Rezession zu vermeiden.** Dies könnte dazu führen, dass durch fiskalpolitische Maßnahmen – gemäß einer en vogue gekommenen „Koste-es-was-es-wolle-Mentalität“ – der unvermeidliche Anpassungsprozess weiter hinausgezögert wird. Die Beschränkungen des Handlungsspielraums nehmen jedoch unaufhaltsam zu und die Optionen für eine erneute Vertagung werden schwinden. **In diesem Dilemma zwischen kurzfristiger Wählergunst und langfristiger ökonomischer Stabilität müssen die Verantwortlichen ihrer Namensgebung schließlich gerecht werden.**

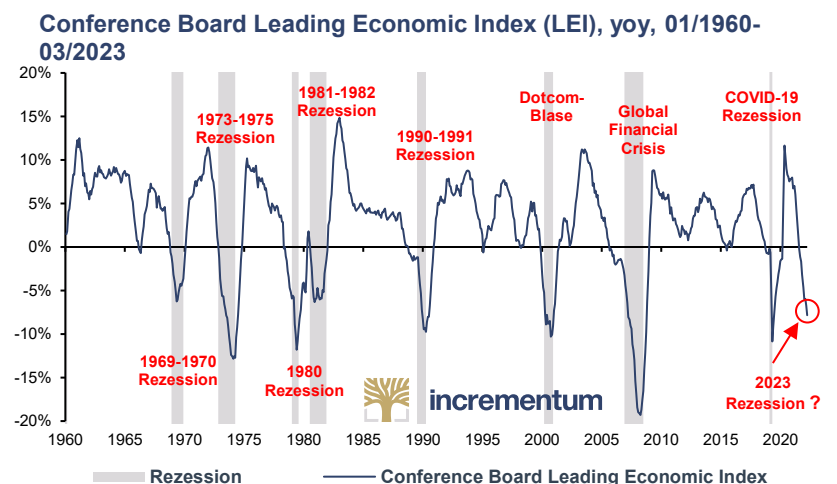
Die nahende Rezession, die von der Inflationswelle angespült wird, liegt jedoch möglicherweise nicht mehr allzu weit in der Ferne, wie die folgende Tabelle zeigt. Vier der ökonomischen Frühindikatoren haben bislang noch jede Rezession vorhergesagt – und **derzeit signalisieren alle vier eine Rezession.**

**Historie ausgewählter Rezessionsindikatoren und momentaner Stand**

Rezessionsindikator	Anzahl der Beobachtungen	Eintrittswahrscheinlichkeit einer Rezession	Monate seit dem Ereignis
LEI yoy < -4%	8	100% (innerhalb von 24 Monaten)	6 Monate
2Y10Y-Inversion	10 (seit 1950)	90% (innerhalb von 36 Monaten)	10 Monate
3M10Y-Inversion	4 (seit 1990)	100% (innerhalb von 24 Monaten)	6 Monate
ISM-Neuaufträge < 47	12	100% (innerhalb von 24 Monaten)	5 Monate
M2 yoy negativ	Erstmals seit 1960	-	4 Monate
Fed-Zinserhöhungszyklus	8 (seit 1970)	85% (innerhalb von 24 Monaten nach Zyklusende)	-
Kreditrichtlinien-Verschärfung > 40	4	100% (innerhalb von 24 Monaten)	7 Monate
US-Leitzins - 2Y > 90 bp	5	75%	2 Monate

Quelle: BofA Global Research, Incrementum AG

Besonders erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang der **Leading Economic Index (LEI)**, der 10 Frühindikatoren zusammenfasst und darauf ausgerichtet ist, die Dynamik der Wirtschaft für die kommenden Quartale vorherzusagen. Er kann somit als umfassender und gewichteter Rezessionsindikator gesehen werden.



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*There is no real historical precedent for the idea of a managed disinflation from current levels without recession.*

**Lawrence Summers**

*Schwarze Schwäne sind die seltenen Ereignisse, die uns lehren, dass unsere Modelle und Vorhersagen unvollständig sind.*

**Daniel Kahneman**

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

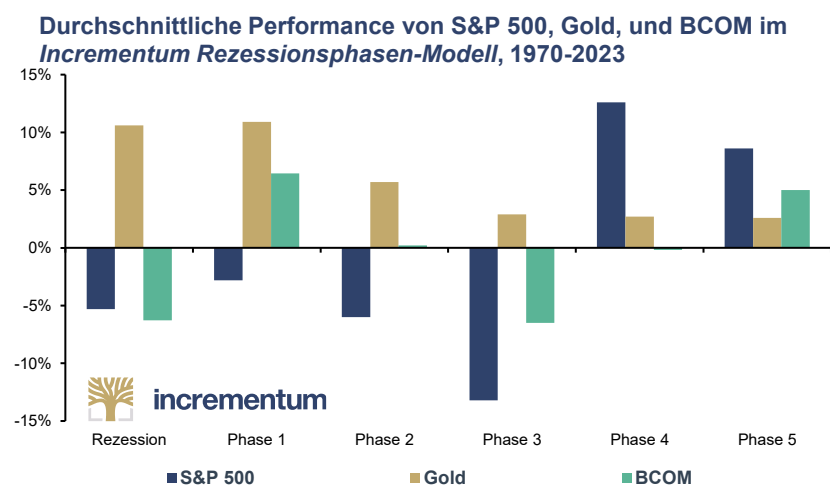
**Ray Dalio**

**Der Index ist nun zwölf Monate in Folge gesunken und liegt auf dem Niveau von November 2020.** Ein Rückgang um 7,8% im Jahresvergleich hat in der Vergangenheit immer eine Rezession signalisiert. Insgesamt gab es acht Rezessionen seit 1960, bei denen der LEI-Peak im Durchschnitt 14 Monate vor Beginn der Rezession lag. Der Median liegt bei 11 Monaten.<sup>42</sup> **Von diesen acht Rezessionen konnte der LEI jede Rezession erfolgreich vorhersagen.** Der aktuelle Index-Peak datiert auf Dezember 2021 und damit sind bereits 17 Monate seit dem letzten Index-Peak vergangen. Eine Rezession wäre somit überfällig. Auch in der Ausprägungsstärke liegt die jährliche Veränderungsrate des LEI mit derzeit -7,8% tiefer als sein Durchschnittswert vor einer Rezession (-4,7%).

Auch wenn Black-Swan-Events, also *unvorhersehbare* Ereignisse, die Märkte immer wieder erschüttern, ist es wichtig, sich auf die *vorhersehbaren* Ereignisse akribisch vorzubereiten und eine Strategie zu entwickeln. In diesem Fall sind es aus Investorensicht insbesondere zwei Ereignisse, die im Fokus stehen und Herausforderungen darstellen: **der bevorstehende Pivot der Notenbanken und eine drohende Rezession.**

Das **Incrementum Rezessionsphasen-Modell** bietet hierbei wertvolle Einblicke und hilft bei der Entscheidungsfindung, wie man in jeder der fünf Rezessionsphasen bestmöglich agiert, um das Portfolio widerstandsfähiger gegen wirtschaftliche Abschwünge zu positionieren. **Die Auswertung unseres Incrementum Rezessionsphasen-Modells für Aktien, Gold und Rohstoffe zeigt, dass die Performance der Assets in jeder der fünf Phasen mitunter stark voneinander abweicht.**

**Gold sticht in der Analyse als Rezessions-Hedge deutlich hervor.** In allen Phasen konnte Gold im Mittel zulegen. Jedoch nimmt die durchschnittliche Gold-Performance mit Fortschreiten der Rezession sukzessive ab. Gegen Ende der Rezession sind es dann Rohstoffe und allen voran Aktien, die von der abflauenden Rezession profitieren bzw. ihre Verluste, die in beiden Fällen größtenteils in der mittleren Phase der Rezession (Phase 3) erlitten werden, wieder gutmachen.



<sup>42</sup> Siehe „Breakfast with Dave“, Rosenberg Research, 21. April 2023

# Building low-capital intensity **gold mines**

## Why Minera Alamos?

- ✧ \$10-30 million initial capex projects
- ✧ Focused initially on Northern Mexico
- ✧ Clean balance sheet
- ✧ Strong insider alignment with shareholders
- ✧ Santana gold mine achieved commercial thresholds in 2022
- ✧ Cerro de Oro our second planned mine being permitted with expected construction in 2024



# Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar

*The inconceivable is absolutely conceivable when  
the survivability of the state is threatened.*

Zoltan Pozsar

- Wir bewegen uns auf eine multipolare Welt der Reservewährungen zu, in der der US-Dollar durch den Renminbi und den Euro um den Reservewährungsstatus herausgefordert wird.
- Diese Währungen, insbesondere der Renminbi, würden nicht unbedingt als Reservewährung, sondern eher zur Abwicklung des Handels verwendet werden. Gold könnte in dieser Hinsicht eine größere Rolle spielen.
- Die Tatsache, dass China Leistungsbilanzüberschüsse erzielt, schließt nicht aus, dass seine Währung zu einer globalen Reservewährung wird. Auch die USA erzielten nach dem Zweiten Weltkrieg Überschüsse, die den US-Dollar auf seinen Weg zur Weltreservewährung brachten.
- Die Chinesen nutzen Swap-Linien, um ihre internationalen Handelskonten auszugleichen. Dies ist ein grundlegend anderer Ansatz als der der US-Dollar-Reserve und würde bedeuten, dass der Handel in Renminbi abgewickelt werden kann, ohne dass die Länder große Währungsreserven halten müssen.
- Die verschiedenen Krisen, die die heutigen Finanzmarktakteure miterlebt haben, wurden einfach dadurch gelöst, dass man das Problem mit Geld überdeckte. Das aktuelle Inflationsproblem ist anders.
- Die Situation unterscheidet sich auch erheblich von der der späten 1970er-Jahre, als Paul Volcker die Inflation durch anhaltend hohe Zinssätze eindämmte. Die chronische Unterinvestition im Rohstoffsektor und die Arbeitsmarktprobleme werden dazu führen, dass die Inflation hartnäckig bleibt.
- Das traditionelle 60/40-Portfolio wird in diesem Umfeld Probleme haben. Zoltan Pozsar empfiehlt ein 20/40/20/20-Portfolio (Bargeld, Aktien, Anleihen und Rohstoffe).

**Zoltan Pozsar ist einer der weltweit meistbeachteten**

**Investmentstrategen der Gegenwart.** Zoltan Pozsar war ein leitender Berater des US-Finanzministeriums, wo er das „Office of Debt Management“ und das „Office of Financial Research“ beriet und als Ansprechpartner des Finanzministeriums für das FSB in Angelegenheiten der Finanzmarktinnovationen fungierte. Zoltan war maßgeblich an den Maßnahmen als Reaktion auf die Globale Finanzkrise und an der darauf folgenden politischen Debatte beteiligt.

Er wechselte im August 2008 zur Federal Reserve Bank of New York, wo er für die Marktanalyse der besicherten Kreditmärkte zuständig war. Während der gesamten Krise diente er hochrangigen Vertretern der Federal Reserve, des US-Finanzministeriums und des Weißen Hauses als Ansprechpartner für Marktentwicklungen; er spielte eine entscheidende Rolle beim Aufbau der TALF zur Stützung des ABS-Marktes und leistete Pionierarbeit bei der Erfassung des Schattenbankwesens, die das FSB zu seinen Bemühungen um eine globale Überwachung und Regulierung des Schattenbankwesens inspirierte.

Später war er beim IWF an der Ausarbeitung der offiziellen Position des Fonds zum Schattenbankwesen beteiligt und beriet Arbeitsgruppen der G-20. Er beriet politische Entscheidungsträger der G-7, Zentralbanken und Finanzministerien zu globalen makrofinanziellen Entwicklungen.

Das Interview mit Zoltan Pozsar führten Ronald Stöferle und Nikolaus Jilch am 26. April 2023.

Im Folgenden veröffentlichen wir die Höhepunkte des Interviews.<sup>43</sup> **Das gesamte Interview können Sie im englischen Original [hier](#) herunterladen.**

<sup>43</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.

### Ronnie Stöferle

Zoltan, thank you very much for taking the time. It's a great pleasure. Here with me is my dear friend Niko Jilch, financial journalist and a very-well-known podcaster in the German language. Niko, thanks for taking the time.

### Niko Jilch

Hi, Zoltan, it's very nice to meet you. I've been reading all your stuff lately.

### Zoltan Pozsar

It's very good to meet both of you. Thank you for the invitation.

### Niko Jilch

The Hungarian central bank was among some of the European central banks buying gold recently. Europe already has a lot of gold. **Why are central banks stockpiling gold and do you think that is going to accelerate?** What are you looking at in this regard?

### Zoltan Pozsar

Yes, I think it's going to accelerate. I think reserve management practices, the way central banks manage their foreign exchange reserves, is going to go through transformative change over the next five to ten years. There are a number of reasons for this. One reason is that geopolitics is a big theme again; **we are living through a period of "great power" conflict.**

We can mention these great powers: China, the US and Russia and their various proxies. But trust in the dollar – I have to be careful about how I phrase this – the dollar will still be used as a reserve currency in certain parts of the world, but there will be other parts where that's no longer going to be the case. **The dollar is not going away overnight, and it's going to still be a reserve currency and used for invoicing and trade and all that in parts of the world. But there will be other parts of the world that are not going to rely on the dollar as much.** One example would be Russia. Russia's forex reserves have been frozen. That means that their dollars and euros and yen assets became unavailable for use.

**There's legal risk, there's sanctions risk, and there's geopolitical risk.** If you look at the world in terms of two camps – aligned and nonaligned, East and West, and so on – some regions, the global East, the global South, the nonaligned regions, and the ones that have foreign policy conflicts or disagreements with the United States, will, I think, be less likely to use the dollar as a reserve asset.

There's a number of subplots to this. They will be looking for other reserve assets as an alternative. **I think gold is going to feature very prominently there. As a matter of fact, since the outbreak of hostilities in Ukraine and the freezing of Russia's forex reserves, foreign central banks' purchases of gold have accelerated quite a bit.**

*Why are central banks stockpiling gold and do you think that is going to accelerate?*

*Yes, I think it's going to accelerate because reserve management practices is going to go through transformative change.*

*The dollar is not going away overnight, and it's going to still be a reserve currency and used for invoicing and trade and all that in parts of the world. But there will be other parts of the world that are not going to rely on the dollar as much.*

*Since the outbreak of hostilities in Ukraine and the freezing of Russia's forex reserves, foreign central banks' purchases of gold have accelerated quite a bit.*

*When you hold reserves in the form of US dollars, you ultimately are going to hold those in either bank deposits in a bank that's ultimately controlled by a state, or at a central bank controlled by a state, or in US government securities or other sovereign debt claims that are ultimately controlled by a state.*

*Foreign countries hold US dollars as FX reserves because at the end of the day you need to have some currency in reserve that you will be able to tap into as a country to import essential goods.*

*In a multipolar world, will there be one single reserve currency, or do we have to get rid of that thought?*

We see this in the IMF data; we see this in the data published by the World Gold Council; you read about it every day in the financial press. The difference between gold and US dollars as a reserve asset is: The textbooks refer to the latter as „inside money“ and gold as „outside money“. What that means is that when you hold gold and you physically hold it in your country, in the basement of your central bank, you basically control that monetary base. But **when you hold reserves in the form of US dollars, you ultimately are going to hold those in either bank deposits in a bank that's ultimately controlled by a state, or at a central bank controlled by a state, or in US government securities or other sovereign debt claims that are ultimately controlled by a state.** Thus, you're not really in control of that money; you're basically always at the mercy of someone giving you access to it and basically renege on that access and that promise.

That is one reason why the world is looking at alternatives. I would add two other things that are going to change reserve management practices. **Foreign countries hold US dollars as FX reserves because at the end of the day you need to have some currency in reserve that you will be able to tap into as a country to import essential goods.**

When people think about why central banks hold FX reserves, there's only a few reasons:

1. **You need to import oil and wheat and whatever you don't produce at home, and the price of commodities is denominated in US dollars and it's invoiced in US dollars. There's no way around it. Essentials that you import are priced in dollars.**
2. **When the local banking system has dollar liabilities and there's some crisis, you have to provide some backstop to that; or if your corporations borrow too much offshore in US dollars, and they run into problems, you will have to cover that.**
3. There is a new theme where, in addition to gold, **foreign central banks are going to start accumulating currencies other than just the dollar because there will be more oil that's going to be invoiced in renminbi and other currencies.** It's no longer the case that countries can rely only on dollars to import essentials that they need.

#### **Niko Jilch**

You wrote about the birth of the petro-yuan, and Europe regularly tries to do energy deals using the euro. **In a multipolar world, will there be one single reserve currency, or do we have to get rid of that thought?** Europe has aligned itself with the US and they have sanctioned Russian currency reserves. Thus, China and Russia have turned hostile against the euro. Do you consider the euro basically just the „dollar-lite“ at this point, or is it an alternative? Reserve currency-wise, it is still number two.

*I think there will be three dominant currencies: the dollar, the renminbi, and then the euro is going to be like a third wheel.*

*China is reducing the dollar's weight in its basket, but it's increasing the euro's weight.*

*Europe is at the geographical end of the Belt and Road Initiative.*

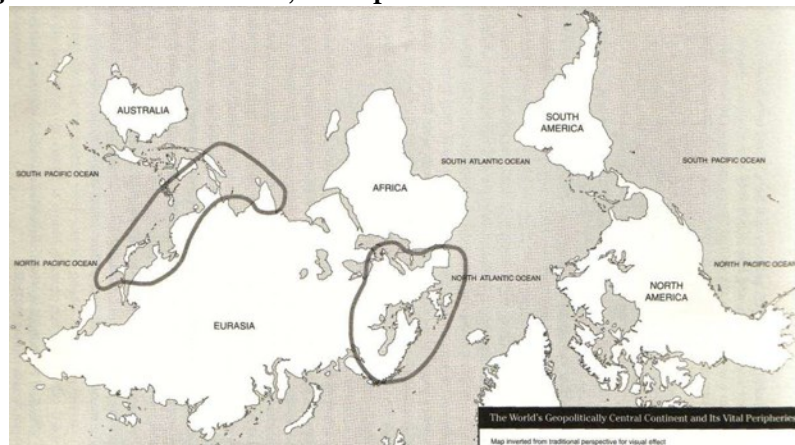
*Everything that you see in terms of supply chains and globalization is going to also happen in the world of money, because supply chains are payment chains in reverse.*

### Zoltan Pozsar

**I think there will be three dominant currencies: the dollar, the renminbi, and then the euro is going to be like a third wheel.** The euro was a very important creation in many respects. **One reason why it was so important is that it gave Europe the ability to pay for its commodity imports with its own currency.** It gave Europe commodity import bill sovereignty, if you will. **They didn't have to hustle to earn dollars to be able to import the oil and gas that they need, because the OPEC countries and Russia took euros from them.**

There's obviously going to be a change in a world where you will be more dependent on energy imports from North America. The US will demand dollars for their energy exports. The other thing about the euro is that **China is reducing the dollar's weight in its basket, but it's increasing the euro's weight.** It's kind of a hard question to answer because **Europe is a great prize in this "great game" of the 21st century, which China is going to be playing on the Eurasian landmass and in Africa and the Middle East.** Where the gravitational pull of things will fall, Europe going forward is a big question in terms of the euro's status as a reserve currency and whether their share is going to go up or down.

**Europe is at the geographical end of the Belt and Road Initiative,** so there's that pull on the one side and then there's the trans-Atlantic pull. We will have to see how that transpires, but I think it's helpful to frame your thinking about the next five to ten years in macro, money, interest rate markets and global economics as follows: **There is Belt and Road and Eurasia; it's all of Asia, all of Europe and the Middle East, Russia, North Africa and Africa in general. The world island, so to speak.**



Quelle: Zbigniew Brzezinski: The Grand Chessboard

Then there is what we refer to as the G7. North America, Australia, Japan and other little islands and a peninsula here and there. These are basically the two "economic blocs". If you think about the macro discourse, we are talking about the aligned countries and nonaligned countries. **Everything that you see in terms of supply chains and globalization is going to also happen in the world of money, because supply chains are payment chains in reverse.**

*Eurasia is looking like a renminbi slash gold block. Then what we refer to as the G7 looks like a dollar block.*

*Isn't it important to differentiate between a reserve currency and a trade currency?*

*Becoming a reserve currency is a 20-year journey.*

*The US became a reserve currency with a current account surplus. It's just that things later changed and then they turned to running a deficit.*

*The US became a reserve currency with a current account surplus. It's just that things later changed and then they turned to running a deficit.*

If you realign supply chains along the lines of political allegiance – who is your friend and who is not – you will also realign the currency in which you will invoice some of these supply chains and trade relations. **Eurasia is looking like a renminbi slash gold block. Then what we refer to as the G7 looks like a dollar block.**

**I think Europe is a question mark in there. It's going to be fought over.**

#### Ronnie Stöferle

We've observed French president Macron going to China recently, causing some turbulence, especially in the US, when he said some things that Americans didn't appreciate. **Isn't it important to differentiate between a reserve currency and a trade currency?** I think for the renminbi to become a trade currency for trading oil and gas is pretty easy. But to become a reserve currency, wouldn't they have to open up their capital accounts, deepen their capital markets, and let the renminbi start to float?

#### Zoltan Pozsar

**I get that question a lot. What I usually answer to that is: Babies are not born walking and talking and trading interest rates; it's a 20-year journey.** They are born and then they stumble around; then they formulate sentences; then they make their case and decide what they want to do in life, and then they do it in life. Then they have a midlife crisis.

The dollar has gone through all of that. After the Second World War, when we read the history books, it became the reserve currency, but it was still a journey to get there. Post-war reconstruction of Europe and Japan and the Marshall Plan. The US was running current account surpluses, much like China is running current account surpluses today. The US was providing financing to Germany, the UK and Japan to import all the stuff from American companies that they needed to build out their industries.

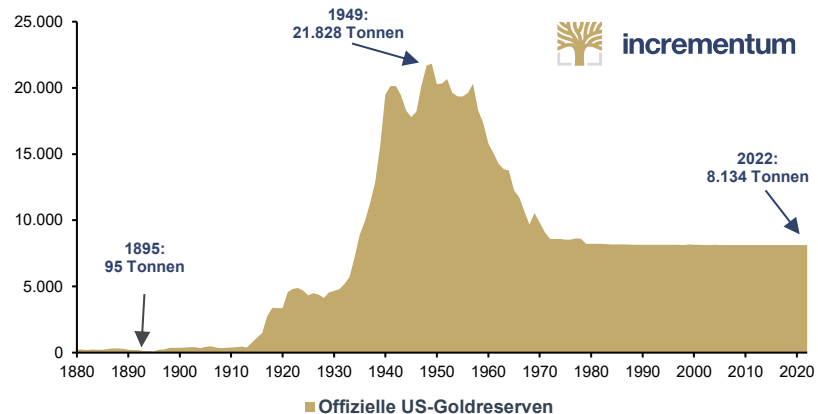
I am amazed when people say that China and the renminbi are becoming something big, but they have a current account surplus, so they cannot become a reserve currency. **The US became a reserve currency with a current account surplus. It's just that things later changed and then they turned to running a deficit.**

The young generation of traders and market participants conceptually understand the dollar as a reserve currency, but are unaware that that status was born out of a surplus position.

#### Ronnie Stöferle

The US also had more than 20,000 tons of gold, which was pretty important in establishing that trust in the dollar.

### Offizielle US-Goldreserven, in Tonnen, 1880-2022



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*There's a mechanism through which China is going to provide the world the renminbi that the world doesn't have but will need in order to import stuff from China, and that's swap lines.*

*China reopened the gold window in Shanghai with the Shanghai Gold Exchange. There's that convertibility of offshore renminbi into gold if someone so wishes.*

*The money you have in the Western banking system is only yours if the political process that those banks ultimately report to or exist in allows you access to this money.*

#### Zoltan Pozsar

Yes, exactly. All the gold flows went there, and that is where it started from. The fact that China is running current account surpluses is fine. **There's also a mechanism through which China is going to provide the world the renminbi that the world doesn't have but will need in order to import stuff from China, and that's swap lines.** It's not going to be like a Marshall Plan, but there are mechanisms through which China is going to pump money into the system.

**The second thing is that China reopened the gold window in Shanghai with the Shanghai Gold Exchange.** There's that convertibility of offshore renminbi into gold if someone so wishes; that's another important feature. Renminbi invoicing of oil has been happening for a number of years now, with all the usual suspects – Russia, Iran, Venezuela – but now it's going to happen with the Saudis and the GCC [Gulf Cooperation Council] countries at large. We are starting to see copper deals that are priced in renminbi with Brazil. When you read the statements and listen to the BRICS heads of state, they have an agenda. They are all busy de-dollarizing their cross-border trade flows; they are accepting renminbi as a means of payment; they are launching central bank digital currencies, which just basically means that they will bypass the Western banking system, for reasons we'll discuss.

**The money you have in the Western banking system is only yours if the political process that those banks ultimately report to or exist in allows you access to this money.** When that trust is broken, you start building out your alternative payment and clearing systems.

**China and the BRICS countries are basically doing with the renminbi all these steps that don't seem to add up to much when you read about them in isolation; but when you look at them in the totality of things, and when you take a 10-year perspective about what they have been building, it adds up to quite something.**

*China is not blocking capital outflows with capital controls.*

The other thing I would say is there's capital flight from China. People want to keep their money anywhere but in China. Although certain countries have no option but to keep their money in China, other people want to keep their money elsewhere. **I think it's important to point out that China is not blocking those capital outflows with capital controls.**

*Things are moving in a direction where a large part of the world is going to use the renminbi to a much larger extent.*

**Depending on how you look at these things and the perspective you want to take, things are moving in a direction where a large part of the world is going to use the renminbi to a much larger extent.** That's a path toward becoming a major trade and reserve currency.

*These days, we deal with liquidity crises through swap lines.*

The other thing I would say about the reserve currency question is this: people have stashes of dollars because you need them in a crisis. **That kind of thinking and that body language if you're a central bank, came of age in an era where you didn't have the dollar swap lines.** And because you knew that if you're short dollars, the next thing you're going to have to do is go to the IMF and that's going to be very tough and painful. China has a swap line with everybody. As a result, nobody will have to hoard renminbi to be able to trade with China. Had these swap lines existed in the 1980s, Southeast Asia would have had a different financial crisis than in 1997 – it was a liquidity crisis. **These days, we deal with liquidity crises through swap lines.**

*The journey for the renminbi to a reserve currency is that countries will start accumulating it; it's going to be managed through swap lines.*

**I mention this because I don't think that the journey for the renminbi to a reserve currency is that countries will start accumulating it; it's going to be managed through swap lines.** I keep on re-reading [President Xi's address to the GCC leaders](#); there's a lot to unpack there. He says, „*We are going to trade with each other a lot more and we are going to invoice everything in renminbi*“ and *“You will have a surplus, I will have a deficit; or I will have a surplus and you will have a deficit, and then there's going to be an interstate means of how we are going to recycle and manage the surpluses and deficits.”*

It seems to me that what the Eastern vision for the Eurasian landmass under Belt and Road looks like from a monetary perspective is that there will be interstate mechanisms to recycle surpluses and deficits. And it's not going to be as driven by the private sector as the dollar system is being driven by it; it's going to be a more managed system. That's how I think about China and renminbi as a reserve currency, more of a trading and invoicing service, or something like that.



*Would you agree that we should not be too scared of global conflict or war, as it could also have positive effects like innovation, higher productivity, and so forth?*

*It's war, nonetheless. It comes down to rare earths and oil and gas – commodity resources and genuine physical stuff.*

*Wars have historically been fought over physical resources, land and industries.*

*...we are going to pour a lot of money into rearming, reshoring, friendshoring, and energy transition.*

*The Fed can raise interest rates to 10%; we are still going to rearm; we are still going to friendshore; we are still going to pursue energy transition.*

### Ronnie Stöferle

Your most recent pieces were called „War and Interest Rates“, „War and Industrial Policy“, „War and Commodity Incumbrance“, „War and Currency Statecraft“, and „War and Peace“. I very much enjoyed reading them. I just picked up a report by Marko Papic from the **Clocktower Group**. The piece is called “War is Good”, which sounds quite counterintuitive; but he makes the point that investors should avoid extrapolating geopolitical disequilibrium into global conflict. He said that as we have previously seen in history, this multipolarity has for decades, even centuries, also led to an enormous amount of technological innovation. He also sees multipolarity injecting a burst of Capex that will probably lead to higher inflation in the short term, but for the longer term this should be disinflationary. **Would you agree that we should not be too scared of global conflict or war, as it could also have positive effects like innovation, higher productivity, and so forth?**

### Zoltan Pozsar

Certain types of war can be good. We are in an age of unrestricted warfare, not just land, air and sea shooting at each other. If war is about technology, money, the control of commodities. etc., then there is no blood. But **it's war, nonetheless. It comes down to rare earths and oil and gas – commodity resources and genuine physical stuff.** You don't really want to think about history as being completely obsolete.

We need to be careful here, because we don't want to reimagine history here, going forward. With the Napoleonic Wars and the Crimean Wars and First and Second World War, **physical resources, land and industries, that's the stuff you fought over.** It's hard to imagine that all conflict in the future will be about bits and bytes and data and spreadsheets and balance sheets. There is risk here. I think war is not good, because it's a very risky game. Now, it usually happens in the domain of trade and technology and money, and then it spills over into uglier forms.

The catalyst for everything that we are talking about is a very tragic hot war with a very tragic civilian aspect, in Ukraine. I don't think that war is good. Yes, it is going to be a catalyst for change, and this is going to mean a lot more investments. **As I articulated in my thesis, we are going to pour a lot of money into rearming, reshoring, friendshoring, and energy transition.** But again, all these themes are going to be very commodity-intensive and very labor-intensive. It's going to be „my commodity“ and „my industry“ and „my labor“ versus yours.

It's not just a US versus China thing, it's a US versus Europe thing as well, so it's going to be very political. None of these things are going to be interest-rate-sensitive. **The Fed can raise interest rates to 10%; we are still going to rearm; we are still going to friendshore; we are still going to pursue energy transition;** because these are all national security considerations, and national security doesn't care about the price of money, i.e. interest rates. Maybe 5-10 years down the road we are more self-sufficient and such, but I think the next five years are going to be complicated from an exchange-rate, inflation, and interest-rate perspective. My “War” dispatches were not “happy” pieces.



*Would you say that the first inflationary wave is over and that we should expect more inflationary waves?*

### Ronnie Stöferle

I think the title was meant to be provocative on purpose. Marko Papic is from Yugoslavia, so he knows what war is about. He was referring to the competition and innovation that could happen when there's new forces coming up. I wanted to ask you, regarding the topic of inflation, up until last year, central bankers all over the globe were telling us, it's transitory, there's no stagflation, and "*It looks like a hump*" (Christine Lagarde).

Then, the Federal Reserve, especially, reacted very, very aggressively. Now we are seeing something that *Gavekal* calls "*pessimistic bulls*", investors hoping that inflation rates will come down, that this will influence the Federal Reserve; and this will lead to us going back to the old regime where, when the Fed surprises, they only surprise in one direction and that direction is up. One of our takes is that we will see much more inflation volatility. **The "Great Moderation" is over; forget about that.** We see upcoming inflation volatility in inflationary waves.

**Would you say that the first inflationary wave is over and that we should expect more inflationary waves?** There's now this very close co-operation between monetary and fiscal policy. We're seeing problems in demographics, in the labor market, deglobalization, things like that. Would you say that we will go back to the times when 2% was the upper limit for inflation?

### Zoltan Pozsar

**Two percent inflation and going back to the old world, I don't think it stands a snowball's chance in hell. Low inflation is over and we're not going back.** There are a number of reasons for that.

1. **Inflation has been a topic for three years now.** We started to fight it a year ago, but it's been a part of our lives for much longer. The CPI is up, I think, 20% since the pandemic and wages are up about 10%. There's still a deficit in terms of what your money buys versus this statistical artifact that's the CPI. Everybody has their own basket. There's a saying: "Inflation expectations are well anchored when nobody talks about inflation". Now, it's increasingly hard to talk to any investors without talking about inflation. So, inflation expectations are not well anchored anymore.
2. **Wall Street and investors are very young.** This is an industry unlike physics, where we all stand on the shoulders of earlier giants – physics is a science where knowledge is cumulative. Finance is cyclical; you make your money in the industry and then you retire and grill tomatoes. Then everybody else has to relearn everything you knew and again retire that knowledge as they go along. If you're young, let's say 35-45 years old, you haven't really seen anything but lower interest rates and low inflation. In terms of how you think about inflation, it's a new skill you have to acquire, because it's not a variable you had to think about in the past.

**What that means in practical terms is that there's this tendency to think about inflation as if it was another basis on a Bloomberg screen that blew out, and it's going to mean-revert.** What do I mean by that? At your age and my age, our formative experiences in financial markets are the Asian

Financial Crisis, 2008, some spread blowouts since 2015, the Covid pandemic; all of these things were crises of bases where FX spreads were broken, and then AAA CDOs and AAA Treasuries turned out to not be the same thing. There was a basis between those two, and the cash/Treasury futures basis broke down in March of 2020, when the pandemic hit and we didn't really have a risk-free curve for a couple of days until the Fed stepped in.

*All you need to do to fix these dislocations is, you throw balance sheet at the problem.*

These are all easy things, because all you need to do to fix these dislocations is, **you throw balance sheet at the problem**, which in English means someone has to provide an emergency loan or you have to do QE and pump money in the system; and then, once the money is there, the basis dislocations disappear.

*These are easy problems. With inflation there is a clear difference.*

Just as the UK had this mini budget problem, we have the problem with SVB. All we had to do is say, "**Here, we give you money, we guarantee deposits, problem solved**". **So, these are easy problems. With inflation there is a clear difference.** And I think we are in love with this idea that Paul Volcker is a national hero because he raised rates to 20% and "that's all it takes to get inflation down". Well, not really. Paul Volcker is a legendary policymaker, but he was lucky. There are two reasons I will mention.

1. The OPEC price shocks that precipitated the inflation problems happened in the early 1970s. When prices go up, people start drilling more; and supply increased in that decade after the OPEC price shocks. This was the period when the North Sea oil fields were developed, and Norway started to pump in the North Sea and Canada drilled more and Texas drilled more and we were just swimming in oil. Then Paul Volcker arrived in the early 1980s, raised interest rates and caused a deep recession, and the demand for oil and oil prices collapsed. So that's fantastic. More oil, less demand. That's how you get inflation down.
2. The second thing was the labor force back in Volcker's time. There were more people working because of the boomer generation, and female labor force participation was going up, so there was a lot of labor coming in. Also, the politics around wages was changing, because in 1981 President Reagan famously fired air traffic controllers because they dared to go on strike. So, it's easy to get inflation down when energy and labor are going down for fundamental reasons. There's more supply, and politics is supportive.

*The oil market and all other commodities are tight and geopolitics is getting nastier – look at the OPEC production cuts. OPEC+ wants to target USD 100 per barrel; we are below that.*

Today, oil prices are elevated and we haven't invested in oil and gas for a decade. Geopolitics is just getting worse. For Volcker it had got worse the decade before, and he was dealing with a very stable geopolitical environment by the time he was fighting inflation.

**Now, the oil market and all other commodities are tight and geopolitics is getting nastier – look at the OPEC production cuts. OPEC+ wants to target USD 100 per barrel; we are below that.** Probably they are going to cut more to get up to where they want to be in terms of target. The SPR has never been lower in history.

**Labor? Very different from Volcker's backdrop. The baby boomers are retiring, and millennials just don't hustle as much as boomers did.** The older millennials, the young generation today, all go to college; but they don't have to work on the margin to put themselves through college, because student loans are flowing from the faucet, and their parents are richer, so the parents are going to put them through school.

**We have a stagnant labor force participation rate that's actually falling on the margin;** and we have a severe labor shortage, which only immigration can fix. But that's not an easy solution and it's also quite political. We have a skills gap where most of the jobs don't require a college degree, but everybody that's entering the labor force is overeducated for some of these jobs. That keeps the labor market from clearing.

*People tend to overthink inflation and get technical about core inflation and this and that.*

The US labor market used to be something we were proud of, what made us different from Europe. In Europe, you can't move around, because of the language barriers. If you speak German, you can't have a job in France. That was not a problem in the US; you could just put your house up for sale and go to a different state. But, when mortgage rates are through the roof and housing is expensive, especially in the hot areas where you could get a job, you're just not going to move around as much. So now there's a labor mobility problem. **This is a very different backdrop. I would say that people tend to overthink inflation and get technical about core inflation and this and that.**

*The labor market is ridiculously tight. I don't think unemployment is going to go up much during this hiking cycle.*

**There are two things to keep in mind. The labor market is ridiculously tight. I don't think unemployment is going to go up much during this hiking cycle.** Because, if you're an employer and you're lucky enough to have the staff you need, you're not going to get rid of them, because you will have a hard time hiring them back. If unemployment doesn't really go up, the wage dynamics are going to remain robust in a very tight labor market; and that matters for services inflation, which is determined by the price of labor.

Then, on the other side, what you need to look at are the prices of food and energy, both of which are stochastic, and they are caught up in geopolitics. **So, if you want to take a guess: Food and energy prices, do they have more upside or downside?**

*If the price of necessities is going up, and the labor market is tight, there's going to be a lot of feedthrough from higher headline inflation to higher wage inflation; and core goods.*

Probably more upside, because things are tight, things are geopolitical, mine versus yours. And that's necessities – **if the price of necessities is going up, and the labor market is tight, there's going to be a lot of feedthrough from higher headline inflation to higher wage inflation; and core goods**, whatever that is, doesn't really matter as much. This is the price of flatscreen TVs and the price of used vehicles. Frankly, if you're the Federal Reserve, you're not going to care about used vehicle prices and the price of flatscreen TVs and D-RAM chips and all that stuff, because it's not the type of thing that is going to determine what people are asking for in terms of wages.

*I like to say that people go on strike not because the price of flatscreen TVs goes up, but because the prices of food, fuel and shelter go up and you can't make a living.*

*Inflation is going to be a persistent problem, and it's just wishful thinking when the market thinks that we are going to be cutting interest rates by the end of the year.*

*We've done QE for more than 10 years. That's like a lifetime in finance.*

*Rearming and reshoring and energy transition; this is going to be like an investment renaissance that's coming.*

*Our new portfolio allocation should be 20% cash, 20% commodities, 20% bonds and 40% stocks.*

So, I think that's the near-term environment, and I think what we are seeing is that interest rates have gone from zero to five percent. We have had little local fires, which the Bank of England and the Fed were very eager to put out as soon as they surfaced. Crises that were dealt with very quickly. But we don't really have much progress to show for all these interest rate hikes. Housing is slowing and demand for cars is slowing, but unemployment is still very low. When you look at the earnings of consumer staple companies like Nestlé or Coca Cola, or Procter and Gamble, you don't really see the economy falling off a cliff. People are eating price increases, and it's not like they are spending less. **It's going to be a persistent problem, and it's just wishful thinking when the market thinks that we are going to be cutting interest rates by the end of the year.**

Everybody who has assets and anybody who grew up as a financial market professional, **don't forget that we've done QE for more than 10 years. That's like a lifetime in finance.** But that's not the only thing that can happen. Yeah, things are painful, but this is in terms of getting inflation down to targets. Unemployment is still three and a half percent, so I don't really see the pain in the economy. More will be necessary.

I think it's important to think about inflation in cyclical terms near-term, as in what happens to it because of the hiking cycle. What I just told you there is, **inflation is probably going to be stickier than you think. Definitely for the next one or two years.** Tight labor markets, high wage inflation, core inflation, all well above target, around four or five percent.

**The second thing is these industrial policy things that we talked about. Rearming and reshoring and energy transition; this is going to be like an investment renaissance that's coming.** We can already read about the Inflation Reduction Act with billions in investment so far in its first year, and there's a lot of stuff coming. Recessions are usually not associated with an investment boom. The longer inflation persists, and if the Federal Reserve doesn't manage to drive us into a recession where unemployment goes up meaningfully, I think we're going to run out of time, because all these investment themes are gathering momentum. And once they gather momentum, as I said, it's going to require a lot of labor and a lot of commodities. That's just going to add to the inflation problem and it's going to make the Fed's job more complicated.

**Niko Jilch**

**This brings up a core question that everybody wants to know the answer to. How do you invest for this environment; what assets do you expect to do well?**

**Zoltan Pozsar**

I think this means all sorts of bad things for a 60/40 portfolio, the standard portfolio construction. **At the very least, you need to do something like 20/20/20/40. Meaning 20% cash, 20% commodities, 20% bonds and 40% stocks.**

*Commodities are fundamentally tight; geopolitics is messing up commodities and resource nationalism is on the rise.*

*Within that commodities basket, I think gold is going to have a very special meaning, simply because gold is coming back on the margin as a reserve asset and as a settlement medium for interstate capital flows.*

Cash and commodities make sense to me for the following reasons. Cash used to be like a dirty asset, because it didn't yield anything. But cash now yields a substantial amount. We shouldn't be punting on the back end of the curve at about the 10-year yield, because if the market is wrong about recession and rate cuts and inflation, the US 10-year Treasury yield is going higher, not lower from here. **When the yield curve is inverted, cash is actually a very nice asset;** it gives you a very decent yield, the highest yield along the curve; and it gives you option value, which means that if you find some great assets to buy, you can. Commodities, I think, are equally important because, as I said, we are underinvested. **Commodities are fundamentally tight; geopolitics is messing up commodities and resource nationalism is on the rise.** Even if the supply is there, it's going to come with special terms attached, and that's going to mean higher prices, not lower.

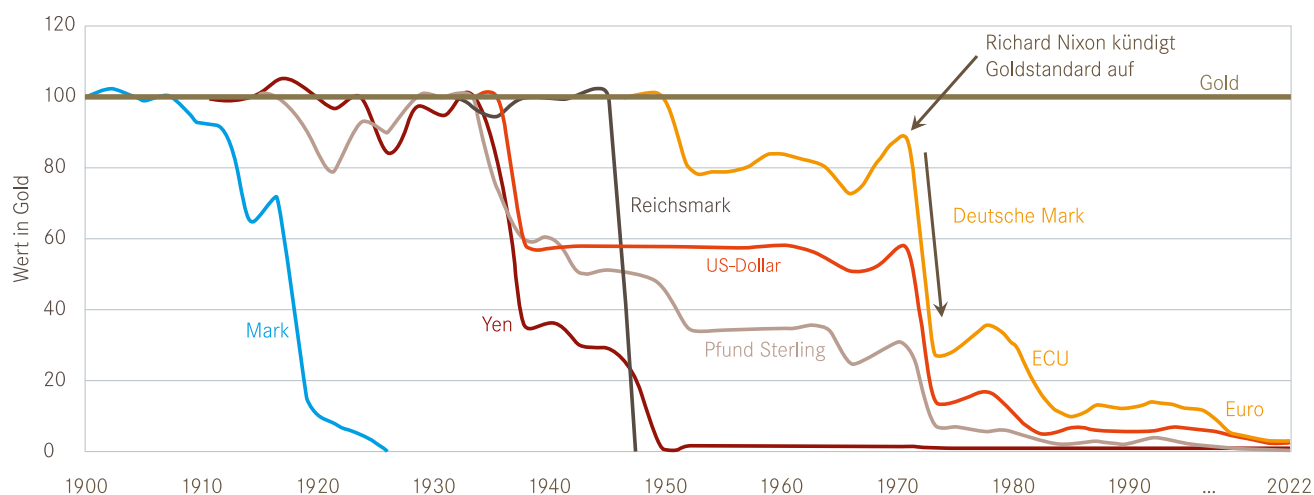
**Within that commodities basket, I think gold is going to have a very special meaning, simply because gold is coming back on the margin as a reserve asset and as a settlement medium for interstate capital flows.** I think cash and commodities is a very good mix. I think you can also put, very prominently, some commodity-based equities into that portfolio and also some defensive stocks. Both of these will be value stocks, which are going to benefit from this environment. This is because growth stocks have owned the last decade and value stocks are going to own this decade. I think that's a pretty healthy mix, but I would be very careful about broad equity exposure and I would be very careful of growth stocks.

**Dies war ein Auszug unseres Gespräches mit Zoltan Pozsar. Das vollständige Transkript, in dem wir weitere Themen besprechen, einschließlich Zoltan Pozsars Ansichten zum Rezenzeffekt (engl. „Recency Bias“), Nikos und Ronnies Plädoyer für Bitcoin und welche Bücher Zoltan derzeit liest, finden Sie unter [diesem Link](#).**

# Freiheit geht über Gold und Silber

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.“



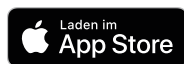
Alan Greenspan, Fed Präsident 1987-2006

Zeit zum Handeln – Informieren Sie sich jetzt unter:

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



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



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



Solit

# De-Dollarization: Der finale Showdown?

*Right now there are changes – the likes of which we haven't seen for 100 years – and we are the ones driving these changes together.*

Xi Jinping, bei der Verabschiedung von Wladimir Putin am 22. März 2023

- Von Südamerika über Afrika bis Asien weiten die Länder ihre bilateralen Verträge aus, um den US-Dollar zu umgehen. Die De-Dollarization ist nun offen sichtbar und beschleunigt sich.
- China führt diese Auseinandersetzung an, vermittelt im Nahen Osten, zieht Saudi-Arabien auf seine Seite und baut die Beziehungen zu Russland massiv aus.
- Sogar Europa spricht jetzt wieder von der „Souveränität“ vom US-Dollar – unter Führung Frankreichs. Der Euro ist als Alternative aber angeschlagen.
- Die Zentralbanken kaufen mehr Gold als je zuvor. In der neuen, multipolaren Welt wird die neutrale Reserve eine große Bedeutung haben.



## Die De-Dollarization ist im Mainstream angekommen

*Wake up and smell the coffee,  
Mrs. Bueller!*

**Direktor Ed Rooney,  
Ferris macht blau**

**Nachdem wir mehrere Jahre lang den globalen Prozess der De-Dollarization im *In Gold We Trust-Report*<sup>44</sup> analysiert haben, ist sie nun im Mainstream angekommen.** In den letzten Monaten haben wir nicht nur beispiellose Schritte zur Abkehr vom US-Dollar und von der US-Hegemonie durch Länder wie China und Russland gesehen, das Thema wurde auch in der *Financial Times*, auf Fox News und CNN behandelt.

**Dennoch wollen wir weiterhin nicht in die Falle gehen, in die Twitter-Experten tappen, wenn sie den baldigen Untergang des US-Dollars verkünden.** In den vergangenen Jahren haben wir bei der Analyse der De-Dollarization von *tektonischen Platten*, die sich verschieben, gesprochen; und wir bleiben bei diesem Bild. Tektonische Platten bewegen sich *sehr* langsam. Aber wenn sie sich bewegen, kommt es zu Erschütterungen.

**Der Prozess der De-Dollarization lässt sich im Wesentlichen auf drei Dinge zurückführen.**

- Die immer wieder kehrende offene Kritik aus der Politik und manchmal von Zentralbankern, die sich und ihre Länder als Verlierer der gegenwärtigen globalen Währungsordnung sehen.
- Diese Nationen haben unzählige Schritte unternommen, einige davon klein, einige groß, einige spektakulär, andere unauffällig, aber immer mit dem Ziel, ihre Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern, was letztlich zu einer geringeren Nachfrage nach US-Staatsanleihen führt.
- Die sukzessive Akkumulation von Gold, dem einzig wahren globalen und neutralen Geld, und eine weitere Möglichkeit, um sich unabhängiger vom US-Dollarsystem zu machen.

*No one should underestimate the  
Chinese people's  
determination...to defend our  
national sovereignty and  
territorial integrity. The  
historical task of the complete  
reunification of the motherland  
must be fulfilled...*

**Xi Jinping**

**In den vergangenen Jahrzehnten wurde der Prozess der De-Dollarization zunächst von Europa und dann von Russland angeführt. Heute hat China die Hand am Steuer.** In den vergangenen Monaten gab es eine wahrhaft epische Anzahl spektakulärer Entwicklungen und Stellungnahmen aus der ganzen Welt. Aber fast ausnahmslos können wir eine Verbindung zu China erkennen.

Daher werden Peking und Xi Jinping auf den folgenden Seiten eine wichtige Rolle spielen. China treibt das System auf einen Showdown zu – und nach und nach wird die Welt aufmerksam. Asien, Afrika, Südamerika, aber auch der Nahe Osten und Europa, und sogar die USA selbst.

<sup>44</sup> Siehe „Eine neue Weltordnung entsteht“, *In Gold We Trust-Report 2022*; „De-Dollarization 2021: Europa kauft Gold, China eröffnet die digitale Front“, *In Gold We Trust-Report 2021*; „De-Dollarization 2020 – Das Endspiel hat begonnen“, *In Gold We Trust-Report 2020*; „De-Dollarization: Europa wird aktiv“, *In Gold We Trust-Report 2019*

## Der US-Dollar spürt den Atem der Konkurrenz im Nacken

**Es sind wirklich spektakuläre Zeiten.** Ein Land nach dem anderen erklärt seine Unabhängigkeit vom US-Dollar. Und es bleibt nicht nur bei Worten. Es folgen Taten, die die Welt verändern werden. Einige Staaten sind sehr aktiv, wie Russland, China und Brasilien; andere, wie Frankreich, reden zumindest über ihre Pläne. Es ist offensichtlich, dass die Welt vor unseren Augen neu gestaltet wird.

*And when you lose control  
You'll reap the harvest you have  
sown.*

**Pink Floyd, Dogs**

**Natürlich können wir nicht jeden einzelnen Schritt und seine Auswirkungen sofort beurteilen.** Auf dem Gebiet der Geopolitik wäre dies eine unmögliche Aufgabe. Einige der Elemente der De-Dollarization, die heute zum Tragen kommen, wurden bereits vor Jahren oder sogar Jahrzehnten implementiert. Es ist ein komplizierter Prozess mit vielen Variablen. Aber es ist offensichtlich, dass der Prozess stattfindet.

Immer mehr Länder sehen die Möglichkeit einer Weltordnung, die nicht ausschließlich vom US-Dollar beherrscht wird. Diesen Prozess kommentiert **Zoltan Pozsar** in einem Beitrag für die Financial Times wie folgt:

*„In finance, everything is about marginal flows. These matter the most for the largest marginal borrower — the US Treasury. If less trade is invoiced in US dollars and there is a dwindling recycling of dollar surpluses into traditional reserve assets such as Treasuries, the ‘exorbitant privilege’ that the dollar holds as the international reserve currency could be under assault.“*

**Laut Pozsar kann der Prozess der De-Dollarization bis zur Großen Finanzkrise 2008 zurückverfolgt werden.** Für ein tieferes Verständnis sollten wir aber noch viel weiter in die Vergangenheit zurückzublicken.<sup>45</sup>

- Die USA lehnen **John Maynard Keynes’ Vorschlag einer neutralen Reservewährung** in Bretton Woods 1944 ab und installieren den Dollar als Zentrum der Währungswelt.
- **Der Ökonom Robert Triffin** warnt 1960 den US-Kongress vor den negativen Folgen des Arrangements von Bretton Woods (Triffin Dilemma)
- Europa beginnt bereits in den 1960er- und 1970er-Jahren mit der Arbeit an seinem eigenen Währungsprojekt, **die 1999 in der Einführung des Euro gipfelt.**
- China beschwert sich über **die Dominanz des US-Dollars im Jahr 2009** und stoppt 2013 **die weitere Aufstockung seines Bestands an US-Treasuries.**

In dieser Liste sind die umfangreichen Gegenmaßnahmen, die die USA zu jedem Zeitpunkt ergriffen haben, nicht berücksichtigt. Bislang ist der US-Dollar aus diesen Showdowns stets als Gewinner hervorgegangen.

Aber die Zeiten ändern sich, und die USA spüren den Druck. Selbst **Finanzministerin Janet Yellen bestätigt inzwischen**, dass die Stellung des US-Dollars in Gefahr ist:

<sup>45</sup> Unsere ausführliche Online-Timeline zur De-Dollarization finden Sie unter [ingoldwetrust.report/die-lange-geschichte-der-us-dollar-dominanz/](https://ingoldwetrust.report/die-lange-geschichte-der-us-dollar-dominanz/)

*„There is a risk when we use financial sanctions that are linked to the role of the dollar that over time it could undermine the hegemony of the dollar (...). Of course, it does create a desire on the part of China, of Russia, of Iran to find an alternative. But the dollar is used as a global currency for reasons that are not easy for other countries to find an alternative with the same properties.“*

*It has always been my opinion that, as the administrator of the world's reserve currency, it is not up to us [the US] to decide who can and cannot use the dollar.... I think it incentivises them [BRICS] to find alternatives.*

**Andy Schectman**

*We commit to imposing restrictive measures that will prevent the Russian Central Bank from deploying its international reserves in ways that undermine the impact of our sanctions.*

**White House**

*I think the dedollarisation trend is real... all these deniers saying "oh it'll never happen"... they're ignoring the fact that it is happening.*

**Lobo Tiggre**

**Auch wenn Yellen sicherlich Recht hat, dass es für die Länder schwer ist, eine Alternative zu finden, so bemühen sie sich mittlerweile doch sehr.** Der Ökonom Jared Bernstein, von Präsident Biden zum Leiter des Rates der Wirtschaftsberater bestimmt, sagte im April, dass es „einige Hinweise“ gebe, dass China die Rolle des US-Dollars als Weltreservewährung schwächen wolle.

**Doch welche Alternativen zum US-Dollar gibt es?** Die erste und naheliegende Wahl ist Gold. Im Jahr 2022 haben die Zentralbanken der Welt 1.136 Tonnen des gelben Metalls gekauft. Wie in den Jahren zuvor waren die Hauptkäufer die Schwellenländer.

**Selbst in der Welt des Papiergeldes ist ein Wandel zu beobachten.** Trotz vieler Behauptungen, dass dies niemals geschehen könnte, hat sich der chinesische Renminbi in den vergangenen Jahren **zu einer Reserve- und Handelswährung entwickelt**. Die Sanktionen, die der Westen gegen Russland und seine Reserven verhängt hat, haben dabei eine große Rolle gespielt.

Aber das ist noch nicht alles. **Renommierte westliche Ökonomen wie Barry Eichengreen argumentieren**, dass China neue Wege gefunden hat, den Renminbi (Yuan) als Reservewährung zu etablieren – ohne Kapitalverkehrskontrollen aufzuheben und seine Kapitalbilanz zu öffnen.

*„We show that, contrary to conventional wisdom, lack of capital account openness may not fully prevent the Renminbi from playing a stronger role as an international and reserve currency. This is not to deny that, to overtake the US dollar as a leading international and reserve currency, China will have to further liberalise its capital account. But with the help of import financing, debt payments, payment infrastructures, currency swap lines, and offshore markets, the Renminbi can still gain a more important role.“*

**Nach Ansicht von Stephen Jen**, ehemaliger „Währungsguru“ bei Morgan Stanley und jetzt CEO von Eurizon SLJ Capital, **verliert der US-Dollar seine Rolle als dominierende Reservewährung in einem alarmierend raschen Tempo**. Im Jahr 2022, als die USA und Europa Russland für den Angriff auf die Ukraine sanktionierten, sank der Anteil des US-Dollars als globale Reservewährung zehnmals schneller als im Durchschnitt der letzten 20 Jahre. Bereinigt um Wechselkursschwankungen hat der US-Dollar seit 2016 etwa 11% seines Marktanteils verloren und seit 2008 doppelt so viel. **Jen führt weiter aus:**

*„The dollar suffered a stunning collapse in 2022 in its market share as a reserve currency, presumably due to its muscular use of sanctions (...). Exceptional actions taken by the US and its allies against Russia have startled large reserve-holding countries, most of which are from the Global South.“*

*Look how far you have fallen.  
The world's changed since your  
time.*

**Blade: Trinity, Dominic  
Purcell**

*The United States Government is  
inadvertently declaring war on  
its own currency, weaponising  
the currency, using it as an  
instrument of US social policy...  
the interference of the SWIFT  
banking system – which is a  
global not an American system –  
is more responsible than  
anything else for the declining  
popularity of US dollars.*

**Rick Rule**

*Oh my God! Okay...it's  
happening!*

**Michael Scott, The Office**

Nach **Jens eigenen Berechnungen** ist der Anteil des US-Dollars an den weltweiten Währungsreserven im Jahr 2022 auf nur noch 58% gesunken – weit entfernt von seinem Anteil von 73% im Jahr 2001, als er die „indisputable hegemonic reserve“ war:

*„The prevailing view of ‘nothing-to-see-here’ on the US dollar as a reserve currency seems too innocuous and complacent. (...) What needs to be appreciated by investors is that, while the Global South is unable to totally avoid using the dollar, much of it has already become unwilling to do so.“*

Diese Ansicht teilt auch die **Chefvolkswirtin des IWF, Gita Gopinath**, die eine weitere Diversifizierung der Währungsreserven erwartet, da immer mehr Länder im internationalen Handel andere Währungen als den US-Dollar verwenden:

*„Countries tend to accumulate reserves in the currencies with which they trade with the rest of the world, and in which they borrow from the rest of the world, so you might see some slow-moving trends towards other currencies playing a bigger role.“*

**Der Einsatz des US-Dollars als Finanzwaffe scheint schlussendlich Konsequenzen zu haben.** Zur Erinnerung: Die USA und ihre Verbündeten

haben russische Währungsreserven in Höhe von rund 300 Mrd. USD eingefroren und Russland die Nutzung des SWIFT-Zahlungssystems praktisch untersagt. Ähnliche Maßnahmen wurden in der Vergangenheit auch gegen andere Länder wie Afghanistan, Venezuela und den Iran ergriffen. Über die Folgen dieser Sanktionen lässt Zongyuan Zoe Liu, Fellow für internationale politische Ökonomie am Council on Foreign Relations, aber keine Zweifel: **„The more we use it, the more other countries are going to diversify due to geopolitical reasons.“**

Michael Hartnett, Analyst bei Bank of America, geht noch einen Schritt weiter und folgert, dass die USA angesichts der sinkenden Nachfrage nach Staatsanleihen keine andere Wahl haben werden, als die dadurch entstehende Lücke durch Gelddrucken zu schließen: **„US Dollar debasement [is the] ultimate outcome as dollar weaponized in new era of sanctions.“**

## Die fünf Phasen der De-Dollarization

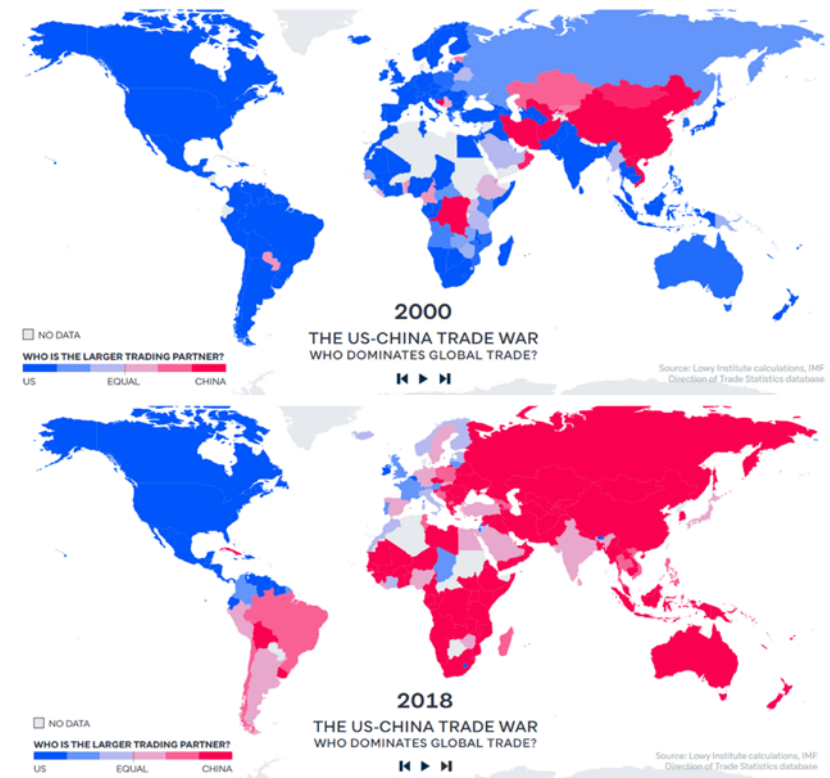
Es ist offensichtlich, dass die De-Dollarization stattfindet. Und sowohl Russland und China, als auch die USA selbst bestätigen, dass die Sanktionen des Westens gegen Russland den Prozess beschleunigt haben. Aber begonnen hat er viel früher.

**Wir unterscheiden fünf Phasen der De-Dollarization:**

- **2000–2009:** Wachsende Unzufriedenheit über die Dominanz des US-Dollars im Finanzsystem und die daraus resultierenden einseitigen Vorteile für die Vereinigten Staaten. In dieser Phase gibt es einige Länder (Irak, Libyen), die rebellieren, aber unterdrückt werden.

- **2009–2013:** Der Versuch, das westliche Finanzsystem so umzugestalten, dass Asien, Afrika und Südamerika mehr Mitsprache und reale Macht erhalten. In dieser Phase versuchen China und seine Verbündeten, Druck auszuüben, um Institutionen wie den IWF zu reformieren, doch die USA machen nur minimale Zugeständnisse.
- **2013–2022:** Einrichtung alternativer Zahlungssysteme und bilateraler Währungsabkommen, die eine Abkehr vom US-Dollar als Handels- und Reservewährung ermöglichen sollen. Mittlerweile gibt es verschiedene solcher Systeme, wie z. B. die chinesische SWIFT-Alternative CIPS oder das russische Kartenzahlungssystem „Mir“. Auch digitale Zentralbankwährungen (CBDC) spielen in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle.
- **2022:** Das Einfrieren der russischen Währungsreserven als erste offizielle Handlung der USA in dem sich aufbauenden Währungskrieg zwischen dem alten System des Westens und dem neuen System des Ostens.
- **Ab 2023:** Der Showdown: Aktiver Widerstand gegen das alte System durch die führenden Nationen des Ostens, Einsatz der aufgebauten Mechanismen zur Umgehung des US-Dollars und Versuche, die Verbündeten der USA wie etwa Saudi-Arabien und Frankreich für sich zu gewinnen.

Nützlich ist es auch, einen Blick auf den Aufstieg Chinas zu einer globalen (Handels-)Macht zu werfen. Dies ist besonders hilfreich, um die Position von Ländern wie der Türkei, Saudi-Arabien, ganz Afrika, Südamerika und Teilen Europas zu verstehen.



*Too much of anything creates an imbalance in life ... you never know when the winds of change strike.*

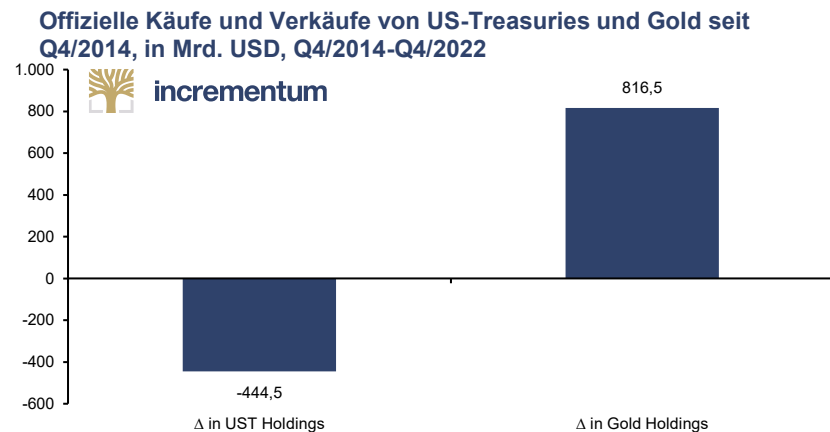
**Amish Tripathi**

Keines dieser Länder kann Chinas Forderungen nach einer Änderung der Weltwährungsordnung ignorieren. Viele begrüßen dies sogar und lehnen sich inzwischen offen gegen die US-Dollar-Hegemonie und ihre Institutionen wie den IWF auf.

**Hier einige Beispiele aus den letzten 12 Monaten, die den globalen Charakter dieser Revolte verdeutlichen.**

- Im Jänner begannen Argentinien und Brasilien mit der Arbeit an einer gemeinsamen südamerikanischen Währung. Eine Idee, für die sich Brasiliens neuer (alter) Präsident Lula da Silva einsetzte. Der „Economist“ nannte den Vorschlag „bizarrr“ – wir wissen daher, dass er ernst zu nehmen ist.
- Derselbe Lula schockte die Welt auf seiner jüngsten Reise nach China, wo er erklärte, dass er sich „jede Nacht“ frage, warum die Länder gezwungen seien, den US-Dollar zu verwenden: „*Why should every country have to be tied to the dollar for trade?... Who decided the dollar would be the (world’s) currency?*“. Er kritisierte auch den IWF und seine Praktiken in Südamerika scharf: „*No bank should be asphyxiating countries’ economies the way the IMF is doing now with Argentina, or the way they did with Brazil for a long time and every third-world country.*“
- Im März 2023 trafen sich die Finanzminister und Zentralbankgouverneure der ASEAN-Gruppe in Indonesien. Ganz oben auf der Tagesordnung standen Diskussionen über die Verringerung der Abhängigkeit von US-Dollar, Euro, Yen und britischem Pfund bei Finanztransaktionen und die Umstellung auf Abrechnungen in lokalen Währungen. Indonesien forderte seine Banken sogar auf, *keine westlichen Kreditkarten mehr auszugeben*. Von den Ländern Südostasiens hat nur Singapur Sanktionen gegen Russland verhängt. *Auch Malaysia* hat kürzlich die Idee eines asiatischen Währungsfonds wiederbelebt.
- Im November 2022 kündigte Ghana Pläne an, Öl mit Gold statt mit US-Dollar zu bezahlen. Der ghanaische Vizepräsident Mahamudu Bawumia erklärte: „*[T]he plan will fundamentally change our balance of payments and significantly reduce the persistent depreciation of our currency.*“ Ghana wies auch die heimischen Minen an, *mindestens 20%* ihrer Förderung an die Zentralbank zu verkaufen. Seit März ist diese Maßnahme in Kraft, und weil die Regierung aufgrund der Bezahlung in Gold das Öl nun günstiger erhält, sinken die Kraftstoffpreise in Ghana, *berichtet die BBC*.
- *Kenia geht einen anderen Weg* und hat mit Saudi-Arabien und den Vereinigten Arabischen Emiraten Vereinbarungen über den Kauf von Öl für kenianische Schillinge getroffen.

Das waren bislang nur die Nebenschauplätze. Die wirklich großen Vereinbarungen und Veränderungen behandeln wir in den folgenden Kapiteln. **Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man jedoch bereits unmissverständlich, zu wessen Gunsten sich die Save-Haven-Präferenzen in den letzten Jahren verändert haben.**



Quelle: FFTT LLC, US Treasury, World Gold Council, Incrementum AG

## Russland und China kommen sich immer näher

*Must I remind you, the committee, of our overwhelming superiority over NATO forces before we give it away?*

**General Orlov, Octopussy, James Bond**

*The special relationship between China and Russia ("Chussia") is a powerful one: a marriage of commodities and industry, uniting the largest commodity producer (Russia) and the factory of the world (China), potentially in control of Eurasia.*

**Zoltan Pozsar**

Die Bilder gingen um die Welt, die Aufnahmen vom Abschied zwischen dem russischen Präsidenten Wladimir Putin und Xi Jinping, dem Präsidenten der Volksrepublik China, nach dessen Besuch in Moskau im März 2023. Xi formulierte die denkwürdigen Worte: „**Right now there are changes – the likes of which we haven't seen for 100 years – and we are the ones driving these changes together.**“ Und Putin antwortete mit einem kurzen: „**I agree.**“ Und dann wünschte er seinem Amtskollegen eine gute Reise. Vielleicht markiert dieser kurze Austausch, diese wackelige Handy-Aufnahme, den Moment, in dem die laufenden Veränderungen im globalen geopolitischen Gefüge wirklich den **Mainstream** erreicht haben; ein historischer Wendepunkt.

### **Das Moskauer Treffen war auch Anlass für die Bekanntgabe zahlreicher Kooperationsabkommen zwischen China und Russland.**

Diese reichen von der wirtschaftlichen bis zur militärischen Zusammenarbeit und markieren eine weitere, bedeutende Vertiefung der Beziehungen zwischen den beiden Ländern. Das Signal scheint klar: **Russland und China stehen zusammen.** Zumindest bis auf Weiteres. Sie haben ein gemeinsames Ziel: eine neue Weltordnung, die mehr als eine Supermacht kennt.

Die Veränderungen, von denen Xi spricht, sind seit Jahren ein wichtiges Thema in unserem *In Gold We Trust*-Report: Wir nennen sie „De-Dollarization“ – den Widerstand von Ländern wie China, Russland und den anderen BRICS-Staaten, Teilen Europas und des Nahen Ostens gegen die dominante Stellung des US-Dollars im Weltfinanzsystem. **Im Jahr 2023 sind wir von eher passiven Vorbereitungen zu einer aktiven Neuausrichtung des Ostens übergegangen** – angeführt von China, das schon lange auf diesen Moment hingearbeitet hat.

*In Europe and America there's a growing feeling of hysteria.*

**Sting, Russians**

*Oh no, not me  
We never lost control  
You're face to face  
With the man who sold the world.*

**Nirvana**

*And it's all your fault!*  
**Rowley, Diary of a Wimpy Kid.**

**Seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine haben sich die Entwicklungen enorm beschleunigt. Was wir jetzt erleben, ist der endgültige Showdown.** Der Grund dafür sind die zahlreichen Krisen, mit denen der Westen konfrontiert ist, und die immer drastischeren Reaktionen der westlichen Spitzenpolitiker. Seit die westlichen Zentralbanken im Jahr 2022 die russischen Währungsreserven beschlagnahmt haben, befinden sich viele Regierungen auf der ganzen Welt in einer ähnlichen Lage wie der kleine Mann im Westen, der mit einer Inflation und staatlichen Eingriffen von historischem Ausmaß konfrontiert ist: **Jeder macht sich im Moment Sorgen um sein Geld und dessen zukünftige Kaufkraft.**

## Putins Sorgen, Putins Pläne

**Es ist kein Zufall, dass die größte Wirtschafts- und Militärmacht ihrer Zeit auch die dominierende Währung emittiert.** Doch seit Richard Nixons einseitiger Schließung des Goldfensters im Jahr 1971 ist der US-Dollar die erste und einzige Weltwährung in der Geschichte ohne Deckung durch ein Edelmetall. Ein Umstand, der in Europa und Asien seit Jahrzehnten für Unmut sorgt. Eine Situation, in der eine Nation die Weltreservewährung nach Belieben drucken kann, hat historisch noch nie gegeben.

Während wir diese Zeilen schreiben, bekommen auch die Bürger des Westens die langfristigen Folgen davon in Form von hohen Inflationsraten und einem instabilen Bankensystem zu spüren. Theoretisch mag ein Geldsystem ohne Bindung an eine andere Währung oder an reales Gut möglich sein, zumindest besagt das die „Modern Monetary Theory“ (MMT). Die Realität zeigt jedoch etwas ganz anderes. Die aktuelle politische und ökonomische Krise hat im Kern auch damit zu tun, dass das Geldsystem zunehmend von der Politik vereinnahmt worden ist.

Der russische Präsident Wladimir Putin gibt natürlich dem Westen die Schuld an der derzeit sehr angespannten Situation. In einer bemerkenswerten Rede im Sommer 2022 **prangerte Putin das „Gelddrucken“** an und bezeichnete die bereits grassierende Inflation als hausgemachtes Problem:

*„Because they could not or would not devise any other recipes, the governments of the leading Western economies simply accelerated their money-printing machines. Such a simple way to make up for unprecedented budget deficits. I have already cited this figure: over the past two years, the money supply in the United States has grown by more than 38 percent. Previously, a similar rise took decades, but now it grew by 38 percent or 5.9 trillion dollars in two years. By comparison, only a few countries have a larger gross domestic product. The EU's money supply has also increased dramatically over this period. It grew by about 20 percent, or 2.5 trillion euros.“*



*It's difficult to understand why the Chinese or the Russians or anybody else would want to assign seigniorage – assign what Charles de Gaulle described as the exorbitant privilege of being able to print out of thin air the world's reserve currency.*

**Rick Rule**

**Anders als viele westliche Ökonomen und Politiker sieht Putin in der Ausweitung der Geldmenge im Westen ein ernsthaftes Problem.** Etwas, das auch Russland berührt – auch wenn Moskau schon lange versucht, sich vom US-Dollar zu lösen. Putin wendet sich auch direkt gegen die Blockade der Währungsreserven seines Landes durch den Westen. **Dies ist die zweite große Schwäche** des derzeitigen Währungssystems in seinen Augen:

*„According to the IMF, global currency reserves are at \$7.1 trillion and 2.5 trillion euros now. These reserves are devalued at an annual rate of about 8 percent. Moreover, they can be confiscated or stolen any time if the United States dislikes something in the policy of the states involved. I think this has become a very real threat for many countries that keep their gold and foreign exchange reserves in these currencies.“*

Die Lösung nach Putins Ansicht ist eine multipolare Weltordnung, eine „neue Weltordnung“:

*„Changes in the global economy, finances and international relations are unfolding at an ever-growing pace and scale. There is an increasingly pronounced trend in favor of a multipolar growth model in lieu of globalization. Of course, building and shaping a new world order is no easy task. We will have to confront many challenges, risks, and factors that we can hardly predict or anticipate today.“*

## Russland gibt den Euro für den Yuan auf

*I don't know how to put this but im kind of a big deal.*

**Ron Burgundy, Anchorman**

Kurz vor Beginn des Krieges in der Ukraine hatten **Russland und China ein großes Abkommen über Öl- und Gaslieferungen abgeschlossen**, dessen Volumen sich auf mehr als 100 Mrd. USD beläuft. Als Handelswährung für das Gas, das auch über eine neue Pipeline geliefert werden sollte, wurde der Euro vereinbart. **Wir vermuten, dass dies ein Signal an Europa war, sich an der „neuen Weltordnung“ des Ostens zu beteiligen.**

**Der Euro war immer als neutrale Alternative zum US-Dollar gedacht.** Aber nachdem nicht nur die USA, sondern auch die Eurozone – einschließlich der Bundesbank, **wo offenbar ein großer Teil der russischen Reserven lagert** – mit dem Einfrieren der russischen Währungsreserven reagierten, wandte sich Russland vom Euro ab. Im September 2022 stellte der staatliche russische Gasriese Gazprom im Handel mit China von Euro auf Yuan und Rubel um. **Russland akzeptiert nun auch Yuan** für Öl- und Kohleexporte nach China, während der Handel mit der Türkei nun auch in Rubel abgewickelt wird.

*He loves only gold,*

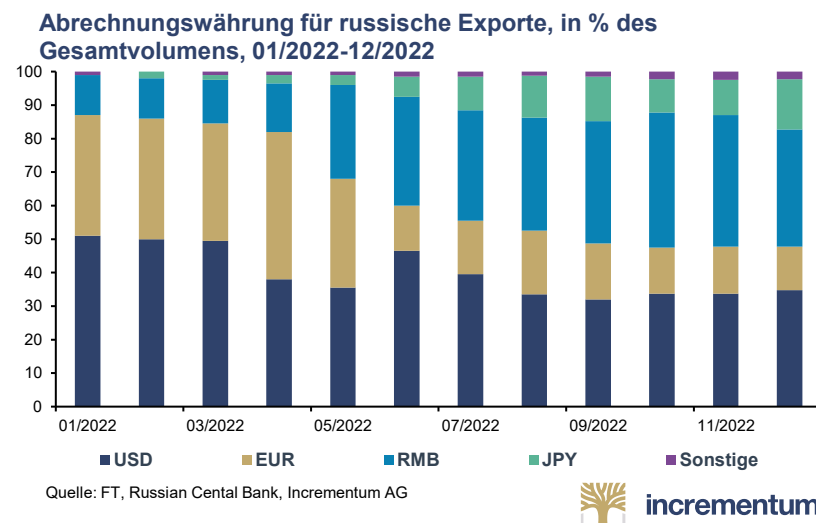
*Only gold.*

**Shirley Bassey, Goldfinger**

Das russische Finanzministerium kündigte im Februar 2023 an, den Euro aus dem Nationalen Wohlstandsfonds (NWF) zu entfernen – und nur noch Gold, chinesische Yuan und Rubel zu halten. **Nach Angaben des stellvertretenden russischen Finanzministers Vladimir Kolychev** soll der Fonds bis zu 60% Yuan und maximal 40% Gold enthalten, wobei Rubel möglicherweise hinzugefügt werden.

**Auch die russische Zentralbank setzt zunehmend auf den Renminbi als Reservewährung und erfüllt damit ein lang gehegtes Ziel Pekings.**

**Russland allein kann den Yuan zwar nicht zu einer weltweit akzeptierten Reservewährung machen, doch die Unterstützung ist sicherlich hilfreich.** Russland und China hatten im Jahr 2022 ein gemeinsames Handelsvolumen von fast 200 Mrd. USD. Vor dem Krieg wurden fast 85% der Exporte aus Russland in westlichen Währungen wie Euro oder US-Dollar abgewickelt. Seitdem ist dieser Anteil laut Financial Times auf 16% gesunken – und der Anteil des Renminbis hat sich vervierfacht, von weniger als einem Prozent im Jahr 2021.



*There are known knowns, things we know that we know; and there are known unknowns, things that we know we don't know. But there are also unknown unknowns, things we do not know we don't know.*

**Donald Rumsfeld**

*BRICS countries began trading with each other using alternative currencies because the Fed's interest-rate hikes made the US dollar too expensive.*

**Egon von Greyerz**

**Wir wissen derzeit nicht, wie hoch der Anteil des Renminbis an den russischen Währungsreserven wirklich ist.** Noch vor dem Einmarsch in die Ukraine war er bis Jänner 2022 auf 17% gestiegen. Seither hat die russische Zentralbank keine Daten mehr veröffentlicht. Bereits im Jänner wurde der Yuan auch als Währung an der russischen Börse eingeführt. Von Jänner bis November 2022 stieg das Handelsvolumen des Yuan an der Moskauer Börse **von nur 0,2 % der gesamten Devisengeschäfte auf 48%.**

Der Yuan wird zunehmend im internationalen Handel Russlands verwendet, und einige der größten russischen Unternehmen haben begonnen, Yuan-Anleihen auszugeben. Auch russische Bürger kaufen Yuan, da immer mehr Banken die Möglichkeit bieten, Yuan-Konten zu eröffnen. **Mehr als 50 russische Banken** bieten inzwischen auf Renminbi lautende Einlagen an, oft unter Namen wie „Silk Way“ und „Crescent Moon“. Die Kunden werden mit höheren Zinssätzen gelockt.

**Auch die größten russischen Banken vertiefen ihre Verbindungen zum chinesischen Währungs- und Finanzsystem.** Die Sberbank hat begonnen, Geld in Yuan zu verleihen, um US-Dollar- und Euro-Transaktionen zu ersetzen. Die VTB ist die erste russische Bank, die Geldüberweisungen nach China in Yuan außerhalb des SWIFT-Nachrichtennetzes anbietet. VTB-CEO Andrei Kostin sagte, die Einführung des Yuan-Überweisungssystems werde die Zusammenarbeit russischer Unternehmen und Privatpersonen mit chinesischen Partnern erheblich vereinfachen und die Popularität des Yuan in Russland steigern: „**The new reality**“

*Deals work best when each side gets something it wants from the other.*

**Donald Trump**

*It's the pegging of commodities that will create an equal footing... if you have distributed ledger technology that shows the veracity: one country pledges oil, one country pledges grain... in a perfect world it's gold. I think gold in many respects will be the leading peg.*

**Andy Schectman**

*The BRICS may be starting a whole new currency of their own, as well as an alternate payment system to SWIFT. These are among many moves that are ultimately speeding the dollar down a path to its death.*

**Mark Moss**

is leading to a massive rejection of the use of the dollar and the euro in international payments.“

Wladimir Putin hat vor kurzem die zunehmende internationale Verwendung des Renminbis ausdrücklich befürwortet, indem er bei einem Treffen mit dem chinesischen Präsidenten Xi Jinping erklärte, er unterstütze „the use of the yuan in payments between Russia and the countries of Asia, Africa and Latin America.“

## Russlands Pläne für Kryptowährungen

**Russland scheint derzeit an mehreren verschiedenen Konzepten zu arbeiten, um Gold und Rohstoffe stärker in die neue**

**Währungsordnung einzubinden.** Dabei hat Russland auch keine Berührungspunkte mit Krypto-Instrumenten wie zB. Stablecoins. Russland arbeitet derzeit mit mehreren befreundeten Ländern zusammen, um Clearing-Plattformen für grenzüberschreitendes Settlement in Stablecoins zu schaffen. Sowohl das Finanzministerium als auch die Zentralbank haben bereits bestätigt, dass der grenzüberschreitende Handel „nicht ohne Kryptowährungen auskommen wird.“ Zu den Ideen gehören die Verwendung von Bitcoin im internationalen Zahlungsverkehr und die Verwendung von Stablecoins, die an Gold gebunden sind. Der stellvertretende russische Finanzminister Alexey Moiseyev kommentierte die Pläne im September 2022 wie folgt:

*„We are currently working with a number of countries to create bilateral platforms to not use dollars and euros. We are offering mutually acceptable tokenized instruments to be used on these platforms. Stablecoins can be tied to a universally accepted instrument, such as gold, whose value is clear and observable to all participants.“*

## Putin will eine BRICS-Währung

**Eine weitere Idee ist die Einführung einer eigenen BRICS-Währung, die sich als globale Reservewährung etablieren soll.** Solche Pläne gibt es bereits seit 2018, doch sie werden insbesondere von Moskau erst wieder aktiv aufgegriffen, seit es sich vom Euro abgewandt hat. Wladimir Putin möchte eine Währung, die auf einem Währungskorb basiert und das Konzept der Sonderziehungsrechte des IWF oder des ECU, des Vorläufers des Euro, widerspiegelt.

**Es ist jedoch unklar, wie diese Währung aussehen wird und ob die anderen BRICS-Länder wirklich an diesen Plänen interessiert sind.** Die BRICS sind ein sehr heterogener Club, der in Bezug auf Mitglieder und Bedeutung wachsen könnte – aber noch wenig Erfahrung mit solch großen, gemeinsamen Projekten hat.

## Der Goldrubel 3.0

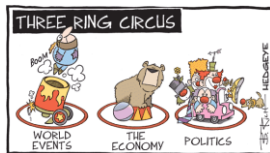
*This is the third time; I hope  
good luck lies in odd numbers.*

**William Shakespeare**

*Well I guess your government  
will be glad to see that gold back.*

**Clint Eastwood,**

**Für eine Handvoll Dollar**



Mit freundlicher Genehmigung  
von Hedgeye

Von besonderem Interesse für uns ist der Plan für einen „Goldrubel 3.0“, den Ende 2022 der ehemalige russische Finanzminister **Sergej Glasjew Ende 2022** vorgestellt hat:

*„Gold (along with silver) has been the core of the global financial system for millennia, an equivalent, an honest measure of the value of paper money and assets. Now the gold standard is considered ‘anachronistic’. It was canceled in its final form half a century ago (the United States announced the ‘temporary’ closure of the ‘golden window’ adopted in 1944 at Bretton Woods), re-pegging the dollar to oil. But the era of the petrodollar is coming to an end: now they are already talking about the petroyuan and other mechanisms to limit the abuse of the status of the world reserve currency issuer. Russia, together with its eastern and southern partners, has a unique chance to ‘jump off’ the sinking ship of the dollar-centric debt economy, ensuring its own development and mutual trade in the accumulated and extracted strategic resources.“*

**Glasjew spricht von einem „Goldrubel 3.0“, weil die Einführung eines harten Rubels, der an Gold gekoppelt oder durch Gold gedeckt ist, bereits zweimal versucht worden ist.** Die erste Variante scheint Glasjew ein Dorn im Auge zu sein. Dabei geht es um den Goldstandard des 19. Jahrhunderts. Dieser war laut Glasjew Rothschilds Einflussnahme in Europa geschuldet und soll eine Art Unterwerfung Russlands unter den westlichen Kapitalismus gewesen sein.

**Der Goldrubel 2.0 entstand nach dem Zweiten Weltkrieg.** Damals unterzeichnete die Sowjetunion die Bretton-Woods-Verträge, die sie jedoch nie ratifizierte, und band den Rubel direkt an Gold sowie an „*the entire wealth of the country.*“ Glasjew macht Nikita Chruschtschow für das Ende dieses Goldrubels verantwortlich. Chruschtschow habe 1961 den Goldstandard in Russland abgeschafft, den Rubel stark abgewertet und den Grundstein dafür gelegt, dass Russland zu einem „*raw material appendage*“ des westlichen Finanzsystems degradiert wurde.

**Glasjew argumentiert, dass die Voraussetzungen für einen dritten Goldrubel jetzt gegeben sind.** Russland könnte damit seinen Platz in der Welt sichern und auch die Bedeutung der heimischen Goldindustrie steigern. **Er schreibt:**

*„The sanctions imposed against Russia have boomeranged the Western economy. The geopolitical instability provoked by them, rising prices for energy carriers and other resources, inflation and other negative factors put strong pressure on the global economy, in particular the global financial market. In 2023, all these circumstances will objectively affect the change in the stereotypes of investment policy in the world—from risky investments in complex financial instruments to investing in traditional assets, primarily gold. According to Saxo Bank analysts, in 2023, increased demand for this*

*metal will lead to the fact that its price will rise from the current \$1,800 per ounce to \$3,000. As a result, there is a real opportunity in the very near future to significantly increase gold reserves-both by increasing the physical volumes of gold and by revaluing its value."*

Glasjew ist der Meinung, dass eine Erhöhung der Goldreserven und der heimischen Goldförderung dem Land einen „strong ruble“, ein „strong budget“ und eine „strong economy“ bescheren würde. Er macht jedoch keinen konkreten Vorschlag, den Rubel direkt an das Gold zu binden. Russland hat in den letzten Jahren bereits große Mengen an Gold gekauft und wird dies wahrscheinlich auch weiterhin tun. Hinzu kommt eine Minenproduktion von derzeit **etwa 350 Tonnen pro Jahr**.

**Auch eine Remonetarisierung des Goldes im Zuge der fortschreitenden De-Dollarization ist nicht auszuschließen.** Die Überlegungen erinnern an eine „financial war game“-Simulation, die **unser Advisory-Board-Mitglied Jim Rickards** 2009 im Pentagon abgehalten hat und die er in seinem Buch *Currency Wars* beschreibt.

*The gold standard makes the money's purchasing power independent of the changing, ambitions and doctrines of political parties and pressure groups. This is not a defect of the gold standard; it is its main excellence.*

**Ludwig von Mises**

Im Wesentlichen unterscheiden sich Glasjews Aussagen kaum von denen des ehemaligen Weltbankchefs Robert Zoellick aus dem Jahr 2010, als er vorschlug, dass die Regierungen eine neue internationale Währungsordnung auf der Grundlage eines Währungskorbs einführen sollten, der auch Gold enthalten sollte. **Zoellick argumentierte, dass die Aufnahme von Gold in den Währungskorb das Vertrauen in das Währungssystem stärken, als Absicherung gegen Inflation dienen und einen Bezugspunkt für die Weltwirtschaft darstellen würde** – etwas, das seit 1971 fehlt. Zoellick schlug außerdem vor, dass die Zentralbanken ihre Goldbestände öffentlich machen sollten, um das Vertrauen in das internationale Währungssystem zu stärken. **Zoellicks Vorschlag war umstritten** und wurde schließlich nicht einmal ansatzweise umgesetzt.

## Die BRICS-Renaissance

*We're like one big organism, one big animal, yeah? The guys upstairs on the phone, they're the mouth. The guys down here, the hands...*

**David Brent, The Office**

**Die BRICS sind ein schwer zu verstehendes Gebilde.** Das Akronym BRICS leitet sich von den Anfangsbuchstaben der Mitgliedsstaaten ab: Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika. Diese Gruppe wurde erstmals 2001 von dem Wirtschaftswissenschaftler Jim O'Neill, damals bei Goldman Sachs, vorgeschlagen, der die wirtschaftliche Bedeutung dieser fünf Länder für das kommende Jahrzehnt erkannte. Bis heute hält sich jedoch das Gerücht, dass Südafrika nur hinzugefügt wurde, um das Akronym leichter aussprechen zu können. Und dass Indien den Platz in der Mitte einnimmt, flankiert von den beiden Vetomächten Russland und China kann als diplomatische Genialität oder reiner Zufall gedeutet werden, ebenso, dass die beiden Randstaaten Brasilien und Südafrika Anfang und Ende des Akronyms bilden.

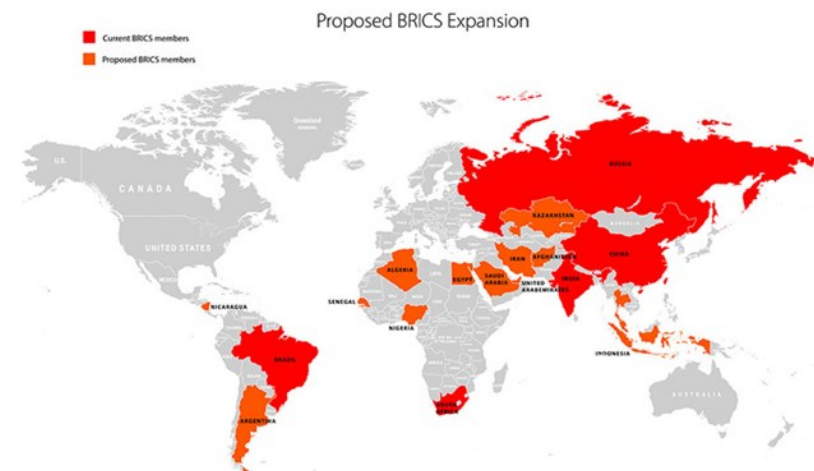
Die Bildung der BRICS als offizielle politische Gruppe erfolgte erst 2006, als die Staaten beschlossen, regelmäßige Gipfeltreffen abzuhalten. Die BRICS-Länder stellen heute fast 42% der Weltbevölkerung und sorgen für etwa ein Viertel der

*We have a special relationship between Russia and China, the core economies of the BRICS block and the „king“ and the „queen“ on the Eurasian chessboard – a new “heavenly match”.*

**Zoltan Pozsar**

weltweiten Wirtschaftsleistung. Der erste offizielle BRICS-Gipfel fand 2009 in Russland statt. Der Gipfel 2023 wird Ende August in Südafrika stattfinden.

**Es könnte der bislang aufregendste sein, denn die BRICS könnten wachsen.** Saudi-Arabien, die Türkei und Ägypten planen, den BRICS offiziell beizutreten. Und nach Angaben Russlands haben auch Argentinien und der Iran mit den Vorbereitungen für einen Beitritt begonnen. Andere Länder, die bereits als Gäste an BRICS-Treffen teilgenommen haben, sind Kasachstan, Indonesien, Nigeria, Senegal, Thailand und die Vereinigten Arabischen Emirate. Was sich hier abzeichnet, ist eine neue Art, die Welt zu organisieren und zu regieren – ohne den Einfluss des Westens.



Quelle: Silk Road Briefing

*BRICS was not created to be an instrument of defense, but to be an instrument of attack... we will have our own currency to become independent from the U.S. dollar in our trade relations.*

**Lula da Silva**

**Die Nennung von Saudi-Arabien, der Türkei und Ägypten ist jedoch besonders heikel, da alle drei traditionelle Verbündete der USA sind.**

Die Türkei ist eine wichtige Militärmacht innerhalb der NATO. Und Saudi-Arabien hat dank seiner Zusammenarbeit mit Washington seit den 1970er-Jahren die Grundlage für das Petrodollar-System gebildet. Doch dieses System scheint endgültig ausgedient zu haben, nachdem China im Energiehandel längst seine eigene Währung verwendet – und in Riad inzwischen gute Freunde gefunden hat.

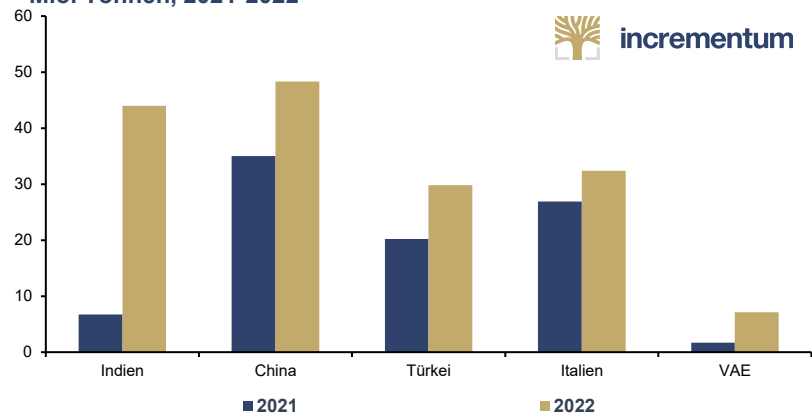
**Natürlich gibt es innerhalb der BRICS spezielle Blöcke** wie Brasilien und den Kandidaten Argentinien, die an ihrer eigenen Wirtschaftsunion arbeiten und sogar Pläne für eine gemeinsame Währung haben, die jedoch **nur als Rechnungseinheit für den gemeinsamen Handel fungieren soll.**

*It's a special club. It's got history... so you have to sacrifice yourself for this club.*

**Patrice Evra, Manchester United**

**Auch Indien kommt eine besondere Rolle zu,** da es kein wirklich gutes Verhältnis zur führenden BRICS-Nation China hat und auch mit den USA verbündet ist. Die BRICS müssen daher auch als ein Club gesehen werden, in dem jede Nation ihre eigenen besonderen Vorteile sucht. Indien, das in diesem Jahr eine mehr als 200 Jahre währende Epoche beendete, in der China das bevölkerungsreichste Land der Welt war, konnte in den vergangenen Jahren **die Zusammenarbeit und den Handel mit Russland massiv ausbauen** – und erhält dank der westlichen Sanktionen billige Rohstoffe. Dafür verwendet werden alternative Währungen wie der Dirham der Vereinigten Arabischen Emirate und der russische Rubel.

### Top 5 Länder mit Anstieg des russischen Ölfrachtvolumens, in Mio. Tonnen, 2021-2022



Quelle: VesselsValue, Incrementum AG

*We want the world and we want it... Now!*

#### **The Doors, When The Music's Over**

Neben den bilateralen Abkommen zwischen Staaten sind die BRICS sicherlich das wichtigste Instrument zur Schaffung einer alternativen Weltordnung – und zwar ganz konkret im Bereich der Währungsarchitektur. Es wurden bereits Institutionen geschaffen, die als Alternative zu den Bretton-Woods-Institutionen (IWF, Weltbank) fungieren: **das „BRICS Contingent Reserve Arrangement“ (CRA) und die „New Development Bank“ (NDB).**

#### **Der BRICS-Reservefonds ist ein Finanzmechanismus, der von den Mitgliedsländern der BRICS-Gruppe im Jahr 2015 eingerichtet wurde.**

Der Fonds soll einen kollektiven Pool von Währungsreserven bereitstellen, auf den die Mitgliedsländer in Zeiten von Wirtschaftskrisen und Volatilität zurückgreifen können.

- Die ursprüngliche Größe des Fonds wurde auf 100 Mrd. USD festgelegt, wobei jedes Mitgliedsland einen Anteil von 20 Mrd. USD beisteuern sollte. Der Fonds hat einen Verwaltungsrat, der sich aus Vertretern der Zentralbanken der einzelnen Mitgliedsländer zusammensetzt. Der Rat entscheidet über die Zuweisung und Auszahlung der Mittel.
- **Eine Analyse zur Zukunft des internationalen Währungssystems** des „Credit Suisse Research Institute“ vom Jänner 2023 weist auf eine chinesische Sonderrolle innerhalb des Fonds hin:

*„Its purpose is to provide protection if member countries face external liquidity pressures. Interestingly, members are allowed to draw up to twice their paid-in capital in a situation of stress, except for China, which can only draw half of its paid-in funds. In other words, China would act as a (partial) lender of last resort within the scheme. Even if the CRA is still limited in size relative to the lending power of the IMF, its establishment is an important step toward a more multipolar system.“*

Die NDB, die 2015 auf Initiative Indiens gegründet wurde, verfügt ebenfalls über ein Kapital von über 100 Mrd. USD.

- Seit ihrer Gründung **haben sich weitere Länder angeschlossen: zunächst Uruguay, und dann, im März 2023, Ägypten, die Vereinigten Arabischen Emirate und Bangladesch.** Ihr Ziel ist die Finanzierung von Infrastruktur und nachhaltigen Entwicklungsprojekten in Entwicklungsländern.
- Die NDB hat ihren Hauptsitz in einem futuristisch anmutenden Wolkenkratzer in Shanghai und verfügt über regionale Büros in Südafrika, Russland, Brasilien und Indien. Seit Ende März **wird die NDB von jemand Bekanntem geleitet**, von der ehemaligen brasilianischen Präsidentin Dilma Vana Rousseff.

## Der Aufstieg Chinas

*The asymmetry of the Sino-Russian relationship has been growing increasingly apparent for some time.*

**Ali Wyne**

*Us and them*

*And after all*

*We're only ordinary men.*

**Pink Floyd, Us and Them**

**Wie wir sehen, dominiert China die BRICS aufgrund seiner Größe und wirtschaftlichen Macht.** Darüber hinaus hat Peking die letzten 12 Monate genutzt, um seinen Einfluss in der ganzen Welt zu stärken. Der Besuch von Präsident Xi Jinping in Moskau war nur die Spitze des Eisbergs: **„Xi and Putin have the most consequential undeclared alliance in the world“**, titelt das Magazin „Foreign Policy“ und nennt die Freundschaft zwischen Moskau und Peking **„more important than Washington's official alliances“**. Das sind in der Tat große Worte.

**Der Besuch des chinesischen Präsidenten Xi Jinping in Moskau im März 2023 war sein erster Auslandsaufenthalt seit seiner Wiederwahl.** Trotz historischer Spannungen haben die beiden Länder unter Xi und Putin gute Beziehungen auf persönlicher, wirtschaftlicher, militärischer und diplomatischer Ebene aufgebaut. Die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen China und Russland sind seit Beginn des Ukraine-Krieges stark gewachsen, wobei China die USA und Deutschland als Russlands wichtigsten Handelspartner und Abnehmer von Öl und Gas abgelöst hat.

Weder Xi noch Putin machen einen Hehl aus ihrem Wunsch, die Vorherrschaft der USA zu beenden und ein, wie Xi es nannte, **„new model of major-country relations“** zu begründen.

## Wie weit wird Xi gehen?

*Cause I'm only human after all,  
You're only human after all.*

**Rag 'n' Bone Man**

Während ein Prozess wie die De-Dollarization über lange Zeiträume analysiert werden muss und von technokratischen Details geprägt ist, darf man die menschliche Komponente nicht vergessen. Autoritäre Herrscher wie Wladimir Putin und Xi Jinping haben in diesem Spiel dank ihrer Macht gewisse Vorteile. **Es ist daher etwas verwunderlich, dass wir im Westen viel über Putins dunkle Seite hören – uns aber sehr selten mit dem Mann beschäftigen, der China regiert.** Wie unser Freund Trey Reik in einem seiner jüngsten Newsletter schreibt:



*„We believe the greatest threats to global order emanate overwhelmingly from China’s economic, military and territorial ambitions’, President Xi Jinping has been vocal about his 2049 goal for China to ‘lead the world in terms of composite national strength and international influence’, and he has spent the past decade consolidating his power in much the same way President Putin became Russia’s supreme ruler.“<sup>46</sup>*

*Communism needs democracy like the human body needs oxygen.*

**Leon Trotsky**

Erst im vergangenen Oktober wurde Xi entgegen der bisherigen Tradition für eine dritte Amtszeit als Generalsekretär der Kommunistischen Partei Chinas vereidigt. Um die gefährliche Machtkonzentration in den Händen einiger weniger zu vermeiden, hatte Deng Xiaoping 1982 die Amtszeiten der Politbüromitglieder streng begrenzt.

Diese Regeln wurden nun von Xi gebrochen. Laut Trey Reik hat sich Xi nicht nur zum Herrscher auf Lebenszeit ernannt – er bereitet auch einen Krieg vor.

*„President Xi shocked China experts by completely ignoring longstanding succession rules of age and experience and instead elevating six of his most ardent loyalists to join him on the Politburo. Ominously, none of the six has any job experience in economic, financial, or diplomatic affairs, and all have served in strongarm roles of anti-corruption, government reform and internal discipline. By elevating such extreme CCP loyalists to the Politburo, President Xi appears to be preparing his country for war and establishing a strict chain of command to enforce national compliance. In short, China experts now routinely refer to the new Politburo as Xi’s ‘war cabinet’.“*

**Infolgedessen wurde Xi zum dritten Mal als Staatspräsident bestätigt und übernahm das autoritäre Erbe von Mao Zedong.** Kurz darauf leitete er mehrere wichtige Reformen ein, die die Macht der Partei und des Staates über Chinas Wirtschafts- und Finanzsystem massiv ausweiten werden. Neue Parteibehörden wurden geschaffen, um die Technologie- und Finanzindustrie zu kontrollieren, und auch die Aufsicht über Hongkong und Macao wurde gestrafft.

*I’m the man who can’t be moved.*

**The Script**

Etwas, das im Westen niemand zu registrieren scheint: Xi hat nicht nur mehrere loyale Gefolgsleute in der Peoples Bank of China eingesetzt, sondern auch ein neues Aufsichtsgremium der Zentralbank zur Seite gestellt. Hinzu kommt eine ganze Reihe militärischer Aufrüstungsmaßnahmen, **darunter die Ausweitung der Atomwaffenkapazität von 400 auf mehr als 1500 Stück bis 2035.**

Trey Reik kommentiert diese Entwicklungen:

*„At the risk of sounding paranoid, we find China’s increasingly brazen aggressions highly troubling. Coupled with President Xi’s Putin-like power grab, China’s behavior represents a serious threat to global status quo, the unipolar stability of US economic and military power and even the dollar standard system itself. In such circumstances, gold’s safe haven utility will prove immensely valuable.“*

<sup>46</sup> Reik, Trey: Themes, 20. März, 2023

## Xi's Besuch in Saudi-Arabien

Während das Treffen zwischen Xi und Putin weltweit und sogar im Mainstream Aufmerksamkeit erregt hat, **war der Besuch des chinesischen Machthabers in Saudi-Arabien wahrscheinlich noch wichtiger, wenn es um die Umstrukturierung der weltweiten Währungsarchitektur geht.** Es fehlte nicht an pompösen Bildern – und an Symbolen, die auf einen Richtungswechsel im Nahen Osten hinweisen. *Die New York Times berichtete:*

*„Upon arrival on Wednesday, Mr. Xi was met by a grander reception than Mr. Biden received in July, when the American president visited the coastal city of Jeddah, partly in a bid to repair ties with the Saudi government. Footage of Mr. Xi's reception on Wednesday showed jets flying overhead with smoke trails in the red and yellow colors of the Chinese flag. On Thursday, he was taken to the palatial royal court, where his car, a luxury Chinese sedan, was escorted by horse riders carrying Saudi and Chinese flags. Prince Mohammed greeted him with a warm handshake, contrasting with Mr. Biden's greeting of a fist bump.“*

*What are you so miserable about? There's a whole ocean of oil under our feet.*

**Daniel Plainview, There Will Be Blood**

**Mehr als 17% der weltweiten Ölexporte kommen aus Saudi-Arabien.** Bis vor kurzem war das Land auch der größte Lieferant der USA und ein wichtiger Verbündeter. Saudi-Arabien steht an der Spitze der OPEC. Seit 1979 ist Saudi-Arabien auch ein wichtiger Alliiertes der USA im Konflikt mit dem Iran.

Ein lange geheim gehaltenes Abkommen aus den 1970er-Jahren garantierte den USA die Verwendung des US-Dollars als einzige Ölwährung der OPEC. Diese Petrodollar-Vereinbarung gilt als Eckpfeiler der Währungsordnung nach Bretton Woods. Doch der Petrodollar wackelt. Ein Großteil der Bemühungen um eine De-Dollarization besteht aus Vereinbarungen zwischen Staaten, den US-Dollar im Energie- und Warenhandel zu umgehen. China hat bereits zahllose solcher bilateralen Abkommen geschlossen, aber mit Saudi-Arabien gibt es noch keinen Ölhandel auf Yuan-Basis.

*Chimerica does not work anymore and Eurussia does not work either.*

**Zoltan Pozsar**

**Zur Erinnerung: China signalisiert schon seit vielen Jahren, dass es mit dem US-Dollar als Weltreservewährung nicht mehr zufrieden ist.** Bereits 2009 – also als direkte Reaktion auf die globale Finanzkrise – forderte der damalige Chef der chinesischen Zentralbank, Zhou Xiaochuan, eine „reform of the international monetary system“ und regte an, den US-Dollar durch eine „supranational reserve currency“ zu ersetzen, wie es John Maynard Keynes bereits 1944 vorgeschlagen hatte.

Drei Jahre später gab die chinesische Zentralbank bekannt, dass es nicht mehr im Interesse Chinas sei, seine Währungsreserven auszuweiten. Und mit Währungsreserven meinte sie natürlich die US-Dollar-Reserven, die in US-Staatsanleihen umgeschichtet werden und so Nachfrage nach US-Treasuries erzeugen.

Diese Ankündigung wurde vor 10 Jahren gemacht. Und hier finden wir auch den Zusammenhang mit dem Yuan als Währung für den Energie-Handel und dem

*Our (U.S) politicians over the past decade or so have abused this privilege (of being the global reserve currency) as though it were there birth right. And now the rest of the world are turning their backs on the U.S dollar standard.*

**Mike Maloney**

*If you want something you've never had*

*You must be willing to do something you've never done.*

**Thomas Jefferson**

Treffen in Riad. Nur ein Land, das mit dem selbst gedruckten Geld international Rohstoffe oder Waren kaufen kann, kommt ohne Reserven aus. Der US-Dollar ist die Reservewährung, weil jedes Land US-Dollar vorrätig halten muss, um Öl zu kaufen. Die USA selbst halten aber kaum Reserven – sie drucken nur den US-Dollar. Auf der Grundlage der Nachfrage nach US-Dollar-Schulden im Ausland. Das ist das „exorbitante Privileg“ – und alle wollen es jetzt haben: Europa mit dem Euro, China mit dem Renminbi.

China hat das Einfrieren der russischen US-Dollar-Reserven schon lange als Vorwand benutzt, **um sich noch weiter vom US-Dollar abzuwenden**. Im Jänner 2023 hielt China nur noch US-Anleihen im Wert von 860 Mrd. USD. Das ist der niedrigste Stand seit 14 Jahren. Diese Geschichte erklärt wahrscheinlich, warum nach dem Treffen zwischen dem chinesischen Präsidenten Xi Jinping und dem König von Saudi-Arabien beide Seiten *zwar* ausführliche Erklärungen abgaben, aber nicht auf die Verwendung des Yuan als Öl-Währung eingingen. Es bestand einfach keine Notwendigkeit, dies ausdrücklich zu erwähnen.

## Der Petroyuan ist da

Für **Zoltan Pozsar** war es Xi's Rede in Saudi-Arabien, die den Übergang von einer unipolaren, von den USA dominierten Welt, hin zu einer multipolaren Weltordnung markierte:

*„When the world is going from unipolar to multipolar, the actions of heads of state are far more important than the actions of central banks. That is because heads of state lead, their actions affect inflation, and central banks merely follow by hiking rates to ‘clean up’. Central banks will be behind the curve in this game, and if investors read only the speeches of central bankers but not statesmen, they will be even more behind the curve. The multipolar world order is being built not by G7 heads of state but by the ‘G7 of the East’ (the BRICS heads of state), which is a G5 really but because of ‘BRICSpanion,’ I took the liberty to round up.“*

Pozsar erinnert daran, dass der Besuch von Xi das erste Gipfeltreffen zwischen China und der arabischen Welt überhaupt war, und vergleicht es mit dem Treffen zwischen Franklin Roosevelt und dem saudischen König Abdul Azis Ibn Saud an Bord der USS Quincy im Jahr 1945. Damals wurde der Grundstein für die Freundschaft zwischen Saudi-Arabien und den USA gelegt, die offiziell bis heute andauert. Aber was genau hat Xi nun gesagt? **Das sind die Highlights:**

*„In the next three to five years, China is ready to work with GCC countries in the following priority areas:*

*First, setting up a new paradigm of all-dimensional energy cooperation. China will continue to import large quantities of crude oil on a long-term basis from GCC countries, and purchase more LNG. We will strengthen our cooperation in the upstream sector, engineering services, as well as storage, transportation and refinery of oil and gas. The Shanghai Petroleum and*

*Natural Gas Exchange platform will be fully utilized for RMB settlement in oil and gas trade. [...]*

*The two sides could start currency swap cooperation, deepen digital currency cooperation and advance the m-CBDC Bridge project.“*

*In order to change an existing paradigm you do not struggle to try and change the problematic model. You create a new model and make the old one obsolete.*

**Buckminster Fuller**

Xi spricht wörtlich von einem „new paradigm“. Er spricht von „all-dimensional energy cooperation“ und verspricht, dass China langfristig große Mengen an Öl und Gas von den Golfstaaten kaufen wird. Er verspricht auch eine Zusammenarbeit im „upstream sector“, die den Wunsch der Golfstaaten erfüllen soll, nicht zur bloßen „Tankstelle“ zu verkommen, sondern mehr Wertschöpfung im Land zu behalten. Konkret geht es dabei um Lagerung, Transport und Raffinerien.

Dann nennt Xi das Kind beim Namen und sagt, dass die chinesische Energiebörse in Shanghai genutzt werden soll und dass Renminbi die Abrechnungswährung werden soll. Das ist der springende Punkt.

Um Zoltan Pozsar zu zitieren: „GCC oil flowing east + Renminbi invoicing = the dawn of the Petroyuan“.

**An dieser Stelle sei angemerkt, dass das Angebot, das China den Golfstaaten macht, recht verlockend ist.** Denn anders als die USA besteht China nicht darauf, die von ihm ausgegebenen Yuan in chinesische Staatsanleihen zu investieren. Stattdessen hat China in den vergangenen Jahren die Voraussetzungen für den Handel mit Öl und Gold in Renminbi geschaffen. Die Golfstaaten können also die chinesische Währung entweder in Staatsanleihen anlegen, Waren und Dienstleistungen aus China beziehen – oder es einfach in Gold umwandeln. Zoltan Pozsar kommentiert dies wie folgt: „Money is as money does, and convertibility to gold beats convertibility to dollars.“

*While the concept of CBDCs was inspired by cryptocurrencies like bitcoin, the ethos of CBDCs show a stark contrast from the ethos of cryptocurrencies in that they are issued by the state as a centralized form of digital money.*

**Kraken**

**Schließlich verspricht Xi eine engere Zusammenarbeit beim Devisentausch und spricht über die Möglichkeit, das m-CBDC-Brückenprojekt zu nutzen.** Auch dieses ist enorm wichtig, denn Xi sagt uns genau, wie diese neue Weltordnung in die Praxis umgesetzt werden soll. Er kommuniziert ganz klar, wie China und die Ölstaaten den US-Dollar in Zukunft umgehen wollen. Und – um jeden Zweifel auszuräumen – trat der saudische Finanzminister Mohammed Al-Jadaan im Jänner 2023 vor die Kameras und sagte, man sei offen für andere Währungen als den US-Dollar:

*„We enjoy a very strategic relationship with China, and we enjoy that same strategic relationship with other nations including the US and we want to develop that with Europe and other countries who are willing and able to work with us. ...*

*There are no issues with discussing how we settle our trade arrangements, whether it is in the US dollar, whether it is the euro, whether it is the Saudi riyal.“*

Interessant ist, dass das von Xi erwähnte m-CBDC-Brückenprojekt ursprünglich von der BIZ stammt. Anders als beispielsweise der IWF wird die BIZ immer noch von Europa dominiert und war auch die Geburtsstätte des Euro – der einst antrat, den US-Dollar herauszufordern. Und nun könnte die BIZ eine entscheidende Rolle beim Aufbau einer multipolaren Welt spielen.

Zoltan Pozsar ist hellauf begeistert vom m-CBDC-Projekt:

*„The m-CBDC Bridge project, or as the BIS likes to refer to it, Project mBridge, is a masterclass in plumbing: undertaken by the PBoC, the Bank of Thailand, the HKMA, and the Central Bank of the United Arab Emirates, the project enables real-time, peer-to-peer, cross-border, and foreign exchange transactions using CBDCs, and does so without involving the US dollar or the network of Western correspondent banks that the US dollar system runs on. Pretty interesting, no? In a very Uncle Sam-like fashion (see here), China wants more of the GCC's oil, wants to pay for it with renminbi, and wants the GCC to accept e-renminbi on the m-CBDC Bridge platform, so don't hesitate - join the mBridge fast train.“*

*I view the ongoing de-dollarization as a good thing for the world. I view Central Bank Digital Currency as being substantially worse than cancer.*  
**Rick Rule**

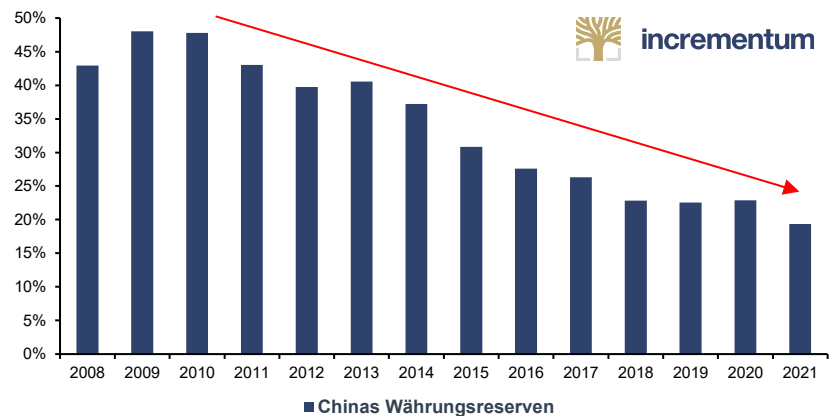
**Dieses CBDC-Projekt bringt auch einen neuen Akteur ins Spiel, der bislang kaum in Erscheinung getreten ist: die Vereinigten Arabischen Emirate und ihre Währung, den Dirham.** Seit Sommer 2022 akzeptiert Russland Dirhams als Zahlungsmittel für seine Energieexporte. Und seit Februar 2023 bezahlen indische Importeure ihre russischen Energielieferanten in Dirham.

Zoltan Pozsar führt aus:

*„Do take a step back and consider... that since the beginning of this year, 2022, Russia has been selling oil to China for renminbi, and to India for UAE dirhams; India and the UAE are working on settling oil and gas trades in dirhams by 2023; and China is asking the GCC to 'fully' utilize Shanghai's exchanges to settle all oil and gas sales to China in renminbi by 2025. That's dusk for the petrodollar...and dawn for the petroyuan.“*

**Einige wichtige Stimmen in den USA und in der Federal Reserve stehen der Notwendigkeit einer digitalen Zentralbankwährung in den USA äußerst skeptisch gegenüber.** Sie sprechen von Demokratie und bürgerlichen Freiheiten – aber hauptsächlich deshalb, weil das bestehende US-Dollarsystem für die USA hervorragend funktioniert. Auch Zoltan Pozsar rät dringend davon ab, einen digitalen US-Dollar einzuführen und damit die derzeitige Vormachtstellung des US-Dollars zu gefährden.

### Chinas Währungsreserven, in % des BIP, 2008-2021



Quelle: FTTT LLC, Weltbank, Incrementum AG

## Frieden macht sich im Nahen Osten breit

*No trouble, trouble I see  
There will be peace in the valley  
for me.*

**Elvis**

**Es gab schon viele Friedensabkommen im Nahen Osten – und sie waren oft das Papier nicht wert, auf dem sie gedruckt wurden.** Aber dieses Abkommen ist etwas Besonderes. Nach jahrzehntelanger Feindschaft sprechen Saudi-Arabien und der Iran wieder miteinander. Und die Vermittlung kam nicht aus Washington, sondern ausgerechnet aus Peking. *Die New York Times ist erstaunt:*

*„The Americans, who have been the central actors in the Middle East for the past three-quarters of a century, almost always the ones in the room where it happened, now find themselves on the sidelines during a moment of significant change. The Chinese, who for years played only a secondary role in the region, have suddenly transformed themselves into the new power player. And the Israelis, who have been courting the Saudis against their mutual adversaries in Tehran, now wonder where it will leave them.“*

*How do I know that my muscles  
grow the way that I want? By  
flexing them and checking them  
in the mirror, by measuring  
them with a tape or possibly by  
stepping on a scale.*

**Arnold Schwarzenegger**

Selbst US-amerikanische Experten wie Amy Hawthorne, stellvertretende Direktorin für Forschung beim „Project on Middle East Democracy“, geben zu: **„This is a big deal, you have to call it that.“** China habe sich die Tatsache zunutze gemacht, dass die USA „*basically no ties*“ zum Iran hätten, sagt sie. Natürlich bedeutet das Abkommen nicht, dass die tiefen Gräben zwischen den Sunniten in Saudi-Arabien und den Schiiten im Iran plötzlich verschwunden sind. Aber es ist ein erster Schritt, nicht nur für die beiden Golfstaaten, sondern auch für China, das plötzlich auch diplomatische Stärke zeigt.

Wie schnell die Stimmung im Nahen Osten kippt, zeigt sich auch bei der Annäherung zwischen Syrien und Saudi-Arabien. Diesmal ist Moskau der Vermittler.

Kiril Sokoloff und das Team von 13D kommentieren diese epochalen Vereinbarungen:

*„Together, these diplomatic maneuverings are reorganizing the geopolitical map of the Middle East, and with it, the global balance of power. Washington’s attempts to pressure Saudi and the UAE to isolate Iran and Syria have only served to highlight how far Beijing has been able to fill the diplomatic vacuum and to re-shape the regional power-balance in its favor. Given the level, and likely continued growth, of trade between China and the Middle East, particularly in energy, both sides have an incentive to look beyond the confines of the dollar system. Riyadh is China’s largest oil supplier and Beijing is Arab countries’ main bilateral trade partner, amounting to \$330 billion in 2021.“<sup>47</sup>*

## Macron entdeckt die Interessen Europas

*Never doubt the courage of the French. They were the ones who discovered that snails are edible.*

**Doug Larson**

*The fact that many countries accept as a principle, dollars being good as gold...leads Americans to get into debt and to get into debt for free.*

**Charles De Gaulle**

**Es kommt nicht mehr oft vor, dass ein europäischer Politiker auf der Weltbühne für Aufsehen sorgt, aber Frankreichs Präsident Emmanuel Macron gelang dies Anfang April 2023.** Überraschend und ohne

Vorwarnung sprach Macron nach einem Treffen mit Xi Jinping von Europa als einer „third superpower“. Dann warnte er vor der „extraterritoriality of the US dollar“ und beharrte auf seinem Konzept der „strategischen Autonomie Europas“. Und in einer Rede nach seiner Rückkehr nach Europa sprach Macron dann von der „Souveränität“ Europas und warnte davor, ein „Vasall“ der USA zu werden. Es war die erste derartige Positionierung eines wichtigen westlichen Staatschefs seit dem Beginn des Krieges in der Ukraine und der Sanktionen gegen Russland. Allerdings hatte Macron in der Vergangenheit auch betont, dass der Weg des Dialogs mit Moskau offen bleiben sollte.

**Der französische Präsident reiht sich damit in eine lange Reihe von Staatsmännern ein, die Europa aus der Umklammerung der USA befreien wollen.** Sein Vorgänger Charles De Gaulle beklagte sich bereits 1965 über die Dominanz des US-Dollars. Im Jahr 2018 bezeichnete der damalige EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker den Euro sogar als ein „Werkzeug der neuen europäischen Souveränität“ und beklagte, dass Europa seine Energieimporte immer noch in US-Dollar abwickelt. Er sprach von der „Stunde der europäischen Souveränität“.

Die Äußerungen Macrons stießen jedoch auf wenig Gegenliebe. Vor allem das US-freundliche Lager in Deutschland schimpfte sofort über den Franzosen und sprach von einem „Wunschtraum“. Die Tatsache, dass Macron nicht nur mit großen Plänen, sondern auch mit einigen lukrativen Geschäften für die französische Industrie aus China zurückkehrte, sollte nicht unerwähnt bleiben. Ob Zufall oder nicht, nur wenige Tage später wurde das Rating Frankreichs von Fitch herabgestuft. Zumindest sieht es so aus, als würde sich Macron für sich und Europa einige Optionen offen halten. Und ja, die EU auf ihre Seite zu ziehen wäre der größte Coup für Russland und China. Aber bis dahin ist es noch ein weiter Weg.

<sup>47</sup> Sokoloff, Kiril: „What I Learned This Week“, 13. April 2023

## Willkommen in der multipolaren Welt

Dem geübten Leser wird aufgefallen sein, dass Europa im Kapitel über die De-Dollarization dieses Mal nur eine kleine Rolle spielt, obwohl der Euro einst angetreten war, um eine Alternative zum US-Dollar zu bieten. Der Euro wurde von China und Russland Anfang 2022 als Fakturierungswährung für ihr riesiges Gasgeschäft gewählt. Und der Euro ist die einzige Währung, die es bisher geschafft hat, neben dem US-Dollar einen bedeutenden Reservestatus zu erlangen. Doch mit dem Einfrieren der russischen Währungsreserven hat sich Europa eindeutig auf die Seite des westlichen Lagers unter Führung der USA geschlagen.

**Die Zerstörung der North-Stream-Pipelines (durch wen auch immer) hat eine wesentliche physische Verbindung zwischen Russland und Europa gekappt und die EU von LNG-Importen – zum Beispiel aus den USA – abhängig gemacht.** Und dann das: Ausgerechnet Frankreich, nicht der Iran oder Venezuela, **ist der erste Handelspartner**, der LNG aus China in Yuan bezahlt. Das wurde kurz vor Präsident Macrons Besuch bei Xi Jinping in Peking vereinbart. **Die symbolische Kraft** dieser Abmachung sollte nicht unterschätzt werden. Es scheint, dass Europa und der Osten nach der Spaltung in der Ukraine-Frage einen Schritt aufeinander zu gemacht haben.

*The world is breaking into two distinct economic zones: the “empire of the sea”, or the “Western block” of nations; and the “empire of the land”, or “Eastern block”. The former’s currency is based on fiat money, and the latter’s on the emerging tandem of commodities, gold and oil.*

**Charles Gave**

**Mit anderen Worten, die tektonischen Platten der Geopolitik verschieben sich.** Mit dem Austritt Großbritanniens aus der EU wäre es theoretisch möglich, dass Europa einen dritten Block bildet, eine Art neutrale Zone zwischen den USA und China (Russland). Aber es ist nicht so, dass Macron alle Karten in der Hand hat. Die hat weiterhin Washington – aus finanziellen, geografischen und militärischen Gründen. Der US-Dollar ist immer noch die stärkste und wichtigste Währung, aber wie wir in diesem Kapitel dargelegt haben, versuchen viele Länder, darunter auch Frankreich, unabhängig zu werden. Und andere wie Saudi-Arabien und sogar Mexiko haben sich offen von den USA distanziert – zumindest verbal.

**Zum jetzigen Zeitpunkt ist es unmöglich, sicher zu sein, auf welcher Seite Europa in diesem Konflikt zwischen Ost und West langfristig wirklich stehen wird.** Die nächsten Jahre werden es zeigen. Es ist sogar möglich, dass sich Europa in zwei Blöcke teilt, wie es während des Kalten Krieges geschah. Doch das ist ein Schicksal, das Paris und Berlin sicher vermeiden wollen.

Gegenwärtig muss die Eurozone zum westlichen Block gezählt werden, der dank des französischen Einflusses in Afrika noch ein gewisses Gewicht in der Welt hat. Frankreich will auch sicher nicht vollständig in den anderen Block wechseln, sondern, wie Macron sagte, eine „dritte Supermacht“ Europa anführen.

**Es ist sicherlich nicht übertrieben, die derzeitige Situation als geopolitischen Showdown zu bezeichnen.** Während Europa versucht, auf die Beine zu kommen, haben China und Russland ihre Karten auf den Tisch gelegt und sprechen offen über eine neue Weltordnung, die mehr als ein Zentrum hat – und somit multipolar ist.

*World turning, mm  
I gotta get my feet back on the ground.*

**Fleetwood Mac**



*Never bet against America.*  
**Warren Buffett**

*There's so many different worlds  
So many different suns  
And we have just one world  
But we live in different ones.*  
**Dire Straits, Brothers in Arms**

**Nirgendwo laufen die Fäden deutlicher zusammen als in Saudi-Arabien.** Es ist ein langjähriger Verbündeter der USA, hat seine Währung an den US-Dollar gekoppelt – und flirtet dennoch intensiv mit China und den BRICS. Außerdem möchte es mit Europa in Euro handeln. Saudi-Arabien strebt also ebenfalls ein multipolares System an. All die neuen Konstrukte, die Umgehung des US-Dollars im Handel und die wachsende Bedeutung von Gold als Währungsreserve lassen die weltweite Nachfrage nach US-Dollars sinken. Sogar Janet Yellen scheint jetzt den Druck zu spüren.

**Die Frage ist, ob und wie die USA auf diese Herausforderung reagieren werden.** Der US-Dollar steht immer noch an der Spitze der Währungscharts. Washington hat viele Optionen. Und wenn wir eines aus der Geschichte wissen, dann ist es, dass wir die USA und ihren Pragmatismus niemals unterschätzen sollten. **Aber rein wirtschaftlich und geopolitisch gesehen stehen die Zeichen auf eine Fortsetzung des Trends zur De-Dollarization.**

**Das bedeutet nicht, dass der US-Dollar morgen verschwinden wird.** Das Chaos auf der Währungsbühne könnte den US-Dollar kurzfristig sogar stützen. Aber es bedeutet, dass der Wille eines großen Teils des Planeten vorhanden ist, ein neues System zu finden. Die Signale sind eindeutig.

Ja, die Welt wird sich verändern. „*Veränderungen, wie wir sie seit 100 Jahren nicht mehr gesehen haben*“, wie es Xi Jinping ausdrückt. Wir sind davon überzeugt, dass die Zeit der Multipolarität bereits begonnen hat. Der US-Dollar ist weiterhin der Platzhirsch, aber es gibt jetzt Herausforderer. Das ist auch der Grund, warum Macron unruhig wird: Der Euro wurde für diesen Moment geschaffen. **Europa sitzt immer noch auf den größten Goldreserven der Welt, während im Osten die Goldreserven aufgestockt werden, als gäbe es kein Morgen.**

Nun, vielleicht gibt es das nicht. Zumindest nicht für das schuldengetriebene reine Fiat-System, in dem wir alle aufgewachsen sind. Wir sind schon viel zu lange in diesem Geschäft, um Nachrufe auf die USA oder den US-Dollar zu schreiben. Wir wissen, dass der Prozess der tektonischen Plattenverschiebung lange dauern wird – auch wenn er sich beschleunigt. Aber für die kommenden 12 Monate sind wir zuversichtlich, ein paar Vorhersagen zu machen:

- Die Bankenkrise und die Inflation werden ein wichtiges Thema bei den kommenden US-Präsidentenwahlen sein.
- Europa wird versuchen, sich aus der „Vormundschaft“ der USA zu befreien, wird es aber – wie immer – sehr schwer haben. Ein vollständiger Schwenk ist nicht zu erwarten, zumindest nicht unter der derzeitigen deutschen Führung. Eine scharfe Inflationskrise könnte dies ändern.
- China, Russland, Afrika, Südamerika und Südostasien werden aggressiv auf die Einführung alternativer Währungen drängen, die den US-Dollar umgehen, CBDCs wird eine wichtige Rolle spielen, weshalb auch Europa an einem digitalen Euro interessiert ist.
- Zentralbanken und Regierungen werden ihre Goldbestände weiter aufstocken – ebenso wie die breite Bevölkerung. Das Gleiche gilt für Bitcoin – zumindest im Fall der Bevölkerung.

- So wie die Dinge stehen, erwarten wir keine kohärente, auf Regeln basierende Währungsarchitektur, sondern eher das Entstehen einer Welt mit zwei oder sogar drei Systemen.

**Die Ära von Bretton-Woods und der vollständigen Dominanz des Petrodollars ist nun wirklich vorbei. Die unipolare Welt ist Geschichte.**

# ONLY GOLD CAN TAKE THE HEAT OF THE FIRE

*Ancient Chinese proverb — today's reality!*

## EMERGING GOLD PRODUCER GHANA — #1 IN AFRICA

- First gold pour 3rd quarter 2022
- Local & international expertise & ownership
- Targeting both growth & yield

The logo for Asante Gold Corporation features the word "asante" in a lowercase, sans-serif font. The "a" and "s" are white, while the "an" is gold. Above the "an" is a stylized white arc. Below "asante" is the words "GOLD CORPORATION" in a smaller, white, uppercase, sans-serif font.**asante**  
GOLD CORPORATION

Asante Gold Corporation | [asantegold.com](http://asantegold.com)

Canada : ASE | Germany : 1A9

# Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten und der drohende Show-down mit dem Westen

*Who is the best  
Who holds the aces  
The East or the West  
This is the crap our children are learning  
But oh, oh, oh, the tide is turning.*

„The Tide is Turning“, Roger Waters

- Gold fließt dorthin, wo es am meisten geschätzt wird: In Regionen mit starkem Wirtschaftswachstum, hohen Sparquoten und steigendem Einkommensniveau.
- Indien und China importieren einen immer größeren Teil der Weltgoldproduktion und horten enorme Mengen an physischem Gold. 2022 waren China und Indien für 48,4% der weltweiten Konsumentennachfrage verantwortlich.
- Asien verfügt bereits über eine exzellente Infrastruktur für den physischen Goldhandel, angeführt von der „Shanghai Gold Exchange“ (SGE). Auch wurde ein neuer „Moscow World Standard“ für den Goldhandel vorgeschlagen, der das Duopol der LBMA und der COMEX bedrohen soll.
- Die Zentralbanken sind seit 2009 Nettokäufer von Gold. Im Jahr 2022 kauften die Zentralbanken so viel Gold wie noch nie.
- Unter dem Druck steigender geopolitischer Risiken geben bislang blockfreien Staaten ihre Blockfreiheit auf. In der globalen geopolitischen Landschaft kommt es zu tektonischen Verschiebungen, da sich Staaten im Rekordtempo Organisationen wie den BRICS und der SCO anschließen.
- Die Länder, die über ihre Zentralbanken Gold anhäufen, sind dieselben Länder, die diesen Organisationen beitreten wollen, in Vorbereitung auf ein mögliches neues, an Gold gebundenes Währungssystem.

## Einführung

*A single star is rising in the east,  
and from afar sheds a most  
tremulous lustre.*

**Bryan Proctor**

**Im Laufe des letzten Vierteljahrhunderts ist sehr viel physisches Gold aus dem Westen in den Osten geflossen. Die Bedeutung der asiatischen Goldmärkte hat enorm zugenommen.** Man könnte annehmen, dass das rasche Wirtschaftswachstum, das steigende Einkommensniveau und die staatliche Förderung des Goldbesitzes hinter diesem unaufhaltsamen Anstieg der Goldnachfrage in Asien stehen. Und das ist zweifellos richtig. **Aber Gold ist auch nach Asien geflossen, weil es dort am meisten geschätzt wird.**

Als Robert Mundell 1998 das Gresham'sche Gesetz erläuterte, wonach „[c]heap money drives out dear, if they exchange for the same price“, könnte er damit auch gemeint haben, dass ungedecktes Fiat-Geld Gold verdrängt und Gold dorthin fließt, wo es am meisten geschätzt wird. In der Vergangenheit wurde Gold stets als Währung und Wertaufbewahrungsmittel anerkannt. Seit der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts wurde Gold jedoch sukzessive durch Fiat-Währungen verdrängt und ersetzt.

*Gold is a currency. It is still, by  
all evidence, a premier currency,  
where no fiat currency, including  
the dollar, can match it.*

**Alan Greenspan**

**Während dieses neue Paradigma in den meisten Teilen des Westens bereitwillig akzeptiert wurde, ist es in den Kulturen Asiens und des Nahen Ostens weniger weit verbreitet.** Asiatische Kulturen haben eine anhaltende kulturelle Affinität zu Gold und betrachten es als Symbol für Reichtum, als Schutz vor Inflation und als sicheren Hafen.

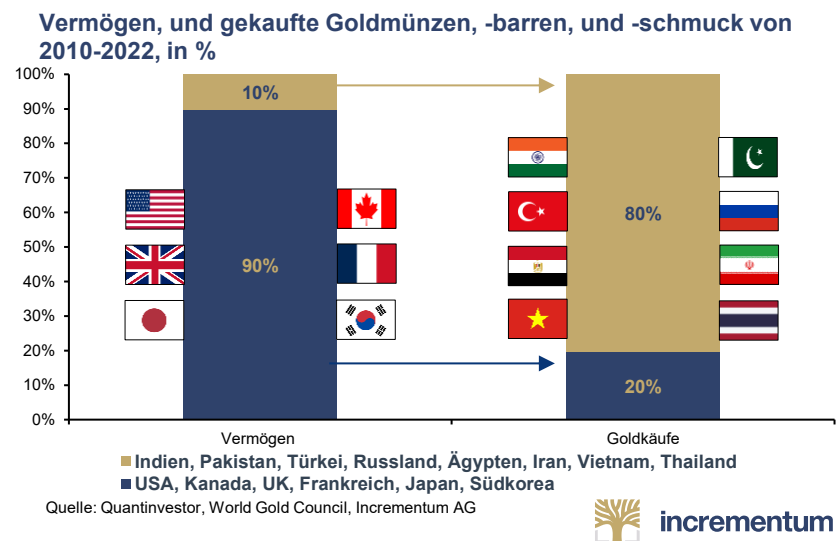
Unsere Freunde von „Kopernik Global Investors“ haben kürzlich hervorgehoben, dass die Weltwirtschaft, die in der Vergangenheit von den „entwickelten“ Ländern angetrieben wurde, mittlerweile eindeutig von den Schwellenländern getrieben wird. **Die Schwellenländer stellen zusammen:**

- 87% der Weltbevölkerung
- 76% der gesamten Landfläche
- 44% des globalen BIP, gegenüber weniger als 20% im Jahr 2000
- 76% des weltweiten BIP-Wachstums in den letzten 20 Jahren
- 76% der weltweiten Devisenreserven

*Back to life, back to reality  
Back to the here and now, yeah.*

**Soul II Soul**

**Viele in der westlichen Welt denken immer noch, dass sich das Zentrum der Goldwelt im Westen befindet, insbesondere an der Goldterminbörse der COMEX in New York und im OTC-Handel der LBMA in London.** Die Realität spricht jedoch mittlerweile eine andere Sprache: Es gibt eine ganze Reihe anderer Märkte, auf denen jedes Jahr Tausende von Tonnen physischen Goldes gehandelt werden. Diese lokalen Goldmärkte werden für den globalen Goldmarkt immer wichtiger, sodass es von entscheidender Bedeutung ist, diese Märkte zu verstehen und zu würdigen.



## Goldimporte und Goldbestand

*The historian of science may be tempted to exclaim that when paradigms change, the world itself changes with them.*

**Thomas Kuhn**

**In den letzten Jahrzehnten hat sich der globale Goldmarkt zunehmend von West nach Ost verlagert.** Eine der wichtigsten Triebfedern für diesen Trend war die sprunghaft gestiegene Nachfrage nach physischem Gold in Indien und China. Dies hat dazu geführt, dass riesige Mengen des weltweiten Goldes in diese Märkte geflossen sind, Gold, das sich jetzt in privaten Händen befindet.

**Da in Indien kaum Gold gefördert wird, ist das Land vollständig auf Goldimporte angewiesen.** Und obwohl China seit 2008 die Nummer eins unter den Goldproduzenten ist, deckt die heimische Goldproduktion nur einen Bruchteil der jährlichen Goldnachfrage Chinas, sodass der Großteil durch Goldimporte gedeckt werden muss. Die Goldeinfuhren nach Indien und China veranschaulichen daher perfekt die Verlagerung der Goldmärkte nach Osten.

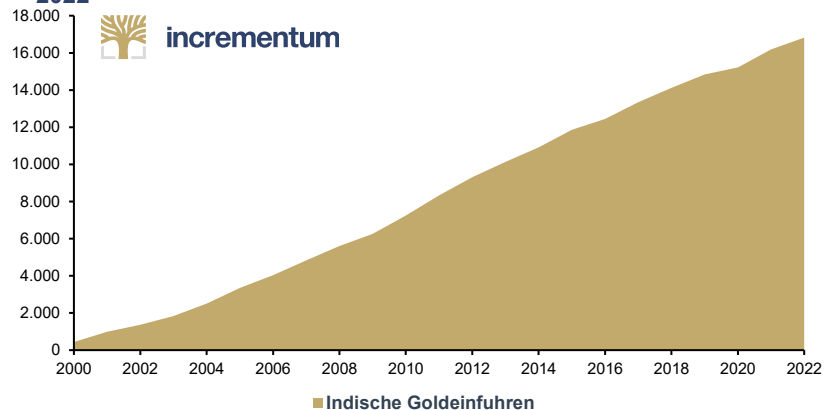
### Indien

**Indische Bürger waren immer schon für ihr Faible für physisches Gold bekannt.** Daten des „Directorate General of Commercial Intelligence and Statistics“ (DGCIS) zeigen, dass Indien zwischen 2000 und 2022 sage und schreibe 16.820 Tonnen Gold aus Ländern wie der Schweiz, den Vereinigten Arabischen Emiraten, Hongkong und auch aus Ländern in Afrika eingeführt hat. Das sind durchschnittlich 730 Tonnen Gold pro Jahr, über einen Zeitraum von 23 Jahren.

*Under the mountains is silver and gold, But under the night sky, hunger and cold.*

**Indisches Sprichwort**

### Indische Goldeinfuhren seit 2000 (kumulativ), in Tonnen, 2000-2022



Quelle: Indisches Ministerium für Handel und Industrie, Incrementum AG

Da wir ungefähr wissen, wie viel Gold die indische Bevölkerung zu verschiedenen Zeiten in den 2000er-Jahren bereits besessen hat, können wir anhand dieser Goldimportzahlen kalkulieren, wie viel Gold die indische Bevölkerung derzeit besitzt.

*Temples of Tamil Nadu are secret doorways that will open up infinite human possibilities.*

#### Indian Panorama

Ende 2016 schätzte das World Gold Council, dass der gesamte private indische Goldbestand zwischen 23.000 und 24.000 Tonnen Gold beträgt. Darin sind die unbekanntenen Goldmengen in indischen Tempeln, die außerordentlich hoch sein dürften, nicht enthalten. Wenn wir nun die kumulativen Goldimporte nach Indien in Höhe von 4.385 Tonnen für den Sechsjahreszeitraum 2017–2022 hinzurechnen, ergibt sich ein Gesamtbestand an Gold in Privatbesitz in Indien von 27.385 bis 28.385 Tonnen.

Diese Gesamtzahl ergibt sich ebenfalls, wenn man weitaus ältere Quellen heranzieht und sie ebenfalls um spätere Goldimporte aktualisiert. Im Jahr 2002 veröffentlichte Nigel Desebrock von „Greedon International Research“ einen maßgeblichen Leitfaden mit dem Titel „An Introduction to the Indian Gold Market“. Den indischen Goldbestand für 2001 taxierte er damals auf rund 12.000 Tonnen. Ausgehend von den DGCIS-Daten hat Indien zwischen 2002 und 2022 insgesamt 15.825 Tonnen Gold importiert. Das ergibt 27.825 Tonnen, was genau in der Mitte der oben berechneten Spanne von 27.385 bis 28.385 Tonnen liegt.

*The desire of gold is not for gold. It is for the means of freedom and benefit.*

#### Ralph Waldo Emerson

**Diese Rechnung ist allerdings noch nicht komplett, da die Daten des DGCIS den Goldschmuggel nach Indien nicht berücksichtigen.** Es ist allgemein bekannt, dass in Indien aufgrund der hohen Einfuhrzölle auf Goldimporte der Goldschmuggel blüht. Das „Directorate of Revenue Intelligence“ (DRI), schätzt in seinem „Smuggling in India Report 2019-2020“, dass infolge des Goldschmuggels jährlich weitere 150–200 Tonnen Gold nach Indien gelangen. **Die Schmuggler sind sehr kreativ**, um ihre Schmuggelware zu verstecken.

Rechnet man diese 150–200 Tonnen für die letzten 20 Jahre hinzu, ergeben sich weitere 3.000–4.000 Tonnen. Das erhöht den indischen Gesamtgoldbestand in privaten Händen auf beachtliche 31.000–32.000 Tonnen. **Zum Vergleich: Diese 32.000 Tonnen Gold sind mehr als der gesamte Goldbestand der 27 Zentralbanken mit den höchsten Goldreserven.**

## China

**Im Unterschied zu Indien fördert China selbst Gold. Seit 2008 ist China sogar der weltweit führende Goldproduzent, nachdem es die drei traditionellen großen Goldproduzenten Südafrika, Australien und die USA überholt hatte.**

*Sturdy grass withstands high winds; genuine gold stands the test of fire.*

**Xi Jinping**

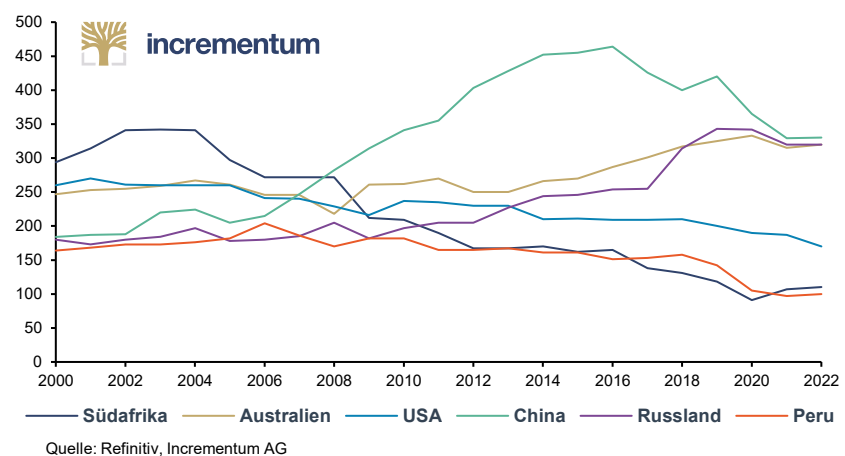
Diese Vormachtstellung Chinas in der Goldförderung wurde durch die enorme Wachstumsrate der chinesischen Goldproduktion in den 2000er-Jahren ermöglicht. Im Jahr 2000 förderte China **170 Tonnen Gold**, zehn Jahre später war die Förderung mit **345 Tonnen Gold** bereits mehr als doppelt so hoch. In den darauffolgenden fünf Jahren stieg die chinesische Goldproduktion weiter kräftig an und erreichte 2015 mit einer jährlichen Goldproduktion von **450 Tonnen** ihren Höhepunkt. Danach blieb sie einige Jahre lang jedes Jahr über der 400-Tonnen-Marke, bevor sie 2019 knapp unter 400 Tonnen fiel. Trotzdem ist China seither jedes Jahr die Nummer eins unter den Goldproduzenten der Welt geblieben.

*All creation is a mine, and every man a miner.*

**Abraham Lincoln**

**Auch Russlands Goldproduktion hat in den letzten zwei Jahrzehnten einen enormen Zuwachs erfahren.** 2018 überholte Russland Australien und ist seitdem die zweitgrößte Fördernation. **Wir befinden uns nun in einer Ära, in der China und Russland die beiden größten Goldproduzenten der Welt sind, noch vor Australien, den USA und Südafrika.**

### Jährliche Goldförderung, in Tonnen, 2000-2022



*China is a big country, inhabited by many Chinese.*

**Charles De Gaulle**

**Um noch einmal auf China zurückzukommen:** Selbst angesichts der beeindruckenden jährlichen Goldförderung übersteigt seit Anfang der 2000er-Jahre die jährliche Goldnachfrage Chinas bei weitem das Niveau der inländischen Goldproduktion, sodass die Lücke durch Importe geschlossen werden muss. Diese Goldimporte kommen vor allem aus der Schweiz, Hongkong, Australien und Südafrika.

Naheliegender ist es, die Goldexporte der einzelnen Länder nach China zu untersuchen, um herauszufinden, wie viel Gold nach China fließt. Aufgrund der einzigartigen Struktur des chinesischen Goldmarktes mit der „Shanghai Gold Exchange“ (SGE) als zentraler Börse gibt es allerdings eine schnellere und einfachere Möglichkeit.



Auf der Angebotsseite muss das gesamte nach China importierte Gold über die SGE geleitet werden. Und aufgrund von Mehrwertsteuervorschriften und -anreizen fließt in der Praxis der größte Teil des chinesischen Goldangebots – einschließlich der Goldeinfuhren, der inländischen Goldproduktion, aber auch des recycelten Goldes – über die SGE.

Auf der Nachfrageseite versorgt die SGE den gesamten chinesischen Markt mit Gold, sodass der Bezug von physischem Gold über die SGE ein geeigneter Näherungswert für die chinesische Großhandelsnachfrage nach Gold ist, d. h. für die Konsumentennachfrage und die institutionelle Nachfrage. Wir können daher die chinesischen Goldimporte schätzen, ohne die Importhandelsstatistiken zu betrachten, indem wir vom physischen Goldbezug an der SGE („SGE Gold Withdrawals“) die inländische Goldproduktion abziehen.

*If I was in charge of Chinese foreign reserves...I'd probably double my holdings each year. Or at least I would try to.*

**Kevin Muir**

**Zwischen 2002 und 2022 belief sich der physische Bezug von Gold über die SGE auf insgesamt 25.800 Tonnen, die chinesische Goldproduktion in diesem Zeitraum lag bei 7.400 Tonnen.** Die Differenz, die einen groben Näherungswert für die chinesischen Goldimporte im Zeitraum 2002–2022 darstellt, beträgt 18.400 Tonnen. Das WGC schätzt, dass China im Zeitraum 2002–2022 insgesamt 17.270 Tonnen Gold importiert hat. Der Näherungswert ist also nahezu deckungsgleich mit den Daten des WGC.

Das Wichtigste dabei ist jedoch, dass China, wie Indien, seit Anfang der 2000er-Jahre große Mengen Gold importiert hat, und das, obwohl China auch der größte Goldproduzent der Welt ist. **Zusammen haben Indien und China in den letzten 20 Jahren offiziell zwischen 34.000 und 36.000 Tonnen Gold importiert.**

*Asia's attraction to gold has been driven by two main factors: traditions, which have ensured gold plays a major role in peoples' lives, and the lack of alternative forms of investment.*

**LBMA**

Es gibt aber auch viele andere asiatische Märkte, die seit den 2000er-Jahren signifikante Mengen Gold importiert haben, wie die Türkei (über 5.400 Tonnen seit 2000), Vietnam (1.200 Tonnen), Hongkong (9.700 Tonnen, von denen ein Großteil nach China exportiert wird), Singapur (2.700 Tonnen) und Malaysia (1.700 Tonnen).

## Konsumentennachfrage – 2000 vs. 2022

**Die folgende Tabelle vergleicht die Goldnachfrage der Konsumenten im Jahr 2000 mit jener von 2022.** Der Vergleich zeigt einige interessante Trends. So wachsen die asiatischen Märkte auf Kosten des Westens.

### Konsumentennachfrage – 2000 vs. 2022

	2000	% der Weltnachfrage	2022	% der Weltnachfrage	2022 vs. 2000 in Tonnen	2022 vs. 2000 in %
Indien	723,0	20,4%	774,0	23,4%	50,0	7,0%
China	292,6	8,3%	824,9	25%	532,3	181,9%
Japan	105,1	3,0%	4,3	0,1%	-100,8	-95,9%
Naher Osten	457,9	12,9%	268,2	8,1%	-189,7	-41,4%
Türkei	177,4	5,0%	121,5	3,7%	-55,9	-31,5%
USA	368,5	10,4%	256,6	7,8%	-111,9	-30,4%
Frankreich	19,0	0,5%	19,9	0,6%	0,9	4,5%
Deutschland	15,6	0,4%	196,4	5,9%	180,8	1,159%
Italien	92,1	2,6%	17,8	0,5%	-74,3	-80,6%
UK	75,0	2,1%	35,6	1,1%	-39,4	-52,5%
Restliches Europa (ohne GUS)	142,4	4,0%	115,1	3,5%	-27,3	-19,2%
Sonstige	1.076,0	30,4%	669,1	20,3%	-406,9	-37,8%
<b>Globale Nachfrage</b>	<b>3.544,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.303,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>-241,3</b>	<b>-6,8%</b>

Quelle: WGC, Incrementum AG

Die auffälligste Entwicklung ist das enorme absolute Wachstum der chinesischen Konsumentennachfrage in diesem Zeitraum, von 292,6 Tonnen im Jahr 2000 auf 824,9 Tonnen im Jahr 2022. Das ist ein Anstieg von 181%. Auch in Indien ist die jährliche Konsumentennachfrage seit der Jahrtausendwende gestiegen, wenn auch ausgehend von einem bereits hohen Niveau im Jahr 2000.

**China und Indien, die im Jahr 2000 zusammen nur 28,7% der Konsumentennachfrage auf sich verbuchten, vereinen 2022 mit 48,4% fast die Hälfte der weltweiten Konsumentennachfrage auf sich und erwarben im vergangenen Jahr zusammen 1.600 Tonnen Gold.**

*Social structures, types and attitudes are coins that do not readily melt. Once they are formed they persist, possibly for centuries.*

**Joseph Schumpeter**

**Deutschland ist die Hochburg der physischen Goldnachfrage im Westen, dabei allerdings bloß ein Ausreißer.** Lässt man Deutschland außer Acht, so ist die Konsumentennachfrage im übrigen Europa und in den USA zwischen 2000 und 2022 deutlich zurückgegangen, und zwar um 140 Tonnen oder 43% von 328 Tonnen auf 188 Tonnen. Das ist in erster Linie auf den Rückgang in den USA, aber auch in Italien und im Vereinigten Königreich zurückzuführen.

**Diese Trends sind ein Beleg dafür, dass das Gold dorthin geflossen ist, wo es am meisten geschätzt wird und wo der wirtschaftliche Wohlstand und die Sparquoten gestiegen sind.**

## Entwicklungen in der Goldhandelsinfrastruktur und Goldpreisfindung

### Shanghai Gold Exchange (SGE)

Um das enorme Wachstum des chinesischen Goldmarktes seit Anfang der 2000er-Jahre zu verstehen, ist es aufschlussreich, einen Blick auf die SGE, das Zentrum des chinesischen Goldmarktes, zu werfen.

*Pure gold always furbish after test.*

**Kewal Singh**

**Das Wichtigste an der SGE ist, dass es sich um eine Goldbörse handelt, an der ausschließlich physisch hinterlegte Goldkontrakte gehandelt werden.** Das Flaggschiff und der am meisten gehandelte Goldkontrakt der SGE ist der Au99.99-Kontrakt, bei dem es sich um einen physisch gelieferten Kassakontrakt für 1-kg-Goldbarren mit einem Goldgehalt von 99,99% oder mehr handelt. Andere SGE-Kassagoldkontrakte sind:

- der Au99.95-Kontrakt, bei dem 3-kg-Goldbarren mit einem Feingehalt von 99,95% oder mehr geliefert werden,
- der Au99.5-Kontrakt, bei dem 12,5-kg-Goldbarren mit einem Feingehalt von 99,5% oder mehr geliefert werden,
- der Au100g-Kontrakt, bei dem 0,1-kg-Goldbarren mit einem Feingehalt von 99,99% oder mehr geliefert werden.

Aufgrund der chinesischen Mehrwertsteuer und der Vorschriften für den grenzüberschreitenden Handel wird fast alles Gold, das auf den chinesischen Goldmarkt gelangt, sei es aus inländischer Produktion oder aus Goldimporten, an der SGE gehandelt. Dies liegt zum einen daran, dass Standardgold in China – hochreines Gold in Barren und Barrenformaten – von der Mehrwertsteuer befreit ist, wenn es an der SGE gehandelt wird, zum anderen daran, dass alles nach China importierte Gold die SGE passieren muss.

*China is building the infrastructure for renminbi internationalization. The petroyuan system could allow Beijing to accelerate the process while retaining full control of its capital account.*

**Chi Lo**

Als die SGE im Oktober 2002 von der PBoC und der chinesischen Regierung ins Leben gerufen wurde, bestand das Hauptziel darin, eine zentrale Plattform für den Goldhandel in China zu installieren und die Entwicklung des chinesischen Goldmarktes zu fördern. Zu den weiteren Zielen der SGE gehörten die Ausweitung des internationalen Einflusses der Börse, die Förderung der Verwendung des chinesischen Renminbis im internationalen Goldhandel und die Ausweitung des Einflusses des SGE-Preises auf die internationale Goldpreisbildung.

Im Jahr 2014 gründete die SGE ein „International Board“, auch bekannt als „Shanghai International Gold Exchange“ (SGEI), um den chinesischen Goldmarkt zu internationalisieren. Damit wird internationalen Mitgliedern der Zugang zum Renminbi-Goldhandel an der SGE und zur Nutzung der Sicherheitstresore des International Board in der Freihandelszone von Shanghai ermöglicht. **Das International Board zählt derzeit 93 Mitglieder.**

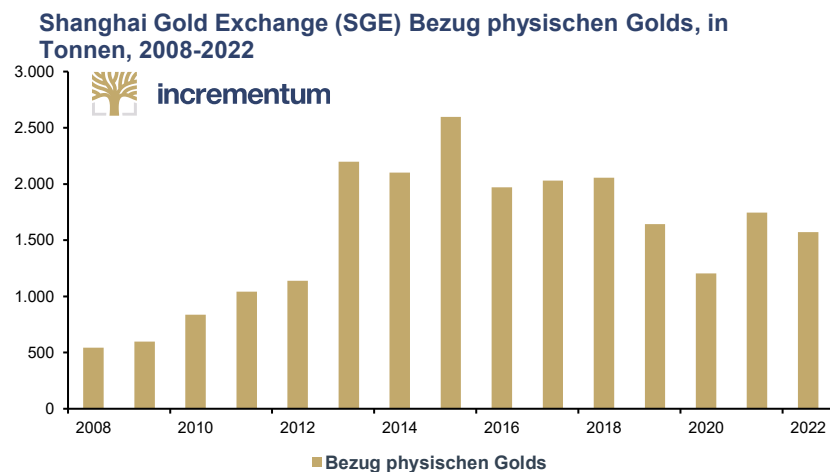
Im Jahr 2016 führte die SGE auch ihr eigenes Gold-Fixing ein, die „Shanghai Gold Benchmark Price Auction“. Wie bei den anderen SGE-Kontrakten werden auch bei dieser Auktion physische Goldbarren gehandelt. Über die Rede von Jiao Jinpu, dem Vorsitzenden der SGE, zur Einführung des „Shanghai Gold Benchmark Price“ am 19. April 2016 wurde wie folgt berichtet:

*„[D]ie Einführung des ‚Shanghai Gold‘-Preismechanismus [ist] ein weiterer Meilenstein in der internationalen Entwicklung des chinesischen Goldmarktes ... Die Shanghaier Goldbörse wird die erfolgreiche Einführung des ‚Shanghai Gold‘-Benchmarkpreises zum Anlass nehmen, ... die Shanghaier Goldbörse von einem reinen Spothandel zu einem Spot- und Derivatemarkt zu entwickeln, von einem reinen Rohstoffmarkt zu einem Rohstoff- und Finanzmarkt, von einem reinen Inlandsmarkt zu einem nationalen und internationalen Markt.“ (unsere Übersetzung)*

Die SGE-Gold-Fixing-Auktion findet zweimal pro Handelstag auf der elektronischen Handelsplattform der SGE statt. Die Handelseinheit der Auktion sind physisch gelieferte 1-Kilogramm-Barren aus Gold mit einem Feingehalt von 99,99% oder mehr.

*Without continual growth and progress, such words as improvement, achievement, and success have no meaning.*  
**Benjamin Franklin**

Die SGE wurde zwar vor über zwanzig Jahren gegründet, aber erst 2007 begann der Bezug physischen Golds über die SGE der chinesischen Goldnachfrage auf dem Großhandelsmarkt zu entsprechen. Dies deutet darauf hin, dass die SGE im Jahr 2007 begonnen hatte, ihre Aufgabe der Goldzuteilung für den gesamten chinesischen Goldmarkt vollständig zu erfüllen. Das massive Wachstum des chinesischen Goldmarktes lässt sich also am jährlichen Bezug physischen Golds über die SGE ablesen.



### „India International Bullion Exchange“ (IIBX)

Neben seinem hochentwickelten OTC-Goldhandelsmarkt hat Indien auch eine Handelsinfrastruktur für Gold-Futures-Kontrakte an der „Multi Commodity Exchange of India Limited“ (MCX) aufgebaut.

*IIBX will provide an efficient price discovery for bullion... and is on the threshold of becoming the gateway to India's bullion imports.*

**Narendra Modi**

*After Russia's reserves in dollars, euro, pound, and yen were 'frozen,' it is unlikely that any sovereign country will continue accumulating reserves in these currencies. Their immediate replacement is national currencies and gold.*

**Sergej Glasjew**

*The creation of a new gold standard in the future is capable of destroying London's monopoly on pricing in the precious metals market, but for this Russia needs to enlist the support of all the EAEU countries, as well as the authorities of China and India.*

**Dmitry Golubovsky, Analyst bei „Golden Mint“**

Im Juli 2022 wurde die von der indischen Regierung unterstützte „**India International Bullion Exchange**“ (IIBX) offiziell eröffnet, an der mit physischem Metall unterlegte Spot-Goldkontrakte gehandelt werden können. Die IIBX befindet sich in einer Sonderwirtschaftszone in **GIFT City** im indischen Bundesstaat Gujarat, und das Gold, das den Kontrakten zugrunde liegt, wird in Goldtresoren in GIFT City gelagert. Ein Ziel von IIBX ist es, qualifizierten Käufern die direkte Einfuhr von Gold nach Indien zu ermöglichen, ohne dass Banken oder autorisierte Agenturen eingeschaltet werden müssen. Obwohl die **Handelsvolumina bisher minimal sind**, dürfte der Handel, wenn er an Fahrt gewinnt, einen Beitrag zur Verbesserung der Goldpreistransparenz in Indien leisten.

## Infrastruktur des russischen Goldmarktes

**Es wird immer deutlicher, dass die westlichen Sanktionen gegen Russland die Bildung einer Allianz zwischen Moskau und seinen asiatischen Verbündeten beschleunigt haben, nicht zuletzt auf dem Goldmarkt.**

Ende Februar 2022, als unmittelbar nach dem Beginn des Ukraine-Krieges vom Westen Sanktionen gegen Russland verhängt wurden, schloss die „London Bullion Market Association“ (LBMA) die drei russischen Banken VTB, Sovcombank und Otkritie aus. Einige Tage später strich die LBMA alle sechs russischen Edelmetallraffinerien von der „**LBMA Good Delivery List**“, und die „CME Group“ folgte diesem Beispiel und strich dieselben Raffinerien von der Liste der zugelassenen COMEX-Raffinerien.

Im Juli 2022 wurde dann bekannt, dass Moskau und seine Verbündeten aus der Eurasischen Wirtschaftsgemeinschaft die Schaffung einer neuen, von der LBMA und der COMEX unabhängigen Infrastruktur für den Edelmetallhandel vorschlugen, um die Vormachtstellung Londons und New Yorks bei der weltweiten Edelmetallpreisbildung zu brechen. **Dieser Vorschlag sieht vor:**

- die Einführung eines „Moscow World Standard“ (MWS) für den Edelmetallhandel, ähnlich der „Good Delivery List“ der LBMA,
- die Gründung einer neuen internationalen Edelmetallbörse in Moskau auf Grundlage des MWS, die „Moscow International Precious Metals Exchange“,
- die Schaffung eines neuen Goldpreisfixings auf Grundlage des MWS, um so Goldpreise und Referenzpreise zu ermitteln, die sich von denen der LBMA und der COMEX unterscheiden.

Wie sich herausstellte, wurde der Vorschlag für einen MWS und eine neue Moskauer Edelmetallbörse erstmals von Sergej Glasjew, dem Minister für „Integration und Makroökonomie“ der „Eurasischen Wirtschaftskommission“, dem Exekutivorgan der „Eurasischen Wirtschaftsunion“ (EAWU), im Anschluss an ein Treffen der Finanzministerien, Zentralbanken, Börsen und Goldproduzenten der EAWU-Staaten vorgestellt und anschließend an die Marktteilnehmer in allen EAWU-Mitgliedstaaten verteilt. **Glasjew steht Putin sehr nahe und war zwischen 2012 und 2019 Berater des Präsidenten der Russischen Föderation.** Er ist auch ein ehemaliger Abgeordneter Staatsduma und ehemaliger Minister für Außenwirtschaftsbeziehungen der Russischen Föderation.

Fünf Monate nachdem Glasjew seine Vorschläge für den MWS vorgestellt hatte, aktualisierte er seine Ideen in einem Artikel, der Ende 2022 auf der russischen Nachrichtenseite Vedomosti veröffentlicht wurde. In dem Artikel mit dem Titel *„Russian Ruble 3.0 – How Russia can change the infrastructure of foreign trade“* heben Glasjew und sein Co-Autor Dmitry Mityaev die Anziehungskraft des russischen Handels auf *befreundete* Länder, das Vorhandensein zahlreicher Handelsüberschüsse mit diesen Ländern und die Notwendigkeit hervor, die Wechselkurs- und möglichen Sanktionsrisiken für diese Überschüsse zu minimieren.

Kritisch anzumerken ist, dass ihr Vorschlag, über den in den westlichen Medien nur wenig berichtet wurde, darin besteht, *„to buy non-sanctioned gold in China, UAE, Turkey, possibly Iran and other countries for local currencies.“*

## SGE & SFO NRA: Zusammenarbeit zwischen dem chinesischen und dem russischen Goldmarkt

China und Russland arbeiten intensiv daran, ihre Goldmärkte durch die Zusammenarbeit zwischen der SGE und der russischen Finanzbehörde, der „National Financial Association“ (NFA), miteinander zu verbinden. Die NFA, die als *„Self-Regulatory Organization „National Financial Association“* (SFO NRA) bekannt ist, ist ein russischer Berufsverband, der den gesamten russischen Finanzsektor, einschließlich des russischen Edelmetallmarktes, vertritt.

*Consolidating and developing China-Russia relations is a strategic choice made by China based on its own fundamental interests.*

**Xi Jinping zu Wladimir Putin**

Im November 2020 unterzeichneten die SGE und die „SFO NRA“ im Rahmen einer Live-Zeremonie eine Absichtserklärung, die eine neue Ära der chinesisch-russischen Goldmarkt Kooperation einleiten soll. So soll die Entwicklung beider Märkte gefördert und den russischen Institutionen der Zugang zum chinesischen Goldmarkt erleichtert werden. Auf diese Absichtserklärung folgte im Juni 2021 ein von der SGE veranstaltetes chinesisch-russisches Edelmetall-Webinar. In der *Presseerklärung der SGE* hieß es:

*„The two parties will continue to work to establish a communication platform for investors in two countries, promote cooperation through communication, and promote win-win situation through cooperation, so as to promote the healthy development of the two countries' gold markets in the post-pandemic period.“*

*The US and Europe, by imposing sanctions on Russia, they are at the same time shooting themselves in the foot.*

**Iskander Lutsko**

Angesichts der westlichen Sanktionen haben die russischen Goldexporte nach China schon seit Mitte 2022 stark zugelegt. Da drei russische Banken – VTB, Sberbank und Otkritie – bereits Mitglieder des „SGE International Board“ sind, dürfte sich diese Zusammenarbeit zwischen den Goldmärkten Russlands und Chinas in Zukunft intensivieren.

## Mitgliedschaften in goldbezogenen Institutionen

In dem Maße, in dem Gold von West nach Ost fließt und die Bedeutung der östlichen Goldmärkte zunimmt, werden diese Märkte auch in den globalen Institutionen, die den Goldmarkt repräsentieren, wie der LBMA und dem World Gold Council (WGC), stärker vertreten sein und mehr Einfluss gewinnen.

Im Februar 2009 standen **sechs chinesische Raffinerien** auf der „Good Delivery List“ der LBMA. **Jetzt sind es dreizehn**. Im Februar 2009 gab es **nur ein ordentliches (volles) Mitglied der LBMA aus China**, nämlich die Bank of China. **Jetzt gibt es sieben Vollmitglieder aus China**, allesamt Banken, wie die ICBC, die Bank of Communications und die China Construction Bank.

Der wachsende Einfluss Chinas zeigt sich auch im World Gold Council, einem Gremium, dem viele der größten Goldminenunternehmen der Welt angehören. Im Februar 2009 war **nur ein chinesischer Goldförderer**, die „China National Gold Corp.“, Mitglied des WGC. **Jetzt sind es vier**: China National Gold Corp, Shandong Gold, Zijin und Zhao Jin.

## Goldkäufe der Zentralbanken

*A monopoly is like running on firm ground. Nothing compels you to move, but if you do, you move forward.*

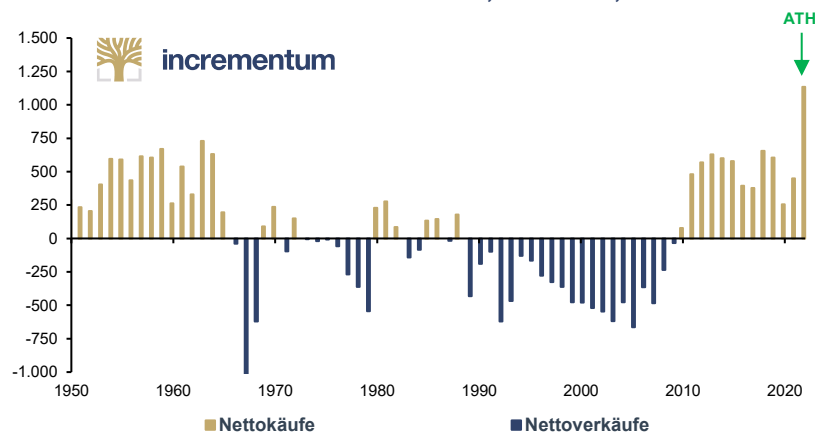
**Raghuram Rajan**

**Bei der Verlagerung des globalen Goldmarktes von West nach Ost dürfen die Notenbankkäufe natürlich nicht außer Acht gelassen werden.**

In den letzten 15 Jahren haben nicht-westliche Zentralbanken in Asien und vor allem, aber nicht ausschließlich, in den Schwellenländern, buchstäblich das Monopol auf den Goldkauf durch die Zentralbanken übernommen und sind zu immer wichtigeren Akteuren in diesem Sektor avanciert.

Seit Anfang der 1990er-Jahre dominierten die westlichen Zentralbanken viele Jahre lang den Zentralbankgoldmarkt und ihre Transaktionen, zumeist Verkäufe aus ihren riesigen Lagerbeständen, hatten einen erheblichen Einfluss auf die Stimmung. In den 1990er-Jahren tätigten Länder wie Australien, Kanada, das Vereinigte Königreich, Belgien und die Niederlande umfangreiche Goldverkäufe. In den 2000er-Jahren nahmen allen voran Spanien, Frankreich, die Schweiz, Österreich, die Niederlande und die EZB im Rahmen einer Reihe von Zentralbank-Goldabkommen (CBGAs) substanzielle Goldverkäufe vor.

### Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 1950-2022



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*Despite disparagement of gold by academics and central bankers, gold has never fully lost its place as the bedrock of global finance.*

**James Rickards**

*Gold is still considered to be one of the world's safest assets, whose characteristics can be attributed to gold's unique properties such as finite supply of physical gold, and lack of credit and counterparty risk given that gold is not a claim against a specific partner or country.*

**Ungarische Zentralbank**

## Pivot 2009 und Nettokäufer 2010–2022

**Im Jahr 2009 kam es dann zu einem entscheidenden Wendepunkt, denn zum ersten Mal seit 20 Jahren wurden die Zentralbanken von Nettoverkäufern zu Nettokäufern von Gold.** Dieser Umschwung wurde zwar teilweise durch die globale Finanzkrise ausgelöst, weil die Zentralbanken ihre Devisenreserven diversifizieren wollten, doch wurde er auch durch den wachsenden wirtschaftlichen und geopolitischen Einfluss asiatischer Mächte wie China und Russland unterstützt.

2009 war auch das Jahr, in dem China den Fehdehandschuh hinwarf, als es bekanntgab, seinen Reserven 454 Tonnen Gold hinzuzufügen. Dabei handelte es sich um Gold, das in den vorangegangenen sechs Jahren angesammelt worden war. Im selben Zeitraum erwarb Indien in einer außerbörslichen Transaktion 200 Tonnen Gold vom IWF.

**Nach Angaben des WGC haben die Zentralbanken und andere offizielle Finanzinstitute zwischen 2010 und 2022 insgesamt 6.800 Tonnen Gold gekauft und waren in diesem Zeitraum in jedem einzelnen Jahr Nettokäufer von Gold.** Von diesen 6.800 Tonnen wurden 4.984 Tonnen entweder direkt von den Zentralbanken oder über die IFS-Datenbank („International Financial Statistics“) des IWF gemeldet und können daher bestimmten Ländern eindeutig zugeordnet werden.

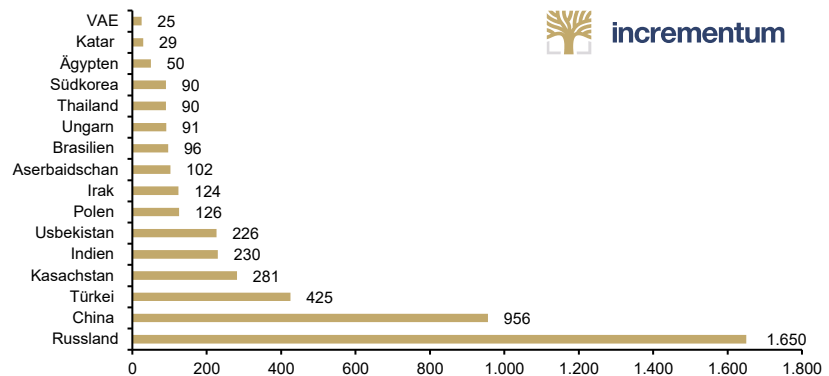
Die größten gemeldeten Zentralbank-Goldkäufer in diesem Zeitraum 2010–2022 waren die Russische Föderation (1.650 Tonnen), China (956 Tonnen), die Türkei (425 Tonnen), Kasachstan (281 Tonnen), Indien (230 Tonnen) und Usbekistan (226 Tonnen).

Doch die Liste der wichtigen Goldkäufer ist bedeutend länger: Polen (126 Tonnen), Irak (124 Tonnen), Aserbaidshjan (102 Tonnen), Brasilien (96 Tonnen), Ungarn (91 Tonnen), Thailand (90 Tonnen), Korea (90 Tonnen), Katar (79 Tonnen), Vereinigte Arabische Emirate (75 Tonnen) und Ägypten (50 Tonnen).

**Die genannten 16 Länder kauften von 2010 bis 2022 zusammen beachtliche 4.700 Tonnen Gold.** Abgesehen von Polen und Ungarn sind alle diese Zentralbanken in Asien oder im Nahen Osten angesiedelt oder gehören – wie Brasilien – Institutionen an, in denen die Mehrheit der vertretenen Länder asiatische Länder sind.



### Die größten (gemeldeten) Goldkäufer, in Tonnen, 2010-2022



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

## 2022 – Rekordjahr für Goldkäufe der Zentralbanken

*If records refuse to be broken,  
shatter them.*

**Matshona Dhliwayo**

**Tatsächlich beschleunigt sich der Trend zum Goldkauf durch die Zentralbanken weiter. 2022 war ein Rekordjahr für die Goldkäufe der Zentralbanken, die zusammen 1.136 Tonnen Gold erwarben.** Davon entfielen 862 Tonnen, d. h. mehr als 75%, auf die zweite Jahreshälfte, und bei einem Großteil, nämlich über 655 Tonnen, konnte der Käufer (noch) nicht identifiziert werden. Von den 445 Tonnen Gold, die die Zentralbanken im dritten Quartal 2022 gekauft haben, können fast 300 Tonnen keiner Zentralbank zugewiesen werden. Für Q4/2022 war der Trend ähnlich, wo über 270 Tonnen nicht zuordenbar blieben.

*If I put myself in a Chinese  
government official's shoes and  
observe what happened to  
Russian FX reserves, the next  
move is pretty simple.*

**Kevin Muir**

Während die gemeldeten Käufe aus offiziellen Berichten der Zentralbanken und der IFS-Datenbank des IWF stammen, handelt es sich bei den nicht gemeldeten Käufen um vertrauliche Informationen vom WGC und dessen Datenberater „Metals Focus“. Obwohl wir per definitionem nicht nachprüfen können, welche Zentralbanken die nicht gemeldeten Käufe im Jahr 2022 getätigt haben, dürfte ein Großteil dieser Käufe, ebenso wie die gemeldeten Käufe, von Zentralbanken der Schwellenländer vorgenommen worden sein, China und Russland inklusive.

Was jedoch auffällt, ist, dass die gemeldeten Käufe der Zentralbanken im Jahr 2022 überwiegend aus Asien und dem Nahen Osten (einschließlich der Türkei) stammten. Die Goldkäufe der Zentralbanken im Nahen Osten waren im Jahr 2022 besonders stark, wobei die Türkei mit 147,3 Tonnen, Ägypten mit 44,7 Tonnen, der Irak mit 33,9 Tonnen, Katar mit 35 Tonnen und die Vereinigten Arabischen Emirate mit 19,5 Tonnen einen enormen Zuwachs verzeichneten.

Neben Russland war Zentralasien durch Usbekistan vertreten, das seine Goldreserven um 34 Tonnen aufstockte. In Südasien kaufte die Reserve Bank of India 33,3 Tonnen Gold zu. In Ostasien hat die **Zentralbank der Mongolei nach eigenen Angaben** ihre Goldreserven um 22,9 Tonnen Gold aufgestockt.

*The change in gold holdings is a result of the continuous and ongoing efforts by MAS to ensure that the official foreign reserves (OFR) portfolio remains well-diversified and resilient through economic and market conditions.*

**MAS**

**Wie nicht anders zu erwarten war, setzt sich der Trend von 2022 auch im Jahr 2023 fort.** Singapurs Zentralbank, die Monetary Authority of Singapore (MAS), gab bekannt, dass sie zum zweiten Mal in zwei Jahren umfangreiche Goldkäufe getätigt hat. Im Januar, Februar und März 2023 wurden insgesamt 68,6 Tonnen Gold gekauft. Diese Käufe zu Beginn des Jahres 2023 folgten auf eine frühere Runde von Goldkäufen der MAS im Zeitraum von Mai bis Juni 2021, bei denen 26 Tonnen Gold erworben wurden. Die kombinierten Goldkäufe der MAS von Mai 2021 bis März 2023 belaufen sich auf insgesamt 95 Tonnen und haben Singapurs Goldreserven in weniger als zwei Jahren um 75% erhöht. Die MAS besitzt nun 222,4 Tonnen Gold. **Diese Rückkehr Singapurs nach vielen Jahren Abstinenz ist insofern bemerkenswert, als eine der sophisticatedesten Zentralbanken Asiens zum Goldkauf zurückkehrt.**

**Auch die Zentralbanken Chinas und Russlands sind in letzter Zeit mit einem Paukenschlag auf den Goldmarkt zurückgekehrt und haben nun wieder mit der Bekanntgabe monatlicher Goldkäufe begonnen.** Und in beiden Fällen sollte der strategische Zeitpunkt der Bekanntgaben und ihre geopolitische Bedeutung nicht unterschätzt werden.

## China meldet wieder offizielle Goldkäufe

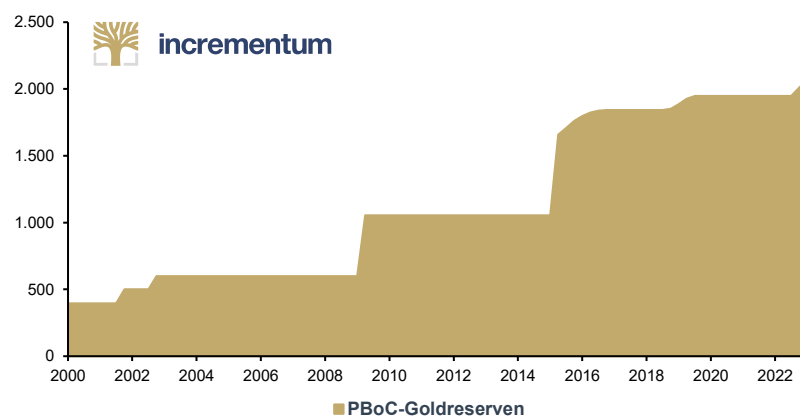
**Im Dezember 2022 überraschte China den globalen Goldmarkt mit der Mitteilung, dass die PBoC im November 32 Tonnen Gold gekauft hatte.** Überraschend deshalb, weil davor mehr als drei Jahre vergangen waren, seit die PBoC ihre Goldreserven zuletzt offiziell aufgestockt hatte.

*We're confident that central banks will continue to build their official gold holdings.*

**Louise Street**

Diese monatlichen Ankündigungen über den Goldkauf durch China haben sich weitere fünf Monate fortgesetzt, da Chinas State Administration of Foreign Exchange (SAFE), die offizielle Reserven-Daten veröffentlicht, monatlich bekannt gegeben hat, dass zwischen Dezember 2022 und April 2023 weitere 96 Tonnen Gold gekauft wurden. Das bedeutet, dass innerhalb eines Zeitraums von nur sechs Monaten zwischen November 2022 und April 2023 insgesamt 128 Tonnen Gold zu Chinas Währungsgoldreserven hinzugefügt wurden. **Die offiziellen Goldreserven der PBoC belaufen sich nun auf 2.076 Tonnen.**

**PBoC-Goldreserven, in Tonnen, Q1/2000-Q1/2023**



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

*Bank of Russia assets in precious metals are managed separately from foreign exchange assets. Bank of Russia gold assets comprise monetary gold, stored at vaults within the territory of the Russian Federation.*

**Bank of Russia**

*Xi: Change is coming that hasn't happened in 100 years, and we are driving this change together. Putin: I agree.*

*We signed a statement on deepening the strategic partnership and bilateral ties which are entering a new era. Xi Jinping*

## Auch Russland meldet wieder offizielle Goldkäufe

Gegen Ende März 2023 gab die russische Zentralbank nach einer einjährigen Pause wieder ihren Goldbestand bekannt und teilte mit, dass sie im Zeitraum zwischen Februar 2022 und Februar 2023 offiziell weitere 1 Mio. Unzen oder 31 Tonnen Gold angehäuft hat, womit sich ihre Goldreserven auf insgesamt 2.330 Tonnen erhöhten.

Diese einjährige Pause hatte im Februar 2022 begonnen, nachdem Russland in die Ukraine einmarschiert war und der Westen, die auf US-Dollar und Euro lautenden Währungsreserven Russlands eingefroren hatte; zu diesem Zeitpunkt hatte Russland beschlossen, die Veröffentlichung seiner Daten zu den internationalen Reserven, einschließlich Gold, einzustellen. Dies führte zu einem Schleier der Geheimhaltung darüber, ob Russland seine Goldreserven weiter aufstockte oder nicht. **Dieser Schleier wurde nun gelüftet.**

## Strategisches Timing der chinesischen und russischen Goldkäufe

**Für jeden interessierten Beobachter ist der Zeitpunkt, an dem China und Russland wieder mit der monatlichen Aktualisierung ihrer Goldreserven begonnen haben, von großer strategischer Bedeutung, da sie mit geopolitischen Weichstellungen zusammenfielen.**

Bereits in den Jahren 2015 und 2018 fiel Chinas Bekanntgabe von über mehrere Monate hinweg getätigten Goldkäufen mit wichtigen ökonomischen oder geldpolitischen Ereignissen zusammen oder gingen diesen voraus, wie Chinas Wunsch im Jahr 2015 um Aufnahme des Yuan in die Sonderziehungsrechte des IWF oder der chinesisch-US-amerikanische Handelskrieg 2018-2019. Chinas jüngste Bekanntgaben begannen mit dem 7. Dezember 2022 just an dem Tag, an dem Xi seine Reise nach Saudi-Arabien antrat, um die Beziehungen zum weltweit größten Ölexporteur zu stärken, und um an Treffen mit arabischen Golfstaaten und arabischen Spitzenpolitikern teilzunehmen. Diese Reise wurde von der Sprecherin des chinesischen Außenministeriums, Mao Ning, als „**an epoch-making milestone in the history of the development of China-Arab relations**“ bezeichnet.

Einige Monate später war Xi wieder auf der Bildfläche zu sehen, und die russische Zentralbank begann mit der Bekanntgabe ihrer Goldreserven weniger als 24 Stunden nach dem Treffen zwischen Xi und Putin am 21. März in Moskau, bei dem ein Abkommen über eine neue Ära der Zusammenarbeit zwischen China und Russland unterzeichnet wurde.

**Der Zeitpunkt, zu dem sowohl China als auch Russland nach den Treffen zwischen Xi und der arabischen Welt bzw. Xi und Putin ihre jüngsten Goldkäufe bekanntgaben, ist zweifellos ein Signal dafür, dass diese neuen strategischen Partnerschaften Gold als Bestandteil künftiger Währungsvereinbarungen in Betracht ziehen.**

**Wie viel staatliches Gold China und Russland wirklich besitzen, ist die Milliarden-US-Dollar-Frage.** Wenn China in einem bestimmten Monat verkündet, dass es im Vormonat XYZ Tonnen Gold zu seinen Reserven hinzugefügt

hat, sollen wir diese Aussage für bare Münze nehmen, dass der Kauf tatsächlich im Vormonat erfolgte? Wahrscheinlich nicht.

In Wirklichkeit kauft der chinesische Staat vermutlich ständig Gold über verschiedene Kanäle an, sowohl auf dem internationalen Markt als auch möglicherweise aus der heimischen Goldproduktion. **China verfügt daher höchstwahrscheinlich über beträchtliche, offiziell nicht gemeldete Goldreserven.**

*Can't read my, can't read my  
No, he can't read my poker face.*

**Lady Gaga**

Wenn China das Bedürfnis verspürt, etwas mehr von seiner goldenen Hand preiszugeben, wie es derzeit der Fall ist, wird ein Teil dieses bislang inoffiziellen Goldes auf ein transparenteres PBoC-Konto umklassifiziert. Zu diesen inoffiziellen Beständen könnte Gold gehören, das von der Staatlichen Devisenverwaltung (SAFE), der China Investment Corp. (CIC) und von den großen chinesischen Banken gehalten wird. Alle diese Einrichtungen wurden vom chinesischen Staat gegründet und stehen unter dessen Kontrolle.

Der tatsächliche Umfang der chinesischen Goldreserven dürfte daher weit höher sein als die von der PBoC angegebenen 2.068 Tonnen. Tatsächlich **schätzt Jan Nieuwenhuijs, dass die chinesische Zentralbank bereits 4.400 Tonnen Gold besitzt, mehr als das Doppelte der von der PBoC angegebenen Menge.**

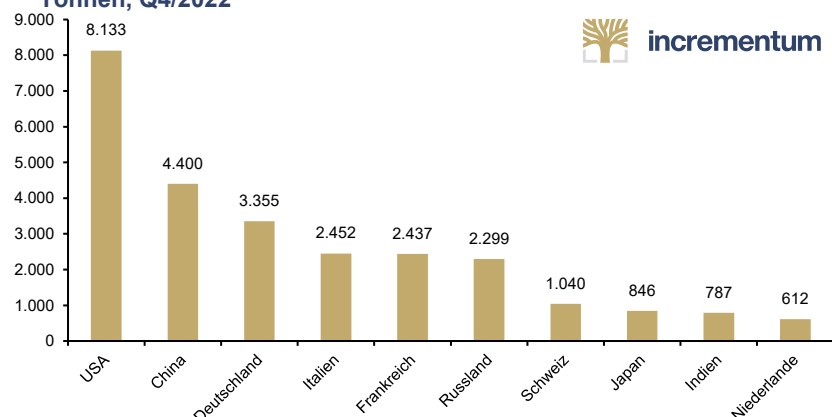
## Exkurs: Die PBoC hält mehr als das Doppelte der offiziell ausgewiesenen Menge an Gold<sup>48</sup>

**Eines der bestgeschützten Geheimnisse ist das wahre Ausmaß der monetären Goldreserven der PBoC.** Auf der Grundlage von Branchenquellen schätze ich, dass die PBoC Ende 2022 über 4.400 t verfügt, was mehr als dem Doppelten der offiziellen Angaben entspricht. Diese Menge würde China zum Land mit den zweitgrößten Goldreserven – nach den USA – machen.



Jan Nieuwenhuijs ist Ökonom und Goldanalyst bei Gainesville Coins. Er schreibt hauptsächlich über Gold und behandelt Themen wie den globalen physischen Goldmarkt, Derivatmärkte, die Goldpolitik der Zentralbanken und das internationale Währungssystem.

### Top-10-Länder nach Goldreserven (China ist eine Schätzung), in Tonnen, Q4/2022



Quelle: Gainesville Coins, World Gold Council, Incrementum AG

<sup>48</sup> Dieser Exkurs wurde verfasst von Jan Nieuwenhuijs von Gainesville Coins.

*The wise man doesn't tell what he does, and never does what cannot be told.*

**Chinese Proverb**

*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**

**Die meisten Goldinvestoren vermuten, dass die PBoC ihre Goldreserven zu niedrig ausweist.** China ist ein sehr großer Akteur in der Weltwirtschaft mit großen Devisenreserven, aber seine Goldreserven sind relativ gering. Offiziell hielten sie im Dezember 2022 2.010 t. Würde die PBoC offen erhebliche Mengen Gold kaufen, würde dies den Goldmarkt erschüttern und den Preis in die Höhe treiben. Daher entscheidet sich die PBoC für verdeckte Käufe, um mehr Gold für ihre US-Dollar zu erhalten.

Einige Kommentatoren in der Goldbranche versuchen, den wahren Umfang der PBoC-Goldreserven anhand der chinesischen Minenproduktion und der Importzahlen zu ermitteln und dann zu schätzen, welcher Anteil von der Zentralbank gekauft wird. Dieser Ansatz ist meiner Meinung nach fehlerhaft.

Auf dem chinesischen Inlandsmarkt wird praktisch die gesamte Minenproduktion, die nicht monetären Importe und das recycelte Gold über die zentrale Börse, die Shanghai Gold Exchange (SGE), verkauft, wo Gold in Renminbi gehandelt wird. Die PBoC kauft ihr Metall jedoch nicht dort.

**Erstens will die PBoC durch den Kauf von Gold ihre Devisenreserven diversifizieren. Gold an der SGE wird in Renminbi gehandelt, was für die Zwecke der chinesischen Zentralbank nicht geeignet ist.** Zweitens wird für Gold an der SGE häufig ein Aufschlag verlangt, während dies für im Ausland erworbenes Metall nicht gilt. Drittens wird Währungsgold beim Grenzübertritt nicht in der Zollstatistik erfasst. Im Ausland kann die PBoC heimlich Metall kaufen. Viertens sagte mir ein Goldhändler einer der größten staatlichen chinesischen Banken, dass die PBoC Gold nicht an der SGE kauft, sondern über bevollmächtigte Banken im Ausland, wie die, für die er arbeitet. Unzählige andere Quellen aus der Branche haben bestätigt, dass die PBoC kein Gold bei der SGE kauft. Anfang 2017 traf sich Jim Rickards mit drei Leitern der Edelmetallabteilungen großer chinesischer Banken. **Rickards erklärte in dem am 17. Jänner 2017 veröffentlichten Gold Chronicles-Podcast:**

*„What I don't know is about the Shanghai Gold Exchange sales; they're pretty transparent – how much of that is private and how much of that is the government [PBoC]? And I was sort of guessing 50/50, 70/30, whatever. What they told me, and these guys are the dealers, it's 100% private. Meaning, the government operates through completely separate channels. The government does not operate through the Shanghai Gold Exchange. ... None of what's going on on the Shanghai Gold Exchange is going to the People's Bank of China.“*

Es gibt also nur einen Weg, um herauszufinden, wie viel die PBoC tatsächlich besitzt, nämlich durch Informationen von denjenigen, die mit der PBoC zu tun haben: Bullionhändler sowie Mitarbeiter von Goldraffinerien und Logistikunternehmen in aller Welt.

*He who blames others has a long way to go on his journey. He who blames himself is halfway there. He who blames no one has arrived.*

**Chinese Proverb**

*The key to good decision making is evaluating the available information – the data – and combining it with your own estimates of pluses and minuses.*

**Emily Oster**

*If I was in charge of Chinese foreign reserves, I would make a plan to get my gold reserves to at least the average in the next few years. I'd probably double my holdings each year. Or at least I would try to.*

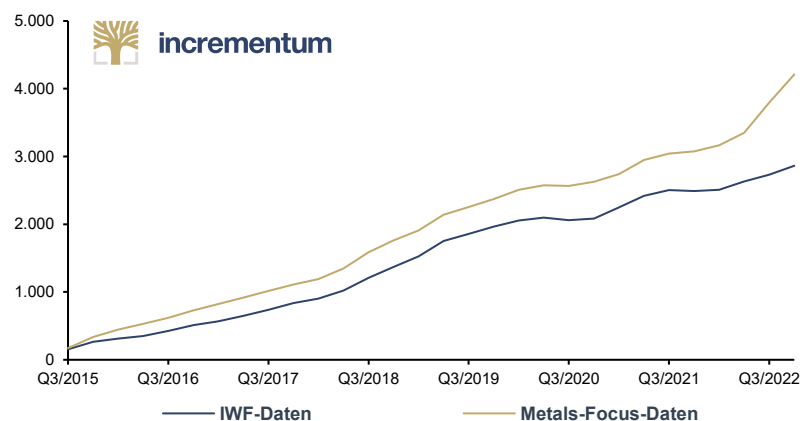
**Kevin Muir**

**Im Jahr 2015 hatte ich die Gelegenheit, mit einem Herrn zu sprechen, der bei einer der großen Beratungsfirmen arbeitete.** Offensichtlich war er in der Branche gut vernetzt. Aus politischen Gründen war es für sein Unternehmen sehr schwierig, den wahren Goldbestand der PBoC zu nennen, obwohl er mir sagte, dass sein Team schätzte, dass sie doppelt so hoch seien wie die offizielle Zahl. Damals gab die PBoC an, 1.700 t zu besitzen, in Wirklichkeit waren es eher 3.300 t. Woher wissen wir, wie viel sie seither gekauft hat?

Der WGC veröffentlicht vierteljährlich die „Gold Demand Trends“. Diese Publikation enthält von „Metals Focus“ (MF) zur Verfügung gestellte Daten zur Minenproduktion, zum Recyclingangebot, zur Barrennachfrage des Einzelhandels, zum Horten/Dishorten durch börsengehandelte Fonds usw. In diesen Veröffentlichungen wird eine einzige Summe für den offiziellen Sektor angegeben: ein Nettokauf oder -verkauf durch alle Zentralbanken und internationalen Finanzinstitute zusammen. Dabei handelt es sich um eine Schätzung auf der Grundlage der Untersuchungen von MF, die nicht unbedingt mit den offiziellen Angaben der Zentralbanken übereinstimmt.

**Vergleicht man die offiziellen Schätzungen des WGC mit den Angaben des öffentlichen Sektors, so kann man ableiten, was heimlich gekauft wurde.** Zwei mit der Angelegenheit vertraute Personen, die es vorziehen, anonym zu bleiben, sagten mir, dass der Großteil dieser heimlichen Käufe der chinesischen Zentralbank zugeschrieben werden kann. Nehmen wir an, dass 80% der Differenz zwischen den Daten des WGC und den vom IWF veröffentlichten offiziellen Zahlen auf Käufe der PBoC zurückzuführen sind. Seit 2015 ist die Bruttodifferenz auf 1.375 t angewachsen. Die PBoC hält somit 1.100 t, d. h. 80% von 1.375 t, mehr als im Jahr 2015 mit 4.400 t.

**Kumulative Goldkäufe seit Q3/2015, in Tonnen, Q3/2015-Q4/2022**



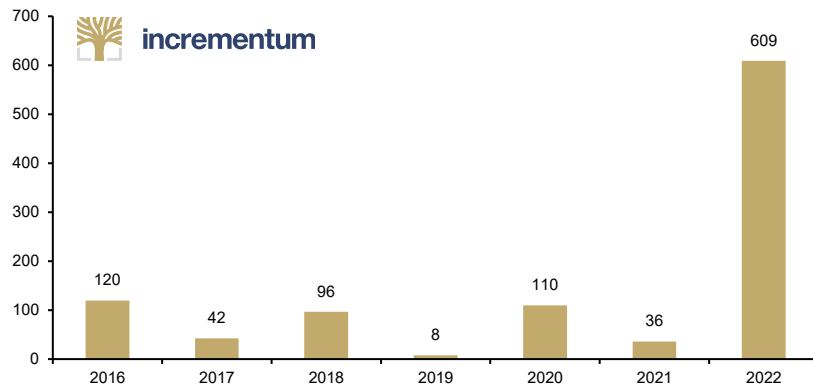
Quelle: Gainesville Coins, IWF, Metals Focus, Incrementum AG

Zu den „vom IWF gemeldeten“ Daten wurden die Reserven aller Länder und internationalen Finanzinstitutionen hinzugefügt. Dann wurden die Zahlen für Australien, Türkei und die BIZ korrigiert, da diese Länder Golddarlehen und Swaps in ihren Büchern haben. Der IWF berücksichtigt Kredite und Swaps bei der Schätzung der Käufe des offiziellen Sektors nicht. Die daraus resultierenden Daten weichen von den „Welt“-Daten des IWF ab.

Die meisten heimlichen Käufe der PBoC seit 2015 erfolgten im Jahr 2022, als die PBoC 600 t kaufte. Der Krieg in der Ukraine – und die Tatsache, dass die USA und die EU infolgedessen US-Dollar-Vermögenswerte der russischen Zentralbank eingefroren haben – hat die PBoC dazu veranlasst, ihre Käufe nun deutlich zu beschleunigen. **Mit 4.400 t halten die Chinesen im Vergleich zu anderen**

**großen Volkswirtschaften wie Deutschland, Frankreich und den USA immer noch relativ wenig Gold. Es ist davon auszugehen, dass die PBoC in den kommenden Jahren weiterhin große Mengen an Gold kaufen wird, was den Goldpreis unterstützen sollte.**

**Geschätzte jährliche Goldkäufe der PBoC, in Tonnen, 2016-2022**



Quelle: BIZ, Gainesville Coins, IWF, Metals Focus, World Gold Council, Incrementum AG

*As you know we are increasing our gold holdings, although this comes with market risks. ... The price of it [gold] swings, but on the other hand it is a 100 percent guarantee from legal and political risks.*

**Dmitri Tulin**

**Nach diesem Exkurs über die chinesischen Goldreserven wenden wir uns nun Russland zu. Denn die Russische Föderation könnte ebenfalls über weit mehr Gold verfügen als die ausgewiesenen Reserven von 2.330 Tonnen.** Neben nicht offiziell gemeldeten Goldreserven der russischen Zentralbank hält Russland möglicherweise auch inoffiziell Gold in seinem Staatsfonds, d. h. dem „Nationalen Vermögensfonds“, im „Russischen Staatsfonds für Edelmetalle und Edelsteine“, auch bekannt als „Gosfund“.

Der Nationale Vermögensfonds wird vom russischen Finanzministerium verwaltet und seine operativen Investitionen werden von der russischen Zentralbank getätigt. Der Gosfund wird von der staatlichen Organisation „The Gokhran“ verwaltet, die dem russischen Finanzministerium untersteht. Wie China häuft auch Russland wahrscheinlich ständig Goldbarren über verschiedene Kanäle und verschiedene Institutionen an und gibt nur dann etwas mehr von seiner goldenen Hand preis, wenn es sich dazu veranlasst sieht.

*Der Patriotismus ist die Bereitschaft, für das eigene Land zu sterben und die Steuern zu zahlen.*

**Mark Twain**

**Als zentralisierte und stark kontrollierte Gesellschaft, in der die Bürger bereitwillig alle staatlichen Vorschriften befolgen, ist es möglich, dass die chinesische Regierung, wenn sie es für notwendig hält, die Kontrolle über die privaten Goldbestände Chinas ausüben könnte, indem sie entweder verlangt, dass physisches Gold aus patriotischen Gründen und zum Wohle der Wirtschaft an die Behörden übergeben wird, oder indem sie dies sogar zur Pflicht macht.** Auf diese Weise würde der chinesische Staat einen weitaus größeren Goldbestand kontrollieren als nur das von der PBoC und anderen staatlichen Stellen gehaltene Währungsgold.

**Anfang 1998, während der südostasiatischen Währungskrise, startete die koreanische Regierung eine freiwillige Goldsammelaktion unter dem Motto „Liebe deine Nation“, um die Auslandsschulden des Landes zu verringern, und sammelte dabei innerhalb weniger Monate über**

*As an entrepreneur in India put it: 'Indians have learned from painful experience that the state does not work on behalf of the people. More often than not, it works on behalf of itself.'*

**Thomas Sowell**

*Gold is competing for money against dollars. It is a live threat to the dollar.*

**Abhijit P Raorane**

*In a number of regions in Europe and Asia, the threat of a hot war is real; the BRICS are set to expand with new members ("BRICSpansion"), which means more de-dollarization of EM trade flows.*

**Zoltan Pozsar**

**225 Tonnen Gold von südkoreanischen Bürgern ein.** Das südkoreanische Beispiel ist zwar zu einem anderen Zeitpunkt und aus einer anderen Motivation heraus entstanden, zeigt aber, dass China das Gold privater Bürger beschlagnahmen kann, wenn die Umstände dies erfordern.

**Dass es den indischen Behörden gelingen könnte, die mehr als 30.000 Tonnen privaten Goldes in Indien einzusammeln oder zu konfiszieren, ist dagegen deutlich unwahrscheinlicher.** Die indischen Haushalte sind davon besessen, physisches Gold zu horten, und frühere Versuche der Regierung, die indischen Bürger mit Programmen wie dem „Gold Monetization Scheme“ (GMS) davon zu überzeugen, ihr Gold abzugeben, sind bislang kläglich gescheitert.

## Geostrategische Goldkäufe der Zentralbanken: SCO – BRICS – EAEU – BRI

Wenn man die Zentralbanken fragt, warum Gold Bestandteil ihrer Reserven ist, antworten sie meist, dass sie Gold aus Liquiditätsgründen halten, und dass Gold eine Absicherung gegenüber dem US-Dollar und eine Portfoliodiversifizierung sei.

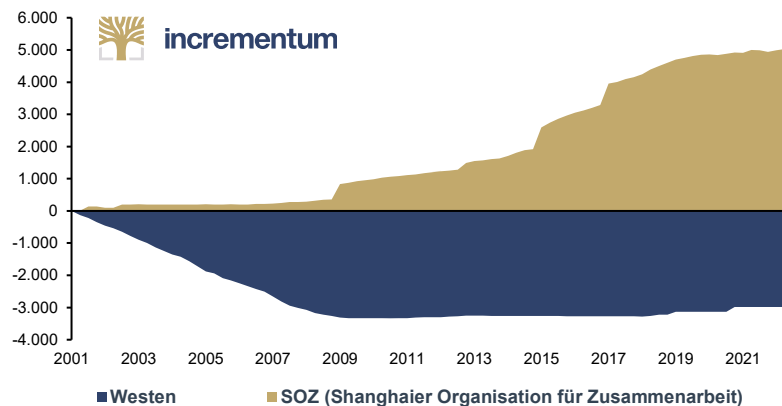
**All diese Gründe sind stichhaltig und zutreffend, aber es gibt auch ungeschriebene Gründe.** So häufen viele asiatische Zentralbanken und Zentralbanken der Schwellenländer aus strategischen Gründen Gold an, d. h. um sich gegen das immer größer werdende geopolitische Risiko abzusichern. Mehr noch, es könnte sich sogar um eine Vorbereitung auf die Wiederkehr von Gold als Kern eines neuen multipolaren Währungs- und Handelssystems handeln, das den US-Dollar ersetzt.

Das wird deutlich, wenn man die größten Zentralbankkäufer der letzten 15 Jahre mit den Mitgliedschaften in nicht-westlichen Organisationen, wie der auf regionale Sicherheit und wirtschaftliche Zusammenarbeit ausgerichteten „Shanghaier Organisation für Zusammenarbeit“ (SOZ, engl. SCO) und eher ökonomisch ausgerichteten BRICS, vergleicht. Die Überschneidungen sind in der Tat frappant.

**Die acht Vollmitglieder der SCO sind China, Russland, Indien, Kasachstan, Usbekistan, Kirgisistan, Pakistan und Tadschikistan.** Fünf der acht SCO-Mitglieder traten in den letzten 15 Jahren als Käufer am Goldmarkt auf: China, Indien, Russland, Kasachstan und Usbekistan. Die Zentralbanken dieser fünf Länder erwarben zwischen 2010 und 2022 zusammen 3.343 Tonnen Gold und waren darüber hinaus fünf der sechs größten Zentralbank-Goldkäufer der Welt in diesem Zeitraum.



### Kumulative Goldkäufe seit Q2/2001, in Tonnen, Q2/2001-Q4/2022



Nimmt man die übrigen sechs größten Goldkäufer unter den Zentralbanken in diesem Zeitraum hinzu, so belaufen sich die kumulierten Goldkäufe der SCO-Mitglieder + Türkei in den Jahren 2010–2022 auf 3.768 Tonnen. Weiters gibt es mit Afghanistan, Belarus, Iran und der Mongolei vier Beobachterstaaten, die an einer Vollmitgliedschaft in der SCO interessiert sind, sowie sechs Dialogpartner der SCO, nämlich Armenien, Aserbaidshan, Kambodscha, Nepal, Sri Lanka und die Türkei, wobei Saudi-Arabien erst kürzlich als neuer Dialogpartner akzeptiert wurde.

*Notably, the number of countries wishing to join BRICS and the Shanghai Cooperation Organization rose dramatically in the past two years, including the first year of the special military operation. The number currently stands at about two dozen.*

**Sergej Lawrow**

Betrachtet man die BRICS-Länder, so fällt auf, dass die Zentralbanken von vier der fünf BRICS-Länder, nämlich Brasilien, Russland, Indien und China, von 2010 bis 2022 insgesamt 2.932 Tonnen Gold gekauft haben. Es gibt auch viele andere Länder, die an einem Beitritt zu den BRICS interessiert sind: Argentinien, Algerien, Iran, Indonesien, die Türkei, Mexiko, Nigeria, Saudi-Arabien, die Vereinigten Arabischen Emirate und Ägypten. All diese Nationen haben in den vergangenen Jahren ihre Goldbestände aufgebaut. Hinzu kommt, dass die VAE, Saudi-Arabien, Nigeria, Iran und Algerien alle Mitglieder der OPEC sind.

**Der stellvertretende russische Außenminister Sergej Rjebkow erklärte kürzlich, dass es 16 potenzielle Bewerberländer gibt, die an einem BRICS-Beitritt interessiert sind.**

Betrachtet man die Eurasische Wirtschaftsunion (EAEU), deren Mitgliedsländer Armenien, Weißrussland, Kasachstan, Kirgisistan und Russland sind, so stellt man fest, dass die EAEU-Mitglieder Russland und Kasachstan seit 2010 zusammen 1.931 Tonnen Gold zugekauft haben. Darüber hinaus verhandelt die EAEU über die Einführung von Freihandelsabkommen mit dem Iran, Ägypten, den Vereinigten Arabischen Emiraten, China und Indonesien.

*I follow the yellow brick road. I don't know where it's going to lead me, but I follow it.*

**Grace Jones**

**Die Überschneidungen zwischen den Goldkäufern unter den Zentralbanken und Chinas „Belt-and-Road“-Initiative (BRI) sind ebenfalls auffällig.** Zur Erinnerung: BRI ist eine chinesische Initiative, die 2013 ins Leben gerufen wurde, um ein riesiges, mehrere Länder umfassendes Netz von Verkehrs-, Energie- und Kommunikationsinfrastrukturen zu errichten. Diese sollen China mit Ländern in Asien, dem Nahen Osten, Afrika und Europa

verbinden, um das Wirtschaftswachstum, den Handel und die Investitionen unter allen beteiligten Ländern anzukurbeln.

Die Initiative besteht aus Transportrouten auf dem Landweg von China durch Zentralasien nach Europa, d. h. der „Seidenstraße-Wirtschaftsgürtel“, und Transportrouten auf dem Seeweg, d. h. die „Maritime Seidenstraße“, von China über Südost- und Südasiens in den Nahen Osten, nach Nordafrika und Europa. **Auch hier gilt, dass fast alle Länder, die in den letzten 15 Jahren auf der Liste der wichtigsten Goldkäufer der Zentralbanken standen, auf die eine oder andere Weise mit der Belt-and-Road-Initiative verbunden sind.**

*Realize that everything connects to everything else.*

**Leonardo DaVinci**

**Im Oktober 2016 rief die SGE die „SGE Gold Road“ ins Leben und schlug eine Handelsroute für physisches Gold, einen Goldkorridor von China nach Europa vor, um die „gold market cooperation between China and the countries along the ‚One Belt and One Road‘ route“ zu fördern.** Das bedeutet, dass die SGE-Goldhandels- und Abwicklungsplattform mit den internationalen Goldlieferketten verbunden wird, indem internationale Händler physisches Gold in China über die SGE kaufen und verkaufen, wodurch der chinesische Goldmarkt mit den Goldmärkten der Heimatländer dieser Händler integriert wird.

2018 schlug die „Chinesische Gold- und Silberbörse“ (CGSE) in Hongkong einen **Goldhandelskorridor** vor, der die CGSE und das Zolllager der CGSE in der Freihandelszone Qianhai in der Nähe von Shenzhen mit Edelmetallhändlern und kommerziellen Nutzern in Ländern entlang des OBOR-Transportnetzes, einschließlich Ländern wie Kambodscha, Singapur, Myanmar und Dubai, verbinden würde.

**Die SGE- und die CGSE-Initiative ähneln sich insofern, als beide darauf abzielen, die Integration der asiatischen Goldmärkte entlang OBOR-Staaten zu fördern.** Beide Initiativen könnten als Idee eines OBOR-Goldkorridors verstanden werden, als Seidenstraße des 21. Jahrhunderts für Gold.

**Die SGE und die CGSE sind bereits über das 2015 lancierte „Shanghai-Hong-Kong-Gold-Connect-Programm“ miteinander verbunden.** Dieses Programm ermöglicht Anlegern in China und Hongkong den Handel mit Goldprodukten, die an der jeweils anderen Börse notiert sind. Dies unterstützte auch die Internationalisierung des Renminbis und ermöglicht es beispielsweise allen CGSE-Mitgliedern, Offshore-RMB für den direkten Goldhandel auf dem internationalen Board und dem Main Board der SGE zu verwenden.

*The U.S. has been annoyed but has not retaliated in any way, which in turn has emboldened Saudi Arabia to continue deepening its relationship with America's chief adversaries.*

**Shadi Hamid**

**Die westlichen Sanktionen und das Einfrieren von russischen Vermögenswerten haben diese Länder aufgerüttelt und ihnen bewusst gemacht, dass jedes einzelne von ihnen zur Sanktionszielscheibe der USA und ihrer Verbündeten werden könnte.** Daher sind sie motiviert, sich diesen alternativen Organisationen und Initiativen wie der SCO und den BRICS anzuschließen, weil sie durch die Zugehörigkeit zu einer oder mehreren dieser Gruppen Schutz und Sicherheit sowie eine stärkere Vertretung erhoffen.

Dieselben Länder sind auch daran interessiert, Gold zu kaufen und zu akkumulieren, weil sie erkennen, dass sich die Welt auf ein neues, globales Währungs- und Finanzsystem zubewegt, und dass Gold zweifellos eine Rolle in einem solchen neuen globalen Währungssystem spielen wird.

## Ist die Zeit der Blockfreiheit passé?

Es ist in der Tat nicht zu weit hergeholt, zu sagen, dass viele der rund 120 (!) blockfreien Länder, die Länder in der „**Bewegung der Blockfreien Staaten**“ (engl. NAM), jetzt ernsthaft zu überlegen beginnen, ihre Blockfreiheit aufzugeben. Wenn der Zug aus der Blockfreiheit in einen der beiden Blöcke eine kritische Masse erreicht, ist zu erwarten, dass sich dieser Zug beschleunigt und Länder im gesamten globalen Süden und im „Nicht-Westen“ einbeziehen wird.

*Clowns to the left of me  
Jokers to the right  
Here I am stuck in the middle  
with you.  
Stealers Wheel*

Diese Angleichung könnte auch die Beziehungen zwischen den Mitgliedsstaaten der G20 belasten, die sich aus 19 großen Industrie- und Schwellenländern sowie der EU zusammensetzt. Wenn man von der G20 ausgeht und die EU und die G7 abzieht, bleiben die BRICS und sieben weitere Staaten übrig – Argentinien, Australien, Indonesien, Südkorea, Mexiko, Saudi-Arabien und die Türkei.

Während sich Australien und Südkorea immer auf die Seite der G7 stellen werden, so sind die übrigen fünf Länder eher mit den BRICS verbunden. In der Tat haben alle fünf verbleibenden Länder – Argentinien, Indonesien, Mexiko, Saudi-Arabien und die Türkei – bereits ihr Interesse an einem Beitritt zu den BRICS bekundet.

## Fazit

**Es ist nun offensichtlich, dass die Sanktionen des Westens gegen Russland seismische Erschütterungen in der geopolitischen Landschaft ausgelöst haben.** Viele Nationen sehen sich dazu veranlasst, zu prüfen, wie sie am besten mit diesen neu entdeckten Risiken umgehen sollen. All dies geschieht in einer Welt, in der Gold von West nach Ost fließt, wodurch die Goldbestände des Ostens auf Kosten des Westens steigen, und die Bedeutung der asiatischen Goldmärkte zunimmt.

*It has become the new truth of the early 21st century that the western world we have known is fast losing its pre-eminence to be replaced by a new international system shaped either by the so-called BRICS, the “rest” or, more popularly by that very broadly defined geographical entity known as Asia.*

**Michael Cox**

Es gibt eine große Überschneidung zwischen den Käufern von Gold durch die Zentralbanken und den Ländern, die Mitglieder oder angehende Mitglieder von Institutionen wie der SCO und den BRICS oder Chinas-Belt-Road-Initiative sind. Russland, China und Indien fördern sogar aktiv Gespräche über den Beitritt weiterer Länder zu SCO und BRICS. In der Tat schließen sich die blockfreien Länder in ganz Asien und darüber hinaus jetzt zu einem alternativen Goldblock zusammen. **Die Länder ergreifen nun Partei. Auf der einen Seite stehen die G7-Länder und ihre Verbündeten, auf der anderen die BRICS/SCO-geführten Koalitionen.**

**China verfügt dank der SGE über die nötige Infrastruktur, um eine Goldpreisbildung auf der Grundlage von physischem Angebot und Nachfrage zu ermöglichen, und Russlands Vorschlag für einen**

„**Moscow Gold Standard**“ wäre eine Ergänzung. Falls und wenn sie sich von der Goldpreisbildung in London und New York lösen müssen, verfügen China, Russland und ihre Verbündeten über einen liquiden Markt mit physischem Handel, physischer Abwicklung, Tresoren und internationalen Verbindungen, um ein physisch geführtes Preisfindungssystem zu initiieren.

*Russland ist eine Enigma,  
verpackt in ein Rätsel, umgeben  
von einem Mysterium.*

**Winston Churchill**

Als China und Russland im Anschluss an Xi Jinpings Besuche in Saudi-Arabien im Dezember und in Russland im März wieder damit begannen, den aktuellen Stand ihrer Goldreserven bekannt zu geben, war dies eine symbolische Ansage Chinas und Russlands: „*Wir haben Gold, wir haben mehr Gold, als wir bekanntgeben, und wir werden es in einem neuen internationalen System verwenden.*“ **In Anbetracht des hohen Anteils an verdeckten Goldkäufen durch die Zentralbanken zeigen auch viele andere Länder möglicherweise noch nicht alle ihre goldenen Karten.**

*Scaramanga? Oh, yes! The man  
with the golden gun. Born in the  
circus.*

**James Bond**

Die Zentralbanken aus diesen Ländern halten Gold als geopolitische Waffe und als geld- und geopolitisches Instrument, da sie wissen, dass Gold nun Teil eines neuen Währungssystems werden kann. Diese Zentralbanken wollen einen höheren Goldpreis.

**Definitionsgemäß sind an einem Showdown zwei oder mehr Parteien beteiligt, die alle ihre Ressourcen und ihre Macht einsetzen, um eine Entscheidung zum eigenen Vorteil heraufzubeschwören.** Beim Poker bezieht sich ein Showdown auf die letzte Runde des Spiels, in der die Spieler ihr Blatt aufdecken müssen, um den Gewinner zu ermitteln.

**Wir stehen vermutlich noch nicht vor einem finalen Showdown im Heads-up, aber wir scheinen bereits in diese letzte Runde zu gehen.**

Diese Runde könnte ausgelöst werden, wenn die östlichen Großmächte und ihre Verbündeten durch die Einführung einer goldgedeckten Währung oder einer goldgedeckten internationalen Verrechnungseinheit den Westen zu einer Reaktion zwingen. Das könnte dann den Showdown auslösen, bei dem die Länder auf beiden Seiten buchstäblich gezwungen sind, ihre goldenen Karten offenzulegen.

*I believe in the Golden Rule - The  
Man with the Gold... Rules.*

**Mr. T**

**Und da in den letzten zwei Jahrzehnten große Mengen Gold vom Westen in den Osten geflossen sind, könnte der Osten möglicherweise ein besseres Blatt haben, als der Westen vermutet.**

TSXV:REYG | OTCQB:REYGF



## District-Scale Gold Exploration in Northwestern Mexico



District-Scale  
Assets



Experienced  
Management Team



Capital  
Structure



Excellent  
Infrastructure



A world class exploration team focused on making district-scale discoveries on the two major gold belts in Mexico.

Learn more at: [reynagold.com](https://reynagold.com)

# Ohne staatliches Zutun – der Silberstand in China

*Wer die Vergangenheit nicht versteht, versteht  
nichts wirklich.*

Stefan Zweig

- Der chinesische Silberstandard begann und endete vornehmlich durch ausländische Einflüsse. Auch heute wirkt sich ausländische Geldpolitik überraschend stark auf China aus – was China im Verbund mit den übrigen BRICS ändern will.
- Unterschiedliche Währungsstandards können nebeneinander existieren. Im 19. Jahrhundert war die Welt eben keinesfalls einheitlich auf dem Goldstandard und auch der heutige globale Schuldgeldstandard ist keineswegs in Stein gemeißelt. Unter Umständen werden wir schon in wenigen Jahren einen echten Wettbewerb der Geldsysteme erleben.
- Obwohl China bis 1842 für Ausländer nur sehr begrenzt zugänglich war, fand ein reger Handel statt. Auch ein „Decoupling“ wird den internationalen Handel nicht beenden, allerdings dürften die Kosten steigen: Der Aufbau einer entsprechenden Infrastruktur, zunehmende Handelsregularien sowie steigende Zölle werden sich preisstärkend auswirken.
- Hongkong wird seine Funktion als Tor nach China vermutlich spätestens ab den 2030er-Jahren verlieren. Singapur und Dubai könnten diese so wie zur Zeit des Silberstandards Manila in Teilen übernehmen.

## Ein Silberstandard der besonderen Art

*History Does Not Repeat Itself,  
But It Rhymes.*

**Mark Twain**

Das Bonmot Mark Twains von der Geschichte, die sich reimt und nicht wiederholt, hat inzwischen einen genauso langen Bart wie jenes, das uns die Geschichte nur lehrt, dass wir Menschen nichts aus ihr lernen – **und dennoch lohnt sich der Blick ins Geschichtsbuch immer wieder, so auch im Falle des chinesischen Silberstandards.**

Dieser war nicht nur einer der am längsten existierenden Münzstandards, sondern kam spannenderweise auch (nahezu) ohne Zutun des chinesischen Staats zustande. Vielmehr war er einer Entwicklung auf der anderen Seite der Welt geschuldet: Mit der (Neu-)Entdeckung Amerikas durch den Genuesen Christopher Kolumbus im Auftrag der spanischen Krone im Jahr 1492 stieg Spanien im Laufe der folgenden Jahre zur ersten wirklich globalen Macht auf. Im Reich Karls V. ging die Sonne nicht nur sprichwörtlich niemals unter.

*Weather wise, it's such a cool,  
cool day  
Just say those words, we'll whip  
those birds  
Down to Acapulco Bay.*

**Frank Sinatra**

Mitte des 16. Jahrhunderts hatte sich so bereits das erste weltumspannende Handelsnetz etabliert: Die Spanier brachten Silber aus Mexiko, Peru und Chile nach Westen über den Pazifik in Richtung China und kauften Tee, Porzellan, Seide und Gewürze in China ein. Der entscheidende Umschlaghafen hierfür war Manila, die Hauptstadt der spanischen Kolonie auf den Philippinen. Die „Manila-Galeone“ brachte die chinesischen Handelsgüter dann zurück nach Osten. In Acapulco wurden sie ausgeladen und auf dem Landweg nach Vera Cruz an die mexikanische Ostküste gebracht. Von dort ging es, zusammen mit anderen Gütern aus der neuen Welt, insbesondere Edelmetallen, mittels der spanischen „Schatzflotte“ weiter nach Spanien.

*But we were making more  
money than we knew what do  
with.*

**Jordan Belfort, Wolf of Wall  
Street**

Ab dem Jahr 1585 durfte nur noch eine Galeone pro Jahr die lange Reise über den Pazifik antreten. Die Schiffe verfügten dabei über ein Ladevolumen von durchschnittlich 300–500 Tonnen, einige aber konnten sogar bis zu 2.000 Tonnen zuladen. Die Handelsgewinne waren das gesamte 17. Jahrhundert hindurch und bis weit ins 18. Jahrhundert hinein exorbitant. Nach Abzug aller Kosten lag der Return on Investment bei **200–300% pro Fahrt**. Ein Ballen Seide beispielsweise war in Mexiko rund das **Zehnfache** dessen Wert, was man in Manila für ihn bezahlt hatte. Erst zum Ende des 18. Jahrhunderts begannen die Gewinne zu sinken, als zum einen mit den USA, aber auch dem britischen Empire neue „Mitspieler“ das internationale Handelsparkett betraten und sich unter anderem auch die Handelswege änderten. Das Handelssystem hatte bis zum Jahr 1821, als Mexiko die Unabhängigkeit erlangte, Bestand. **Seine Auswirkungen aber blieben sogar noch länger bestehen, denn der Dank des Überseehandels zwischen Spanien, den spanischen Kolonien und China etablierte Silberstandard dauerte bis weit ins 20. Jahrhundert an.**

China hatte an ausländischen Gütern quasi kein Interesse. Nichts, was im Europa des 17., 18. und 19. Jahrhunderts oder den europäischen Kolonien in Übersee hergestellt wurde, erweckte wirklich das Interesse der Chinesen, einzig und allein Silber wollten sie für ihre Waren haben. Dass die Chinesen Silber gegenüber Gold bevorzugten, lag an der deutlich höheren Bewertung. **Das Gold/Silber-Ratio**

**lag in China bei 1:3, während es in Europa das ganze Mittelalter sowie die frühe Neuzeit hindurch zwischen 1:15 und 1:20 schwankte und damit recht gut das Verhältnis der beiden Edelmetallvorkommen in der Erdkruste widerspiegelte.**

*Why were the Chinese so interested in the precious metal? The easy answer is that China didn't want any of the goods the Spanish could offer them. To level the balance of trade, they traded Chinese goods for silver.*  
**Richard Mills**

Die Europäer hingegen waren geradezu verrückt nach chinesischen Waren, insbesondere Tee, Seide und Porzellan, aber auch Gewürze, Edelsteine und -hölzer fanden reißenden Absatz. Für das internationale Handelssystem stellte dies insofern ein Problem dar, als dass die Handelsbilanzen alles andere als ausgeglichen waren: Die Chinesen hatten – wie gegenwärtig auch – riesige Überschüsse, die Europäer, zunächst die Spanier, dann mehr und mehr auch die Engländer, gewaltige Defizite gegenüber dem Reich der Mitte. Die Spanier störten sich nicht sonderlich daran, da die Silberminen in Mexiko und Peru schier unerschöpflich schienen. **Man schätzt**, dass rund die Hälfte des zwischen 1500 und 1821 in den Amerikas geförderten Silbers nach China ging.

*Opium was for the large part of the 19th Century, the second-most important source of revenue for the colonial state. It was only outmatched by land taxes.*  
**Dr. Rolf Baeur**

**Die Briten hingegen suchten eine Lösung und fanden selbige im Opium.** Die Ostindienkompanie förderte den Anbau in Bengalen und Indien massiv, bediente sich für den Handel aber privater Kaufleute und Schmuggler, da die Ostindienkompanie ihre Handelsprivilegien nicht verlieren wollte. Tatsächlich gelang es, das Handelsdefizit nicht nur auszugleichen, sondern in einen massiven Überschuss umzuwandeln. Umgerechnet rund 20 Millionen Silberdollar flossen aus dem chinesischen Kaiserreich zwischen 1820 und 1835 ab. Neben dem massiven Opiumimport waren daran auch die Unabhängigkeitsbestrebungen der mittel- und südamerikanischen Länder verantwortlich: Es wurde immer weniger Silber gefördert und das transpazifische Handelsvolumen insgesamt sank durch die Erschließung neuer Handelsrouten deutlich.

*The Chinese have one very broad generalization about their own history: they think in terms of 'up to the Opium War' and 'after the opium war'...a century of humiliation and weaknesses to be expunged.*  
**Alison Kaufman**

In der Folge ging China aggressiv gegen den Schmuggel des illegalen, ausländischen Opiums vor. Zwar wurde auch in China Opium angebaut, aber das war von schlechterer Qualität und wurde meist als Arzneimittel benutzt. Die Briten wollten die Beschränkungen des Opiumhandels nicht hinnehmen und lösten das Problem dann 1839–1842 und 1856–1860 militärisch: **In den beiden Opiumkriegen** zwangen sie den chinesischen Kaiser, den Import von Opium zu legalisieren. Das britische Imperium glich seine Handelsbilanz aus, indem es zwei Drittel der chinesischen Bevölkerung in die Drogensucht trieb. Der 1. Opiumkrieg leitete das „Jahrhundert der Demütigungen“ ein, in dem China 16 „ungleiche Verträge“ aufgezwungen wurden und das Reich der Mitte, im 18. Jahrhundert immer noch die größte Volkswirtschaft der Erde, auf den Status einer semisouveränen Macht herabsank.

**Diese Zeit ist in China unvergessen. Die Erinnerung an die Unterdrückung durch die Kolonialmächte ist eine der Kernsäulen der aktuellen Politik unter Xi, verbunden mit dem Versprechen und der Warnung, dies nie wieder geschehen zu lassen.** Es ist übrigens bemerkenswert, dass das britische Imperium das „Opiumproblem“ und damit verbunden das Aushandelsbilanzdefizits sowie den daraus resultierenden Silberabfluss genau in jenem Augenblick begann aggressiv zu lösen, als im Kronjuwel des Empire, in Indien, ein Silberstandard eingeführt wurde. 1835 – also nur 4 Jahre vor dem Ausbruch des Opiumkriegs – beendete der „Currency Act of



1835“ das indische Münzchaos. Insgesamt kursierten vor der Standardisierung durch den „Currency Act“ rund 1.000 Münzeinheiten mit unterschiedlichem Gewicht und Feingehalt basierend auf Gold, Silber, Kupfer, Bronze und anderen Metallen auf dem Subkontinent, bis die indische Rupee mit einem Feingewicht von 165 Grains, d. h. etwa 10,50 g Silber, als Standard etablierte wurde. **Gold wurde demonetisiert.**

*Whoever fights monsters should see to it that in the process he does not become a monster. And if you gaze long enough into an abyss, the abyss will gaze back into you.*

**Friedrich Nietzsche**

**Der indische Silberstandard hatte anders als der in China nur kurze Zeit Bestand: In den 1870er-Jahren rückten mehrere europäische Länder, insbesondere das 1871 neugegründete Deutsche Reich, vom Bimetallstandard ab.** Auch die USA schlossen sich nach dem Bürgerkrieg mit dem „Resumption Act von 1875“ dem Goldstandard an. Die nachlassende Nachfrage aus diesen Regionen drückte den Wert des Silbers. Dies führte zu einem deutlichen Kaufkraftverlust der indischen Silberrupee. Nach zahlreichen Versuchen, die daraus erwachsenden Probleme zu lösen, folgte die Regierung in Indien schließlich den Empfehlungen des „Fowler Reports“, gab den Silberstandard auf und implementierte den britischen Goldstandard. Sovereigns wurden nun gesetzliche Zahlungsmittel auf dem Subkontinent.

*Underlying most arguments against the free market is a lack of belief in freedom itself.*

**Milton Friedman**

**In China hingegen manifestierte sich der Silberstandard ohne Zutun der staatlichen Gewalt. Im Gegenteil: Die Kaiser der frühen Ming-Dynastie waren definitiv keine Freunde einer monetären Verwendung des Edelmetalls.** Noch Mitte des 15. Jahrhunderts war die Nutzung von Silber als Währung kaiserlich verboten worden. Nichtsdestotrotz bildete das, dank des Handelsbilanzüberschusses mit dem Rest der Welt in das Land einfließende, Silber die Basis des kommenden Silberstandards. Dieser entwickelte sich zunächst in Südchina und wurde schließlich im ganzen Land übernommen. Erst im Nachhinein akzeptierte das Kaiserhaus die Entwicklung. Mit der „Großen Steuerreform“ von Zhang Juzheng im Jahr 1581 unter Kaiser Wanli (1563–1620) erhielt Silber ganz offiziell den Status als Währung, da von nun an im gesamten Reich Steuern und Abgaben in Edelmetall, anstatt in Reis zu entrichten waren.

*Man will fight and resist what they do not understand.*

**Oluseyi Akinbami**

Einerseits läutete Wanli damit den Abstieg der Ming-Dynastie ein: Denn sowohl in Nordchina als auch in den Regionen, die weiter von den Küstengebieten entfernt waren, war Silber deutlich knapper und damit auch wertvoller. Zeitgleich galten aber in allen Regionen einheitliche Steuersätze. In der Folge kam es zu massiven Widerständen und auch regionalen Aufständen. Zudem konnten die ärmeren Provinzen ihren Aufgaben nicht mehr vollumfänglich erfüllen, denn es mangelte schlicht an Kapital, beispielsweise zur Instandhaltung von Infrastruktur oder auch zur Bezahlung von Soldaten. Insbesondere Letzteres führte dazu, dass gerade die nördlichen Grenzen des Reiches nicht mehr effektiv verteidigt werden konnten. Konsequenterweise wurde die Ming-Dynastie im Jahr 1644 durch die aus der Mandschurei stammenden Qing-Dynastie abgelöst. **Andererseits aber wurde der Status von Silber als Währung Chinas so zementiert.**

*There is beauty and humility in imperfection.*

**Guillermo del Toro**

Dabei war der so entstandene Silberstandard keinesfalls einheitlich im Sinne von allgemein genutzten Münzen und/oder Silberzertifikaten, deren Form, Gewicht oder Aussehen von staatlicher Seite vorgegeben waren, wie beispielsweise der Goldstandard, welchen das britische Königreich implementierte, oder der durch

die lateinische Münzunion etablierte. Es kursierten an Gewicht, Form, Aussehen und natürlich auch Feingehalt höchst unterschiedliche Münzen oder Barren.

Nach und nach allerdings begannen sich ausländische Silberdollar gegenüber den heimischen Silberbarren durchzusetzen, da sie sich aufgrund ihres einheitlichen Gewichts und Feingehalts deutlich besser zum Handel eigneten.

Bemerkenswerterweise weigerten sich die Qing lange Zeit, eigene Münzen zu schlagen. Erstmals im Jahr 1898 wurden in der Provinz Guangdong (Kanton) im Süden Chinas eigene Münzen herausgegeben, die in Form und Gewicht dem mexikanischen Peso entsprachen und schnell auch von anderen Provinzen übernommen wurden. **Dennoch dauerte es noch einmal 12 Jahre, bis das Kaiserhaus offiziell die Herausgabe einer eigenen Währung namens Yuan, chinesisch für „rund“, ankündigte.**

*Empires die, like all of us dancers  
in the strobe-lit dark.*

**David Mitchell**

Ein Jahr später wurde dann die „Silbermünze der großartigen Qing“ als Yuan erstmals geprägt und herausgegeben, aber noch im selben Jahr endet die Herrschaft der Qing ebenso sowie die Institution des chinesischen Kaiserthrons. **Die neu ausgerufenen Republik China aber übernahm sowohl den Namen Yuan als auch die Spezifikationen der neuen Münze und schrieb selbige 1914 in Gesetzesform fest.**

*The silver trump of freedom  
roused in my soul eternal  
wakefulness.*

**Frederick Douglass**

**Ebenso wie sich der chinesische Silberstandard frei etabliert hatte, unterschied sich auch das chinesische Bankensystem deutlich vom Europäischen.** Während in Europa mit der schwedischen „Riksbank“ (dt. „Bank der Reichsstände“; heute „Sveriges Riksbank“) bereits 1668 die erste Zentralbank entstand und wenig später die Bank of England, gegründet 1694, das britische Finanzsystem kontrollierte, herrschte in China über lange Zeit hinweg ein System der Bankfreiheit (engl. „free banking system“). Zahllose private und zumeist regional tätige Banken kümmerten sich um die Finanzierung des Handels. Als ein Relikt aus dieser Zeit ist noch heute auf den von drei Banken – Bank of China, HSBC und Standard Chartered – herausgegebenen Geldscheinen der Aufdruck „...promise to pay the bearer on demand in its office the sum of ... Hongkong dollars“ zu lesen. Es war Deng Xiaoping, der sich an den Erfolg dieses Freebankingsystems erinnerte und zumindest in der Anfangszeit seiner Reformen bis etwa Anfang der 1990er-Jahre – vor allem auf kleine, regional operierende Banken setzte, um den einsetzenden Wirtschaftsaufschwung zu finanzieren.

## Das plötzliche Ende

**Das spanische Kolonialreich wurde zunächst von den Franzosen, dann von den Briten abgelöst.** Der chinesische Silberstandard aber blieb bestehen, bis er nach rund 350 Jahren schlagartig sein Ende fand. Ebenso wie sein Anfang lagen auch die Ursachen für sein Ende primär im Ausland.

**Nach dem Ende des 1. Weltkrieges initiierte Winston Churchill als damaliger Schatzkanzler Großbritanniens die Rückkehr des Landes zum Goldstandard im Jahr 1925. Allerdings machte er dabei einen entscheidenden Fehler.** Er beharrte auf der Vorkriegsbewertung des Pfunds

gegenüber dem Gold – dabei hätte aufgrund der weltkriegsbedingten Inflationierung das Pfund mindestens um 50% abgewertet werden müssen. Das nun deutlich überbewertete Pfund verteuerte im Export britische Waren und ließ die Arbeitslosigkeit dramatisch ansteigen.

*We are often told that the Gold Standard will shackle us to the United States ... I will tell you what it will shackle us to. It will shackle us to reality. For good or for ill, it will shackle us to reality.*

**Winston Churchill**

Um diese Folgen zu bekämpfen, senkte auf der anderen Seite des Großen Teichs die erst rund eine Dekade früher installierte Federal Reserve die Zinsen. Dadurch jedoch löste sie zunächst eine Immobilienblase in Florida aus und in der Folge schwappte diese dann an die Wallstreet. Am **Schwarzen Donnerstag**, dem 24. Oktober des Jahres 1929, begann die Weltwirtschaftskrise. Tatsächlich betraf diese aber in erster Linie Europa und die USA. Asien, insbesondere Staaten wie China, die nicht dem Goldstandard unterlagen, war zunächst kaum betroffen. Im Gegenteil: China erlebte zwischen 1927 und 1937, also bis zum Ausbruch des 2. japanisch-chinesischen Krieges, während der sogenannten **Nanjing-Dekade**, ein relativ starkes Wirtschaftswachstum.

*Yesterday's price is not today's price!*

**DJ Khaled**

Die Weltwirtschaftskrise führte aber in den USA dazu, dass im Jahr 1933 der Senator von Nevada, Key Pittmann, seinen größten Coup landen konnte. Pittmann, der als Anteilseigner der größten Silberminengesellschaft Nevadas nicht ganz uneigennützig ein ausgesprochener Silberlobbyist war, hatte bereits 1918 den nach ihm benannten „**Pittman-Act**“ in den Kongress eingebracht, der die USA darauf verpflichtete, für maximal 350 Mio. USD Silber von heimischen Minen anzukaufen und diese zu Silberr dollar zu schlagen. Mit dem „Thomas-Amendment“ des „**Agricultural Adjustment Act**“ verpflichteten sich die USA, nun auch im Ausland Silber anzukaufen und zwar deutlich über Marktpreis: Satte 60% Prozent betrug die Prämie, die die USA zu bezahlen bereit waren und zwar so lange, bis der Marktpreis für Silber bei entweder 1,29 USD lag oder der Wert der US-amerikanischen Silberreserven einem Drittel der US-Goldreserven entsprach. So wollte die Roosevelt-Administration das von den Bürgern gehaltene Silber reduzieren und die Geldzirkulation zur Überwindung der Depression ankurbeln.

*Good things never last, bad things never die.*

**John Darnielle**

Die direkte Folge war freilich, dass ausländisches Silber in großen Mengen in die USA floss, und es war vor allem chinesisches Silber, das diesen Strom speiste. Quasi von heute auf morgen wurde so auch China in eine Depression gestürzt. 1935 gab China den Silberstandard auf und privater Silberbesitz wurde verboten. Zeitgleich emittierte die 1924 gegründete Zentralbank eine neue Fiat-Währung namens „Fabi“ – wörtlich „gesetzliches Zahlungsmittel“. **Jegliches private Silber musste binnen sechs Monaten gegen die neue Währung eingetauscht werden.** Diese unterstand nun der chinesischen Zentralgewalt der nationalistischen Regierung und mit dem Silberstandard endete auch die Zeit des chinesischen **Freebankingsystems**. Der Wirtschafts- und Finanzminister sowie nebenbei reichste Mann Chinas, H. H. Kung, zwang die Banken rigoros, die Finanzierung des Staats durch den Ankauf der neu emittierten Anleihen zu übernehmen. Wenig überraschend hielt mit dem neuen Geldsystem auch die Inflation Einzug in China.

Immer hemmungsloser weitete die republikanische Regierung der Kuomintang unter Chiang Kai-shek die Anleiheausgaben aus, vor allem, aber nicht nur, um den Krieg gegen Japan und die Kommunisten zu finanzieren. Als sich die Niederlage der Republik gegen die Kommunisten abzuzeichnen begann, kippte das

*Of our elaborate plans, the end  
Of everything that stands, the  
end  
No safety or surprise, the end.*  
**The Doors**

*If major economies slam on the  
brakes or take a U-turn in their  
monetary policies, there would  
be serious negative  
spillovers...They would present  
challenges to global economic  
and financial stability, and  
developing countries would bear  
the brunt of it.*  
**Xi Jinping**

chinesische Geldsystem zwischen 1947 und 1949 schließlich in die Hyperinflation. Die republikanische Regierung Chiang Kai-sheks flüchtete sich nach Taiwan.

Es ist eine Ironie der Geschichte, dass das Ende des Silberstandards zeitlich mit dem **Langen Marsch** Maos zusammenfällt. Obwohl 1934 de facto geschlagen und nahezu aufgerieben, konnten sich die Kommunisten nach Yan'an in der Gebirgsregion Shaanxi zurückziehen. Hier erholten und gruppierten sie sich nicht nur neu. Vor allem sorgte die von nun an staatliche Geldpolitik dafür, dass gerade die ärmeren Schichten weiter verarmten, und generierte so neuen Nachschub für die Kommunisten. Die immer weiter um sich greifende Korruption in den Reihen der Kuomintang, ihre Verlogenheit und das völlige Desinteresse an den Problemen des einfachen Volkes, gerade im chinesischen Hinterland, brachte ihnen noch weiteren Zulauf.

## Fingerzeige

**Die Geschichte des chinesischen Silberstandards beinhaltet einige Aspekte, die auch für die Gegenwart interessant sind und Fingerzeige in Richtung bestimmter Entwicklungen geben können.**

**Zum einen zeigt sie einerseits, dass ein stabiler Währungsstandard auch oder besser: gerade ohne politisches Zutun etabliert werden kann, dass ein solcher Standard aber auch die Gefahr birgt, von ausländischen Faktoren beeinflusst und unter Umständen ausgehöhlt zu werden.** So wie die US-Politik damals den chinesischen Silberstandard zu Fall brachte, droht gerade China von Seiten der US-Währungspolitik heute das größte Risiko. Die eingeleitete Zinswende trifft zwar auch die US-Wirtschaft und -Bürger, doch die 2. und 3. Welt ist ungleich härter davon betroffen. Es ist bezeichnend, dass der chinesische Staatspräsident Xi Anfang des vergangenen Jahres **bei seiner Eröffnungsrede** beim „World Economic Forum“ die USA in aller Deutlichkeit vor einer Zinswende warnte. Es spricht Bände, dass der chinesische Immobilienmarkt seit der Zinswende in der **größten Krise** seit Beginn des Reform- und Öffnungskurses steckt.

**In dieses Bild passt, dass inzwischen 60% aller Kredite, die China im Rahmen der „Belt-and-Road“-Initiative (BRI) vergeben hat, **notleidend sind.**** Vor allem die People's Bank of China (PBoC) muss mehr und mehr eingreifen. Hintergrund sind nicht alleine Misswirtschaft und die teilweise völlige Überdimensionierung der betreffenden Projekte, sondern vor allem die Zinswende der US-Zentralbank. China, das seine US-Dollarüberschüsse gerade für die Entwicklung von Infrastruktur in der 3. Welt verwendet, um hier Einfluss auf die Politik sowie Zugriff auf die dortigen Rohstoffe zu gewinnen, trifft dies hart.

Es ist in diesem Zusammenhang bemerkenswert, dass angesichts eben dieser **Schuldenkrise** China das bisherige Verfahren für Schuldenschnitte, bei dem Kreditgeber wie IWF und Weltbank grundsätzlich ungeschoren davonkommen, nicht nur in Frage stellt, sondern **schlicht ablehnt:**

*„China has contributed more than anyone else to implementing the G20 Debt Service Suspension Initiative [...] In contrast, Western creditors claim they need to maintain their credit rating and have thus refused to be part of the debt relief and service suspension effort.“*

*The BRICS hold G7 currencies as their reserves, and not the other way around. And yet, the BRICS just flipped the G7 in economic size.*

**Lyn Alden**

Der Sprecher des chinesischen Außenministeriums, Wang Wenbin, forderte auf einer Pressekonferenz am 14. April 2023 dazu auf, dass sich alle Kreditgeber in fairer Weise an der Restrukturierung von Krediten beteiligen. Mehr und mehr zeichnet sich ab, dass eine Spaltung des internationalen Finanz- und Währungssystems keinesfalls undenkbar ist. China bemüht sich schon lange um die Etablierung von Alternativen zu den bisherigen „internationalen“ Institutionen wie IWF oder Weltbank.

**Was für das internationale Finanzsystem gilt, darf erst recht für den globalen Handel gelten.** In dieser Hinsicht ist es interessant, sich zu vergegenwärtigen, dass obwohl China de facto über lange Zeit hinweg für Ausländer – zumindest bis 1842, als die Briten mit Waffengewalt das Land öffneten – bis auf ganz wenige Gebiete tabu war, dennoch ein reger, indirekter Handel stattfand. Zentrum dieses Handels war zunächst Manila, aber Mitte des 18. Jahrhunderts auch zunehmend **Guangzhou**.

Durch den US-amerikanisch-chinesischen Gegensatz sowie die chinesische Innen- und Wirtschaftspolitik werden wir in den kommenden Dekaden vermutlich mehr und mehr eine Entflechtung des westlichen und des chinesischen Wirtschaftsraums erleben.

Handel wird immer noch getrieben werden, aber vermutlich immer weniger direkt und es wird deutlich weniger Ausländer in China geben – sowohl die restriktive Zero-Covid-Politik als auch die politischen Programme wie **Made in China 2025** oder das Konzept der **Zwei Kreisläufe**<sup>49</sup> werden dafür sorgen. Da gerade der Westen auf der Kostenseite von der Verlagerung der Produktion nach China profitierte und eigentlich seit Dekaden sinkende Preise bei nahezu allen Konsumgütern erlebte, darf man bei einer Umkehr dieses Trends mit steigenden Kosten für die Konsumenten rechnen. Je mehr Handelsschranken es gibt, desto teurer werden die gehandelten Produkte.

*Historically, Hong Kong has served as an important bridge between China and the world. Our freedoms, stability and the rule of law have been the reasons for our success.*

**Joshua Wong**

**Davon wird dann auch Hongkong, nach wie vor DAS Tor nach China, betroffen sein.** Die Coronapolitik von „Asia’s World City“ sowie – entscheidender – der immer stärkere Einfluss Pekings in der formal autonomen Stadt vertreibt auch hier zunehmend das internationale Publikum. Das 2020 als Reaktion auf die massiven Proteste erlassene „**Sicherheitsgesetz**“ unterminiert das wichtigste Gut Hongkongs, nämlich das Vertrauen in die Institutionen und insbesondere die Rechtssicherheit in der Sonderwirtschaftszone. Für viele internationale Unternehmen, die hier ihren Standort für Ost- und Südostasien aufgebaut hatten, wird aus dieser Perspektive **Singapur** immer attraktiver: „China + 1“ ist längst zum geflügelten Wort geworden, wenn es um Standorte in Asien geht.

<sup>49</sup> Siehe „Der chinesische Goldminensektor“, In Gold We Trust-Report 2021

*It's much cheaper in England compared with Hong Kong. Property prices are three or four times lower in parts of Berkshire. But being here has nothing to do with money. You can't buy freedom, you can't buy democracy. I can't buy back the Hong Kong I used to have.*

**Ehemaliger Hongkonger, der jetzt in Großbritannien lebt**

*I want to go to - what's that hot country with a lot of money? - Dubai.*

**Grandmaster Flash**

**Darüber hinaus war und ist Hongkong auch die entscheidende Schleuse, durch die ein Großteil der chinesischen Auslandsgoldkäufe fließt.** Allerdings könnte Hongkong auch hier seinen Rang verlieren. Es findet eine zunehmende Abwanderung der autochthonen Bevölkerung Hongkongs statt: Rund 70% der Bürger der Stadt können unproblematisch in das Vereinigte Königreich, nach Australien oder Kanada auswandern und mehr und mehr nutzen diese Möglichkeit: Sie sehen keine Perspektive in einem zunehmend „festlandchinesisch“ werdenden Hongkong, während ihnen im UK oder Kanada als gut ausgebildete, hochmotivierte und meist mehrsprachige Arbeitskräfte (fast) alle Türen offenstehen. Je weiter Hongkong in China integriert wird, desto mehr desintegriert sich die Stadt von den globalen – oder wenigstens westlichen – Handelsströmen. Schon heute definieren die USA Hongkong handelsrechtlich als **einen Teil Chinas** und die Exporte der Stadt in die USA werden mit denselben Strafzöllen wie Waren aus dem Festland belegt.

Wenn der oben skizzierte Gegensatz weiter an Schwung gewinnt, dann könnte auch Hongkong mit Sanktionen belegt werden, die dann vermutlich auf das Herz der Hongkonger Wirtschaft, die Finanzindustrie, zielen werden. Analog zu den **Sanktionen**, mit denen die USA derzeit versuchen, die chinesische Halbleiterindustrie zu zerstören. Auch der Handel mit Gold dürfte davon sicherlich nicht unberührt bleiben. **In weiterer Folge könnte Dubai im 21. Jahrhundert zu einer Art Manila in Sachen Goldhandel werden, seine Position als Drehscheibe weiter ausbauen und zum wichtigsten Goldhub zwischen Ost und West werden.**

# ADVANCING HIGH-GRADE GOLD ASSETS

## BRITISH COLUMBIA - CANADA

Ximen Mining Corp. is leading the advancement of sustainable mining and exploration of precious metals in southern British Columbia, Canada under firm ESG protocol.

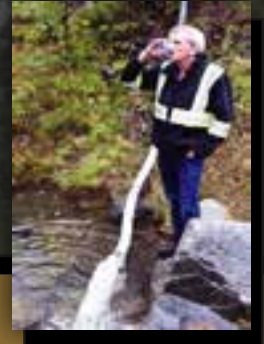
**ALL PROJECTS  
100% OWNED**



### THE KENVILLE GOLD MINE PROJECT



### BRETT EPITHERMAL GOLD PROJECT



COMMUNITY FOCUSED  
MINIMAL ENVIRONMENTAL IMPACT  
GREEN MINING IN SOUTHERN BC

**KENVILLE** ESG   
**PRODUCTION READY**  
SHOVELS IN THE GROUND

**STRATEGIC INVESTMENT**  
BY **NEW GOLD INC.**  
PARTNER IN RESPONSIBLE MINING

**+ TARGETING**  
**8 MILLION OZ**  
IN BLUE SKY POTENTIAL

**Ximen**  
MINING CORP.

Learn more at  
[XimenMiningCorp.comng](http://XimenMiningCorp.comng)

TSX.v **XIM**  
OTCQB **XXMMF**  
FRA **1XMA**

# Der Westen unter Stress: Von Illusionen und Narrativen

*Illusionen empfehlen sich uns dadurch, dass sie Unlustgefühle ersparen und uns an ihrer Statt Befriedigungen genießen lassen.*

Sigmund Freud

- Narrative im Sinne von kollektiv wirksamen Erzählungen können konstitutiv für die Wirklichkeit, die sozialen Gefüge und Institutionen (so z. B. auch für das Geld) sein.
- Die gegenwärtige Globalisierungskrise geht einher mit dem Ende der „Great Moderation“, was mit einer Umwälzung vieler Gewissheiten und Narrative verbunden ist.
- Die Zentralbanker versuchen Vertrauen und Stabilität zu erzeugen, indem sie mit Symbolpolitik das Narrativ der entschlossenen Inflationsbekämpfer unterfüttern – doch angesichts ihrer Zielkonflikte ist dies wohl nur ein „Falken-Bluff“.
- Jerome Powell hat die Rolle eines Hardliners übernommen und beruft sich auf das Erbe von Paul Volcker in seinem kompromisslosen Vorgehen gegen die Inflation, selbst auf die Gefahr hin, die Wirtschaft und die Finanzmärkte in eine Krise zu manövrieren.
- Ein Showdown der Narrative könnte bald bevorstehen.



## Einleitung

*A glorious book to read ... pregnant with the brightest promise to the future of civilized man.*

**Billy Hughes,  
Premierminister von  
Australien**

In seinem Bestseller „**The Great Illusion**“, der 1909 ursprünglich unter dem Titel „Europe’s Optical Illusion“ veröffentlicht wurde, stellte Norman Angell, der später mit dem Friedensnobelpreis ausgezeichnet werden sollte, die spieltheoretische Überlegung an, Kriege zwischen Industriestaaten seien angesichts der internationalen wirtschaftlichen Verflechtungen mit derart hohen ökonomischen und sozialen Kosten behaftet, dass es fortan irrational wäre, einen Krieg anzuzetteln. **Der „großen Illusion“ erlag demnach derjenige Staatenlenker, der sich von einem Krieg einen Zuwachs an Nutzen für sein Land versprach.**

Das Buch stieß international auf hohe Resonanz, es wurde gar zu einer Art Kult; und Angells zentrale These wurde bald dahingehend verklärt, dass Krieg grundsätzlich unmöglich geworden wäre. Dies wirkte beruhigend zu einer Zeit, in der der Nationalismus grassierte und sich bereits ein gehöriges Konfliktpotenzial aufgestaut hatte. Doch offenkundig gab es ein starkes Bedürfnis danach, den Ernst der Lage zu verkennen und der These der Unmöglichkeit des Krieges auf den Leim zu gehen – und somit, wie die Ereignisse der Folgejahre zeigen, einer „großen Illusion“ nachzuhängen.

*[W]hen a country [...] has a middle class big enough to support a McDonald’s, it becomes a McDonald’s country, and people in McDonald’s countries don’t like to fight wars; they like to wait in line for burgers.*

**Thomas L. Friedman**

Beklemmend ist, wie nach über hundert Jahren große Teile der Öffentlichkeit und der politischen Elite haargenau demselben Irrglauben aufsitzen konnten. **Länder mit McDonald’s-Niederlassungen führten keine Kriege gegeneinander, befand Thomas L. Friedman 1996 in einem Meinungsbeitrag in der New York Times.** Zwar gab es in den vergangenen beiden Jahrzehnten bereits Gegenbeispiele zu jener Beobachtung, wie z. B. den Libanonkrieg 2006, den Kaukasuskrieg 2008 oder die türkischen Militäroffensiven in Nordsyrien ab 2016, doch bis zum 23. Februar 2022 hatte die Vorstellung einer Weltordnung Bestand, die mit den Worten von Peter Sloterdijk suggerierte, „**wir seien aus der Epoche ausgestiegen, in der Kriege stattfinden**“, während Putin vor aller Augen, aber im toten Winkel dieser Weltanschauung mobil machte.

*I have always been convinced and I still believe that change can be achieved through trade.*

**Peter Altmaier**

**Das Narrativ vom Ende des Krieges infolge wirtschaftlicher Verflechtung ist bei Weitem nicht das Einzige, das sich zuletzt als Illusion entpuppt hat.** Im Folgenden werden wir viele weitere aufzeigen, vor allem auch in den Bereichen von Wirtschaft, Gesellschaft und Geldordnung, die zuletzt unter die Räder gekommen sind. Nicht von ungefähr machen Begriffe wie „Zäsur“ oder „Zeitenwende“ seit Februar des vergangenen Jahres die Runde. Diese wollen wir aufgreifen, doch nicht verengt vor dem Hintergrund des russischen Angriffs auf die Ukraine diskutieren. Denn unserer Einschätzung nach geht gerade die Epoche der „Great Moderation“ zu Ende, das sich selbst bestätigende und verstärkende Narrativ vom Zeitalter beständig sinkender Zinsen, für welches ein hohes Maß an makroökonomischer und geopolitischer Stabilität kennzeichnend war. **Und diese Umwälzung zeichnet sich auch auf der Ebene der Narrative ab, deren Analyse sich dieses Kapitel widmet. Denn Narrative sind äußerst wirkmächtig.**

## Narrative und ihre performative Kraft

*„Die Einsicht, dass Mythen in der sozialen Realität ebenso wichtig sein können wie wissenschaftliche Erkenntnis, ist gerade für Ökonomen konterintuitiv, da ja die Ökonomie wie keine andere Sozialwissenschaft die Rationalisierung der Welt untersucht. Aber die Wertschätzung für ein Denken in verschiedenen symbolischen Formen kann den Ökonomendiskurs bereichern.“*

Stefan Kolev, „Ein neuer Mythos Westen“

**In Angells spieltheoretischen Überlegungen wäre der in der modernen Volkswirtschaftslehre so beliebte Homo oeconomicus, also ein rational agierender Nutzenmaximierer, nicht in die Ukraine einmarschiert.**

Ganz in der Tradition der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, deren Vertreter in der Interdisziplinarität stets eine Bereicherung sahen, möchten wir im Folgenden das Konzept des „Homo narrans“<sup>50</sup>, des erzählenden Menschen ins Feld führen.

*„House prices can only go up“ is an example of an exploded false narrative. The rise of bitcoin to challenge the monopoly of fiat currency is a contested narrative.*

**James Grant**

Das Erzählen gehört seit jeher zum Menschen. Dabei haben Erzählungen eine evolutionär tief verankerte, essenzielle Koordinationsfunktion für soziale Gefüge, und zwar von Partnerschaften bis hin zu ganzen Gesellschaften. Auch der Staat und seine Institutionen lassen sich als Fiktionen bzw. als Vorstellungskomplexe begreifen, deren funktionaler Charakter weitgehend auf Metaphern und Narrativen beruht. So schreiben der Literaturwissenschaftler Albrecht Koschorke und Kollegen in einer Studie, in der sie die Wirklichkeitsschaffende Kraft von Formulierungen aufzuweisen versuchen:

*„Zwischen dem ‚weichen‘ Instrumentarium von Metaphern, Narrativen und Fiktionen auf der einen und ‚harten‘ institutionellen Arrangements auf der anderen Seite ist in beiden Richtungen ein beständiger Austausch im Gange. [...] Gesellschaftliche Organisation [...] ist praktisch gewordene Metaphorik.“<sup>51</sup>*

*[N]arratives are contagious stories. Like the songs you can't get out of your head, they elicit thoughts and emotions. But unlike musical earworms, they also impel action.*

**Robert Shiller**

**Narrative im Sinne von kollektiv wirksamen Erzählungen** können konstitutiv für die Wirklichkeit sein, sie können aber mit der Zeit abflauen und auch widerlegt, transformiert oder neu formuliert werden. Widerlegte Narrative – wie etwa die Unmöglichkeit des Krieges infolge gegenseitiger wirtschaftlicher Abhängigkeiten – sind offenbar gewordene (kollektive) Illusionen, soziale Mythen. Narrative können auch kompetitiven bzw. konfrontativen Charakter haben. Das Ringen um die Vereinten Nationen und das Völkerrecht ist beispielhaft für Institutionen, die im Sinne des vorherigen Zitates und im Zuge der aktuellen Ereignisse unter Druck gekommen sind. Einst geschaffen von der Staatengemeinschaft, um auch auf internationaler Ebene Prinzipien und ein

<sup>50</sup> Walter R. Fisher: „Narration as a Human Communication paradigm: The Case of Public Moral Argument“, *Communication Monographs*, 51 (1984), 1-20, S. 6

<sup>51</sup> Koschorke, Albrecht et al.: *Der fiktive Staat: Konstruktionen des politischen Körpers in der Geschichte Europas*, 2007, S.57

allgemein verbindliches Recht über das Recht des Stärkeren zu stellen, zeigen sich gerade mal wieder dessen architektonische Schwächen, indem etwa Russland im aktuellen Fall als Mitglied des Sicherheitsrates de facto keine Konsequenzen beim Bruch des Völkerrechtes drohen. Die „harten institutionellen Arrangements“ werden somit unterminiert, die allgemeine Verbindlichkeit infrage gestellt. Ein Rückgriff auf Symbolpolitik wie der UN-Resolution vom 2. März 2022 soll dem entgegenwirken. Die Annahme dieser UN-Resolution gegen den russischen Überfall auf die Ukraine von 141 Ländern kann als Ergebnis von großer konstitutiver Kraft gelesen werden.

Gewiss, das Narrativ hat Risse, da unter den 40 Ländern, die der Resolution nicht zugestimmt haben, gewichtige Länder wie Indien und China sind und diese Stimmen für mehr als die Hälfte der Weltbevölkerung stehen. **Und so wird infolge des Ukrainekrieges rund um die Vereinten Nationen im Moment ein narrativer Kampf geführt, der für ihre künftige Bedeutung entscheidend ist.**

## Die Modernisierungstheorie und die alte Weltordnung: Korrektur oder Bärenmarkt?

*[Globalization is] a shift in our very life circumstances. It is the way we now live. It involved “the intensification of worldwide social relations.*

**Anthony Giddens**

Doch an den Vereinten Nationen manifestiert sich nur beispielhaft das Drama unserer Zeit. Wirtschaftliche Einbindung, so nahm man an, würde nicht nur eine ökonomische, sondern auch eine kulturelle Annäherung nach sich ziehen, also eine Konvergenz der Werte. Die Modernisierung hatte in den westlichen Staaten zu einer Herausbildung von „Universalwerten“ wie Freiheit, Gleichheit, Menschenwürde, Pluralismus und den Menschenrechten geführt. Nämliches versprach man sich von den Modernisierungsprozessen, die nach dem Zweiten Weltkrieg unter der Hegemonie der USA in anderen Nationen durch deren wirtschaftliche Integration angestoßen wurden. **Als nach dem Zerfall der Sowjetunion auch die Staaten des ehemaligen Ostblocks in dieses Gefüge eingebunden wurden, deutete demnach vieles darauf hin, dass der ökonomische und politische Liberalismus weltumspannend würde.** Francis Fukuyamas komprimierte dieses Narrativ kurz nach Ende des Kalten Krieges in seiner vielzitierten Formel vom „Ende der Geschichte“.

*The idea was that as nations developed, they would become more like us in the West – the ones who had already modernized.*

**David Brooks**

Unter der Ägide der USA, der einzig verbleibenden Supermacht, versuchte man, eine *regelbasierte und wertegeleitete Weltordnung* aufzubauen, die darauf abzielte, Konflikte in Kooperationen zu verwandeln. Auf der Grundlage gegenseitiger wirtschaftlicher Abhängigkeit – und der damit verbundenen gegenseitigen Bestrafbarkeit – konnte sich Vertrauen bilden. In Anlehnung an Angell könnte man sagen: Man erhöhte die Kosten für nicht-kooperatives, kriegerisches Handeln, um die Wahrscheinlichkeit für Letzteres zu minimieren. Diese Ordnung, *so der Politologe Herfried Münkler*, schien einerseits ein Garant für den Frieden zu sein und andererseits konnte man an menscheitsumfassenden Narrativen basteln wie etwa: Wir, die Menschheit, ...

- ... bekämpfen die Armut im globalen Süden;
- ... dämmen den Klimawandel ein;

*Putin's invasion of Ukraine has done more than unleash Western embargoes and boost inflation. It is burying most of the basic assumptions that have underlain business thinking about the world for the past 40 years.*

**John Micklethwait & Adrian Wooldridge**

*There's just a lot more global conflict than there was in that brief holiday from history in the '90s.*

**David Brooks**

- ... begrenzen die Gefahr einer nuklearen Auseinandersetzung (Atomwaffensperrvertrag).

Die Ordnung war aber auch für Unternehmer bzw. aus CEO-Sicht attraktiv: Unter der Annahme eines gesicherten Friedens konnten sie ihre Geschäfte global aufstellen und ferne Absatzmärkte erschließen; Netzwerke von komplexen Lieferketten bildeten sich heraus.

**Es ist daher verständlich, dass man bis zuletzt versuchte, diese Ordnung –beziehungsweise das Narrativ dieser Ordnung – aufrechtzuerhalten.** Freilich ist es zur Verteidigung dieser Weltordnung heute, da sie unter Beschuss ist, nicht vorteilhaft, dass man sich selbst nicht unbedingt immer daran gehalten hat, Stichwort Irak-Krieg. Doch mit dem Einmarsch Russlands in der Ukraine gab es eine entscheidende Zäsur, denn, **so neuerlich Herfried Münkler**, der Erwartungshorizont habe sich grundlegend geändert:

- das Instrument der Herstellung wechselseitiger Abhängigkeiten als vertrauensbildende Maßnahme ist entzaubert;
- institutionelles Vertrauen wird abgelöst durch generalisiertes Misstrauen;
- die Erzählung der letzten Jahrzehnte, wirtschaftliche Macht werde wichtiger, militärische Macht unwichtiger, steht auf dem Prüfstand;
- die Welt zerfällt in Einflusszonen mit verschiedenen Werten, Regeln und Rechten.

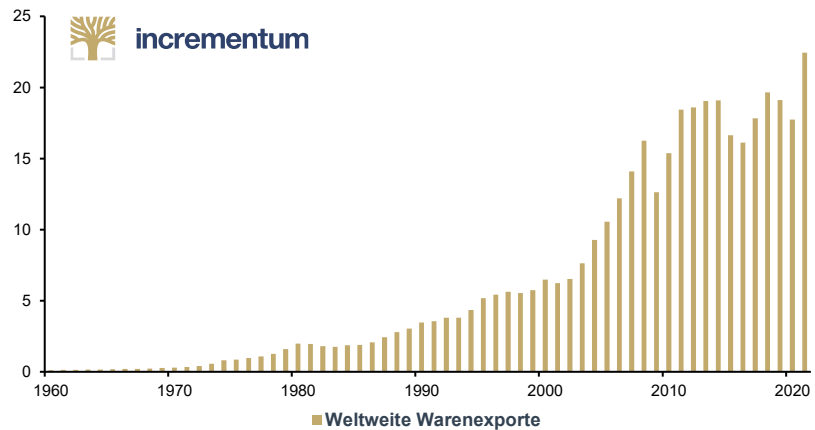
Herfried Münkler spricht in Hinblick auf die „alte“ Weltordnung von einer „**als Illusion decouvierte[n] Vorstellung**“, also einem nicht mehr haltbaren Narrativ. Ganz aus heiterem Himmel kam dieser Globalisierungsdämpfer jedoch nicht. In einem Bloomberg-Artikel mit dem Titel „**Putin and Xi Exposed the Great Illusion of Capitalism**“ argumentierten John Micklethwait und Adrian Wooldridge kurz nach Kriegsausbruch, dass dem Globalisierungsprozess schon seit Längerem die Puste ausgehe. Dies lasse sich nicht nur in den ökonomischen Daten, sondern auch in dessen politischen und kulturellen Dimensionen ablesen.

## Wirtschaftliche Desintegration

Mit 9/11, der Lehman-Pleite, dem Brexit und der Trump-Präsidentschaft gab es in den vergangenen zwei Dekaden mehrere größere Paukenschläge, die der Globalisierung zusetzten. Der Ton in den Beziehungen zwischen China und den USA ist rauer geworden, die Zölle und Handelsbeschränkungen nehmen zu, die globalen Ströme von Langzeitinvestitionen haben sich in den Jahren 2016 bis 2019 halbiert und auch die weltweite Migration hat abgenommen.<sup>52</sup> **Der nächste Chart zeigt, dass sich die Warenexporte in den 1990er- und den 2000er-Jahren jeweils verdoppelt hatten, dieses Wachstum in den 2010er-Jahren jedoch deutlich schwächer ausfiel.**

<sup>52</sup> Für weitere Daten siehe The Economist: [Globalisation and autocracy are locked together. For how much longer?](#)

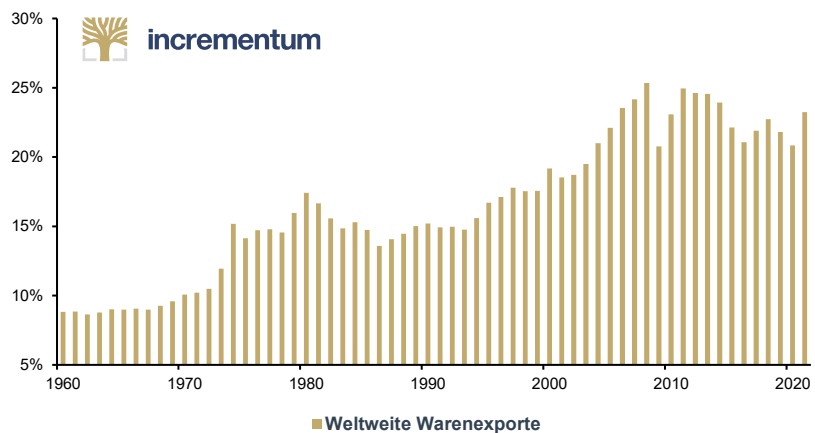
### Weltweite Warenexporte, in Bill. USD, 1960-2021



Quelle: Weltbank, Incrementum AG

Der Anteil des Handels am globalen BIP, ein sehr aussagekräftiges Maß für die enorme Globalisierungswelle der vorangegangenen Dekaden, ist sogar schon seit 2008 am Abklingen.

### Weltweite Warenexporte, in % des BIP, 1960-2021



Quelle: Weltbank, Incrementum AG

*It gives consumers a tax credit to buy electric vehicles that is actually about 7500 dollars, if those vehicles were made in America – MADE IN AMERICA!!*

**Joe Biden**

*Aber dieses Paket darf die fairen Wettbewerbsbedingungen zwischen den USA und der EU nicht zerstören.*

**Robert Habeck**

Auch die Handelsbarrieren innerhalb der westlichen Hemisphäre erfahren Auftrieb. Mit dem *Inflation Reduction Act*, der von Präsident Biden am 16. August 2022 unterzeichnet wurde, geht es nur vordergründig um Inflationsbekämpfung und Engagement im Kampf gegen den Klimawandel. 391 Mrd. USD sollen für Förderung der Energiewende und für klimafreundliche Zwecke lockergemacht werden, was de facto einer Subventionierung zukünftiger Schlüsselindustrien unter dem Motto „Buy American!“ gleichkommt. Zudem ist es ein Programm, welches über signifikante staatliche Mehrausgaben die Nachfrage (nach klimafreundlichen Produkten) ankurbelt. Es wirkt daher inflationstreibend und nicht -reduzierend.

Dieses Gesetz ist ein klarer Verstoß gegen die WTO-Regeln und ein weiterer Schlag in die Magengrube Europas, welches von den Folgen des Ukrainekrieges ohnehin deutlich stärker betroffen ist als die weitgehend energieautarken USA. Eine Verhandlung vor einem WTO-Streitschlichtungspanel erscheint – auch infolge der Schwächung dieser Institution in den letzten Jahren – als wenig aussichtsreich.

*The transatlantic tandem is drifting towards a full-fledged subsidy race“.*

**The Economist**

Die Reaktionen in Europa reichen entsprechend von Besorgnis ob der Wettbewerbsverzerrung bis hin zu Emanuel Macrons Forderung nach einer Antwort in Form eines „Buy European Act“. Nur wenige Wochen später haben die EU-Kommission und der Europäische Rat jeweils eigenständige Vorschläge präsentiert. Da sich nicht alle EU-Länder solche Programme gleichermaßen leisten können, schlägt man in Brüssel ein weiteres Mal die Aufnahme gemeinsamer Schulden vor. **Das gegenwärtige Momentum ist aus einer liberalen ökonomischen Perspektive also desaströs.**

## Kulturelle und politische Desintegration

Doch die ökonomischen Zahlen sind nur eine Facette des globalen und gesamtgesellschaftlichen Querschnittsprozesses der Desintegration. Folgende sind Schlagworte, die auch die kulturellen und politischen Dimensionen gut zum Ausdruck bringen:

- **Kampf der Kulturen** (Samuel P. Huntington),
- **Gesellschaftliche Spaltung & Populismus**,
- **Democratic Recession** (Larry Diamond),
- **Somewheres & Anywheres** (David Goodhart),
- **Jihad vs. McWorld** (Benjamin Barber)

*We WEIRD [Western, Educated, Industrialized, Rich and Democratic] people are highly individualistic, self-obsessed, control-oriented, nonconformist and analytical. We focus on ourselves – our attributes, accomplishments and aspirations – over our relationships and social roles.*

**Joseph Heinrich**

**Diese Formeln stehen im schieren Gegensatz zu Fukuyamas „Ende der Geschichte“, dessen Irrtum immer unübersehbarer zu sein scheint.**

Doch Fukuyama verharnt geistig auch nicht mehr in den 1990er-Jahren, sondern hat 2018 in einem Buch über Identität mit dem Titel „**Identity: Contemporary Identity Politics and the Struggle for Recognition**“ die Krise der liberalen Demokratie analysiert. Dabei rollt er seine Analyse vom Begriff des „Thymos“ her auf, verstanden als ein Bedürfnis nach Respekt, Gesehen-Werden, Anerkennung der eigenen Würde. Dieses Bedürfnis, **so Fukuyama**, werde immer weniger bedient, da insbesondere die linke Identitätspolitik – diese kritisiert Fukuyama in erster Linie – bei ihrem Kampf um Anerkennung nur Minoritäten unterstütze und dadurch größere Bevölkerungsgruppen aus dem Blick verliere oder als problematisch degradiere.

*Der Wille zum Streit, zur Unversöhnlichkeit, zur Anklage, zum Nicht-Verstehen-Wollen, zur Anti-Amnestiegesinnung und so, das war schon [vor dem Ukraine-Krieg] da.*

**Peter Sloterdijk**

Etwas weiter gefasst kann auch konstatiert werden, dass die Globalisierung und die sie flankierende Politik in den letzten Dekaden in vielen Ländern einerseits urbane Eliten hervorgebracht haben, die in Unternehmen, Institutionen, Medien und an Universitäten das Sagen haben, und andererseits aber auch Abgehängte, die ihrerseits weniger Chancen und Optionen haben sowie andere Lebensgefühle und Selbst-Definitionen. Länderübergreifend haben breite Teile der Bevölkerungen das Gefühl, sie würden bevormundet und auf sie werde herabgeschaut. Aus diesem Wertschätzungsgefälle ergibt sich jede Menge Konfliktpotenzial und ein Auseinanderdriften verschiedener Gruppen **mit je eigenen Werten**. Die Modernisierung erfasst bei näherer Betrachtung also nicht Länder als ganze, sondern zunächst Bevölkerungssegmente, die sie vom Rest der jeweiligen Gesellschaften entkoppelt. Eine gewisse kulturelle Konvergenz zwischen den urbanen, kosmopolitischen Eliten der Welt bewirkt sie so durchaus; die Kehrseite sind innerstaatliche gesellschaftliche Spaltungsdynamiken.

*Polarisierende Erzählungen funktionieren erstmal besser, sie sorgen für größere Trennschärfe, für Orientierung. Und sie geben den Menschen für eigene Erfahrungen der Verbitterung oder der sozialen Gefährdung eine externe Ursache und können auf diese Weise Lebensläufe sinnhaft machen.*

**Albrecht Koschorke**

Bei alledem spielen unterschiedliche Narrative eine große Rolle. Sie sind entscheidend für die Selbst- und Fremdverortung von Menschen, wie z. B. „alter, weißer Mann“, und damit für die Identitätsbildung. Und sie sind zugleich Folgeprodukte als auch Treiber von Polarisierungen. Sie schweißen gesellschaftliche Subgruppierungen, sogenannte Ingroups, nach innen hin zusammen und reißen und vertiefen Gräben zu den Outgroups. Wohl nicht ganz zufällig fällt auch die Fulguration der sozialen Medien in den Zeitraum der letzten zwei Dekaden, die eine völlig neue Dynamik bei der Entstehung und Verbreitung von Narrativen spielen.

In der folgenden Tabelle seien einige der Narrative über die (vermeintlichen) demütigenden Eliten beispielhaft und veranschaulichend aufgelistet:

Global	Innerhalb der EU	Innerhalb westlicher Staaten
China: „Jahrhundert der Demütigung“	Die Nordstaaten hungern uns mit ihren Handelsüberschüssen aus.	Sie veranstalten unsere Sprache mit Gendersternchen.
Russland: „Sie behandeln uns seit den 1990er-Jahren wie ein Land zweiter Klasse und werden nur mehr als Regionalmacht wahrgenommen.“	Die Troika drängt unsere Pensionisten in die Armut, damit wir ihren Banken die Kredite zurückzahlen.	Die Medien sind nicht frei, Zensur überall. Der Meinungskorridor wird enger, die Grenze des Sagbaren wird verrückt.
Einkreisung Russlands durch die Nato	Die EZB lässt es zu, dass sich die Südländer mit unserem Ersparten ihr Dolce Vita finanzieren.	Die Regierenden sind fest in den Händen der Lobbyisten.
Der arrogante Westen will uns seine Werte aufdrücken.	Das hat uns Brüssel oktroyiert.	Sie wollen uns das Fleischessen verleiden.
Der dekadente Westen	Merkel will uns ihre Flüchtlinge aufzwingen.	Das Corona-Virus ist nur ein Vorwand, um totalitäre Strukturen zu etablieren.
Der Westen bricht selbst Völkerrecht und mischt sich überall in innerstaatliche Angelegenheiten ein.		Sie zwingen uns zur Selbstkasteiung und China baut munter neue Kohlekraftwerke. Jeder Flüchtling gilt ihnen mehr als unsereins.
Unsere Misere ist einzig Folge des Kolonialismus.		Ostdeutsche: Die arroganten Wessis
Ich [autokratischer Führer] führe unser Land zurück zu Stolz und Ehre.		Der Westen ist an allem schuld.

*The countries experiencing deterioration outnumbered those with improvements by the largest margin recorded since the negative trend began in 2006. The long democratic recession is deepening.*

**Sarah Repucci, Amy Slipowitz**

## Fazit

**Die jüngere Vergangenheit ist durch ein zunehmendes Auftreten von Phänomenen geprägt, die eine falsifizierende Potenz für die Modernisierungstheorie in sich bergen.** Sowohl auf wirtschaftlicher als auch auf kultureller und politischer Ebene flaute der Globalisierungsprozess ab, teils ist er sogar rückläufig. In den Daten des „Freedom in the World“-Reports 2022, „[The Global Expansion of Authoritarian Rule](#)“, zeigt sich bereits seit 17 Jahren ein intakter Abwärtstrend. War die Tendenz lange Zeit hin zu einem Klima von mehr Weltoffenheit, befinden wir uns aktuell in einer Phase des „Global Cooling“. Die Konfliktlinien verlaufen dabei nicht nur international, sondern mitten durch die Gesellschaften.

*Wir erleben eine Zeitenwende. Und das bedeutet: Die Welt danach ist nicht mehr dieselbe wie die Welt davor.*

**Olaf Scholz**

Während man bislang davon ausging, es handle sich um bloße Dellen in der Entwicklung, um kurzfristige Rücksetzer, ist die allgemeine Auffassung seit Putins Angriffskrieg, es handle sich um eine Zäsur; „Zeitenwende“ ist ein hoch im Kurs stehendes geflügeltes Wort, das 2022 von der „Gesellschaft für deutsche Sprache“ (GfdS) in Deutschland zum **Wort des Jahres** gekürt wurde. Das Narrativ der globalen Annäherung durch wirtschaftliche Kooperation und Modernisierung ist verdampft, die Rede ist nun vom neuen Kalten Krieg, vom neuen Selbstbewusstsein Chinas, von einer multipolaren Welt der Einflusszonen mit verschiedenen Werteordnungen. **Die bange Frage wird dann nicht nur sein, ob der Westen mit seinen Werten global noch expandieren kann, sondern auch, ob er seine mögliche Einflusszone robust verteidigen und im Inneren die Prinzipien der liberalen Demokratie hochhalten kann.**

## Die Zeitenwende und das Geldsystem: Ist die Inflationsbekämpfung ein Bluff?

### Geld und seine Narrative

Zunächst ist Geld selbst, genauso wie der Staat und seine sämtlichen Institutionen, im Grunde fiktiv: *„Es handelt sich um einen Vorstellungskomplex, der funktionalen Charakter besitzt, weil sich das gesamte Bezugssystem der sozialen Adressierung und Autorisierung auf ihn stützt.“*<sup>53</sup>

*The sharp recovery in 1921 might be attributed to these new narratives, rather than to any active government stimulus to revive the economy.*

**Robert Shiller**

„[F]unktionale[n] Charakter“ erhält ein Geld in einer Gemeinschaft durch die Synchronisation individueller Erwartungen darüber, dass es im Tausch mit den anderen konsistent Akzeptanz findet; und dies idealerweise sowohl heute – Tauschmittelfunktion – als auch künftig – Aufbewahrungsfunktion. **Doch wie kann das Individuum, das einzelne Wirtschaftssubjekt, davon ausgehen, dass diese Synchronisation von Dauer ist?**

Die Antwort ist, dass es keine hundertprozentige Sicherheit gibt – man muss schlichtweg darauf vertrauen. Doch die Wahrscheinlichkeit für eine nachhaltige Synchronisation steigt, je mehr Vertrauen dem Geld entgegengebracht wird, d. h., je höher das Vertrauenskapital ist. Vertrauen ist ein in seiner Bedeutung kaum zu überschätzendes Asset – aus diesem Grund haben wir dieses Thema in unserem *In Gold We Trust-Report 2019* als Leitmotiv gewählt. Aber es ist gewissermaßen auch ein weiches Asset, das wiederum auf der Kraft von Narrativen beruht. **Folgende Tabelle stellt einigen prominenten Geldern ihnen zugrundeliegende Narrative gegenüber:**

<sup>53</sup> Koschorke, Albrecht et al.: *Der fiktive Staat: Konstruktionen des politischen Körpers in der Geschichte Europas*, 2007, S.57



Geld	Für das Vertrauenskapital entscheidende Narrative
Fiatgeld	Den Forderungen der Zentralbank, die als Deckung des (Zentralbank-)Geldes dienen, ist zu trauen. „Fiatgeld“ ist ein Rechtsanspruch, hinter dem das Steuer- und Gewaltmonopol des Staates steht. Das Vertrauen in den Staat ist der Anker. Die Notenbanker sind absolute Profis. Die Steuerschuld ist mit Fiatgeld zu entrichten, was koordinierend wirkt. Alle nutzen es und irgendwie funktioniert es schon länger.
Gold <sup>54</sup>	Historisch: Gold als Geld im Zuge spontaner Ordnungen; es hat sich in der Vergangenheit als beständigste Zahlungsform erwiesen. Intrinsische Beständigkeit: physische Beständigkeit, stabiler Gesamtbestand, d. h. hohes Stock-to-Flow-Ratio. Gold ist liquide, auch in Stresssituationen.
Bitcoin	Der Algorithmus ist gut. Das Angebot ist begrenzt / unelastisch wie bei Gold. Bitcoin hat viele Vorzüge, die auch Gold hat, ist aber deutlich praktischer im täglichen Zahlungsverkehr. Bitcoin entzieht sich staatlichem Einfluss / staatlicher Zensur. Der hohe Energieverbrauch schützt Bitcoin vor Manipulation. Tesla und MicroStrategy investieren in Bitcoin. Das Vertrauen in Elon Musk und Michael Saylor ist der Anker.

Die Fiatgeldwährungen US-Dollar und Euro sind entscheidend für das monetäre Fundament der westlichen Macht, weshalb wir deren Zustand näher ausleuchten möchten. Da das Vertrauen in die Institutionen und (geld-)politischen Akteure so entscheidend für deren Statik ist, versuchen wir diesem Vertrauen auf den Grund zu gehen. **Welche Narrative sind hierfür tragende Säulen? Welche Narrative sind solide, welche bröckeln? Welche Kraft haben neu aufkommende Narrative? Wir begeben uns auf die Suche.**

## Nixons narrative Begleitstrategie bei der Entstehung des Fiatgeldsystems

Mit jener berühmten Fernsehansprache vom 15. August 1971 rief Richard Nixon das moderne Fiatgeldsystem ins Leben:

*„I have directed the Secretary of the Treasury to take the action necessary to defend the dollar against the speculators. I have directed Secretary Connally to suspend temporarily the convertibility of the dollar into gold or other reserve assets, except in amounts and conditions determined to be in the interest of monetary stability and in the best interests of the United States.“*

*It is necessary for me to establish a winner image. Therefore, I have to beat somebody.*

**Richard Nixon**

Das war ein Winkelzug des damaligen US-Präsidenten. Denn in Folge der „Guns and Butter“-Politik in den 1960er-Jahren hatten sich die USA finanzpolitisch verzettelt und zu viel Geld in Umlauf gebracht, was in den Märkten entsprechend erkannt wurde. Es bildete sich das – begründete – Narrativ heraus, dass das Eintauschverhältnis von 35 USD pro Unze Gold nicht mehr zu halten sei. Der US-Dollar befand sich in einer Vertrauenskrise. **Was Nixon aber rhetorisch tat: Er versuchte den Spieß umzudrehen.** Für die Krise machte er ruchlose Spekulanten verantwortlich, die aus sämtlichen Krisen ihre Profite zögen und die nun mit ihren Wetten den US-Dollar destabilisierten. Dieser sei natürlich unangefochten stark, da die US-amerikanische Wirtschaft die stärkste der Welt sei. Nixon setzte mit seiner Ansprache das Gegenarrativ in Umlauf, durch die

<sup>54</sup> Für eine Analyse des Narrativischen bei Gold, siehe „Gold als Portfolioversicherung“, In Gold We Trust-Report 2016

Aufhebung der Goldanbindung sei der US-Dollar fortan nicht mehr Spielball von Spekulanten und ein Garant für die monetäre Stabilität.

**Zudem sprach er von einer „temporären“ Aussetzung der Konvertibilität, was womöglich eine akute panische Reaktion oder gar einen kompletten Vertrauenskollaps verhinderte.** Die Gefahr dazu bestand durchaus, denn schließlich hob Nixon mit diesem Schritt das komplette Bretton-Woods-System, also die geldpolitische Nachkriegsgeldordnung, aus den Angeln.

**Kurzum: Das Fiatgeldsystem war aus der Not geboren und Nixon versuchte es durch die Formulierung eines starken Narratives mit Vertrauen zu unterfüttern.**

## Rehabilitierung des Vertrauens durch erfolgreiche Inflationsbekämpfung

Die 1970er-Jahre waren jedoch turbulent und sie sind zuletzt aus guten Gründen viel bemüht worden, um die heutige Lage besser zu verstehen. Die OPEC verknappte das Ölangebot auf den internationalen Rohstoffmärkten, der Ölpreis schnellte folglich in die Höhe und stieß so eine Kaskade an, bei der schließlich die Preise auf breiter Front eskalierten.

Die Geldpolitik hätte demnach entschieden gegenwirken müssen. Der damalige Vorsitzende der Federal Reserve, Arthur Burns, vertrat aber die Ansicht, die Inflation sei, da durch angebotsseitige Verwerfungen ausgelöst, von der Geldpolitik unabhängig und vorübergehend. Er unternahm daher zunächst nichts und dieses Zögern führte schließlich dazu, dass es zu Lohn- und Preisspiralen kam, die Inflation außer Rand und Band geriet und der US-Dollar gegenüber anderen Währungen stark abwertete. **Die Vereinigten Staaten sahen sich sogar dazu veranlasst, in Deutscher Mark und Schweizer Franken denominierte Anleihen herauszugeben, um die Finanzierungskosten zu senken und das Angebot an US-Schuldtiteln zu verknappen.** Gegen Ende der 1970er-Jahre war die Nützlichkeit des US-Dollars als Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel grundsätzlich infrage gestellt.

*The truly unique power of a central bank, after all, is the power to create money, and ultimately the power to create is the power to destroy.*

**Paul Volcker**

**Burns' Nachfolger im Amt, Paul Volcker, ging dann kompromisslos gegen die Inflation vor.** Er hob die Leitzinsen zeitweilig auf über 20% an, wodurch er zwei knapp aufeinanderfolgende schwere Rezessionen auslöste. Infolge dieses geldpolitischen Kraftaktes konnte die Inflationskrise jedoch eingedämmt und das Vertrauen in eine sich der Preisstabilität verpflichtenden Geldpolitik wiederhergestellt werden.

In der heutigen vergleichenden Analyse wird jedoch oft übersehen, dass Volckers geldpolitische Strategie durch politische Maßnahmen und ökonomische Entwicklungen flankiert wurde:

- Erstens hatten die großen Energieunternehmen zwischen den OPEC-Ölpreisschocks und dem Amtsantritt von Paul Volcker Milliarden US-Dollar in neue Energieprojekte gesteckt. Das Angebot wurde somit ausgeweitet, was zu einem Rückgang der Ölpreise Anfang der 1980er-Jahre beitrug.

*I have abandoned free-market principles to save the freemarket system.*

**George W. Bush**

*We did not abandon M1, M1 abandoned us.*

**Gerald Bouey (1983),  
Gouverneur, Bank of Canada**

*It doesn't matter whether a cat is black or white, as long as it catches mice.*

**Deng Xiaoping**

*As for the Federal Reserve, it followed the narrative that a central bank should intervene to forestall recessions and bear markets and to cause consumer prices to inflate by an arbitrary 2% a year.*

**James Grant**

- Zweitens entließ Präsident Reagan 1981 Fluglotsen, die gestreikt hatten, was die Gewerkschaften schwächte.

Einen solchen Rückenwind haben die Zentralbanken heutzutage nicht – um nicht zu sagen: Das heutige Umfeld könnte aufgrund der ESG-Politik, infolge derer seit Längerem kaum in Ölfelder investiert worden ist, unterschiedlicher nicht sein. So ist das Fazit aus jener Krise mit Vorsicht zu genießen, welches besagt: Wenn die Zentralbanken die Zinsen rigoros erhöhen und notfalls eine Rezession in Kauf zu nehmen bereit sind, werden sie der Inflation schon Herr werden und ihnen sowie dem Geld wird Vertrauen entgegengebracht.

## Die post-inflationäre Epoche und ihre narrativen Ausgeburten

### **Der Geldvermehrung tat der Volcker-Schock jedoch keinen Abbruch.**

Man versuchte zunächst Preisstabilität zu garantieren, indem die Geldmengenausweitung analog zum Wachstum des Produktionspotenzials der Wirtschaft erfolgen sollte. Jedoch boomte einhergehend mit dem Globalisierungsschub jener Jahre auch die Giralgeldschöpfung der Geschäftsbanken, die sich mit immer neueren Formen der Geldschöpfung der Steuerung durch die Zentralbanken entzogen. So verloren Letztere in unserem zweistufigen Geldsystem immer mehr die Kontrolle über die Geldmenge. Schließlich rückten sie von ihren Geldmengenzielen ab und nahmen stattdessen über das *inflation targeting* die Konsumentenpreis-inflation direkt ins Visier.

Kontrollverlust und Kurswechsel blieben jedoch ohne Folgen. **Denn die Geldmengenausweitung vollzieht sich zunächst unterhalb der Bildfläche und sie schlug auch nicht mehr auf die Konsumentenpreise durch.** Die weltweite Liberalisierung des Kapitalverkehrs sowie die Integration Chinas und anderer Schwellenländer in den Welthandel sowie später der Länder des zerfallenden Ostblocks führten zu einer Flexibilisierung des Güter- und Dienstleistungsangebots in der globalisierten Welt, sodass Löhne und Preise strukturell gedrückt waren – die Quantitätstheorie des Geldes war tot, die Inflation vom Tisch.

**Vor diesem Hintergrund ist das Zeitalter der „Großen Moderation“ zu verstehen.** Alan Greenspan, der den Fed-Vorsitz 1987 von Volcker übernommen hatte, konnte in den zwei Jahrzehnten seiner Amtszeit aufkommende Verwerfungen an den Finanzmärkten durch Geldinjektionen und Zinsstimuli im Zaum halten und so die üblichen konjunkturellen Schwankungen aushebeln. Im Nachgang der Krisen wurden die Zinsen nicht wieder ausreichend erhöht und die geschaffene Liquidität nicht wieder eingesammelt – was eben nur infolge der nicht stattfindenden Konsumentenpreis-inflation möglich war. Die Zentralbanken rund um den Globus reagierten ähnlich asymmetrisch.

Infolge dieses „Greenspan-Puts“ bildete sich das Narrativ vom „intelligenten Management der Zentralbanken“ heraus, das mithilfe „neuer geldpolitischer Techniken“ den traditionellen Konjunkturzyklus überwunden habe.<sup>55</sup>

<sup>55</sup> Mayer, Thomas: *Die neue Ordnung des Geldes: Warum wir eine Geldreform brauchen*, 2014, S. 213

## Monetäre Tektonik: Latente Probleme der Geldmengenausweitung und Überschuldung

Durch die Geldmengenausweitung konnten die Krisen an der Oberfläche geglättet werden, Rezessionen und Finanzkrisen fielen milder aus, als andernfalls zu erwarten gewesen wäre. Jedoch haben sich unter der Oberfläche problematische Dynamiken mit eruptivem Potenzial entfaltet, für die wir einst die Metapher der monetären Tektonik geprägt haben.<sup>56</sup> Zu den unterschweligen Fehlentwicklungen gehören:

- **Teilweise Aufhebung des Haftungsprinzips<sup>57</sup>:** Banken und Spekulanten wurden durch die Geldpolitik gerettet – so wurden sie zu einem unverantwortlichen, risikofreudigeren Verhalten animiert (Moral Hazard, „Greenspan-Put“).
- **Künstliche Aufblähung der Vermögenspreise und Überschuldung:** Nebst einer monetär getriebenen Spreizung der Vermögensschere zwischen Arm und Reich wurde so eine Bubble verursacht, die, wenn man mittels steigender Zinsen die Luft herauslässt, eine volkswirtschaftlich allumfassende Abwärtsspirale auszulösen droht.
- **Die Eurorettungspolitik der EZB mit dem „Whatever it takes“-Narrativ:** Rettung des Euros durch niedrige Zinsen und Wertpapierkäufe, die die Gretchen-Frage des Euros nach Auflösung oder vollständiger Schulden- und Transferunion nur vertagt. Derweil steigen die TARGET2-Salden<sup>58</sup> in unermessliche Höhen. Die EZB sieht in den aktuellen TARGET2-Salden allerdings „kein Anlass zur Beunruhigung“.
- **Sklerose in der Kapitalstruktur:** Durch die Glättung der Krisen wurden unproduktive Unternehmen gerettet, die ferner Ressourcen binden. Die Volkswirtschaften als Ganze wurden ineffizienter.

*Die Bereitschaft der Notenbanken, die Staatspapiere unbegrenzt zu kaufen, hat die Schuldenorgie der Staaten und damit die Inflation befeuert.*

**Hans-Werner Sinn**

*[T]he suspicion that behind this measure [quantitative easing, continued securities purchases by the ECB] lies an intent to protect heavily indebted governments from a rise in interest rates is becoming increasingly well founded.*

**Memorandum on the ECB's Monetary Policy (4.10.2019)**

Die Krisenanfälligkeit des Systems wurde durch die „Rettungsmaßnahmen“ der letzten Jahrzehnte enorm erhöht. Man währte sich implizit in einer post-inflationären Epoche und machte sich von niedrigen Zinsen abhängig – in den USA, da steigende Zinsen eine Krise am Aktienmarkt auslösen könnten, die den ohnehin fragilen sozialen Frieden weiter gefährden würde; in Europa, da die EZB im Falle steigender Inflation in einen Zielkonflikt zwischen Eurorettung – erfordert niedrige Zinsen – und Inflationsbekämpfung – erfordert hohe Zinsen – geraten könnte. Jene, die in den vergangenen Dekaden auf entsprechende Fehlentwicklungen aufmerksam machten, wurden als „Crash-Propheten“ abgestempelt, ihr Narrativ vom fragil werdenden System somit als weder stichhaltig noch ernstzunehmend abgetan.

## Das Zeitenwende-Potenzial der derzeitigen Situation

Die „Nullzinsfalle“<sup>59</sup> als Sammelbegriff der zuvor aufgelisteten Prozesse war für lange Zeit nur ein latentes Problem. Die Regierungen und Notenbankchefs konnten sich über Jahrzehnte durchmäandern, ohne dass eine akute Krise auf den Plan trat.

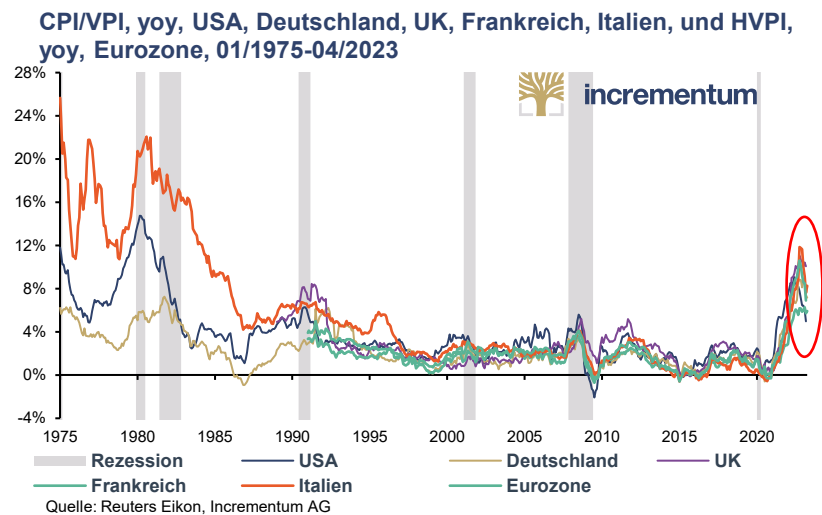
<sup>56</sup> Siehe Stöferle, Ronald et al.: *Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, 2014

<sup>57</sup> Eucken, Walter: *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*, 1990, S.279 ff.

<sup>58</sup> Mitte März wurde Target2 durch ein neues Großzahlungssystem abgelöst, das unter der Bezeichnung „T2“ firmiert.

<sup>59</sup> Siehe Stöferle, Ronald et al.: *Die Nullzinsfalle: Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird*, 2019

Aus bekannten Gründen ist die Konsumentenpreisinflation nun zurück und mit all ihren Verzerrungen, Verwerfungen und Ungerechtigkeiten wieder ein Bestandteil des täglichen Lebens in weiten Teilen der westlichen Welt. Das Narrativ von der post-inflationären Epoche zerbröseln. **War in dieser Epoche die Deflation die größte Sorge der Zentralbanken, ist es nun wieder die sich verfestigende Inflation.** Das „Ende der Inflation“ hat sich ebenso als Trugschluss erwiesen wie Fukuyamas „Ende der Geschichte“.



*The Federal Reserve and its overseas counterparts, by muscling long-term bond yields lower and lower, indeed, not stopping even at zero percent, will supposedly make the world richer and safer. Or so says the 21st-century narrative. Better, perhaps, the one about thrift, self-reliance and laissez-faire.*

**James Grant**

Nach anfänglichen Leugnungsversuchen – Die Inflation sei „vorübergehend“, Das Inflationsprofil gleiche einem „Hügel“, „Den Energiepreisanstieg kann die EZB nicht bekämpfen“, „Gegen die Covid-Krise kann die EZB nichts machen“, „Die Inflation ist ein Phänomen der Mehrwertsteuererhöhung“, „Das ist Putins Inflation“ (Joe Biden) –, die an Arthur Burns und die 1970er-Jahre erinnerten, wurde das Thema von den Zentralbanken dann doch ernst genommen. Die Federal Reserve reagierte mit entschiedenem Gestus, auch die EZB hat im Schlepptau erste Zinsschritte gewagt.

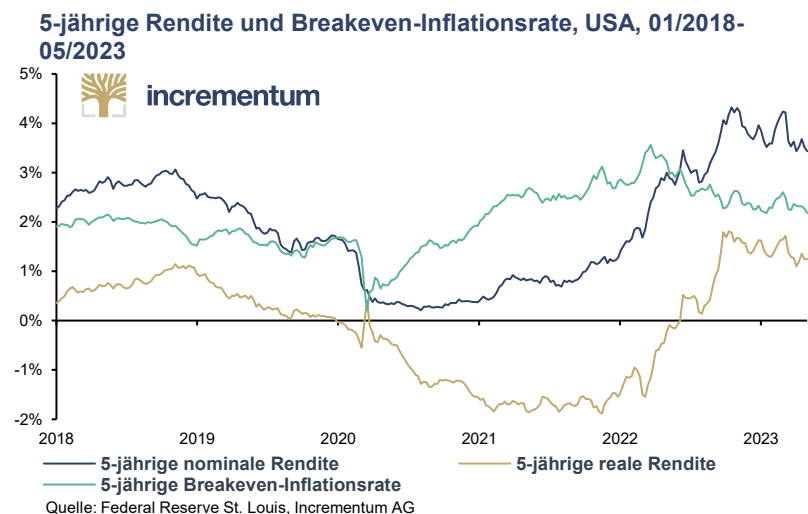
Versuchen wir das Kalkül der Notenbanker nachzuvollziehen. Nachdem die Inflation anfangs durch angebotsseitige Schocks anstieg, wollte man Zweitrundeneffekte vermeiden, indem man die Inflationserwartungen durch beschwichtigende Narrative einzudämmen versuchte.

Nachdem die steigenden Preise jedoch weiträumig Sorgen und Spekulationen hervorriefen und die Zentralbanken sich den Vorwurf anhören mussten, sie seien zu zögerlich, vollzogen sie einen radikalen Strategiewechsel. Seither versuchen sie sich als entschlossene Inflationsbekämpfer zu gerieren. **Fed-Chairman Jerome Powell ist in die Rolle des Hardliners geschlüpft und nimmt rhetorisch ganz bewusst Bezug auf Paul Volcker, der die Inflation ohne Rücksicht auf die Aktienmärkte und die Konjunktur bekämpft hatte.** Diese Rigorositätssymbolik spiegelt sich auch in den massiven Zinsschritten von 0,75 Prozentpunkten wider sowie in Aussagen im Rahmen der *Forward Guidance* – die quasi das institutionalisierte Instrument der Narrativsetzung ist.

**Doch woher rührt diese neuerdings resolute Haltung?** Vermutlich haben die Zentralbanker gemerkt, dass in den Märkten und in der Bevölkerung die

Vermutung Auftrieb erhielt, ihnen seien gewissermaßen die Hände gebunden und sie seien außerstande, eine Inflation entschieden zu bekämpfen. Dass sie sich mit ihrer Politik der vergangenen Jahrzehnte in eine Sackgasse manövriert haben, ist nur mehr nicht lediglich ein Narrativ irgendwelcher, vom Mainstream als Crashpropheten verschriener Autoren, sondern erfährt breitere Rezeption bis hin zum 2019 veröffentlichten Memorandum ehemaliger Notenbanker, in dem es heißt: „[T]he suspicion that behind this measure [quantitative easing, continued securities purchases by the ECB] lies an intent to protect heavily indebted governments from a rise in interest rates is becoming increasingly well founded.“

Der Ausbreitung dieser Ansicht mussten die Notenbanker etwas entgegensetzen. Denn es versteht sich von selbst, dass das Vertrauen, das wie beschrieben das Geld entscheidend stabilisiert, erheblich bröckeln würde, wenn jedermann klar würde, dass die Notenbanken außerstande seien, die Inflation zu bekämpfen. **Insofern lässt sich das resolute Agieren der Notenbanker in der jüngeren Vergangenheit als eine Symbolpolitik verstehen, die diesem Narrativ ein anderes entgegensetzen versucht – und zwar jenes, das Handlungsfähigkeit bei der Inflationsbekämpfung suggeriert.** Durch die ergriffenen Maßnahmen werde man in absehbarer Zeit wieder auf die gewohnten Inflationsraten von um die 2% zurückkommen. Vergleicht man die Renditen der nominalen Anleihen mit denen der inflationsindexierten auf den US-amerikanischen Bondmärkten, so scheint diese Erzählung derzeit zu fangen.



**Die Absicht der Notenbanker ist wohl, die Muskeln maximal spielen zu lassen und somit das auflodernde Feuer der Inflation schnell auszutreten.** Denn kurzfristig höhere Zinsen kann das System vermutlich noch verkraften, da die Anleihen erst nach und nach überrollt werden und sich die Problematik so nur langsam in die Staatshaushalte frisst. Die Frage wird aber sein, ob die Zentralbanken angesichts der strukturellen Inflationstreiber<sup>60</sup> den Kampf gegen die Inflation im Sprint überhaupt gewinnen können. Thomas Mayer vom Flossbach von Storch Research Institute ist überzeugt: „Das, worauf es ankommt, ist der Marathon.“

<sup>60</sup> Vor allem die drei „D“: Deglobalisierung, Dekarbonisierung und Demographie; siehe Flossbach, Bert: „Dreimal ‚D‘ – und die Preise steigen“, 9. November 2021

## Fazit

*Payments are a public good that is simply too important to be left to the market.*

**Christine Lagarde, 2022**

*Money is too important to be left to central bankers.*

**Milton Friedman, 2002**

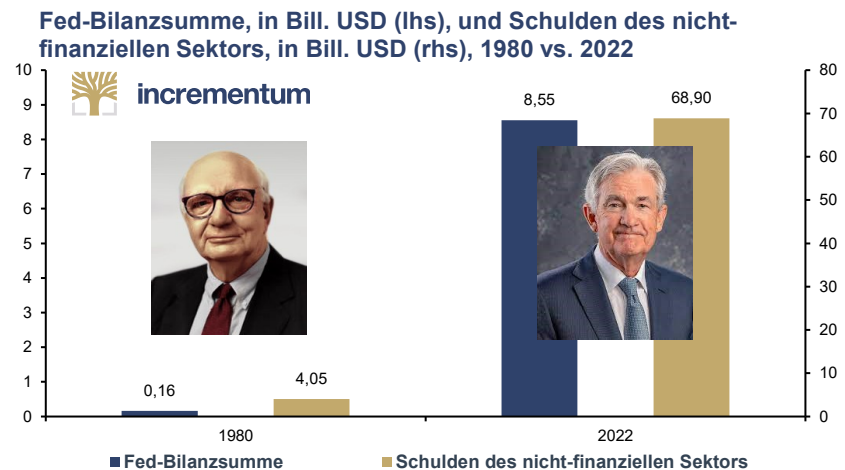
*Dass es zum Beispiel zu einem Anstieg der Zinsen kommt und dass dieser Anstieg der Zinsen nicht vorhersehbare Folgen hat, das ist eigentlich schon jetzt mit einiger Gewissheit zu sagen.*

**Harold James**

**Das Fiat-Geldsystem steht auf tönernen Füßen, da seine Vertrauensbasis durch die exzessive Geldmengenausweitung ausgehöhlt wird.** Eine wesentliche Strategie (geld-)politisch Verantwortlicher ist die Ertüchtigung dieser Vertrauensbasis mithilfe von Narrativen (bzw. Bluffs). Vielleicht hat die damalige deutsche Kanzlerin Merkel während der Finanzkrise 2008 einen Bankrun oder gar einen Systemkollaps abgewendet, indem sie die in der Sache nicht haltbare Aussage tätigte: *„Wir sagen den Sparerrinnen und Sparern, dass ihre Einlagen sicher sind.“* 2012 konnte Mario Draghi die Eurokrise mithilfe seines *„Whatever it takes“*-Schlagwortes beruhigen.

**Nun ist nach Jahrzehnten erstmals wieder die Inflation ins Haus geschneit. In der sturmfreien Bude, die aus ihrer Abwesenheit resultierte, hatte man eine überschwängliche Überschuldungsparty gefeiert.** Doch nun ist sie zurück und die Konsumentenpreise werden wahrscheinlich längerfristig einem Aufwärtsdruck ausgesetzt sein.

Momentan suggerieren die **Zentralbanken mit einer „Whatever it takes“-Rhetorik, sie werden die Inflation bekämpfen.** Doch sollten nachhaltig höhere Inflationsraten steigende Zinsen erforderlich machen, könnte sich offenbaren, dass dies nicht mit der *„Whatever it takes“-*Erklärung Draghis in Einklang zu bringen ist, beziehungsweise dass auch über die Eurozone hinaus ein grundlegender Zielkonflikt besteht zwischen Inflationsbekämpfung und der Gewährleistung von Stabilität von (überschuldeten) Staaten, Unternehmen sowie von Märkten. **Hier könnte es zum Showdown der Narrative kommen.** Denn wie weiter oben ausgeführt: Volcker hatte nicht nur die Zinsen radikal auf über 20% erhöht – wovon wir im Augenblick weit entfernt sind –, sondern er hatte auch erheblichen Rückenwind von ökonomischer und politischer Seite dank der Ausweitung der Ölproduktion und der Schwächung der Gewerkschaften. Heutzutage sieht das Bild infolge einer ESG-getriebenen Unterinvestierung im Ölsektor und eines sich verstärkenden Arbeitskräftemangels deutlich düsterer aus. Und nicht zuletzt sollte man, wenn man den Vergleich zwischen Volcker und Powell zieht, repräsentativ folgende Zahlen aus den USA im Auge behalten:





Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

*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.*

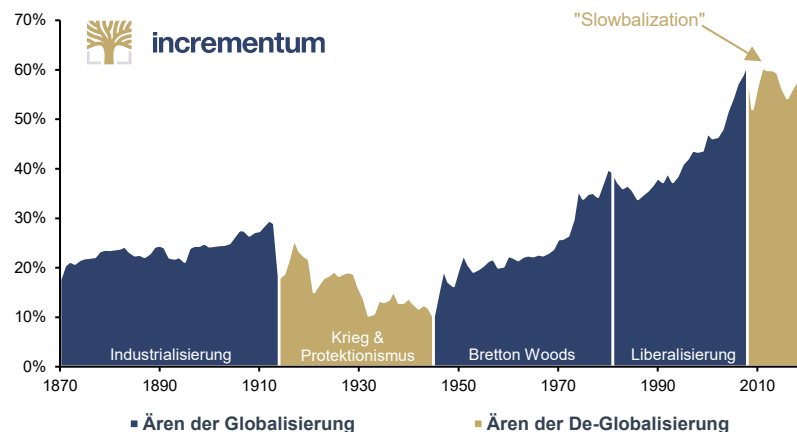
**Charles Gave**

**Dies offenbart den fragilen Zustand, in dem sich das Geldsystem derzeit befindet.** Sollte infolge einer sich zuspitzenden Inflationskrise zumindest eines der Narrative ins Wanken geraten, könnte dies das Vertrauen erschüttern – und damit, wie eingangs in diesem Kapitel erläutert, das wesentliche dem Fiatgeld zugrundeliegende Asset.

## Ausblick

Als Norman Angell „The Great Illusion“ verfasste und alle Welt an die Unmöglichkeit eines Krieges glaubte, war die Globalisierung auf einem vorläufigen Höhepunkt. Aus dem folgenden Chart wird ersichtlich, dass der Anteil des Welthandels am Weltoutput 1913 deutlich über 10% betrug. Der 1. Weltkrieg sowie die weiteren großen Krisen der darauffolgenden Jahrzehnte waren von einer ausgedehnten Globalisierungsrezession begleitet; erst in der Inflationskrise der 1970er-Jahre schlug das Globalisierungspendel wieder um und stieg erstmals wieder über das Vorkriegsniveau von 1913 hinaus.

### Trade-Openness-Index, 1870-2020



Quelle: IWF, Klasing and Milionis (2014), OECD, Penn World Table, Weltbank, ourworldindata.org, Incrementum AG

Die Globalisierungswelle der darauffolgenden Jahrzehnte hat unsere Welt, wie in diesem Kapitel umfangreich erörtert, in vielerlei Hinsicht fundamental verändert. Die Epoche der „Great Moderation“, die die letzten Dekaden prägte, war gezeichnet durch:

- eine niedrige Inflation,
- ein stabiles, niedriges Wirtschaftswachstum,
- eine im Vergleich zu früheren Jahrzehnten geringe Makrovolatilität.

Hierfür wirkten mehrere, für sich genommen bereits sehr wirkmächtige Kräfte zusammen:

- Globalisierung i.S.v. Offshoring in Niedriglohnländer,
- Deregulierung,
- technologische Revolutionen,
- steigende Verschuldung,
- Demographie,



- ein gewisser Trend zur „Financialization“ – weg von der Realwirtschaft,
- der Zusammenbruch der Sowjetunion, der zu einer Pax Americana führte, und
- ein enormer Anstieg des Rohstoffangebots aus der ehemaligen Sowjetunion, einer zuvor bedeutenden nicht zugänglichen Quelle.

*I hope, we have a little bit lucky.*

**Lothar Matthäus**

**Viele dieser Kräfte lassen nach, haben sich umgekehrt oder drohen umzuschlagen.** Die Welt befindet sich in einem Wirtschaftskrieg (USA und China) und in einem heißen Krieg (Russland, Ukraine und stellvertretend die NATO), und die globalen Lieferketten sind ein unmittelbares Opfer. Die folgende Epoche könnte daher durch höhere Inflation und makroökonomische Volatilität gekennzeichnet sein.

*The pessimist sees difficulty in every opportunity. The optimist sees opportunity in every difficulty.*

**Winston Churchill**

**Etwas Hoffnung macht hingegen der Wirtschaftshistoriker Prof. Dr. Harold James, der im Oktober 2022 mit „Schockmomente: Eine Weltgeschichte von Inflation und Globalisierung 1850 bis heute“ ein Buch vorlegte, in welchem er sieben Globalisierungskrisen seit 1850 identifiziert und analysiert.** Er unterscheidet grundsätzlich zwischen Nachfragekrisen, z. B. die Globale Finanzkrise ab 2007, und Angebotskrisen, z. B. die Ölkrise in den 1970er-Jahren und die aktuelle Krise, und stellt fest, dass Letztere stets die Sensibilität gegenüber internationalen Lieferstrukturen erhöhen. Die aktuellen Diskussionen über Reshoring und Friend-Shoring, einseitige Abhängigkeiten, Lieferkettenumbau oder die Diversifikation von Lieferquellen stellen daher kein Novum dar, so der deutsche Ökonom Daniel Stelter. Auch in den 1970er-Jahren habe es Diskussionen über Abschottung gegeben. In der Vergangenheit haben sich Angebotskrisen jedoch stets als wesentliche Treiber für den Globalisierungsprozess erwiesen, da stets die Einsicht überhand gewann, dass es angesichts der Knappheiten ratsamer sei, nach mehr Angebotsquellen weltweit Ausschau zu halten.

*Wenn fundamental Neues in der Welt geschieht, dann stehen wir vor einem Rätsel.*

**Joseph Schumpeter**

So könnte gemäß James' Analyse der derzeit zu beobachtende Protektionismusreflex vielleicht doch nicht die längerfristigen Geschehnisse der Welt bestimmen. Einen Epochenbruch sieht er aber durchaus kommen: Die Globalisierung der Zukunft werde sich seiner Ansicht nach jedoch wesentlich von derjenigen der letzten Dekaden unterscheiden: Sie werde wohl eher technologisch getrieben sein, immaterielle Güter würden eine tragende Rolle spielen (*weightless economy*) und die höheren Energiepreise, solange man diese nicht künstlich drosselt, würden energieeffizientere Produkte und Prozesse begünstigen. Globalisierungskrisen seien immer auch Chancen gewesen, viel zu lernen – in diesem Sinne seien sie „**Schocks gegen Selbstgefälligkeit**“.

*The most important reason why civilizations go from high morale and strong consensus to pessimism and division is moral entropy.*

**William Ophuls**

Fest steht: Die kommenden Jahre werden definitiv herausfordernd sein. Die Globalisierungskrise, die geopolitische Krise, die gesellschaftlichen Krisen innerhalb des Westens sowie die geldpolitische Krise, die die Gefahr einer tiefgreifenden Finanzkrise in sich birgt, erfordern politisches Geschick, damit kompetent die Weichen für eine Zukunft gelegt werden, in welcher der Westen wettbewerbsfähig ist und sein Modell verteidigen kann. Ein Umbau des Geldsystems mag hierfür vonnöten sein. **Denn infolge der lockeren Geldpolitik ist man etwas aus der Spur geraten; Vermögende haben von dieser profitiert, das Versprechen des sozialen Aufstiegs durch**

**Bildung und harte Arbeit konnte zuletzt aber immer weniger eingehalten werden.**

*The error of optimism dies in the crisis, but in dying it gives birth to an error of pessimism. This new error is born not an infant, but a giant.*

**Arthur Pigou**

**Und was ist eigentlich der Westen?** Die Strahlkraft des westlichen Narrativs ist jedenfalls noch nicht gänzlich erloschen: Die Ukraine wehrt sich gegen die russischen Invasoren, die vom Mythos der Resowjetisierung getrieben sind, mit einem viele Beobachter zunächst überraschenden Widerstand, der seine Kraft nicht zuletzt aus der Vision zieht, einmal Teil des Westens zu sein. Die gegenwärtige Krise könnte ein Weckruf für die westliche Gemeinschaft sein, aktuelle Antworten auf die Frage nach dem Wesen des Westens zu suchen – was großteils auch narrativische Arbeit ist. Hierfür muss der Westen auch selbstkritisch mit sich ins Gericht gehen, seine Lehren aus den zersetzenden Entwicklungen der letzten Jahre ziehen – und nicht zuletzt eine Strategie für die Sanierung seines Geldsystems entwickeln. Dann besteht die Chance, dass er sein zivilisatorisches Programm weiter in die Welt tragen kann, welches [Stefan Kolev](#) vor einiger Zeit in der FAZ wie folgt in Worte gefasst hat:

*„Auf einen Satz gebracht, lässt sich der Westen wirtschaftspolitisch als eine Ordnung verstehen, die ständig gegen Privilegien ankämpft, welche die Mächtigen aufgebaut haben, und dabei anstrebt, einen privilegienfreien Zugang zu Staat, Wirtschaft und Gesellschaft zu bieten.“*

# Der Crack-up-Boom – Das Ende eines Währungsregimes

*Ein Zusammenbruch erfolgt. Die Katastrophenhause ist da. Jeder ist darauf bedacht, sein Geld gegen „reale“ Güter zu tauschen, egal ob er sie braucht oder nicht und egal wie viel Geld er dafür bezahlen muss.*

Ludwig von Mises

- Der Begriff „Crack-up-Boom“ hat in letzter Zeit in den Finanzmedien die Runde gemacht.
- Größere Bekanntheit hatte der deutsche Begriff „Katastrophenhause“ ursprünglich erlangt, als Ludwig von Mises dieses ökonomische Phänomen in seinem *Opus magnum* „Nationalökonomie“ analysierte.
- Der „Crack-up-Boom“, die englische Übersetzung von „Katastrophenhause“, beschreibt den Zusammenbruch eines Währungssystems.
- Die deutlichsten Symptome sind eine Hyperinflation der Verbraucherpreise und eine unkontrollierte Rally an den Aktienmärkten, als Folge der „Flucht in die Sachwerte“. Weitere Begleiterscheinungen sind Lieferkettenprobleme und ein Zusammenbruch der Kreditmärkte.

**Der Begriff „Crack-up-Boom“ hat in den letzten Jahren in den Finanzmedien die Runde gemacht.** Angetrieben von der ungebremsen Inflation und den hohen Aktienkursen suchten Anleger nach einer historischen Orientierung durch Analogien mit der Zeit des Zweiten Weltkriegs und den 1970er-Jahren. Der Begriff Crack-up-Boom hat seinen Ursprung in der deutschen Formulierung „Katastrophenhaussse“ in den weniger bekannten akademischen Abhandlungen von Ludwig von Mises, einem der führenden Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie.

## Geld ist eine gesellschaftliche Institution – mit allen Schwächen der menschlichen Natur



Bildnachweis: Wikipedia

Wie bereits in früheren *In Gold We Trust*-Reporten dargelegt, ist Geld eine gesellschaftliche Institution, die eine wirtschaftliche Funktion erfüllt und es uns ermöglicht, die Dinge zu erwerben, die wir in einer auf Arbeitsteilung beruhenden Welt benötigen und wollen. Geld ist eine durch und durch menschliche Einrichtung und „allows humans to structure life in incredibly complex ways that were not available to them before the invention of money.“<sup>61</sup>

### So löste die Einführung von Münzen im antiken Lydien vor fast dreitausend Jahren, die den Weg für die Entstehung der

**Geldwirtschaft ebnete, eine monetäre Revolution aus.** Was im Handel begann, breitete sich schnell auf alle anderen Lebensbereiche aus, von der Politik über die Religion bis hin zur Wissenschaft, als die Verwendung von Zahlen sowie das Zählen und Rechnen das menschliche Denken rationalistischer werden ließen. Und auch wenn das lydische Königreich unter Krösus nach der Eroberung durch Kyros unterging, setzte sich das neue Geldsystem durch und förderte die Entwicklung der klassischen Zivilisationen des Mittelmeerraums. Der nächste Quantensprung in der Geschichte des Geldes wurde durch die Erfindung des Bankwesens und des Papiergeldes in den Banken der italienischen Renaissance ausgelöst und ermöglichte die kapitalistische Wirtschaft, wie wir sie heute kennen, während in jüngster Zeit die Erfindung des digitalen Geldes dem Geld als gesellschaftliche Institution eine weitere Dimension verlieh.

### Schokolade als Währung

Während des Aztekenreichs (1400 n. Chr.) wurde die Kakaobohne zum wichtigsten Tauschmittel. Schokolade wurde sogar so wertvoll, dass sie von Kriminellen gefälscht wurde, die Kakaobohnen aushöhlten und mit Schlamm füllten. Kakao war in Mexiko und Mittelamerika eine sehr geschätzte Ware, die in großem Umfang gehandelt oder konsumiert werden konnte. Ihr Wert richtete sich nach dem lokalen kulturellen Kontext, denn als die ersten europäischen Piraten eine Ladung Kakaobohnen beschlagnahmten, „they mistook the cacao beans for rabbit dung and dumped the entire cargo in the sea“ (Weatherford). Es wird oft vergessen, dass Währungen neben ihren ökonomischen Eigenschaften wie Teilbarkeit, Übertragbarkeit und Standardisierung auch Schönheit (Gold) oder Geschmack (Schokolade) aufweisen können.

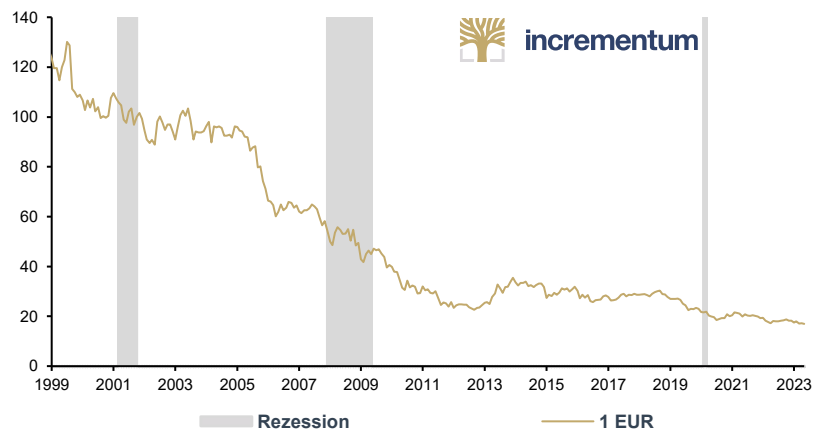
<sup>61</sup> Weatherford, Jack: *The History of Money – From Sandstone to Cyberspace*, Crown Publishers, 1997, S. 43



Bildnachweis: Christoph F. Siekermann

Während dieser 3000-jährigen Geldgeschichte hat sich nicht nur die menschliche Kultur tiefgreifend gewandelt, es sind auch zahlreiche Währungssysteme entstanden und verschwunden. **Die heute am längsten verwendete Währung ist bei weitem das britische Pfund mit einer „Lebenszeit“ von derzeit rund 1200 Jahren, wenn auch um den Preis einer erheblichen Abwertung.** Während 1257 eine Feinunze Gold 0,89 GBP kostete,<sup>62</sup> liegt der Preis heute bei über 1.500 GBP. Die zweit- und drittältesten im Umlauf befindlichen Währungen sind, was viele überraschen dürfte, der **russische Rubel** und der **serbische Dinar**, die seit dem 13. Jahrhundert in Gebrauch sind. Im Laufe der Jahrhunderte haben sowohl der Rubel als auch der Dinar mehrere Abwertungen und Aufwertungen erfahren. Vergleichsweise jung ist der US-Dollar, der erst 1792 mit dem vom US-Kongress verabschiedeten „Coinage Act“ eingeführt wurde. Noch jünger ist der **Schweizer Franken**, der 1850 durch das erste Münzgesetz auf Grundlage der neuen Schweizer Bundesverfassung eingeführt wurde. Noch in den Kinderschuhen steckt auch der Euro, der überhaupt erst 1999 eingeführt wurde. Dennoch hat der Euro seither, gemessen am Goldpreis, um 85% abgewertet. Mit anderen Worten: Der Goldpreis in Euro ist seit seiner Einführung um 555% gestiegen.

#### 1 EUR, in mg Gold, 01/1999-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Papiergeld kehrt schließlich zu seinem eigentlichen Wert zurück – null.*

**Voltaire**

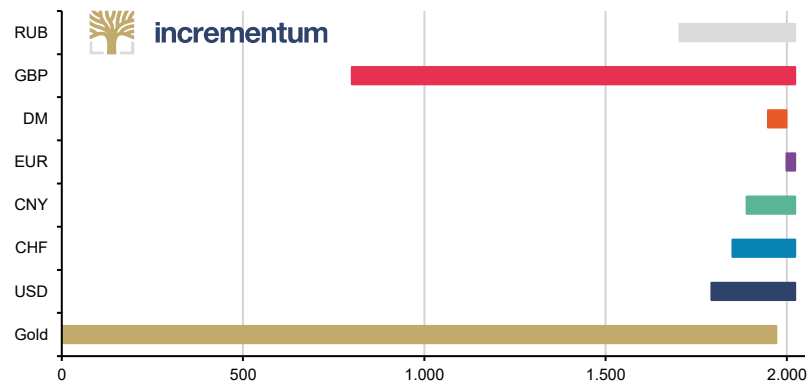
## Die meisten Währungen sind sehr jung

**Die Erkenntnis, wie kurzlebig die meisten Währungssysteme sind, führt uns nicht nur zu der Frage, wie und warum ein Währungssystem entsteht, sondern auch – wie und warum es enden wird.** Und diese Frage ist letztlich noch wichtiger. Eine Zeit lang **kursierte im Internet das Meme**, dass die durchschnittliche Lebensdauer einer Fiat-Währung nur 27 Jahre betrage. Dabei wurden jedoch, **wie Kritiker anmerkten**, nur jene Währungen berücksichtigt, die nicht mehr im Umlauf sind. Betrachtet man alle derzeit im Umlauf befindlichen Währungen, so beträgt ihre durchschnittliche Lebensdauer gemäß unseren Berechnungen aktuell etwa 74 Jahre. Im Vergleich dazu ist die Lebensdauer eines

<sup>62</sup> Weale, Martin: „1300 Years of the Pound Sterling“, *National Institute Economic Review*, Nr. 172, April 2000, S. 78–89, S. 78

durchschnittlichen S&P 500-Unternehmens viel kürzer und beträgt **nur 18 Jahre** (Stand heute).

### Lebensdauer diverser Währungen, 0-2023



Quelle: Wikipedia, Incrementum AG

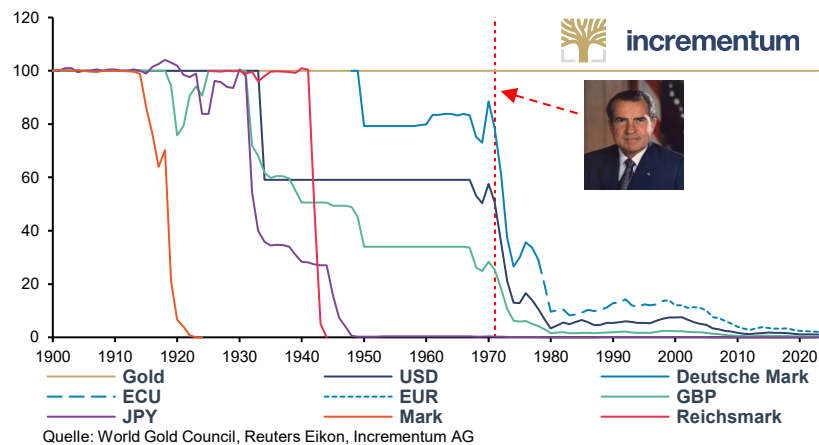


Ein Fotograf kniet auf einer mit Invasionsgeld übersäten Straße, Rangun, 1945.  
Bildnachweis: [Wikipedia](#)

**Was das Ende oder den „Tod“ einer Währung angeht, so sind drei Szenarien denkbar.** Erstens: die Ersetzung der heimischen Währung durch jene der Eroberer. Ein Beispiel hierfür ist das so genannte „Japanische Invasionsgeld“, offiziell bekannt als „Southern Development Bank Notes“, das während des Zweiten Weltkriegs von Japan in den besetzten Ländern und Regionen eingeführt wurde. Ein zweites Szenario ist die Einführung einer neuen Währung aus politischen Gründen. Zu den jüngsten Beispielen dieser Art gehört die Einführung des Euros, der die bestehenden Währungen in den Teilnehmerländern der neu gegründeten Währungsunion wie die Deutsche Mark, die italienische Lira oder den französischen Franc ersetzt. **Das dritte und vielleicht berüchtigtste Szenario ist der Kollaps einer Währung, meist in Form einer Hyperinflation.**

Währungen, ob sie nun aus Papiergeld, Münzen oder einem elektronischen Bucheintrag bestehen, sind einfach eine Art von Geld, das an einem Ort für einen begrenzten Zeitraum beliebt ist. Gold und Silber sind ebenfalls Geld, aber sie sind eine andere Art von Geld, das oft als Metallstandard bezeichnet wird. Der Lebenszyklus einer Währung ist eine flüchtige Form des Geldes, die immer wieder an Beliebtheit oder Nützlichkeit verliert. Alle Währungen sind vergänglich, und einige haben eine sehr kurze Lebensdauer. Mit der Erfindung von Bitcoin und anderen Kryptowährungen sind wir nun Augenzeugen eines Live-Experiments einer monetären Erfindung, und es wird sehr interessant sein, zu beobachten, wie sich dieses im Laufe der nächsten Jahrzehnte entwickeln wird.

### Gold und diverse Währungen gemessen in Gold, 1900-2023



Laut Wikipedia wird als Währung „*die vom Staat anerkannte Geldart (das gesetzliche Zahlungsmittel eines Landes) bezeichnet*“ oder ganz allgemein „*die Verfassung und Ordnung des gesamten Geldwesens eines Staates, die insbesondere die Festlegung des Münz- und Notensystems innerhalb des Währungsraums betrifft.*“ Seit 1978 veröffentlicht die „Internationale Organisation für Normung“ (ISO) die **ISO 4217**, eine Norm, die allen Währungen der Welt ihr „ISO 4217 Währungskurzzeichen“ zuweist.

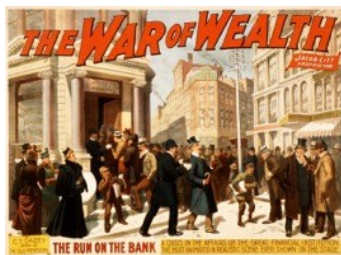
*Monetary stability is a necessary and sufficient condition of financial stability.*

**Brendan Brown**

Ein großer Vorteil des Geldes ist seine Funktion als allgemein verwendete monetäre Recheneinheit. Wirtschaftliche Berechnungen, die alles umfassen, was gegen Geld getauscht wird, werden so möglich. So wurden die Preise für Waren und Dienstleistungen in Geld ausgedrückt, entweder in Gold- und Silbereinheiten oder in jeder anderen gängigen Währung. Heute werden alle Preise in einer Fiat-Währung angegeben, z. B. Euro, US-Dollar, Pfund Sterling, Yen, wobei der US-Dollar als Referenzwert für alle anderen Währungen dient. In seinem Buch „*What Has Government Done to Our Money*“ wies Murray Rothbard darauf hin: „*Money [currency] does not measure prices or values; it is the common denominator for their expression. In short, prices are expressed in money [currency], they are not measured by it.*“

**Wenn eine Währung zu volatil wird oder ihr Vertrauen als einlösbaren Wert verloren hat, kann sie nicht mehr als Geld dienen.** Um ihre wirtschaftliche Funktion als Tauschmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel erfüllen zu können, muss eine Währung zwangsläufig ein Mindestmaß an Vertrauen und Stabilität aufweisen. Heutzutage verfolgen die meisten Zentralbanken in ihrer Rolle als Emittenten der jeweiligen Landeswährung ein **Inflationsziel**, das einen jährlichen Wertverlust von 2% als optimal ansieht. Dieses 2%-Ziel wird weithin als ausreichend niedrig angesehen, was die Volatilität und das Vertrauen angeht, damit die Währung als Geldform lebensfähig bleibt. Steigt die Inflationsrate jedoch über 2%, wird es für die Wirtschaftsakteure schwierig, produktive und rationale Entscheidungen zu treffen, und die Zentralbanken befürchten einen Ansturm auf ihre nationale Währung.

## Hyperinflation – Zusammenbruch einer Währung



Ein Plakat für das Broadway-Melodrama The War of Wealth von 1896 zeigt einen Banküberfall im 19. Jahrhundert in den USA.  
Bildnachweis: Wikipedia

*The trouble with paper money is that it rewards the minority that can manipulate money and makes fools of the generation that has worked and saved.*

**Adam Smith**

In der Geschichte gibt es jedoch zahlreiche Beispiele dafür, dass Währungen früher oder später ihre eigentliche Funktion verfehlt haben. Die extremsten Beispiele fallen in die Kategorie der Hyperinflation, die nach der erstmals von Philipp Cagan eingeführten und immer noch weit verbreiteten Definition in jenem Monat beginnt, bevor die monatliche Inflationsrate 50% übersteigt, und in jenem endet, bevor diese unter diese Marke fällt, und zumindest für ein Jahr unter diesem Schwellenwert verbleibt.<sup>63</sup> Eine monatliche Inflationsrate von 50% entspricht einer jährlichen Rate von 12.975%. Zum Vergleich: Die jährliche Inflationsrate betrug Ende 2022 in der Türkei 64%, in Argentinien 95%, in Venezuela 156% und in Simbabwe 244%.

Steve H. Hanke, Professor für angewandte Wirtschaftswissenschaften an der „John Hopkins University“, hat Cagans Definition von Hyperinflationen weiter verfeinert als „inflation in which the inflation rate exceeds 50% per month for at least thirty consecutive days.“ Auf Grundlage dieser verfeinerten Definition wurde von Hanke and Nicholas Krus die sogenannte „Hanke-Krus-Hyperinflationstabelle“ erstellt. Diese wurde erstmals 2013 veröffentlicht,<sup>64</sup> per Jänner 2023 umfasst sie folgende Episoden:

### Hanke-Krus-Welthyperinflationstabelle

Land	Monat mit höchster Inflationsrate	Höchste monatliche Inflationsrate	Die Preise verdoppelten sich alle
Ungarn	Jul 1946	4,19 x 10 <sup>16</sup> %	15,0 Stunden
Simbabwe	Mitte-Nov 2008	7,96 x 10 <sup>10</sup> %	24,7 Stunden
Jugoslawien	Jän 1994	313000000%	1,41 Tage
Republika Srpska	Jän 1994	297000000%	1,41 Tage
Deutschland	Okt 1923	29500%	3,70 Tage
Griechenland	Okt 1944	13800%	4,27 Tage
China	Apr 1949	5070%	5,34 Tage
Freie Stadt Danzig	Sep 1923	2440%	6,52 Tage
Armenien	Nov 1993	438%	12,5 Tage
Turkmenistan	Nov 1993	429%	12,7 Tage
Taiwan	Aug 1945	399%	13,1 Tage
Peru	Aug 1990	397%	13,1 Tage
Bosnien Herzegowina	Jun 1992	322%	14,6 Tage
Frankreich	Mitte-Aug 1796	304%	15,1 Tage
China	Jun 1945	302%	15,2 Tage
Ukraine	Jän 1992	285%	15,6 Tage
Polen	Okt 1923	275%	16,0 Tage
Nicaragua	Mrz 1991	261%	16,4 Tage
Kongo (Zaire)	Nov 1993	250%	16,8 Tage
Russland	Jän 1992	245%	17,0 Tage

<sup>63</sup> Cagan, Philip: „The Monetary Dynamics of Hyperinflation“, in: Friedman, M. (Hrsg.): *Studies in the Quantity Theory of Money*, The University of Chicago Press, Chicago, 1956, S. 25-117, S. 25

<sup>64</sup> Hanke, Steve H. and Krus, Nicholas: „World Hyperinflation“, in: Parker, Randall and Whaples (Hg.): *The Handbook of Major Events in Economic History*, 2013, S. 367–377. Steve Hanke und John Greenwood waren wahrscheinlich die Ersten, die mit Hilfe der Quantitätstheorie des Geldes genau vorhersagten, wie sich die Inflation in den USA entwickeln würde. Am 20. Juli 2021 schrieben sie in „Too Much Money Portends High Inflation“, dass „the year-over-year inflation rate will be at least 6% and possibly as high as 9%.“ Sie waren ziemlich nah dran. Der Höchstwert lag bei 9,1% pro Jahr. Sie haben auch die Kehrseite erkannt. In ihrem Meinungsartikel vom 14. Februar 2023 mit dem Titel „High Inflation Will End Soon“ verwendeten sie die Quantitätstheorie des Geldes, eine Theorie, die von Powell und der Federal Reserve ignoriert wird, um zu dem Schluss zu kommen, dass „we think inflation is knocking on death's door and a recession may be on the way.“ Außerdem haben sie, wie immer, ihre Prognose mit konkreten Zahlen belegt. Sie kamen zu dem Schluss, dass die jährliche Inflationsrate bis Ende 2023 auf 2% bis 5% fallen würde. Sie könnten die einzigen sein, die eine Prognose mit Zahlenwerten versehen haben, eine Prognose, die so aussieht, als würde sie ins Schwarze treffen.



Bulgarien	Feb 1997	242%	17,1 Tage
Republik Moldau	Jän 1992	240%	17,2 Tage
Venezuela	Apr 2018	219%	17,9 Tage
Russland / UdSSR	Feb 1924	212%	18,5 Tage
Georgien	Sep 1994	211%	18,6 Tage
Tadschikistan	Jän 1992	201%	19,1 Tage
Georgien	Mrz 1992	198%	19,3 Tage
Argentinien	Jul 1989	197%	19,4 Tage
Simbabwe	Okt 2017	185%	20,1 Tage
Bolivien	Feb 1985	183%	20,3 Tage
Libanon	Jun 2020	170%	20,9 Days
Weißrussland	Jän 1992	159%	22,2 Tage
Kirgisistan	Jän 1992	157%	22,3 Tage
Venezuela	Apr 2020	151%	22,6 Tage
Kasachstan	Jän 1992	141%	24,0 Tage
Österreich	Aug 1922	129%	25,5 Tage
Bulgarien	Feb 1991	123%	26,3 Tage
Usbekistan	Jän 1992	118%	27,0 Tage
Aserbaidshjan	Jän 1992	118%	27,0 Tage
Kongo (Zaire)	Nov 1991	114%	27,7 Tage
Peru	Sep 1988	114%	27,7 Tage
Taiwan	Okt 1948	108%	28,9 Tage
Ungarn	Jul 1923	97,90%	30,9 Tage
Chile	Okt 1973	87,60%	33,5 Tage
Estland	Jän 1992	87,20%	33,6 Tage
Angola	Mai 1996	84,10%	34,5 Tage
Brasilien	Mrz 1990	82,40%	35,1 Tage
D.R. Kongo	Aug 1998	78,50%	36,4 Tage
Polen	Jän 1990	77,30%	36,8 Tage
Armenien	Jän 1992	73,10%	38,4 Tage
Tadschikistan	Nov 1995	65,20%	42,0 Tage
Lettland	Jän 1992	64,40%	42,4 Tage
Turkmenistan	Jän 1996	62,50%	43,4 Tage
Philippinen	Jän 1944	60,00%	44,9 Tage
Jugoslawien	Dez 1989	59,70%	45,1 Tage
Deutschland	Jän 1920	56,90%	46,8 Tage
Kasachstan	Nov 1993	55,50%	47,8 Tage
Litauen	Jän 1992	54,00%	48,8 Tage
Weißrussland	Aug 1994	53,40%	49,3 Tage
Taiwan	Feb 1947	50,80%	51,4 Tage

Quelle: Hanke, Steve H., Nicholas Krus, Incrementum AG

*Money, like chocolate on a hot oven, was melting in the pockets of the people.*

**Ludwig von Mises**

**Das jüngste Beispiel einer Hyperinflation findet sich in Venezuela, wengleich sich die Raten im Vergleich zu den Vorjahren deutlich beruhigt haben und wieder unter die Marke von 50% gefallen sind.**

Auch Argentinien, die Türkei und der Libanon kommen einem in den Sinn, wenn man an ein Hyperinflationsumfeld denkt, allerdings liegen ihre Raten aktuell deutlich unter 50% pro Monat und sind somit nicht als Hyperinflation gemäß der Definition von Cagan und Hanke einzustufen. Dennoch stehen die Menschen in diesen Ländern aufgrund der anhaltenden Abwertung ihrer Währungen vor großen Herausforderungen. Im Falle des Libanon hat die libanesische Zentralbank, die Banque du Liban, zu Beginn des Jahres den Wert des Libanesischen Pfunds gegenüber dem US-Dollar neu festgelegt und **damit die Währung um rund 90% abgewertet**. Dieser neue Wechselkurs ist jedoch immer noch weit von dem Schwarzmarktkurs entfernt, auf dessen Grundlage viele Menschen im Lande handeln und rechnen.

**Bemerkenswert ist, dass alle oben genannten Beispiele, einschließlich der französischen Hyperinflation, unter diskretionären Papiergeldsystemen auftraten und durch staatliche Haushaltsdefizite verursacht wurden, die durch übermäßige Geldschöpfung finanziert wurden.**<sup>65</sup> Der endgültige Auslöser einer unkontrollierten, sich beschleunigenden Inflationsrate ist jedoch auf vielfältige politische und gesellschaftliche Bedingungen zurückzuführen und nicht auf die absolute Höhe der Kreditschöpfung.

## Der Crack-up-Boom

*Je mehr die Geldmenge wächst, desto wahrscheinlicher ist eine Hyperinflation und ein möglicher Zusammenbruch der Geldnachfrage: die Entfaltung eines Crack-up-Booms.*

**Ludwig von Mises**

*When a nation is running to decay and ruin, the merchant, and monied man, do what you can, will be sure to starve last.*

**John Locke**

**Die Österreichische Schule der Nationalökonomie ist insbesondere für ihre Erkenntnisse zur Geld-, Konjunktur- und Preistheorie bekannt.** So ist es nicht verwunderlich, dass Ludwig von Mises den Begriff „Katastrophenhaussse“ (engl. „crack-up boom“) popularisiert hat. Frühere Erwähnungen des deutschen Ausdrucks finden sich zum Beispiel in Moriz Dubs Artikel „Die weitere Entwicklung der Katastrophenhaussse in Oesterreich mit Streiflichtern auf Deutschland“ von 1922.<sup>66</sup> Mises, der die Krisenjahre der 1920er- und 1930er-Jahre in Österreich miterlebt hatte, – **Österreich durchlebte die hyperinflationäre Zerstörung der Krone schon 1922** und damit ein Jahr früher als Deutschland –, war sich der verzerrenden Wirkungen einer künstlichen Aufblähung der Geld- und Kreditmenge durchaus bewusst. **Da sich die deutsche Hyperinflation in diesem Jahr zum 100. Mal jährt**, könnte dies allein schon Grund genug sein, sich erneut mit dem Thema zu befassen.

Die künstliche Aufblähung des Geldangebots für die Wirtschaft führt zu einem künstlichen Rückgang der Zinssätze und verleitet die Anleger dazu, in Projekte zu investieren, die bloß rentabel erscheinen, obwohl sie es gegeben der realen Ersparnisse nicht sind. Wenn die Banken die Wirtschaft weiter mit Krediten versorgen, steigen die Preise, die Löhne und die Vermögenspreise, sodass sich der falsche Eindruck eines kräftigen Wirtschaftswachstums ergibt. Gleichzeitig bleibt das inhärente Problem der Fehlallokation von Kapital bestehen. Je länger die Kreditexpansion anhält, desto größer werden die Verwerfungen in der Gesamtwirtschaft. Unrentable Geschäftsideen werden verfolgt, und unproduktive Personen werden belohnt. **Im heutigen Sprachgebrauch würde man von einer Zombifizierung der Wirtschaft sprechen.**

Im Gegensatz zu den meisten Ökonomen betrachten die Wissenschaftler in der Tradition der Österreichischen Schule der Nationalökonomie den künstlichen Boom, der durch die Abwärtsmanipulation der Zinssätze durch die Zentralbanken ausgelöst wird, als den besorgniserregenden Prozess, der eine Wirtschaft aus dem Gleichgewicht bringt, während die darauf folgende Rezession der unvermeidliche Prozess ist, der die Wirtschaft wieder ins Gleichgewicht zurückführt. Diese wellenförmige Entwicklung der Wirtschaft darf nicht mit dem säkularen Wachstum verwechselt werden, das von der Menge der in einer Volkswirtschaft verfügbaren realen Ersparnisse abhängt.

<sup>65</sup> Bernholz, Peter: *Monetary Regimes and Inflation – History, Economic and Political Relationships*, Edward Elgar, 2003, S. 19, 69, 73

<sup>66</sup> Dub, Moriz: „Die weitere Entwicklung der Katastrophenhaussse in Oesterreich mit Streiflichtern auf Deutschland“, in: *Finanz- und Volkswirtschaftliche Zeitfragen*, Heft 80, 1922

*Jedes reale Wachstum des Kapitalstocks braucht Zeit und erfordert freiwillige Nettoersparnisse. Die Ausweitung der Geldmenge in Form von Bankkrediten kann den Prozess des Wirtschaftswachstums auf keinen Fall abkürzen.*

**Moss & Vaughn**

*Er hat sehr wohl erkannt, dass der Überfluss an Geld alles teuer macht, aber er hat nicht analysiert, wie das geschieht. Die große Schwierigkeit dieser Analyse besteht darin, herauszufinden, auf welchem Weg und in welchem Verhältnis die Vermehrung des Geldes den Preis der Dinge anhebt.*

**Richard Cantillon**

*Die Vorteile der Bargeldhaltung müssen mit Opfern erkaufte werden, die als unangemessen belastend empfunden werden.*

**Ludwig von Mises**

**Verschiedene Wissenschaftler haben über die Folgen dieser Verzerrung geschrieben.** Sie alle kommen zu demselben Schluss: Früher oder später wird die Korrektur kommen. Spätestens dann, wenn sich die Kreditexpansion nicht mehr weiter beschleunigt und die Marktteilnehmer Schwierigkeiten haben, ihre Schulden zu bedienen. Wenn die privaten Fehlallokationen von Kapital aufgedeckt werden, versucht der Staat oft einzugreifen, indem er Unternehmen aus der Patsche hilft und die Kreditexpansion durch Quantitative Easing, d. h. den direkten Ankauf von Anleihen, oder Credit Easing, die Lockerung der Finanzierungsbedingungen für Geschäftsbanken, in Gang hält. Zu den jüngsten Beispielen gehören die gezielten langfristigen Finanzierungsoperationen (TLTRO) der EZB mit dem ausdrücklichen Ziel, *„preserving favorable borrowing conditions for banks and stimulating bank lending in the real economy.“* Die mangelnde Bereitschaft sowohl privater als auch staatlicher Akteure, einen Investitionsverlust anzuerkennen, führt zu einer absurden Kreditexpansion, die durch das rücksichtslose Drucken von Geld fortgesetzt wird, bis das gesamte Wirtschaftssystem in einem Crack-up-Boom zusammenbricht.

Zwar hat Mises den Begriff Katastrophenhaushalt, den deutschsprachigen Vorläufer des Crack-up-Booms, als Deutsch noch die lingua franca der Wissenschaftswelt war, bekannt gemacht, doch blieb seine Definition etwas vage, indem er ihn in den Kontext eines raschen Kaufkraftverlustes stellte, der durch die Kreditexpansion ausgelöst wird und schlussendlich zu einer Flucht in reale Güter, in die Sachgüter, führt: *„Ein Zusammenbruch erfolgt. Die Katastrophenhaushalt ist da.“*<sup>67</sup> Er merkt zudem an: *„Das Geldsystem bricht zusammen; alle Transaktionen mit dem betreffenden Geld werden eingestellt. Das Ende der Währungsangst ist die vollkommene Entwertung des Geldes.“*

Entgegen der landläufigen Meinung beschrieb der Crack-up-Boom für Mises also tatsächlich den allgemeinen Zusammenbruch der Wirtschaft, der durch *„die Panik des Währungszusammenbruchs“* verursacht wurde, und geht weit über die Panikrally an den Aktienmärkten hinaus, obwohl diese eines der verschiedenen Symptome des Währungszusammenbruchs darstellt. In der Weimarer Republik musste die Regierung sogar mit der Verhängung des „Ausnahmestandes“ auf das daraus resultierende Chaos reagieren. Generell lässt sich der Zusammenbruch der Wirtschaft in den folgenden Bereichen beobachten:

- **Kreditmarkt:** Die Zinssätze steigen rasch an und liegen weit über dem Niveau für wirtschaftlich vertretbare Investitionen.
- **Vermögenspreisblase:** Der Anstieg der Vermögenspreise übersteigt alle historischen Cash-Flow-Niveaus.
- **Lieferketten:** B2B-Transaktionen werden aufwendiger, die Lieferketten funktionieren nicht mehr, die Zwischenprodukte werden knapp.
- **Verbraucherpreise:** eine galoppierende Inflation, die Konsumenten wie Unternehmern die rationale Kalkulation erschwert bis verunmöglicht

<sup>67</sup> 1940 veröffentlichte Ludwig von Mises im Exil in Genf „Nationalökonomie – Theorie des Handelns und Wirtschaftens“. 1949 erschien eine leicht veränderte englische Übersetzung unter dem Titel „Human Action – A Treatise on Economics“. Diese Fassung wurde vor kurzem unter dem Titel „Menschliches Handeln: Eine Grundlegung ökonomischer Theorie“ ins Deutsche rückübertragen.

*Since the beginning of time, the flow of people to the stock exchange has not been as strong and extended to all circles as it is now. The big profits always attract new crowds of buyers and spread the view that it has to stay like this forever.*

**Moriz Dub (1922)**

*What 's lighter than the mind? A thought. Than thought? This bubble world. What, than this bubble? Nought.*

**Francis Quarles, 1634**



American Union Bank, New York City,  
26. April 1932.  
Bildnachweis: [Wikipedia](#)

**Die Hyperinflation ist das am leichtesten zu beobachtende und zu messende Symptom für den Zusammenbruch des Währungssystems.**

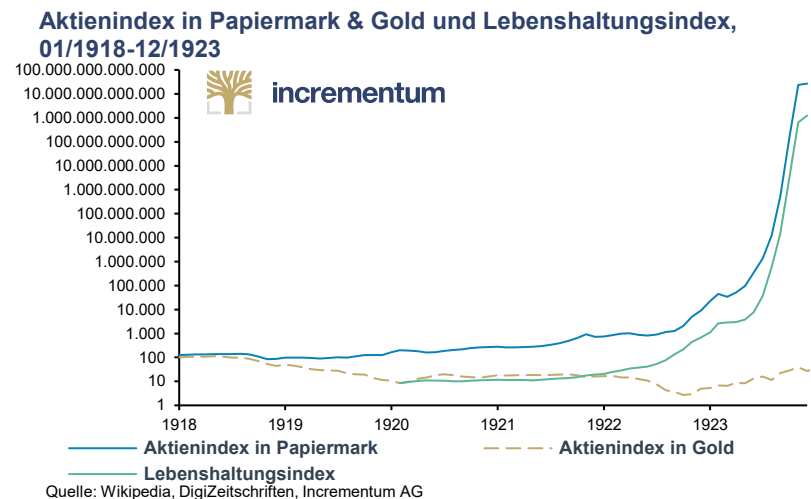
Veröffentlichte Verbraucherpreise sind für eine breite Öffentlichkeit viel leichter zu beobachten als Unterbrechungen der Lieferkette, die Verknappung von Zwischenprodukten und Kreditverweigerung. Außerdem ist jeder, der die Währung hält, ihr direkt ausgesetzt. Daher ist eine Hyperinflation das häufigste finanzielle Symptom im Zusammenhang mit einem Crack-up-Boom, aber natürlich nicht das einzige wirtschaftliche Symptom. **Murray Rothbard** beschrieb dies wie folgt:

*„A frantic rush ensues to get rid of money at all costs and to buy anything else. In Germany, this was called a 'flight into real values'. The demand for money falls precipitously almost to zero, and prices skyrocket upward virtually to infinity.“*

In diesem Stadium „bewirkt die Zunahme der Geldmenge einen Rückgang der Geldnachfrage“, wie Mises in seinem *Opus magnum* „*Human Action*“ erklärt (unsere Übersetzung). Dies ist auch ein Zeichen für Vertrauensverlust in die Währung. Eine weitere Folge der raschen Preisschwankungen ist, dass andere Formen des Gütertausches, wie z. B. der direkte Tauschhandel, die frühere Rolle einer nun toten Währung zu übernehmen beginnen. Häufig werden auch andere Währungen als Ersatzwährungen eingeführt.

**Das zweitwichtigste Symptom eines Crack-up-Booms ist wahrscheinlich die Explosion der Vermögenspreise – insbesondere der Aktienkurse –, und der Begriff Crack-up-Boom wird häufig verwendet, um genau diese extremen Kurssteigerungen zu beschreiben**, obwohl Mises den Ausdruck auch für den Zusammenbruch des gesamten Währungssystems verwendete.

**Berühmt sind daher die Darstellungen der Entwicklung des deutschen Aktienindex in den 1920er-Jahren.** Zu Beginn des Jahres 1918 stand dieser bei rund 120 und explodierte bis Ende 1923 auf unfassbare 26.890.000.000.000. Bemerkenswert ist, dass der deutsche Aktienindex, gemessen an Gold, sowohl im Vorfeld der Hyperinflation als auch in der ersten Phase (bis Herbst 1922) real an Wert verlor und erst im späteren Verlauf der hyperinflationären Zerstörung der Papiermark wieder zulegte.



*Paper wealth has multiplied while genuine wealth has stagnated.*

**Edward Chancellor**

*Once no one acknowledged it, the Germans learnt, their paper money had no value or use – save for papering walls or making darts. The discovery which shattered their society was that the traditional repository of purchasing power had disappeared, and that there was no means left of measuring the worth of anything. For many, life became an obsessional search for Sachwerte.*

**Adam Ferguson**

Um ein konkretes Beispiel zu nennen: Die Aktie von Siemens-Schuckert (seit 1966 Siemens AG) lag am 25. Juli 1914 bei 216. Bis September 1921 stieg sie auf 4.650 und nur wenige Wochen später, Ende November 1921, erreichte sie 14.000. In US-Dollar ausgedrückt, blieb die Bewertung der Aktie jedoch nahezu unverändert.<sup>68</sup>

**Die Suche nach Werten in einem Hochinflationsumfeld treibt die Preise von Vermögenswerten in die Höhe, angeheizt durch Angst und trotz eines schlechten ökonomischen Umfelds.** Umso anschaulicher sind jedoch die Berichte von Zeitzeugen. Aufschlußreich sind beispielsweise die Beschreibungen von Moriz Dub, der bereits 1920, nach dem Ersten Weltkrieg, den inversen Zusammenhang zwischen der Abwertung der Währung und den stürmischen Aufwärtsbewegungen an den deutschen und österreichischen Börsen beobachtete.<sup>69</sup> Nur zwei Jahre später attestiert er eine weitere Verschärfung dessen, was er als „eigentümliche Dynamik“ bezeichnet. Insbesondere hebt er das allgemeine Interesse an Börsenbewegungen, eine allgemein geringe Sparneigung, eine Verknappung der Güter und eine Umverteilung des Reichtums innerhalb der Gesellschaft von den Armen zu den Reichen hervor.

Diese Beobachtungen läuteten die deutsche Hyperinflation – oder den Crack-up-Boom – von 1923 perfekt ein. Während der US-Dollar 1914 mit 4,20 Reichsmark bewertet wurde, sank er bis 1922 auf nur noch 1/1000 seines früheren Wertes, bevor er im November 1923 mit 4,2 Milliarden Reichsmark für den US-Dollar gehandelt wurde. Hinter dieser absurden und katastrophalen Abwertung der Währung stand die Reichsbank, die damalige Deutsche Bundesbank, die dem Ruf nach immer mehr Geld angesichts der sich beschleunigenden Preise nachkam.

Der Direktor der Reichsbank, **Rudolf Havenstein**, erläuterte den immer größer werdenden Druck, dem die Reichsbank ausgesetzt war, als die Druckerpresse ohnehin schon voll ausgelastet war:

*„The wholly extraordinary depreciation of the mark has naturally created a rapidly increasing demand for additional currency, which the Reichsbank*

<sup>68</sup> Dub, Moriz: „Die weitere Entwicklung der Katastrophenhausa in Oesterreich mit Streiflichtern auf Deutschland“, in: *Finanz- und Volkswirtschaftliche Zeitfragen*, Heft 80, 1922, S. 10

<sup>69</sup> Dub, Moriz: „Die weitere Entwicklung der Katastrophenhausa in Oesterreich mit Streiflichtern auf Deutschland“, in: *Finanz- und Volkswirtschaftliche Zeitfragen*, Heft 80, 1922, S. 7

*has not always been able to fully satisfy. A simplified production of notes of large denominations enabled us to bring ever greater amounts into circulation. But these enormous sums are barely adequate to cover the vastly increased demand for the means of payment, which has just recently attained an absolutely fantastic level, especially as a result of the extraordinary increases in wages and salaries. The running of the Reichsbank's note-printing organization, which has become absolutely enormous, is making the most extreme demands on our personnel.“<sup>70</sup>*

Bresciani-Turroni beschreibt es so:

*„It was in the autumn of 1921 that business on the German Bourse reached such a condition as to put in the shade even the classical examples of the most violent fever of speculation. The technical equipment of the German exchanges was insufficient for the increasing mass of transactions.“*

Dub stellt fest: *„In the price sheets we find shares, which have remained without yield for years and yet have the highest ratings. Imagination takes the place of calm calculation.“<sup>71</sup>*

*‘I think the market is very appealing, and prices are low,’ said Keynes. And where is the crash coming from in any case? The crash will come from the gap between appearances and reality. I have never seen such stormy weather gathering; I said.*

**Felix Somary**

*In all the markets nothing was to be seen but gold and silver, and the wages of the lower classes were paid in no other medium. One would have imagined that there was no paper in France. The mandates were in the hands of speculators only.*

**Adolphe Thiers (1840)**

**Weniger offensichtlich ist, wie sich das unvorhersehbare und riskante Umfeld früher oder später auf die Kreditmärkte und die privaten Geldgeber auswirkt, die immer vorsichtiger werden und höhere Zinssätze verlangen**, sofern sie überhaupt noch bereit sind, Kredite zu vergeben. Schon Karl Marx schrieb, dass *„der Zinssatz in Krisenzeiten seinen Höhepunkt erreicht, wenn Geld um jeden Preis geliehen wird, um die Zahlungen zu leisten.“* **Infolgedessen werden die Kredit- und Kapitalmärkte in Umfang und Zeitdimension schrumpfen**, was die bereits schwache Wirtschaft weiter schädigt. In Deutschland beispielsweise machte sich 1922 bemerkbar *„a scarcity of the means of payment [...] Deposits in the banks diminished rapidly because of the progressive depreciation of German money. That obliged the banks to restrict credits.“* Auch während der Hyperinflation in Argentinien in den 1980er-Jahren hörten die Kreditmärkte mit einer Laufzeit von mehr als 14 Tagen einfach auf zu existieren.<sup>72</sup>

Die Störungen und Verwerfungen können in der Wirtschaft lange Zeit bestehen bleiben. **Wie Mises ausführt:**

*„Die wellenförmige Bewegung im Wirtschaftssystem, die Wiederkehr von Haussephasen und anschließenden Depressionen ist das unvermeidbare Ergebnis der wiederholten Versuche, den Marktzens durch Kreditausweitung zu senken. Es gibt keine Möglichkeit, den endgültigen Kollaps einer Hausse zu vermeiden, der durch Kreditausweitung verursacht wird. Die Alternative ist nur, ob die Krise früher als Folge eines freiwilligen Verzichts auf eine weitere*

<sup>70</sup> Havenstein, Rudolf: "Ansprache an das Direktorium der Reichsbank, 25. August 1923", übersetzt in: Ringer, Fritz K. (Hrsg.): *Die deutsche Inflation von 1923*, New York: Oxford University Press, 1969, S. 96

<sup>71</sup> Dub, Moriz. 1922. *Die weitere Entwicklung der Katastrophenhausse in Oesterreich mit Streiflichtern auf Deutschland*, S 6 in: Finanz- und Volkswirtschaftliche Zeitfragen, Heft 80, 1922, Verlag von Ferdinand Enke in Stuttgart

<sup>72</sup> Bernholz, Peter: *Monetary Regimes and Inflation - History, Economic and Political Relationships*, Edward Elgar, 2003, S. 93

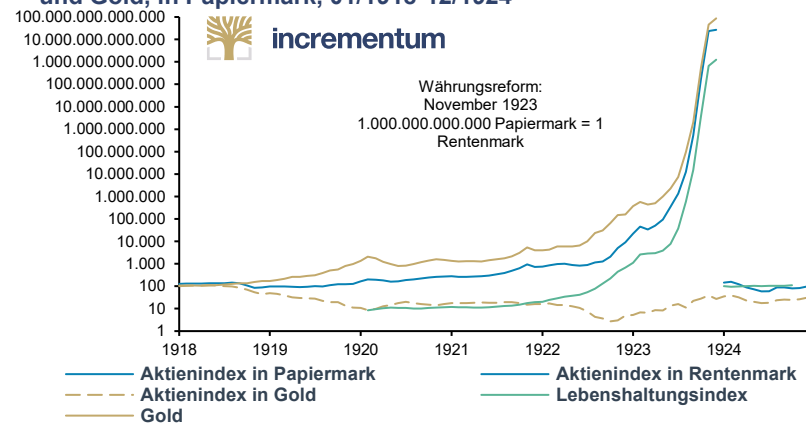
*Kreditausweitung oder später als letzte und totale Katastrophe des betroffenen Währungssystems eintreten soll.“*



Einleger drängen sich, um ihre Ersparnisse von einer Bank in Berlin abzuheben, 13. Juli 1931  
Bildnachweis: Wikipedia

**Sobald jedoch eine Schwelle erreicht ist, setzt der Crack-up-Boom ein.** Jeder ist bestrebt, sein Geld gegen reale Waren zu tauschen, egal ob er sie braucht oder nicht, egal wie viel Geld er dafür bezahlen muss. Innerhalb kürzester Zeit, innerhalb weniger Wochen oder gar Tage, werden die Dinge, die als Geld verwendet wurden, nicht mehr als Tauschmittel genutzt. Sie werden zu Altpapier. Niemand will etwas gegen sie hergeben.

### Aktienindex in Papier-, Rentenmark & Gold, Lebenshaltungsindex und Gold, in Papiermark, 01/1918-12/1924



*Die Inflation kann nur so lange anhalten, wie die Überzeugung besteht, dass sie eines Tages aufhören wird. Sobald die Menschen davon überzeugt sind, dass die Inflation nicht aufhören wird, wenden sie sich vom Gebrauch dieses Geldes ab. Sie fliehen dann zu "echten Werten", ausländischem Geld, Edelmetallen und Tauschhandel.*  
**Ludwig von Mises**

*The boom is built on the sands of banknotes and deposits. It must collapse.*  
**Ludwig von Mises**

## Fazit

**Geld ist eine gesellschaftliche Institution, die die menschliche Interaktion und Zusammenarbeit erleichtert.** Währungen in Form von Münzen und Papiergeld sowie digitalen Kontoführungsguthaben (Giralgeld) sind heute die prominentesten Formen von Geld. Ihre gute Eignung zur künstlichen Kreditausweitung macht ihre Volkswirtschaften jedoch auch sehr anfällig für die daraus resultierenden wirtschaftlichen Verzerrungen. Letztendlich werden zu große Verzerrungen das Funktionieren der Wirtschaft beeinträchtigen. Dieses Phänomen wird als Crack-up-Boom, auf Deutsch als Katastrophenhausse bezeichnet.

Das am häufigsten beobachtete Symptom des Crack-up-Booms ist seine monetäre Ausprägung, die Hyperinflation, obwohl es auch viele andere Formen der wirtschaftlichen Malaise gibt, wie z. B. das Einfrieren der Kreditmärkte und der Investitionen sowie das Auseinanderbrechen von Lieferketten. **Das Endergebnis ist in der Regel der völlige Vertrauensverlust in eine Währung, ihr Scheitern und die anschließende Einführung einer neuen Währung.**

**Mises zufolge kann der Weg zu einem Crack-up-Boom in der Anfangsphase immer noch verlassen werden, indem die weitere Kreditexpansion gestoppt und die Selbstkorrektur der ökonomischen Verzerrungen zugelassen wird.** Andernfalls kann der ökonomische Kollaps nur aufgeschoben, aber nicht vermieden werden. Positiv zu vermerken ist, dass,

wie der Bankier John Mills aus Manchester so scharfsinnig feststellte, *„as a rule, panics do not destroy capital, they merely reveal the extent to which it has previously been destroyed by its betrayal into hopelessly unproductive work.“*

**Trotz des aufflammenden Interesses für den Crack-up-Boom in jüngster Zeit muss betont werden, dass die derzeitigen Inflationsraten zwar erhöht sind, aber noch weit unter dem gefährlichen Niveau einer Hyperinflation liegen.** Gleichzeitig sind gegenwärtig enorme Friktionen in unserem Geldsystem zu beobachten, und höchstwahrscheinlich liegen weitere Herausforderungen vor uns. Dies räumt sogar der IWF in seinem World Economic Outlook Update vom Jänner 2023 ein: *„The balance of risks remains tilted to the downside...[..] the global economic outlook has deteriorated materially.“*





# Sprott

Edelmetalle | Energiewende | Investitionen

## Chancen entdecken, die unsere Zukunft gestalten

Sprott ist ein weltweit aktiver Vermögensverwalter, der Anlegern Zugang zu den Bereichen Edelmetalle und Energiewende bietet.

Wir sind die Spezialisten. Unser Wissen, unsere Erfahrung und unsere Beziehungen heben uns von unseren Mitbewerbern ab. Die innovativen Anlagestrategien von Sprott umfassen:

- Börsennotierte Produkte
- Managed Equities
- Private Strategien

---

Weitere Informationen erteilt Ihnen das Sprott-Team  
unter [invest@sprott.com](mailto:invest@sprott.com) ■ 888.622.1813 ■ [sprott.com](https://sprott.com)

Contrarian. Innovative. Aligned.®

# Showdown im Sound Money- Lager

*No one says that gold is an abstractly “perfect” money, whatever that may be. It is far more trustworthy, however, than government... Unfortunately, now that the last vestiges of the gold standard are gone, the Fed has the power to create more money indefinitely; and so long as we continue to allow them to retain such power, they will continue to use it, with disastrous results.*

Murray Rothbard

- Es gibt erhebliche Differenzen zwischen Goldanlegern und Bitcoin-Enthusiasten, die sich häufig in Diskussionen und Streitigkeiten verwickeln und den bevorzugten Vermögenswert des jeweils anderen herabwürdigen.
- Das Konzept des *intrinsic* Wertes ist ein Streitpunkt zwischen Kritikern und Befürwortern von Bitcoin, doch letztendlich bestimmen subjektive Präferenzen den Wert eines Vermögenswertes.
- Bitcoin wird zum jetzigen Zeitpunkt nur von einer kleinen Minderheit als Geld angesehen, doch Bitcoin hat mit Sicherheit bereits eine Art von „Geldigkeit“ erlangt, wenn man Hayeks Ansatz folgt und Geld als Adjektiv betrachtet.
- Während Gold einzigartige physische Eigenschaften hat, die es wertvoll machen, besitzt Bitcoin einzigartige digitale Eigenschaften, welche einen hohen Nutzen stiften können.
- Bitcoin und Gold sind als Wertaufbewahrungsmittel komplementär, nicht konkurrierend. Beide haben einzigartige Vorteile, aber auch Einschränkungen. Eine Kombination von Gold und Bitcoin kann einen zusätzlichen Mehrwert schaffen.

## Gold vs. Bitcoin

**Goldanleger setzen sich seit über einem Jahrhundert für solide monetäre Prinzipien ein.** Auch wir selbst haben im Laufe der Jahre immer wieder das aktuelle Geldsystem erklärt, analysiert und kritisiert.<sup>73</sup> In den späten 2000er-Jahren schien es jedoch so, als seien die Prinzipien eines nicht-inflationierbaren Geldes besiegt worden, und die Gold-Community wurde mit einem Gefühl der Hoffnungslosigkeit zurückgelassen.



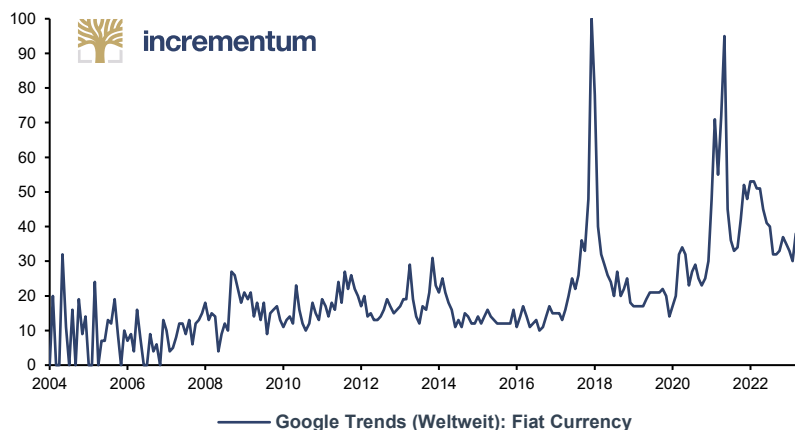
Friedrich August von Hayek  
Bildnachweis: Wikimedia

Im Jahr 2009 tauchte Satoshi Nakamoto mit einer revolutionären neuen Technologie auf. Auf einem raffinierten Umweg führte er etwas ein, das Regierungen nicht aufhalten können, wie **Wirtschaftsnobelpreisträger Friedrich Hayek 1984 prophezeite:**

*„I don't believe we shall ever have a good money again before we take the thing out of the hands of government, that is, we can't take it violently out of the hands of government, all we can do is by some sly roundabout way introduce something that they can't stop.“*

**Bitcoin hat eine neue Welle der Zuversicht unter Vertretern des Sound Money-Lagers ausgelöst und eine neue, junge Generation von Anhängern gewonnen.** Der Begriff „Fiat-Währung“ war vor zehn Jahren noch kaum bekannt. Dank der Erfindung von Bitcoin und dem Aufstieg der Kryptowährungen wurde eine ganze Generation dazu angeregt, grundlegende Fragen über Geld zu stellen. Es scheint, dass gerade die letzten beiden Krypto-Währungs-Hypes das Interesse an der Debatte und Hinterfragung von Fiat-Währungen neu entfacht haben, wie es die Google-Suchanfragen suggerieren.

### Google Trends (Weltweit): Fiat Currency, 01/2004-05/2023



*Came for the profit, stayed for the principal.*

**Robert Breedlove**

**Dies allein sollte von jedem begrüßt werden, der aufrichtig daran interessiert ist, in Zukunft wieder gesundes Geld einzuführen.** Viele Goldanleger lehnen Bitcoin jedoch nicht nur ab, sondern führen regelrecht eine Kampagne gegen Bitcoin, indem sie Bitcoin als Betrug, Spekulationsblase oder sogar als zeitgenössische Version der Tulpenmanie bezeichnen.

<sup>73</sup> Siehe zum Beispiel: „Vom risikolosen Zins zum zinslosen Risiko“, *In Gold We Trust Classic*; „Währungssystem auf dem Scheideweg“, *In Gold We Trust Classic*

Trotz der Tatsache, dass sowohl Bitcoin als auch Gold komplementäre Assets mit jeweils einzigartigen Eigenschaften sind, **verschließen sich viele Goldinvestoren dem Potenzial von Bitcoin und sind nicht bereit, es als eine mögliche neue Form von Sound Money in Betracht zu ziehen.**

Dies hat zu einer Gegenreaktion unter Bitcoin-Anhängern geführt, wobei einige Bitcoin-Anhänger Gold regelrecht bekämpfen. Infolgedessen ist unter den Anhängern von Sound Money ein intellektueller „Bürgerkrieg“ ausgebrochen, und heute vertreten viele Goldanleger und Bitcoin-Enthusiasten extreme Meinungen über den jeweils anderen Vermögenswert.

*Every informed person needs to know about Bitcoin because it might be one of the world's most important developments.*

**Leon Luow**

**In diesem Kapitel untersuchen wir die Ursprünge der Kluft zwischen den Gold- und den Bitcoin-Anhängern und erklären, warum diese Gräben aufgerissen wurden.** Seit sieben Jahren würdigen wir Bitcoin in unserem jährlichen *In Gold We Trust*-Report, weil wir Bitcoin als eine bahnbrechende monetäre Erfindung sehen, die in den nächsten Jahren voraussichtlich weiter deutlich an Relevanz gewinnen wird. Wir wollen daher auf den folgenden Seiten einige der Missverständnisse ansprechen und dabei die positiven Aspekte beider Vermögenswerte hervorheben. Letztendlich wollen wir unsere Argumente für Investitionen in beide Vermögenswerte stärken<sup>74</sup> und die Gräben zwischen den beiden Anhängergruppen überbrücken. **Wir hoffen, dass dieser Artikel einen Beitrag zur harmonischen Koexistenz unter den Freunden des Sound Money leisten wird.**<sup>75</sup>

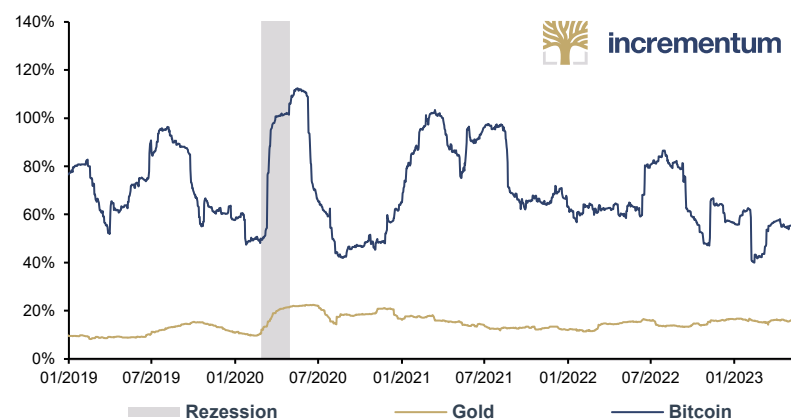
*Simmering gegen Kapfenberg, das ist wahre Brutalität.*

**Helmut Qualtinger**

## Goldbugs vs. Bitcoin-Maximalisten

**Goldanleger haben aus verschiedenen Gründen eine negative Einstellung zu Bitcoin.** Ein wichtiger Faktor ist ihre Wahrnehmung, dass es sich bei Bitcoin eher um eine spekulative Anlage als um einen sicheren Hafen handelt. Der Preis von Bitcoin ist sehr volatil, was Anleger, die Stabilität suchen, verständlicherweise abschreckt.

**Gold und Bitcoin, 90D annualisierte Volatilität, 01/2019-05/2023**



<sup>74</sup> Siehe „In Bitcoin We Trust?“, *In Gold We Trust*-Report 2017

<sup>75</sup> Siehe „Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?“, *In Gold We Trust*-Report 2019; „Kryptos: Freund oder Feind?“, *In Gold We Trust*-Report 2018

*It's gold for nerds.*  
**Stephen Colbert**

**Darüber hinaus hat sich Gold als Wertaufbewahrungsmittel über eine lange Zeit etabliert, während Bitcoin ein junger Vermögenswert ist.** Zudem betrachten einige Goldanleger Bitcoin als eine Bedrohung für den traditionellen Edelmetallmarkt, was möglicherweise die Ressentiments gegenüber Bitcoin erklärt.

Eigentum	Gold	Fiat-Währungen	Bitcoin
Fungibilität	mittel/hoch	hoch	hoch
Übertragbarkeit	mäßig	hoch	hoch
Langlebigkeit	hoch	mäßig	?
Anonymität	hoch	hoch (bar) niedrig (digital)	mäßig
Nicht-monetärer Nutzen	hoch	-	-
Knappheit	mittel/hoch	niedrig	hoch
Dezentralisierung	mäßig	niedrig	hoch
Volatilität	mäßig	niedrig	hoch
Energieintensität – Herstellung	hoch	niedrig	hoch
Energieintensität – Nutzung	niedrig	hoch	hoch

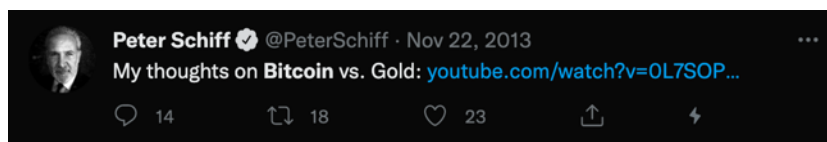
*I can't understand why people are frightened of new ideas. I'm frightened of the old ones.*  
**John Cage**

**Bei näherer Betrachtung der Schriften von Satoshi Nakamoto stellen wir fest, dass er Gold mehrmals erwähnt,** beispielsweise in seinem „Bitcoin White Paper“, einem 3.219 Wörter langen Dokument, das beschreibt, was Bitcoin ist und wie es funktioniert: *„The steady addition of a constant amount of new coins is analogous to gold miners expending resources to add gold to circulation. In our case, it is CPU time and electricity that is expended.“*

*Imagine if gold turned to lead when stolen.*  
**Satoshi Nakamoto**

Auf Grundlage dieses Zitats kann man davon ausgehen, dass Satoshi ein gutes Verständnis von Gold hatte. Es ist offensichtlich, dass **er sich bemühte, die Angebotseigenschaften von Gold digital nachzuahmen, und sogar das Konzept des Bitcoin-Minings dem Gold-Mining nachempfand.** Und es ist daher vermutlich auch kein Zufall, dass er als seinen Geburtstag den 5. April angab, jener Tag, an dem der ehemalige US-Präsident Franklin D. Roosevelt die **Executive Order 6102** erließ, die den privaten Besitz von Gold in den USA verbot.

**Um herauszufinden, wie die Unstimmigkeiten zwischen den beiden Sound-Money-Lagern begannen, möchten wir Sie ins Jahr 2013 zurückversetzen.** Peter Schiff, eine bekannte Persönlichkeit in der englischsprachigen Gold-Community, veröffentlichte damals zum ersten Mal **einen Tweet zu Bitcoin.** Es handelte sich um **einen Link zu einem Video,** in dem er seine Gedanken über Bitcoin im Vergleich zu Gold darstellte:



In diesem Video erklärt Schiff Bitcoin zunächst recht gut und, wie es scheint, in einem positiven Licht. Ab Minute 2:30 führt er aber aus, warum Bitcoin niemals Geld sein könne: *„Bitcoin has all the properties, except the most important one. Without that property, gold would never have been money. I'm talking about value. Intrinsic value of the metal itself. You see ... Bitcoin doesn't have any.“*

*Bitcoin isn't a real asset. It's an intangible token that will only have a market price until the bubble pops and greater fools are no longer willing to buy.*

**Peter Schiff**

*Bitcoin and Gold are the two most liquid alternative assets in the world. They are not in competition, play different roles, have global cross-border and cultural appeal, and come together as an all-weather inflation hedge.*

**Charlie Morris**

Anschließend erläutert er das Konzept des intrinsischen Wertes und erwähnt das **Regressionstheorem** von Ludwig von Mises. Die ersten Schüsse in der Auseinandersetzung um Sound Money waren gefallen. Seitdem haben Schiff und viele andere Goldanleger ihre Abneigung gegen Bitcoin immer deutlicher zum Ausdruck gebracht.

## Das Regressionstheorem neu betrachtet

**Das Regressionstheorem wurde erstmals 1912 von Ludwig von Mises in „Die Theorie des Geldes und der Umlaufmittel“ aufgestellt. Mit dem Regressionstheorem haben wir uns vor einigen Jahren intensiv auseinandersetzt.** Goldaffine Bitcoin-Kritiker, insbesondere jene, die mit der Österreichischen Schule der Nationalökonomie ein wenig vertraut sind, stützen ihre Ablehnung nicht selten auf das Regressionstheorem, und zwar wie folgt: Damit etwas Geld sein kann, muss es zunächst einen Wert außerhalb seines Geldwertes haben, daher kann Bitcoin niemals Geld sein. Wir bevorzugen **diese Interpretation des Regressionstheorems von Hans Hermann Hoppe:**

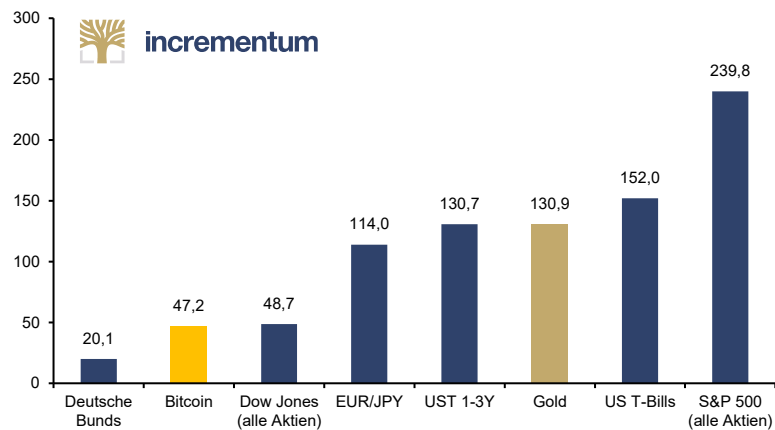
*„Any type of money must initially be a commodity money, traded in barter, because only then do people have an idea of what the initial purchasing power of this commodity is. Then, additional purchasing power is added to it as this commodity is also demanded for the first time as a medium of exchange.“*

**Die erste Bitcoin-Transaktion war ein Tausch Bitcoin gegen Pizza. Danach haben die Menschen viele Jahre lang Bitcoin gehandelt, ohne Bitcoin als Geld zu betrachten.** Kritiker sehen Bitcoin auch jetzt nicht als Geld an, dennoch wird Bitcoin immer noch zu einem positiven Marktwert gehandelt. Man kann argumentieren, dass sich Bitcoin immer noch in der „Vor-Geld“-Phase oder auch Proto-Zeichengeld-Phase befindet, wie sie von Mises im Regressionstheorem beschrieben wird. Ein Gedanke von Friedrich Hayek aus seinem Buch **„Denationalization of Money“** (dt. „Die Entstaatlichung des Geldes“) ist in dieser Hinsicht hilfreich:

*„I have always found it useful to explain to students that it has been rather a misfortune that we describe money by a noun, and that it would be more helpful for the explanation of monetary phenomena if ‚money‘ were an adjective describing a property which different things could possess to varying degrees.“*

**Wir würden argumentieren, dass Bitcoin in der Tat bereits eine Art von „Geldigkeit“ erlangt hat.** Wenn man diesen Gedanken weiterverfolgt, kann man auf Carl Menger zurückgreifen, der Geld als den Vermögenswert mit der höchsten Absatzfähigkeit definierte. Obwohl „Absatzfähigkeit“ nicht genau dasselbe ist wie Liquidität, kann die Liquidität eines monetären Vermögenswertes tatsächlich ein guter Hinweis auf den Grad der Geldigkeit eines bestimmten Vermögenswertes sein. **Wir wollen daher die Liquidität von Bitcoin, Gold und kurzfristigen US-Staatsanleihen miteinander vergleichen.**

### Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen, in Mrd. USD, 2021



Quelle: World Gold Council, coinmarketcap.com, Incrementum AG

*It's a bubble. It has to have intrinsic value. You have to really stretch your imagination to infer what the intrinsic value of Bitcoin is. I haven't been able to do it. Maybe somebody else can.*

**Alan Greenspan**

### Der Streit um den intrinsischen Wert

Wir werden nun zeigen, dass die Auffassung, dass Bitcoin oder irgendein anderer Vermögenswert keinen intrinsischen Wert hat, theoretisch wie empirisch, mit der Österreichischen Schule der Nationalökonomie unvereinbar ist. **In der Tat ist die Vorstellung eines intrinsischen Werts selbst problematisch, wenn man die Prinzipien der Österreichischen Schule der Nationalökonomie ernst nimmt.** Ludwig von Mises hat sich in seinem Werk „*Theory and History*“ der Subjektivität des Wertes neuerlich angenommen und diesem Thema mehrere Kapitel gewidmet. Eine überblicksgewinnende Durchsicht seiner Schriften dient als Erinnerung daran, dass das Konzept des Wertes vollständig von den subjektiven Präferenzen des Einzelnen abhängig ist:

*„All judgments of value are personal and subjective. There are no judgments of value other than those asserting “I prefer, I like better, I wish”. It cannot be denied by anybody that various individuals disagree widely with regard to their feelings, tastes, and preferences and that even the same individuals at various instants of their lives value the same things in a different way. In view of this fact it is useless to talk about absolute and eternal values.*

*This does not mean that every individual draws his valuations from his own mind. The immense majority of people take their valuations from the social environment into which they were born, in which they grew up, that moulded their personality and educated them. Few men have the power to deviate from the traditional set of values and to establish their own scale of what appears to be better and what appears to be worse.*

*What the theorem of the subjectivity of valuation means is that there is no standard available which would enable us to reject any ultimate judgment of value as wrong, false, or erroneous in the way we can reject an existential proposition as manifestly false.“*

*All value is subjective.*

**Carl Menger**

Obwohl die Subjektivität des ökonomischen Wertes unbestreitbar ist, **besteht das eigentliche Problem, welches die Goldanleger möglicherweise nicht richtig artikulieren, in der mangelnden Stofflichkeit von Bitcoin.** Eine der wichtigsten Eigenschaften für Goldinvestoren ist die Möglichkeit, das Metall in den Händen zu halten. **Bitcoin verfügt nicht über diese Eigenschaft.** Laut Bitcoin-Schöpfer Satoshi Nakamoto **ist die Stofflichkeit die größte Schwäche von Gold. Diese ermöglicht es Behörden und anderen Widersachern, Gold zu konfiszieren. Zudem erschwert sie die Verkäuflichkeit von Gold über größere Distanzen hinweg.** Bitcoin wurde geschaffen, um diese Schwächen zu überwinden, wie [Satoshi Nakamoto im Bitcointalk-Forum am 17. August 2010 erklärte:](#)

*„As a thought experiment, imagine there was a base metal as scarce as gold but with the following properties:*

- *boring grey in colour*
- *not a good conductor of electricity*
- *not particularly strong, but not ductile or easily malleable either*
- *not useful for any practical or ornamental purpose*

*and one special, magical property:*

- *can be transported over a communications channel.“*

*...it's more typical of a precious metal. Instead of the supply changing to keep the value the same, the supply is predetermined and the value changes.*

**Satoshi Nakamoto**

**Unabhängig vom fehlenden industriellen Nutzen gibt es viele praktische Fälle, in denen Bitcoin für Individuen von großem Nutzen sein kann.** Zum Beispiel, wenn Menschen dringend ihren derzeitigen Aufenthaltsort verlassen müssen und nicht in der Lage sind, physisches Gold an ihren neuen Aufenthaltsort mitzunehmen. Ein aktuell relevantes Beispiel sind Flüchtlinge, die auf der Flucht wahrscheinlich ihrer Ersparnisse in Gold beraubt werden würden. Diese Menschen können leicht ohne dieses Risiko fliehen, **wenn sie ihren Key auf einem elektronischen Gerät speichern können oder sich einfach nur an ihren Key erinnern.** Ein weiteres Beispiel ist der Vorteil der niedrigen Transaktionskosten und der hohen Geschwindigkeit bei der Übertragung von Vermögenswerten über große Entfernungen.

*The non-physical is always there – you are the one who comes and goes.*

**Abraham Hicks**

Selbst wenn man es vorzieht, am Konzept des "inneren Wertes" festzuhalten – was wir sehr kritisch sehen würden –, lässt sich ein vernünftiges Argument vorbringen, dass die einzigartigen Eigenschaften von Bitcoin selbst einen inneren Wert darstellen, wenn auch nicht als Funktion der physischen Eigenschaften des Vermögenswertes, sondern als Funktion seiner einzigartigen digitalen Eigenschaften.

Um zu verstehen, warum die digitalen Eigenschaften von Bitcoins so einzigartig sind, ist es jedoch wichtig, den Unterschied zwischen Bitcoin und „Krypto“ zu verstehen.

## Bitcoin vs. Krypto

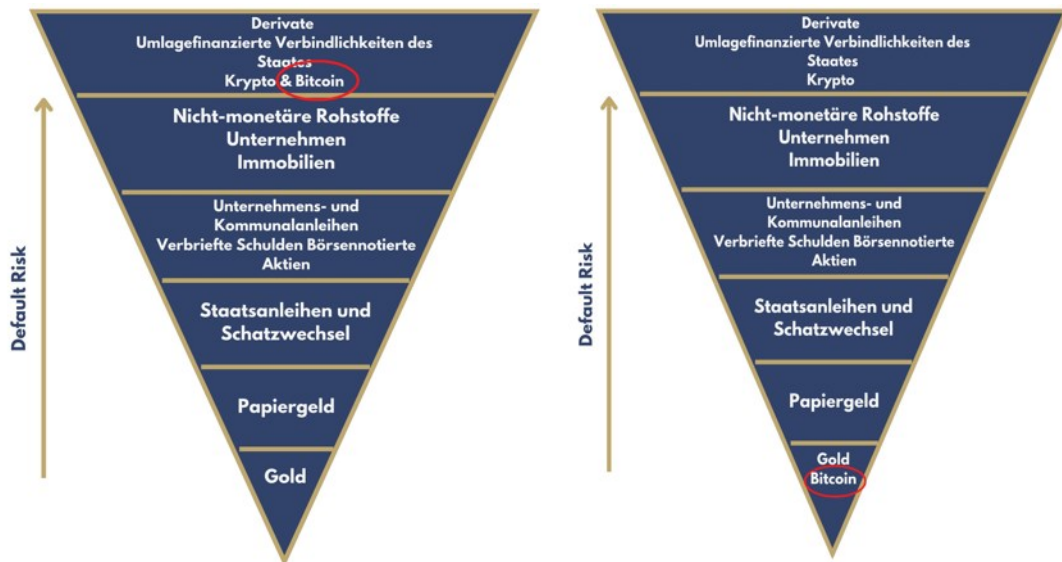
**Bitcoin-Kritiker verwechseln Bitcoin oft mit dem breiteren Krypto-Universum im Allgemeinen.** Hierin liegt unserer Meinung nach ein massiver Unterschied zwischen Goldinvestoren und Bitcoin-Anlegern, dazu gleich mehr.



*Bitcoin is the best crypto-asset.  
There is no second best crypto-asset.*

**Michael Saylor**

Über Exters Pyramide haben wir ausführlich im *In Gold We Trust*-Report 2019 geschrieben.<sup>76</sup> Der radikale Unterschied in den Ansichten darüber, wo Bitcoin in Exters Pyramide angesiedelt ist, dürfte die extremen Spannungen zwischen Goldanlegern und Bitcoinern erklären. **Zu bedenken ist, dass selbst Bitcoin-Anhänger Krypto als hoch riskant und volatil ansehen.**



Wo Bitcoin-Kritiker den Bitcoin in der Exter-Pyramide einordnen

Wo Bitcoin-Enthusiasten Bitcoin in der Exter-Pyramide einordnen

Die Meinung eines Mainstream-Kommentators, warum Bitcoin besser sei als andere Kryptowährungen, könnte in etwa so lauten:

*„Bitcoin gilt weithin als die erste und bekannteste Kryptowährung. Bitcoin verfügt über ein großes und etabliertes Netzwerk, mit einer langen Geschichte sicherer Transaktionen und einer soliden Erfolgsbilanz in Sachen Stabilität und Zuverlässigkeit. Darüber hinaus verfügt Bitcoin über eine große und aktive Gemeinschaft von Entwicklern, Investoren und Nutzern, die alle dazu beigetragen haben, Bitcoins anhaltenden Erfolg sicherzustellen. Diese Faktoren machen Bitcoin zu einer attraktiveren Investitionsoption im Vergleich zu „Altcoins“, die möglicherweise keine starke Gemeinschaft, kein Netzwerk und keine Erfolgsbilanz aufweisen.“*

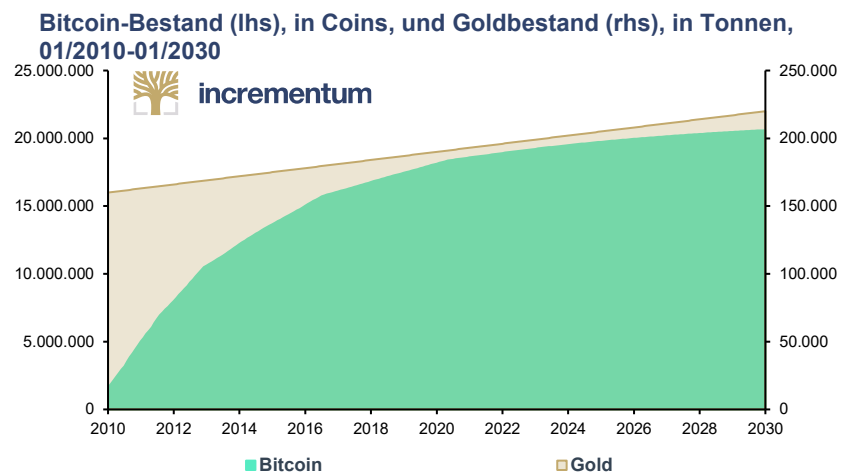
*In a time of abundance, Bitcoin taught me what real scarcity is.*  
**Gigi**

**Oft wird übersehen, dass Bitcoin mit dem ausdrücklichen Ziel entwickelt wurde, das aktuelle, auf Vertrauen basierende**

**Währungssystem zu ersetzen.** Keine andere nennenswerte Kryptowährung strebt dieses Ziel an. Ungeachtet dessen, was andere Kryptowährungsprojekte als ihren Anwendungsbereich angeben, versucht keines von ihnen, Bitcoin zu sein oder auch nur annähernd die einzigartigen Merkmale und Eigenschaften von Bitcoin zu replizieren.

**Eine Eigenschaft davon ist das Stock/Flow-Ratio von Bitcoin,** das aktuell ungefähr jenem von Gold entspricht. In gewissem Sinne kann Bitcoin als digitales Gold betrachtet werden, während Kryptowährungen eher mit den Eigenschaften von herkömmlichen Rohstoffen (Kupfer, Öl, ...) verglichen werden können.

<sup>76</sup> Siehe „Die wegweisende Bedeutung der Exter-Pyramide“, *In Gold We Trust*-Report 2019



**Einer der wichtigsten Aspekte, durch den sich Bitcoin von anderen Kryptowährungen unterscheidet, ist jener der Dezentralisierung.**

Während viele Kryptowährungen von einer zentralen Organisation oder einer Gruppe von Personen verwaltet werden, ist Bitcoin vollständig dezentralisiert. Das bedeutet, dass es keine zentrale Behörde gibt, die die Währung kontrolliert, und dass jeder Nutzer ein gleiches Mitspracherecht beim Betrieb des Netzwerks hat.

*Nichts hat mich so misstrauisch gegen den Bitcoin gemacht wie die Rasanz, mit der ich von ihm überzeugt war.*

**Ijoma Mangold**

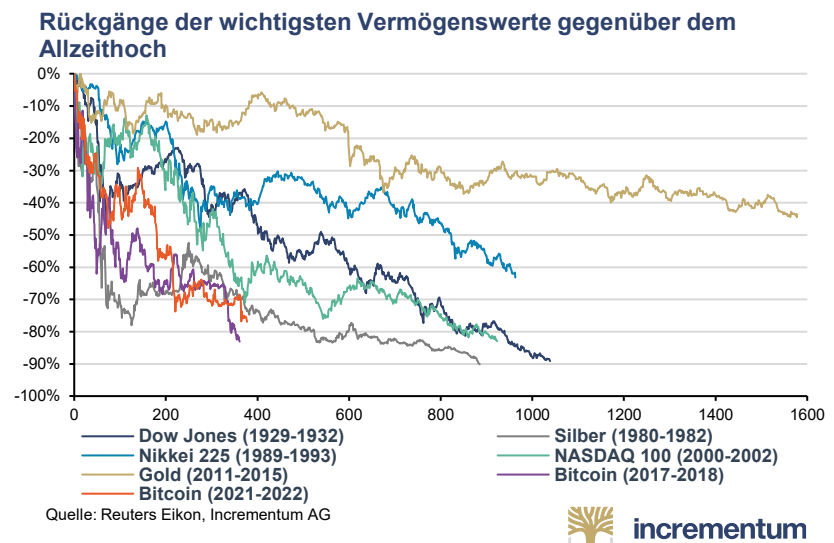
**Die Dezentralisierung von Bitcoin hat mehrere Vorteile gegenüber anderen Kryptowährungen und traditionellen Währungen.** Sie macht Bitcoin widerstandsfähiger gegen Betrug und Hackerangriffe, da es keinen zentralen Kontrollpunkt gibt, den Hacker kompromittieren könnten. Außerdem bedeutet das Fehlen einer zentralen Behörde, dass es keine Instanz gibt, die den Wert manipulieren oder kontrollieren kann, was Bitcoin stabiler und widerstandsfähiger gegen Marktmanipulationen macht.

*Every day that goes by and Bitcoin hasn't collapsed due to legal or technical problems, that brings new information to the market. It increases the chances of Bitcoin's eventual success and justifies a higher price.*

**Hal Finney**

**Das Navigieren in der Volatilitätsfalle**

**Mit dem Begriff „Volatilitätsfalle“ wollen wir ein Phänomen aus der Verhaltensökonomie beschreiben, bei dem sich Anleger in der emotionalen Achterbahn der Kursbewegungen eines Vermögenswerts verfangen.** Im Fall von Bitcoin kann die hohe Volatilität traditionelle Anleger dazu veranlassen, in Panik zu geraten und ihre Bestände in Zeiten starker Kursrückgänge zu verkaufen. Alle Vermögenswerte sind anfällig für Bärenmärkte, jedoch scheinen Bärenmärkte bei Bitcoin noch brutaler zu sein als bei anderen Vermögenswerten. Bitcoin hat in der Historie bereits mehrfach erhebliche Preisrückgänge von früheren Höchstständen hinnehmen müssen, hat aber auch eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit und Erholung im Angesicht der Widrigkeiten gezeigt. In seiner 14-jährigen Geschichte hat Bitcoin bereits mehrere extreme Übertreibungen und Korrekturen im Preis erlebt, wobei jeder Zyklus zu einem höheren Preis als der vorherige führte.



**Wie erfahrene Anleger wissen, ist Volatilität ein natürlicher Bestandteil des Investierens.** Volatilität sollte allerdings niemals der primäre Indikator für die Beurteilung eines Vermögenswertes sein. Einige Anleger betrachten Zeiten der Volatilität sogar als Gelegenheit, Vermögenswerte mit einem Abschlag zu erwerben, da sie wissen, dass sich der Markt im Laufe der Zeit selbst korrigieren wird.

*Wer Gold und Bitcoin besitzt, ist short fiat.*

**Mark Valek**

Auch wenn die Volatilitätsfälle eine echte Herausforderung für Investoren sein kann, insbesondere für diejenigen, die neu auf dem Kryptowährungsmarkt sind, ist es wichtig, eine langfristige Perspektive beizubehalten und sich auf die zugrundeliegende Technologie, die Anwendungsfälle und das Akzeptanzpotenzial eines Vermögenswertes wie Bitcoin zu konzentrieren. Auf diese Weise können Anleger vermeiden, sich von kurzfristigen Preisbewegungen beeinflussen zu lassen, und sich stattdessen auf das „Big Picture“ zu konzentrieren.

*Volatility scares enough people out of the market to generate superior returns for those who stay in.*

**Jeremy Siegel**

**Eine mögliche Lösung zur Minderung des mit der Volatilität von Bitcoin verbundenen Risikos ist die Kombination mit Gold.** Die historische Stabilität von Gold kann dazu beitragen, die hohe Volatilität von Bitcoin auszugleichen, was das Gesamtrisiko des Portfolios verringern könnte. Diese Strategie könnte es Anlegern ermöglichen, von den potenziellen Vorteilen von Bitcoin zu profitieren und gleichzeitig das mit seiner Volatilität verbundene Abwärtsrisiko zu mindern.



*Bitcoin and Gold are the two most liquid alternative assets in the world. They are not in competition, play different roles, have global cross-border and cultural appeal, and come together as an all-weather inflation hedge.*

**Charlie Morris**

## Fazit

**Wie wir in diesem Kapitel beschrieben haben, sind die Bedenken und Kritikpunkte, die Anleger in Bezug auf Bitcoin häufig äußern, oft irreführend oder ungerechtfertigt.** Objektive und unvoreingenommene Informationen über Bitcoin, seine zugrunde liegende Technologie und seinen potenziellen Einfluss auf die Finanzlandschaft zu erhalten, kann eine schwierige Aufgabe sein, insbesondere angesichts der Kakophonie anderer Kryptowährungen, die um die Aufmerksamkeit der Investoren konkurrieren. Als Goldanleger ist es verständlich, dass man Bitcoin und seinem Potenzial als Anlage zunächst skeptisch gegenübersteht.

**Gold hat eine fünftausendjährige Erfolgsgeschichte und Bitcoin ist noch nicht einmal dem Teenageralter entwachsen.** Wie wir jedoch erörtert haben, beruhen viele der Kritikpunkte auf falschen Vorstellungen oder Ablenkungsmanövern. Die Realität ist, dass Bitcoin eine einzigartige Kombination aus Dezentralisierung und Sicherheit bietet, die von keinem anderen Vermögenswert übertroffen wird. Die wachsende Akzeptanz von Bitcoin und sein Potenzial für eine weit verbreitete Nutzung machen ihn zu einer praktikablen Option für Anleger, die ihr Portfolio diversifizieren wollen. **Wie Rick Rule es formulierte:**

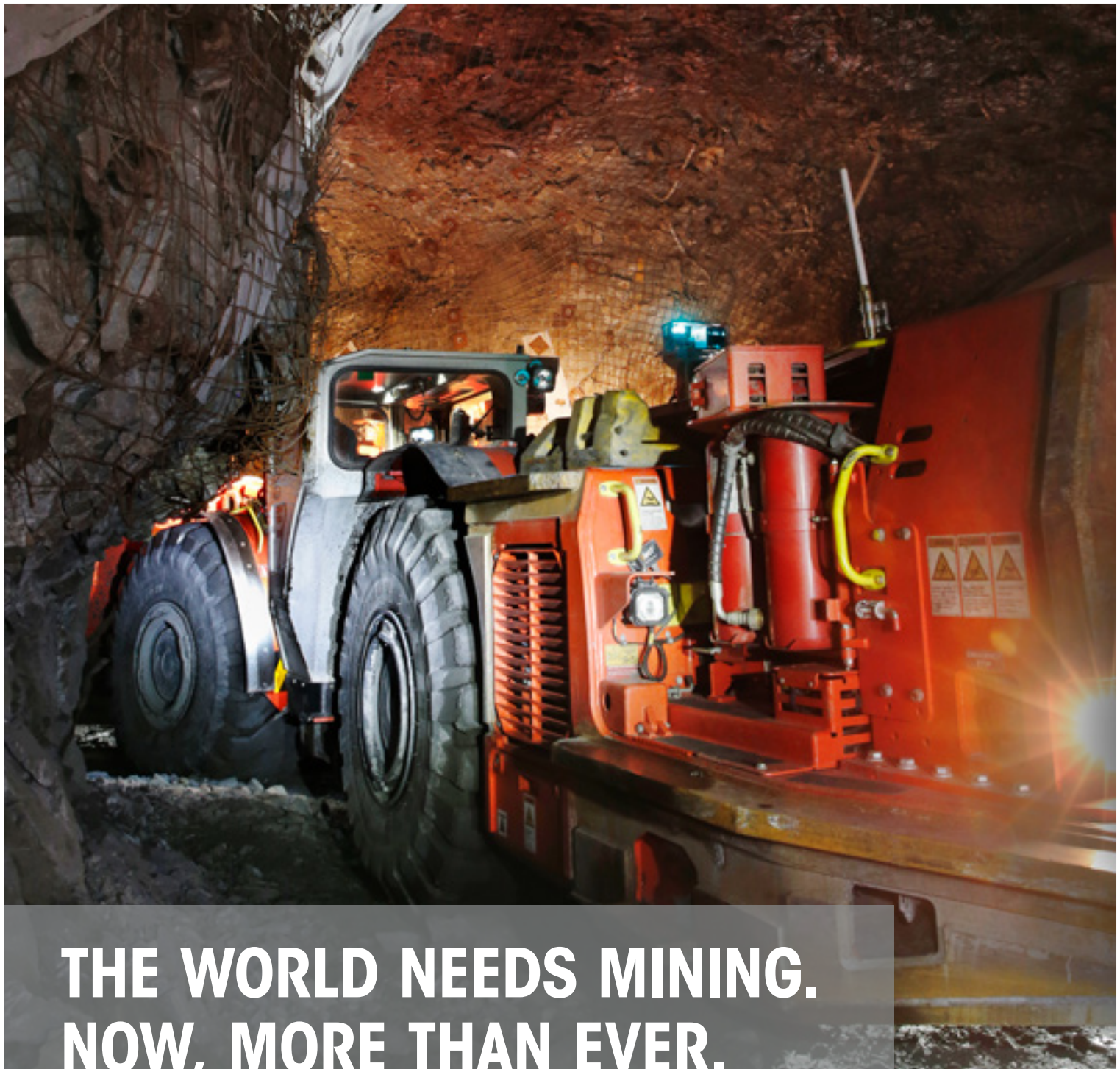
*“Do I think that that there is room, as a medium of exchange, for an algorithm that also obviates the need for trust, is seamless and private, like Bitcoin? Absolutely. Do I want all of my savings stored in a unit of value, whose only value is an algorithm? No. I, as a consumer of currency, want lots of currencies, and I want to pick and choose the utility at different points in time in my career for different purposes.”*

**Bitcoin und Gold sind komplementäre Vermögenswerte und keine Konkurrenten. Jeder Vermögenswert hat seine eigenen Merkmale, Vorteile und Grenzen.**

*That's what learning is. You suddenly understand something you understood all your life, but in a new way.*

**Doris Lessing**

**Zu den wichtigsten Vorteilen von Bitcoin gehören sein digitaler Charakter, die Übertragungsgeschwindigkeit und das begrenzte Angebot, während die Stärken von Gold in seiner historischen Bedeutung, seiner physischen Unzerstörbarkeit und seinem weithin akzeptierten Wert liegen.** Daher sollten die jeweiligen Anhänger die Unterschiede und einzigartigen Merkmale der beiden Vermögenswerte würdigen und verstehen, dass sich Gold und Bitcoin in einem Anlageportfolio hervorragend ergänzen. **Es ist daher an der Zeit, das Kriegsbeil zu begraben!**



# THE WORLD NEEDS MINING. NOW, MORE THAN EVER.

Our clean energy future depends on silver, gold, and copper. And with the shift to a green economy, the need for essential metals will only grow. For more than 130 years, we've produced the metals that the world needs – safely, responsibly, and reliably.

That's why Hecla is ready to deliver. Now, more than ever.



NYSE: HL | [hecla.com](https://hecla.com) | 800.432.5291

Coeur d'Alene, Idaho | Vancouver, British Columbia | Val d'Or, Québec

# Silbers goldene Ära?

*Monetary and industrial silver drivers have come together at the same time like never before. That makes for amazing opportunities to profit from silver, which tends to enjoy multi-year bull markets.*

Peter Krauth, Autor von „The Great Silver Bull“

- Die Kombination aus einem schrumpfenden Silberangebot und einer robusten industriellen Nachfrage bietet ein solides Fundament für Silberpreissteigerungen.
- Die Energiewende treibt die Innovation in der Solarbranche voran, wo die zunehmende Silbernutzung in Technologien wie TOPCON und HJT die industrielle Nachfrage nach Silber weiter stärkt.
- Staatliche Gesetzesinitiativen wie der „Inflation Reduction Act“ in den USA werden sich positiv auf die industrielle Nachfrage nach Silber auswirken.
- Auch die nicht-industrielle Silbernachfrage blieb im Jahr 2022 stark, gestützt durch eine beträchtliche Nachfrage nach Schmuck und Silberwaren aus Indien, wodurch sich das ohnehin schon wachsende Silberangebotsdefizit noch weiter vergrößerte.
- Wenn Gold haussiert, folgt ihm sein kleiner Bruder Silber in der Regel nach. Daher wird Gold der entscheidende Faktor sein, der über das Schicksal von Silber im Jahr 2023 und darüber hinaus entscheidet.
- Unsere proprietäre Analyse zeigt, dass Silber insbesondere von einer reflationären Dynamik, die typischerweise gegen Ende einer Rezession auftritt, profitieren kann.

## Einführung

*Any true champion can bounce back. That's what being a champion is: being able to deal with adversity and being able to bounce back.*

**Floyd Mayweather**

Nachdem sich Silber im Jahr 2020 von seiner historischen Unterbewertung gegenüber Gold – teilweise erreichte das Gold/Silber-Ratio Werte von über 120 – erholt hatte, war die Performance im Jahr 2021 deutlich gedämpfter, da die stagnierenden Realzinsen dazu beitrugen, dass die Silberhaushalte eine Pause einlegte. **Unbeeindruckt davon hat Silber im Jahr 2022 ein neues Kapitel aufgeschlagen: Ein Tiefstand im November diente als Sprungbrett für eine Rally von 40% bis zum April dieses Jahres.**

### Silber Performance seit 2000 in diversen Währungen

Jahr	USD	EUR	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Durchschnitt
2000	-15,0%	-9,2%	-8,1%	-0,1%	-11,9%	-15,0%	-5,0%	-13,9%	-8,9%	-9,7%
2001	0,4%	6,3%	3,3%	9,9%	6,7%	0,4%	15,7%	3,5%	3,8%	5,6%
2002	3,3%	-12,4%	-6,8%	-6,0%	2,0%	3,3%	-6,9%	-14,1%	2,7%	-3,9%
2003	24,6%	3,9%	12,4%	-7,0%	2,7%	24,6%	12,6%	11,9%	18,6%	11,6%
2004	14,5%	6,3%	6,6%	10,1%	6,2%	14,5%	9,3%	5,1%	8,6%	9,0%
2005	29,7%	48,6%	44,6%	38,3%	25,4%	26,5%	49,3%	49,8%	35,0%	38,6%
2006	46,1%	31,1%	28,4%	35,8%	46,4%	41,3%	47,4%	35,5%	43,3%	39,5%
2007	14,8%	3,8%	13,3%	3,4%	-1,8%	7,4%	7,4%	6,8%	2,5%	6,4%
2008	-23,5%	-20,1%	3,8%	-5,3%	-6,6%	-28,5%	-37,7%	-28,0%	-5,6%	-16,8%
2009	48,9%	45,4%	34,9%	17,4%	28,8%	49,0%	52,7%	44,6%	42,3%	40,4%
2010	83,4%	96,2%	89,9%	61,2%	73,8%	77,0%	60,2%	65,3%	76,6%	76,0%
2011	-10,3%	-7,3%	-9,9%	-10,5%	-8,2%	-14,3%	-14,9%	-9,9%	6,4%	-8,8%
2012	9,5%	7,4%	4,6%	7,7%	6,5%	8,4%	23,4%	6,9%	13,6%	9,8%
2013	-36,0%	-38,5%	-37,1%	-25,3%	-31,4%	-37,8%	-22,3%	-37,5%	-28,0%	-32,7%
2014	-19,3%	-8,3%	-14,2%	-12,0%	-11,7%	-17,3%	-8,3%	-10,2%	-17,7%	-13,2%
2015	-11,7%	-1,6%	-6,7%	-0,8%	5,2%	-7,6%	-11,2%	-11,0%	-7,2%	-5,9%
2016	15,2%	19,0%	37,6%	16,2%	11,8%	23,2%	11,9%	17,1%	18,3%	18,9%
2017	6,4%	-6,8%	-2,9%	-1,6%	-0,4%	-0,3%	2,5%	1,8%	-0,1%	-0,2%
2018	-8,7%	-4,5%	-3,2%	1,1%	-1,0%	-3,5%	-11,2%	-8,0%	-0,5%	-4,4%
2019	15,2%	17,8%	10,8%	15,6%	9,7%	16,6%	14,2%	13,6%	18,1%	14,6%
2020	47,8%	35,7%	43,4%	34,9%	44,9%	38,6%	40,5%	35,2%	51,3%	41,4%
2021	-11,7%	-5,2%	-10,8%	-6,4%	-12,4%	-14,1%	-1,6%	-9,0%	-10,0%	-9,0%
2022	3,0%	9,4%	15,2%	9,8%	10,5%	11,8%	17,3%	4,4%	14,4%	10,6%
2023 YTD	-0,6%	-1,5%	-3,4%	1,9%	-1,0%	1,0%	4,6%	-3,2%	-0,4%	-0,3%
Durchschnitt	9,4%	9,0%	10,2%	7,8%	8,1%	8,5%	10,4%	6,5%	11,5%	9,1%

Quelle: Reuters Eikon (per 19/05/2023), Incrementum AG

Die starke Performance von Silber von Ende 2022 bis 2023 hat unsere These im *In Gold We Trust Report 2022* etwas entschärft. Letztes Jahr schrieben wir:

*„Wenn man den vergangenen Zyklen Glauben schenken darf, wird Silber in den 2020er-Jahren von Gold mitgezogen werden, da wir erhebliche geopolitische und sozioökonomische Umwälzungen erleben. Dann wird Silber die Oberhand gewinnen und von der Inflation für ein oder zwei Jahrzehnte nach oben getrieben werden, während die Regierungen die privaten und öffentlichen Schulden durch finanzielle Repression abbauen.“<sup>77</sup>*

<sup>77</sup> „Des Silbers Inflationsrätsel“, *In Gold We Trust-Report 2022*, S. 314



*If copper is the superhighway to decarbonization, then silver is the glue.*

**Michael DiRienzo**

**Diese These wird im folgenden Kapitel erneut unter die Lupe genommen, wenn wir bewerten, inwieweit Silber in diesem aktuellen Zyklus als Anlage geeignet ist.** Das Kapitel beginnt mit einer kurzen Zusammenfassung des „2023 World Silver Survey“, der unserer Ansicht nach besten Publikation zum globalen Silbermarkt von der führenden Dachorganisation für Silber, **die wir glücklicherweise Anfang des Jahres interviewen konnten.** Dies wird dazu beitragen, ein wenig hinter die Kulissen zu blicken, bevor wir auf die industrielle Nachfrage eingehen, die den Löwenanteil der gesamten Silbernachfrage ausmacht. Abschließen werden wir das Kapitel mit einer Analyse von Silber als „High-Beta-Play“ auf einen steigenden Goldpreis.

Kürzlich hat das World Silver Institute seinen **2023 World Silver Survey** veröffentlicht. **Die wichtigsten Erkenntnisse auf der Angebotsseite sind:**

- **2022 ging die weltweite Silberminenproduktion leicht um 0,6% auf 822,4 Mio. Tonnen zurück**, was auf eine geringere Produktion von Silber als Nebenprodukt der Blei-/Zinkförderung, insbesondere in China und Peru, zurückzuführen ist.
- Die Produktion der primären Silberminen stieg geringfügig um 0,1% auf 228,2 Moz (7.099 Tonnen).
- **Am stärksten war der Produktionsrückgang in Peru mit 8,5 Moz (263 Tonnen)**, was vor allem auf die Förderunterbrechung in Uchucchacua in Q4/2021, sinkende Gehalte in mehreren großen Minen und soziale Unruhen zurückzuführen ist.
- **Das Recycling von Silber stieg um 3%** auf insgesamt 180,6 Moz (5.618 Tonnen), was in erster Linie auf den Anstieg des Industrieschrotts um 7% zurückzuführen ist.
- Das Nettoangebot des öffentlichen Sektors stieg um 13% auf 1,7 Moz (54 Tonnen) und erreichte damit den höchsten Stand seit 2013, **blieb aber in absoluten Zahlen relativ unbedeutend.**

**Die wichtigsten Erkenntnisse auf der Nachfrageseite sind:**

- **Die Gesamtnachfrage nach Silber im Jahr 2022 verzeichnete einen bemerkenswerten Anstieg um 18% auf 1.242 Moz.** Das ist der höchste Wert seit 2010.
- Nach einem bescheidenen Anstieg im Jahr 2021 setzte sich der strukturelle Abwärtstrend bei der Fotonachfrage im Jahr 2022 fort, während **die Silberschmuckproduktion um 29% auf ein Rekordhoch von 234,1 Moz anstieg**, was auf den Nachholbedarf Indiens nach der Pandemie, die Aufstockung der Lagerbestände der Einzelhändler und die Umstellung auf höhere Reinheiten zurückzuführen ist.
- **Die Nachfrage nach Silberwaren verzeichnete einen erstaunlichen Anstieg um 80% auf 73,5 Moz**, der fast ausschließlich auf Indien zurückzuführen ist, wo die Nachfrage im letzten Jahr um mehr als 100% gestiegen ist.
- **Die physische Nachfrage stieg das 5. Jahr in Folge auf einen neuen Höchststand von 332,9 Moz**, mit Indien als Spitzenreiter (+188% gegenüber dem Vorjahr), als Folge der durch die niedrigeren Preise

ausgelöst „Schnäppchenjagd“. Das globale delta-bereinigte Hedge-Buch der Produzenten fiel um 17,9 Moz auf 18,6 Moz im Jahr 2022.

- **Die industrielle Nachfrage erreichte mit 556,5 Moz einen Höchststand**, was auf die Energiewende, insbesondere auf das bemerkenswerte Wachstum der Photovoltaik, sowie auf das enorme Wachstum im Bereich Elektromobilität, Investitionen in die Stromerzeugung und das Stromnetz sowie das Wachstum im Baugewerbe zurückzuführen ist.

## Die Industrienachfrage nach Silber

*Eliminating either metal (gold and silver) from coinage would abridge the quantity of circulating medium and expose the country to the evil's of a scanty circulation.*

**Alexander Hamilton**

*Silver has been used by every major empire, starting with ancient Greeks up to 20<sup>th</sup> century America.*

**Peter Krauth**

**Silber „funktioniert“ meist dann, wenn die Politik es begünstigt.** Vor 150 Jahren war dies in den USA sicherlich nicht der Fall, denn mit dem „Coinage Act von 1873“ wurde der Status von Silber als gesetzliches Zahlungsmittel abgeschafft – ein Schritt, der damals von den Anhängern des Bimetallismus als „great crime“ bezeichnet wurde. Das Gesetz wurde ohne eine umfassende Debatte im Kongress verabschiedet, sehr zum Missfallen der „Greenback Party“ und der „Free Silver Movement“, die die Demonetisierung des Silbers scharf kritisierten, da sie davon ausgingen, dass dies zu einer Deflation führen und den Interessen der Landwirte, Arbeiter und anderer Schuldner schaden würde.

Trotz dieser historischen Turbulenzen ist Silber vielseitig verwendbar und rühmt sich seiner Fähigkeit, zwischen seinem Titel als **zweithäufigst genutztem Rohstoff der Welt** und seiner historischen Rolle als Währungsmetall zu schwanken. Dank seines bereits erwähnten industriellen Nutzens befindet sich Silber heute in einem wesentlich günstigeren politischen Umfeld – was in einem Tweet des amtierenden US-Präsidenten Joe Biden im Jänner 2023 zum Ausdruck kommt: **„This year, companies who choose to build clean construction projects – like solar and wind – right here in America will start receiving tax credits, helping to create thousands of good-paying jobs in our clean energy economy.“**

Diese Stellungnahme dient Regierungsinitiativen wie dem **„Inflation Reduction Act“** als Leitmotiv, der 370 Mrd. USD für erneuerbare Energien vorsieht und die CO<sub>2</sub>-Emissionen bis 2030 um 40% reduzieren soll. Die gleiche ESG-Rhetorik findet sich auch im australischen **„Climate Solutions Package“**.

Als Nebeneffekt dieser Politik stieg die industrielle Silbernachfrage, **die 54% der gesamten Silbernachfrage ausmacht**, im Jahr 2022 um den Rekordwert von 5,4% und wird voraussichtlich im Jahr 2023 um weitere 4% gegenüber dem Vorjahr steigen, so der **2023 World Silver Survey**. Diese Zuwächse sind zum Teil auch darauf zurückzuführen, dass China seine coronamaßnahmenbedingte Abschottung aufgegeben hat und einen **80%-Anteil an der weltweiten Solarproduktion hält**.

### Prognose der globalen industriellen Silbernachfrage, 2022-2023e

Moz	2022	2023e	yoy
Europa	85,9	83,1	-3%
Nord-Amerika	132,9	135,8	2%
Südasien	42,6	44,3	4%
Ostasien	280,9	298,7	6%
Andere	14,3	14,6	2%
Global Total	556,5	576,4	4%

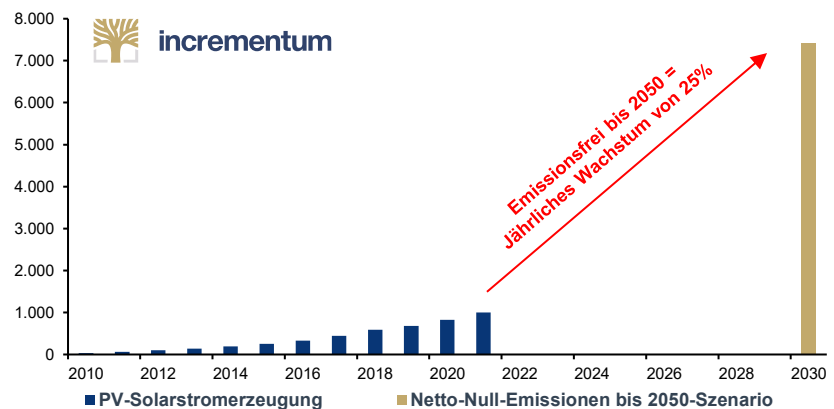
Quelle: Silver Institute, Metals Focus, Incrementum AG

*Eine Macht kann nur durch eine andere Macht gestürzt werden, nicht durch ein Prinzip, und es bleibt keine andere Macht übrig, die es mit dem Geld aufnehmen kann, außer dieser einen.*

**Oswald Spengler**

**Auch wenn es wichtig ist, die geographische Verteilung zu verstehen, ist das stärkste Argument für Silber, dass die industrielle Nachfrage gestiegen ist und weiter steigen wird, wobei ein großer Teil dieses Nachfragewachstums aus der Photovoltaik stammt. Mit einem Anteil von 13% an der gesamten Silbernachfrage im Jahr 2021 wuchs die Nachfrage nach PV-Anlagen 2022 um 28%, und es sieht so aus, als würde sich dieser Trend im nächsten Jahrzehnt fortsetzen, so der 2023 World Silver Survey. Um die Netto-Null-Ziele für 2050 zu erreichen, muss die Solar-PV-Stromerzeugung bis 2030 jedes Jahr um durchschnittlich 25% wachsen, was bedeutet, dass die für die Solar-PV-Stromerzeugung im Jahr 2030 benötigte Silbermenge wahrscheinlich mehr als das Siebenfache der im Jahr 2021 verwendeten Menge betragen muss. Infolgedessen werden silberhaltige PV-Anlagen gefragt sein.**

### PV-Solarstromerzeugung, in TWh, 2010-2030



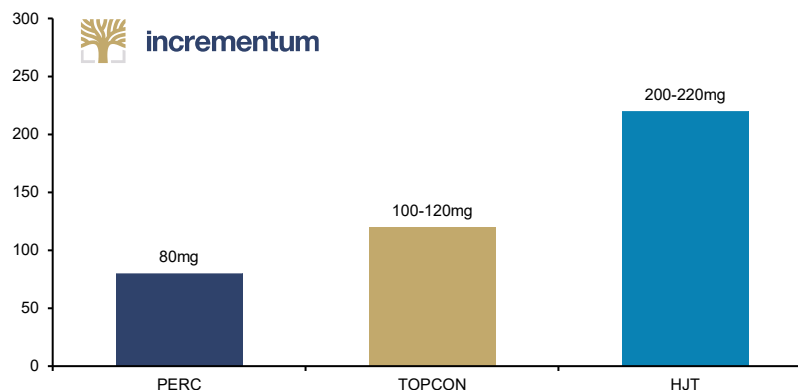
Quelle: IEA, Incrementum AG

*We have this handy fusion reactor in the sky called the sun. You don't have to do anything. It just works. It shows up every day and produces ridiculous amounts of power.*

**Elon Musk**

Als zusätzliche Triebkraft für die industrielle Silbernachfrage wird auch die Verwendung von Silber in PV-Anlagen ansteigen, da sich der Trend bei der Beladung umkehrt, der zuvor zu einem Rückgang des Silberverbrauchs pro Solarpanel geführt hat, so der Branchenexperte Chen Lin. Die Umkehrung dieses Abwärtstrends bei der Silberbeladung wird dazu führen, dass die Silbermenge pro Panel im Laufe des Jahrzehnts schrittweise ansteigt, was eine solide Grundlage für eine anhaltende industrielle Silbernachfrage bieten dürfte.

### Silberbedarf pro Solarmodul, in mg



Quelle: Chen Lin, Incrementum AG

*Any technological advance can be dangerous. Fire was dangerous from the start, and so (even more so) was speech - and both are still dangerous to this day - but human beings would not be human without them.*

**Isaac Asimov**

**Silber wird in PERC-Solarzellen hauptsächlich als Leitpaste für die elektrischen Kontakte auf der Vorder- und Rückseite verwendet, wobei in der Regel etwa 80 mg Silber pro Solarmodul eingesetzt werden.**

PERC-Zellen, was für „Passivated Emitter and Rear Contact“ steht, sind seit langem kommerziell im Einsatz und ihre Leistung und Zuverlässigkeit sind auf dem Markt gut etabliert. TOPCON („Thin-layer Organic Photovoltaic Coating ON (Silber)“), der nächste Fortschritt in der Solarmodul-Innovation, weist aufgrund der Kombination aus organischer Photovoltaik-Schicht und Silbersubstrat höhere Wirkungsgrade auf als PERC-Zellen, insbesondere bei schlechten Lichtverhältnissen.

**TOPCON erfordert im Vergleich zur herkömmlichen PERC-Zelle eine zusätzliche Schicht und benötigt mit 100–120 mg mehr Silber pro Solarmodul als der Vorgänger PERC mit 80 mg.** Darüber hinaus sind TOPCON-Solarzellen im Allgemeinen flexibler als PERC-Zellen, wodurch sie sich leichter in verschiedene Anwendungen integrieren lassen. Gleichzeitig sind sie in der Herstellung kostengünstiger als PERC-Zellen, da sie einige der komplexeren Herstellungsverfahren nicht benötigen, die bei der Produktion von PERC-Zellen zum Einsatz kommen.

*In the Sun, I feel as one.*

**Kurt Cobain**

**Unter anderem aus diesen Gründen sieht Chen Lin das Jahr 2023 als „das Jahr von TOPCON“, aber auch TOPCON ist nicht immun gegen den sich ständig ändernden Wind der disruptiven Innovation. Genauso wie TOPCON das PERC-Solarmodul verdrängen wird, wird das HJT-Solarmodul, das wesentlich mehr Silber benötigt, TOPCON im Jahr 2025 verdrängen.**

HJT („Hetero Junction Technology“) übertrifft den Wirkungsgrad von TOPCON-Zellen und hat zudem eine längere Lebensdauer als TOPCON-Zellen, da sie eine bessere Passivierung aufweisen, die den Leistungsverlust verringert. **Allerdings benötigen HJT-Zellen doppelt so viel Silber wie TOPCON-Zellen und drei Mal so viel Silber wie PERC-Zellen. Das sollte langfristig die industrielle Nachfrage nach Silber erheblich steigern.**

*Innovation is the ability to see change as an opportunity - not a threat.*

**Steve Jobs**

Dennoch ist es erwähnenswert, dass akademische Studien die Gefahren erkennen, die eine potenzielle übermäßige Abhängigkeit von Silber mit sich bringen könnte. Die australische University of South-Wales merkt an: „[T]he transition to high-efficiency technologies including TOPCon and SHJ could greatly increase silver demand, posing price and supply risks.“ Infolgedessen versucht das Fraunhofer-Institut für Solare Energiesysteme mit einigem Erfolg, die Silberbelastung in Solarzellen zu reduzieren. Das „Fraunhofer-Institute für Solare Energiesysteme“ (ISE) erklärt:

*„Using RSP for the front- and/or rear-side metallization reveals an impressive reduction of the average wet silver paste laydown by 60–70% (fully RSP printed cells) and 49% (RSP rear side, FSP front side) compared to the FSP reference process. ... This corresponds to a very low total silver consumption of 6-9 mg W for bifacial solar cells fully or partly metallized with RSP compared to 17 mg W.“*

*Innovation is the whim of an elite before it becomes a need of the public.*

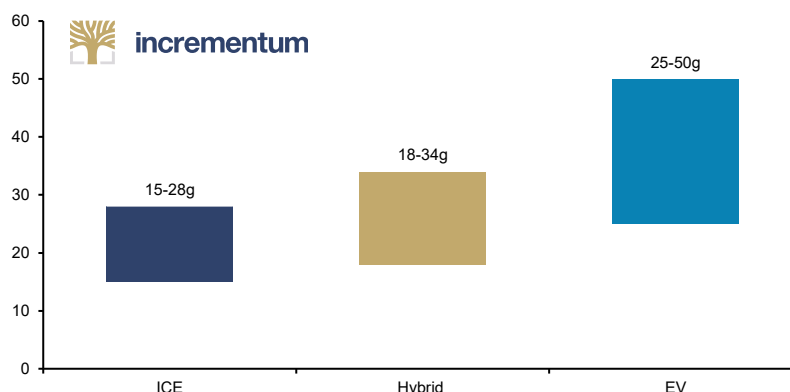
**Ludwig von Mises**

**Dennoch wird geschätzt, dass bis 2025 mehr als 50% der Solarmodule entweder mit TOPCON- oder HJT-Technologie ausgestattet sein werden.** Der vergleichsweise höhere Silberbedarf dieser Technologien wird dazu führen, dass die industrielle Silbernachfrage von der weiteren Verbreitung von PV-Anlagen profitieren wird, da erneuerbare Energiequellen Kohle, Erdgas und Wasserkraft laut IEA-Prognosen im Jahr 2027 überholt haben werden.

## Das Vehikel für eine robuste industrielle Nachfrage

Der Abschied vom Verbrennungsmotor wirkt als weiterer Katalysator für die industrielle Silbernachfrage. Das Silver Institute spricht von einem „firmer automotive sector“.

Silbergehalt pro Fahrzeug, in g



Quelle: Silver Institute, Incrementum AG

*I've got a silver machine,  
It flies, sideways through time,  
It's an electric line to your zodiac  
sign.*

**Hawkwind**

Nach dem gleichen Verdrängungsmuster wie bei Solarzellen verbrauchen Hybridfahrzeuge eine größere Menge Silber als Verbrennungsmotoren, während Elektrofahrzeuge im Vergleich zu Hybridfahrzeugen einen höheren Silberverbrauch aufweisen. Nach Angaben unseres Freundes **Gianni Kovacevic, dem ehemaligen CEO von CopperBank**, enthält ein durchschnittlicher Tesla schätzungsweise über 56 Gramm Silber sowie unglaubliche 100 kg Kupfer.

**Der klare Trend in Richtung Elektromobilität zeigt sich auch bei der Entwicklung der Verkaufszahlen.** Diese stiegen von 1 Million im Jahr 2017 auf über 10 Millionen im Jahr 2022 – ein Trend, der sich **nach Angaben der IEA** bis Ende 2023 auf 14 Millionen verstärken dürfte. Diese Fortschritte sind zum Teil auf die Umsetzung neuer politischer Maßnahmen zurückzuführen, insbesondere auf die Europäische Kommission, die 2022 das „Fit für 55“-Klimagesetz vorlegte, um den zweitgrößten Elektrofahrzeugmarkt der Welt zu unterstützen. Dazu gehört ein Plan zur verstärkten Einführung von Elektrofahrzeugen und Ladeinfrastruktur in der Europäischen Union, mit dem Ziel, dass bis 2035 alle in der EU neu zugelassenen Fahrzeuge emissionsfrei sind.

*Progress lies not in enhancing  
what is, but in advancing toward  
what it will be.*

**Khalil Gibran**

**Nach Angaben der Europäischen Umweltagentur** wurden schon Fortschritte bei der Erreichung dieser Ziele gemacht. Die Zulassungen von Elektroautos legten 2021 von 1,1 Mio. auf fast 1,7 Mio. zu. Der Anteil von Elektroautos an den Neuzulassungen stieg innerhalb eines Jahres von 10,7% auf 17,8%. **Laut IEA** wird 2022 jeder fünfte Autoverkauf ein Elektroauto sein, als Folge eines um 15% anziehenden Absatzes von Elektroautos.

**In den USA ist die Situation ähnlich.** Die von der US-amerikanischen Umweltschutzbehörde EPA vorgeschlagenen Emissionsnormen würden die Autohersteller zwingen, bis 2032 fast ausschließlich Elektrofahrzeuge zu produzieren. Mit dem Ziel, die CO<sub>2</sub>-Emissionen von neuen PKW und leichten Nutzfahrzeugen in weniger als zehn Jahren um 56% zu senken. Während die USA bei der Erreichung dieser Ziele im Jahr 2022 mit **einem Anstieg der Verkäufe von Elektroautos um 55% im Vergleich zum Vorjahr** recht gut vorangekommen sind, **würden die neuen Bestimmungen vorschreiben, dass zwei von drei Personenkraftwagen in den USA Elektrofahrzeuge sein müssen – aktuell sind es lediglich 8%.**

*Gold and silver and sunshine is  
rising up.*

**Noel Gallagher**

Im Vereinigten Königreich sieht **der Vorschlag der konservativen Regierung für 2023** vor, dass das Verkaufsziel für Null-Emissions-Fahrzeuge (ZEV) im Jahr 2024 bei 22% liegt und bis 2030 auf 80% und 2035 auf 100% ansteigt. Dies sind einige der aggressivsten Schritte zur Einführung von Elektrofahrzeugen weltweit. Mit einem Anteil von Elektroautos an den Neuzulassungen von **fast 17% im Jahr 2022**, womit erstmals mehr Elektroautos als Dieselfahrzeuge zugelassen wurden, ist es offensichtlich, dass Großbritannien im Hinblick auf Elektromobilität viel weiter ist als die USA.

**Auch wenn der Trend zur Elektromobilität im Westen klar nach oben zeigt, so ist der Hauptakteur in diesem Bereich eindeutig China.** Im Jahr 2022 werden rund 60% der weltweiten EV-Verkäufe auf China entfallen und damit alle westlichen Länder zusammengenommen übertreffen. Außerdem ist die industrielle Macht Chinas so groß, dass das Land sein Ziel für 2025 für neue Elektrofahrzeuge bereits übertroffen hat und damit dem Westen weit voraus ist.

*Humanity appreciates truth  
about as much as a squirrel  
appreciates silver.*

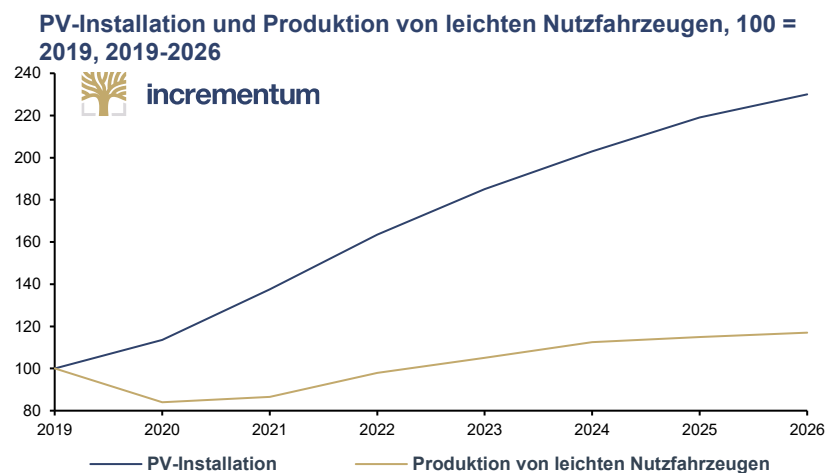
**Vernon Howard**

*There has to be an invisible sun,  
It gives its heat to everyone  
There has to be an invisible sun,  
That gives us hope when the  
whole day's done.*

**The Police**

Letztendlich ist für den Silberpreis entscheidend, dass die Regierungen aller genannten Länder ihr Engagement für Technologien zur Nutzung erneuerbarer Energien verstärkt haben. Für die Zukunft sollte dies ein gutes Zeichen für die EV-Komponente der industriellen Silbernachfrage sein und den Silberpreis weiter unterstützen.

**Trotzdem dürfen wir die Auswirkungen der EV-Nachfrage auf die gesamte Silbernachfrage nicht überschätzen.** Die Berechnungen von Peter Krauth deuten darauf hin, dass die EV-Nachfrage nur 1,0% der gesamten Silbernachfrage oder 1,3% des gesamten Angebots (einschließlich Recycling) und 1,6% des gesamten geförderten Angebots ausmachen könnte. Diese Schätzungen basieren auf einem durchschnittlichen Silberverbrauch von EVs von 1,29 Feinunzen (40g), einem Gesamtabsatz von EVs im Jahr 2022 von 10 Millionen und einem jährlichen Silberbedarf von 1,24 Mrd. Unzen. **Daher ist es wichtig, zu betonen, dass es die Solarnachfrage ist, die die industrielle Nachfrage nach Silber aktuell maßgeblich bestimmt.**



*A hypocrite is the kind of  
politician who would cut down a  
redwood tree, then mount the  
stump and make a speech for  
conservation.*

**Adlai Stevenson**

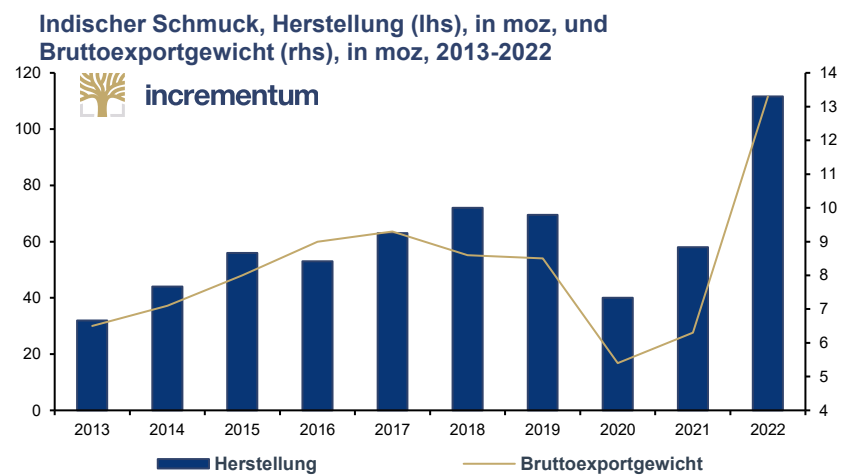
**Wie im Bereich der Elektromobilität ist die starke Subventionierung der Photovoltaik ein Garant für eine steigende Silbernachfrage.** In den USA wird beispielsweise allen, die zwischen 2022 und 2032 eine PV-Anlage installieren, eine Steuergutschrift von 30% gewährt. Das einzige erkennbare Risiko für die industrielle Silbernachfrage wäre die Aussicht auf eine Verdrängung oder Substitution *innerhalb* der grünen Metalle. Das Silver Institute hat jedoch in seinem 2023 Silver Survey bereits bestätigt, dass dem erfolgreich entgegengewirkt wird, zum Teil dank der Synergien bei der Effizienz, die durch die oben genannten Solartechnologien erzielt werden: „[M]anufacturers have invested heavily and made impressive progress in silver thrifting and substitution in recent years, mainly through the three aspects of process optimization, alternative materials, and improved cell structure design.“

Und schließlich stimmen wir zwar bis zu einem gewissen Grad mit den Ausführungen des Ökonomen Doomberg überein, der darauf anspielt, dass der Silberpreis ohne die Nachfrage nach Solar-PV den Halt verlieren würde. Doch ist die Wahrscheinlichkeit, dass dies eintreten wird, unserer Ansicht nach gering, und zwar aufgrund der bereits erwähnten Entschlossenheit der Regierungen im Hinblick auf die Bekämpfung des Klimawandels.

*If you don't know jewelry, know the jeweler.*

**Warren Buffett**

Selbst wenn die Nachfrage nach Solaranlagen zurückgehen sollte, dürfte der Silberpreis kurzfristig durch nicht-industrielle Nachfragetreiber wie die Schmucknachfrage gestützt werden. Die Schmucknachfrage entspricht 17% der gesamten Silbernachfrage und sie legte 2022 um 29% gegenüber 2021 zu. Und auch die Nachfrage nach Silberwaren, mit 4% ein kleiner, aber nicht gänzlich unbedeutender Sektor, legte 2022 mit einem Plus von 80% noch kräftiger zu.



## Vielversprechende Aussichten für Silber in Asien

*Echtes Gold fürchtet keine Feuerprobe.*

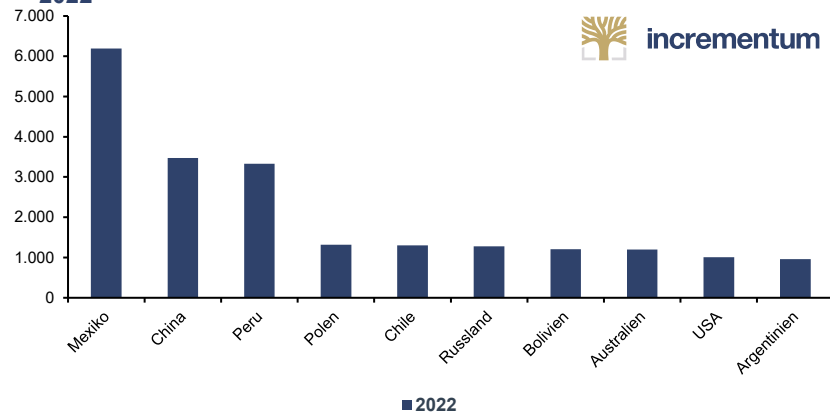
**Chinesisches Sprichwort**

**Obwohl Silber in Asien bekanntlich eine lange Tradition hat, liegt der Schwerpunkt seit der weltweiten Demonetisierung von Silber eindeutig auf Gold.** Ein Thema, das wir bereits in unserem Kapitel über die Goldnachfrage in Asien behandelt haben.<sup>78</sup> Gold hat die deutlich größere Tradition als Wertspeicher, Tauschmittel, als Brautgabe und Geschenk, was sicherlich auch mit dem geringeren Silbervorkommen in der Region zu tun hat. **In den Top 10 der Silberproduzenten ist außer China kein anderes asiatisches Land vertreten.**

<sup>78</sup> Siehe das Kapitel „Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten und der drohende Show-down mit dem Westen“ in diesem In Gold We Trust-Report



### Die 10 größten silberproduzierenden Länder, in Tonnen, 2013-2022



Quelle: Silver Institute, Metals Focus, Incrementum AG

*Cut yourself a big slice with the silver server, a big slice of pie.*

**Sylvia Plath**

### Dennoch stammt das Gros der Silbernachfrage nach wie vor aus Asien.

Dies liegt zum einen an der Schmuck- und Investmentnachfrage aus Süd- und Südostasien und zum anderen an der Funktion des Edelmetalls als Industriemetal. Knapp die Hälfte des gesamten Konsums entfällt auf die Industrie und etwa 60% hiervon macht die asiatische Industrienachfrage aus.

### Globale Silbernachfrage, 2021-2022

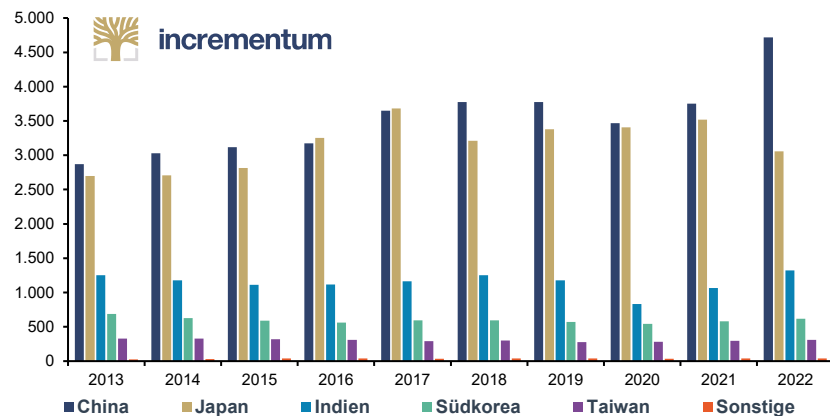
Tonnen	2022	2023e
Industrie (Total)	16.427	17.309
<i>Elektrotechnik und Elektronik</i>	10.918	11.555
...davon <i>Fotovoltaik</i>	3.423	4.365
<i>Lötlegierungen &amp; Lote</i>	1.566	1.524
<i>Sonstige Industrie</i>	3.943	4.229
Fotografie	862	855
Schmuck	5.645	7.280
Silberwaren	1.267	2.286
Physische Nettoinvestitionen	8.522	10.356
Hedging-Nachfrage (Netto)	110	557
<b>Gesamtnachfrage</b>	<b>32.833</b>	<b>38.643</b>

Quelle: Silver Institute, Metals Focus, Incrementum AG

### Wie bereits erwähnt, spielt China mit einem Anteil von 80% an der weltweiten Solarkapazität hier die zentrale Rolle.

Aber auch Japan, Korea und Taiwan mit ihren großen Elektronikindustrien stellen einen gewichtigen Faktor dar. In Taiwan ist der jüngste Anstieg der Silbernachfrage zum Teil auf die Neuausrichtung der Halbleiterindustrie zurückzuführen, und wenn sich die Elektronikindustrie zunehmend von China weg diversifiziert, dürften auch Malaysia, Thailand, Vietnam und Indonesien davon profitieren.

### Industrielle Silbernachfrage Asiens, in Tonnen, 2013-2022



Quelle: Silver Institute, Metals Focus, Incrementum AG

*China will always remain the builder of world peace, a contributor to global development, and upholder of international order.*

**Xi Jinping**

**Um noch einmal auf China zurückzukommen, ist es wichtig, festzustellen, dass sich die Beziehung des Reichs der Mitte zu Silber im Laufe der Zeit deutlich verändert hat.** Abgesehen von der industriellen Nachfrage, die angesichts der Größe des chinesischen Marktes naturgemäß hoch ist, waren alle anderen Messgrößen der Silbernachfrage in China in den letzten Jahren schwach – ein Ausdruck des gestiegenen Wohlstands des Landes.

**Während China im 17. und 18. Jahrhundert ein nahezu unersättlicher Konsument von Silber war,<sup>79</sup> ist diese Geldnachfrage aufgrund der neueren Vorliebe für Gold zurückgegangen.** Das Gleiche gilt für die Produktion von Silberschmuck in China, die seit Jahren rückläufig ist, da sich die chinesischen Verbraucher aufgrund des höheren verfügbaren Einkommens für Goldschmuck entscheiden. Auch unter Anlagegesichtspunkten spielt Silber eine untergeordnete Rolle, da die „Shanghai Future Exchange“ (SHFE) zwar den weltweit größten Umsatz an Silber-Futures aufweist und die „Shanghai Gold Exchange“ (SGE) im weltweiten Silberhandel auf Platz 4 liegt, aber hier vor allem industrielle Verwender ihren Bedarf decken bzw. absichern.

Unterm Strich ist China – im Unterschied zu den USA, die 70% ihres Silberbedarfs importieren, – jetzt **ein Silberexporteur**: Exporten im Umfang von 4,28 Mrd. USD standen 2021 Importe von 1,68 Mrd. USD gegenüber.

*[India is] the one land that all men desire to see, and having seen once, by even a glimpse, would not give that glimpse for all the shows of all the rest of the globe combined.*

**Mark Twain**

**Ganz anders ist die Situation in Indien: Hier spielt Silber sowohl im Investitions- als auch im Schmucksektor eine große Rolle.** Dass im vergangenen Jahr nicht nur eine Rekordnachfrage von 1.242 Moz, sondern auch das größte Angebotsdefizit aller Zeiten von 237,7 Moz zu verzeichnen war, ist vor allem auf die explodierende indische Nachfrage zurückzuführen, die dank Corona davor praktisch auf null eingebrochen war und nun wieder kräftig anzieht.

<sup>79</sup> Siehe Kapitel „Ohne staatliches Zutun – der Silberstandard in China“ in diesem *In Gold We Trust*-Report.

### Physische Silberinvestitionen, in Tonnen, 2013-2022



Quelle: Silver Institute, Metals Focus, Incrementum AG

#### Anders als in China ist Silber in Indien nämlich nach wie vor das

**Anlageinstrument des kleinen Mannes.** Für viele Anleger und Sparer auf dem Subkontinent ist Gold einfach zu teuer, sodass sie auf Silber ausweichen. Wie beim Gold sind Inder und Asiaten generell preissensibel und neigen zu antizyklischem Verhalten: Bei fallenden Preisen werden (Zusatz-)Käufe getätigt, während in Phasen starker oder gar überschießender Preise die Käufe tendenziell eingestellt werden.

*For, if the price is low enough to create a substantial margin of safety, the security thereby meets our criterion of investment.*

**Benjamin Graham**

Wichtig ist, dass diese Dynamik des Value-Investings vor allem mit Silber in Verbindung gebracht wird, wobei die Anleger in Zeiten, in denen es ein geringeres Abwärtsrisiko aufweist, von diesem Metall angezogen werden. Dies geht auf die Lehren von Benjamin Graham zurück. Ein Investmentstil, der vom Orakel von Omaha, Warren Buffett, perfektioniert wurde, der 1997 selbst von der Anziehungskraft von Silber überwältigt wurde.

Neben dieser Wertanlagequalität von Silber hatten die verheerenden Corona-Lockdowns eine entscheidende Rolle für den Konsumeinbruch im Jahr 2020. Als die Preise in Q3/2020 kräftig in die Höhe schossen und so hoch stiegen wie seit 2013 nicht mehr, verkauften viele ihr Silber. Diese Anleger kamen sowohl 2021 als auch 2022 zurück, wobei die physische Silbernachfrage in Indien im letzten Jahr um fast 200% auf 2.470 Tonnen anstieg. Wenn der Silberpreis weiter steigt, würde das die indischen Konsumausgaben erheblich beeinträchtigen, und insofern sind den Preisfantasien Grenzen gesetzt.

*There are always new places to go fishing. For any fisherman, there's always a new place, always a new horizon.*

**Jack Nicklaus**

#### Ungeachtet dessen eröffnet die sich verändernde

**Investitionslandschaft auch neue Möglichkeiten für Silber.** Seit Ende 2021 ist es möglich, in börsengehandelte Silberprodukte (ETPs) zu investieren, und auch digitales Silber ist eine neue Anlageform. Hier kauft der Anleger das Silber derzeit bei einem von neun Anbietern von physischem Silber, wo seine Investition dann von den Anbietern im Namen des Anlegers eingelagert wird.

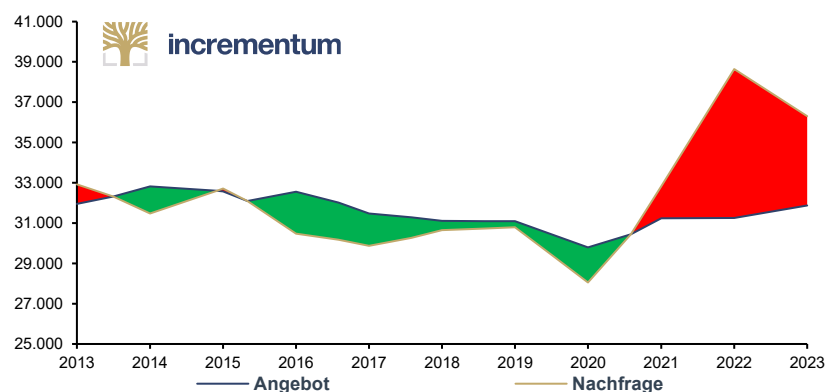
Im August 2022 schließlich öffnete die „Indian International Bullion Exchange“ (IIBX) ihre Pforten. Zielgruppe sind zertifizierte Edelmetallhändler, die ihre Ware über die IIBX direkt von ausländischen Anbietern beziehen können. Bislang durften nur staatlich autorisierte Banken Gold nach Indien importieren, doch mit

der IIBX soll der Goldhandel in Indien transparenter und günstiger werden. Während derzeit nur der Goldhandel an der Börse möglich ist, ist es nur eine Frage der Zeit, bis auch der Silberhandel freigegeben wird.

## Der Angebotsmangel von Silber

Die Kombination aus robuster industrieller Silbernachfrage und einer potenziell explosiven Investmentnachfrage, die durch den Preisanstieg bei Gold angeheizt wird, wird das sich bestehende Silberangebotsdefizit nur noch verschärfen.

### Silbermarkt, in Tonnen, 2013-2023e



*It is not in the power of governments to increase the supply of one commodity without a corresponding restriction in the supply of other commodities more urgently demanded by consumers.*

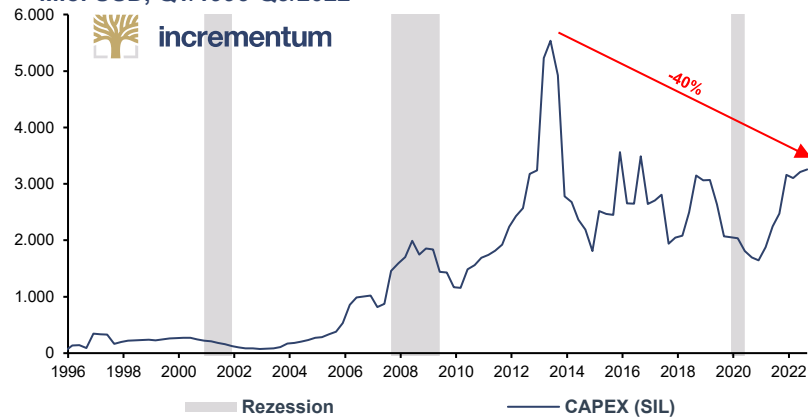
**Ludwig Von Mises**

Wie bei den meisten Rohstoffen in den letzten zehn Jahren ist der Mangel an Investitionen<sup>80</sup> verantwortlich für das Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage, in dem sich Silber heute befindet. 2013 waren die Investitionsausgaben der SIL-ETF-Mitglieder<sup>81</sup> auf ihrem Höchststand von 5.540 Mio. USD und sanken bis 2020 auf 1.648 Mio. USD. Das lag auch daran, dass der Silberpreis im März 2020 auf ein Tief von 16,55 USD fiel und somit keine Investitionen in neue Minenproduktionen anlockte.

<sup>80</sup> Siehe das Kapitel „Capex-Comeback?“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

<sup>81</sup> Der Global X Silver Miners ETF (SIL) umfasst: Wheaton Precious Metals, Pan American Silver, Hecla Mining, Industrias Penol, Korea Zinc, SSR Mining, First Majestic Silver, Buenaventura, Fresnillo, MAG Silver, Fortuna Silver Mines, Triple Flag Precious Metals, Coeur Mining, SilverCrest Metals, Endeavour Silver, Aya Gold & Silver, Adriatic Metals, Silvercorp Metals, GoGold Resources, McEwen Mining, Hochschild Mining, Gatos Silver, Vizsla Silver, New Pacific Metals, Discovery Silver, Silver Mines, Kingsgate Consolidated, Prime Mining, AbraSilver Resource, Americas Gold and Silver, Guanajuato Silver, Dolly Varden Silver, Santacruz Silver, Gold Resource Corporation, Blackrock Silver Corp, Golden Minerals.

Aggregierte Capex der letzten 12 Monate für SIL ETF-Mitglieder, in Mio. USD, Q1/1996-Q3/2022



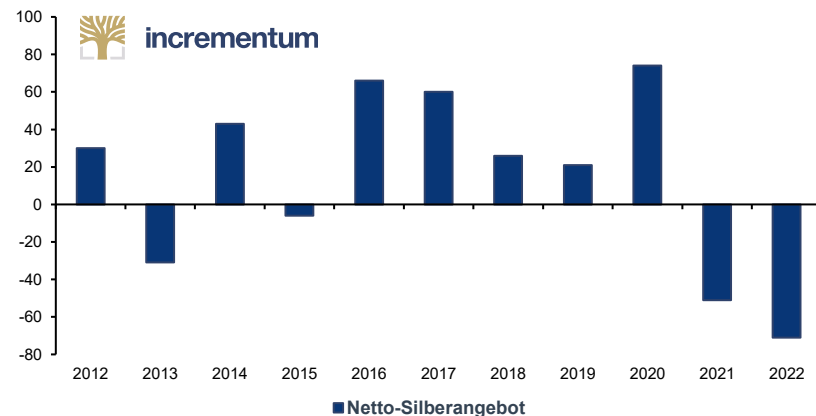
Quelle: Crescat Capital, Reuters Eikon, Incrementum AG

*If you have a lot of what people want and can't get, then you can supply the demand and shovel in the dough.*

**Lucky Luciano**

Das hat sich 2022 mit einem Rückgang des Minenangebots in Form eines strukturellen Defizits von 237,7 Moz gezeigt, was 24% des Gesamtangebots entspricht, wie aus dem **2023 World Silver Survey** hervorgeht. Diese Versorgungsengpässe zeigen sich insbesondere in den rückläufigen globalen Silbervorräten, die 2022 gegenüber ihrem Höchststand von Ende 2020 um 430,9 Moz gesunken sind. Zu diesem Rückgang schreibt das Silver Institute: *„To put this into perspective, it is equivalent to more than half of annual mine production, and also more than half of the inventories held in London vaults offering custodian services, as reported by the LBMA.“* **Das beträchtliche Angebotsdefizit bei Silber wird sich auch in nächster Zeit nicht beheben lassen.**

Netto-Silberangebot, in moz, 2013-2022



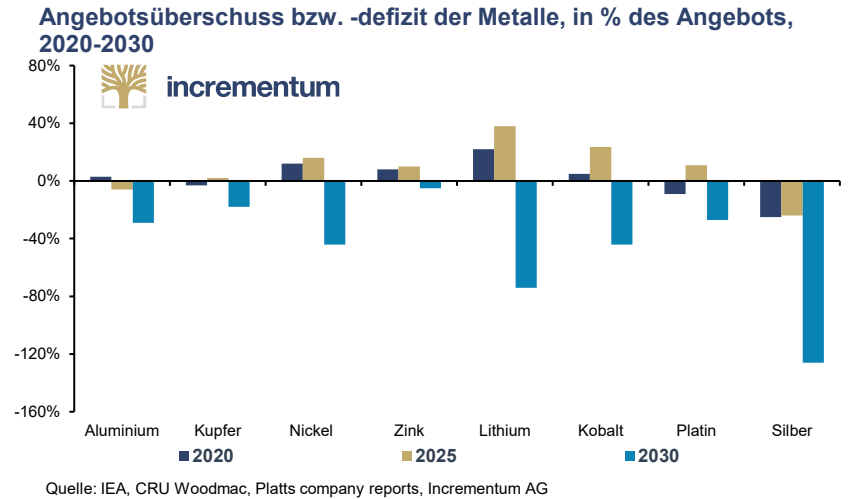
Quelle: Silver Institute, Metals Focus, Incrementum AG

Wie wir in einem späteren Kapitel über den Capex-Zyklus noch näher ausführen werden,<sup>82</sup> beträgt die Vorlaufzeit für die Entwicklung von Minenprojekten bei Silber **im Durchschnitt 15 Jahre**, und das vor dem Hintergrund eines chronischen Facharbeitermangels im Minensektor allgemein.

Laut McKinsey sind 71% der Führungskräfte im Minensektor der Ansicht, dass der Mangel an Facharbeitern sie daran hindert, ihre Produktionsziele und strategischen Vorgaben zu erreichen, was einer der Gründe für die Einschätzung

<sup>82</sup> Siehe das Kapitel „Capex-Comeback?“ in diesem In Gold We Trust-Report

von Goldman Sachs ist, dass für alle Rohstoffe „no supply response in sight“ ist. Silber gehört zu den am stärksten betroffenen Rohstoffen, denn das Silver Institute geht davon aus, dass „supply shortages will remain a theme for the silver market throughout the next five years.“



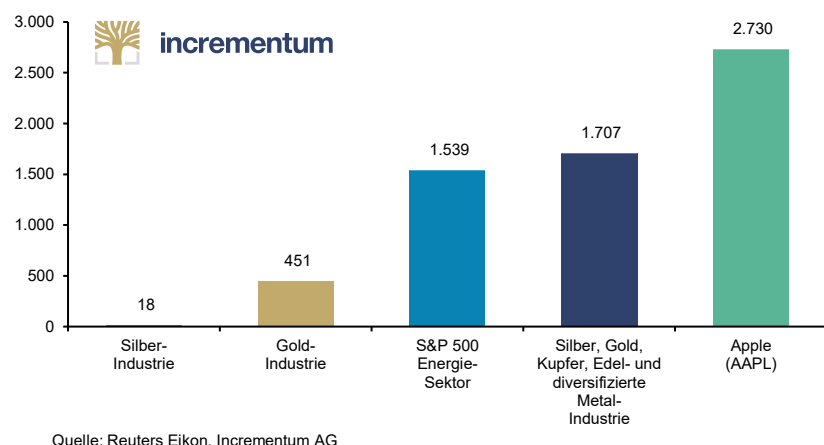
*The average iPhone, for instance, contains 0.34 grams of silver. That might not seem like a whole lot. But when you multiply that by the 232 million iPhones sold each year, it amounts to 2.54 million ounces of silver.*

**Peter Krauth**

**Die künftige Verknappung des Angebots wird nachhaltige Auswirkungen auf den ohnehin schon kleinen Silbermarkt haben.**

Einige Berechnungen legen nahe, dass eine Marktkapitalisierung auf Basis des gesamten Minenangebots von USD 60 Mrd. x USD 25 Silberpreis eine angemessene Schätzung darstellt. Diese Schätzung wurde jedoch von David Morgan als "unwahr" bezeichnet, da nicht berücksichtigt wurde, wie viel Silber tatsächlich verfügbar ist. Wie auch immer man die Größe des Silbermarktes misst, es ist klar, dass er relativ klein ist. Die Marktkapitalisierung der Silberindustrie von 18 Mrd. USD wird von seinem großen Bruder Gold in den Schatten gestellt und wirkt im Vergleich zu Apple wie ein Staubkorn.

**Marktkapitalisierung, in Mrd. USD, 03/2023**



*I think we're tighter than the price shows...at some point it got to factor into the overall market.*

**David Morgan**

**Diese geringe Marktgröße macht Silber sehr anfällig im Fall großer Käufe, wie z. B. dem berühmten Silberkauf von Warren Buffett im Jahr 1997.** Bis 1998 hatte Berkshire Hathaway die Lieferung von „87,510,000 ounces in accordance with the terms of the purchase contracts“ erhalten, musste aber bis zum 6. März 1998 auf die Lieferung der restlichen 42,2 Moz warten, da das ursprüngliche Angebot nicht ausreichend war.

Sollten wir in diesem Jahr einen Kauf in der Größenordnung von Buffett sehen, so würde der Silbermarkt mit seiner geringen Größe von 18 Mrd. USD auf eine harte Probe gestellt werden.

Wenn man also alle in diesem Kapitel erwähnten Nachfragetreiber und die Empfindlichkeit von Silber gegenüber diesen Faktoren mit den jüngsten Angebotsschwierigkeiten gesamt betrachtet, wird das Aufwärtspotenzial von Silber weiterhin signifikant bleiben. Diese Einschätzung teilt auch „Citi Research“: *„The silver market is absolutely tiny relative to the scale of speculative interest volatility, so investor buying often has an outsized impact on prices.“*<sup>83</sup>

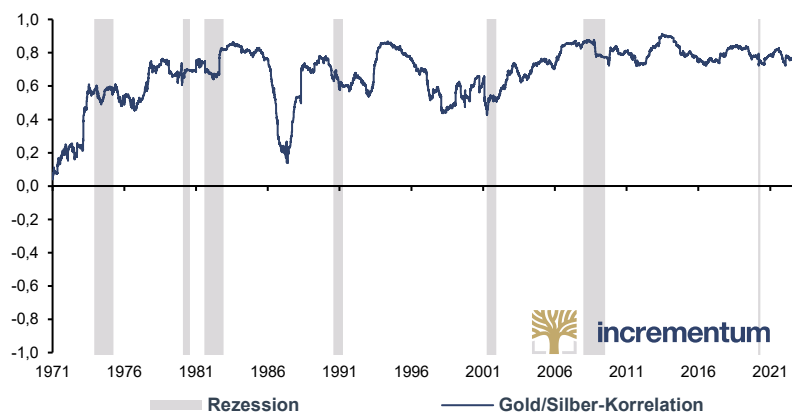
## Damit der Silberpreis ins Laufen kommt, muss der Goldpreis marschieren

*Too many people miss the silver lining because they're expecting gold.*

**Maurice Setter**

Die Kombination der zuvor beschriebenen Aspekte wird eine solide Grundlage für den Silberpreis bilden. Wir gehen davon aus, dass der Goldpreis weiterhin der wesentlichste Bestimmungsfaktor für die Performance von Silber sein wird. Die enorm hohe Korrelation zwischen Gold und Silber erkennt man anhand des nachfolgenden Charts.

Gold/Silber-Korrelation, 01/1971-05/2023



Quelle: SD Bullion, Reuters Eikon, Incrementum AG

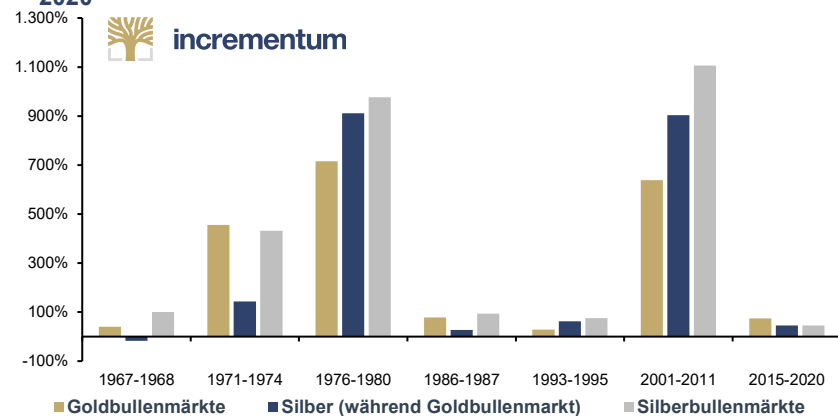
*In the interchange of thought use no coin but gold and silver.*

**Joseph Joubert**

Die Beziehung zwischen den beiden Metallen, die als Synonym für Reichtum und Wohlstand gelten, wurde auch in akademischen Kreisen untersucht. Im Jahr 2014 analysierten **Baur und Tran** die Korrelation zwischen Gold und Silber im Zeitraum 1970–2011 und berücksichtigten dabei die Auswirkungen von Blasen und Finanzkrisen auf das Gold/Silber-Ratio. **Die beiden Autoren kamen zu dem Schluss, dass es eindeutige Belege für eine Kointegrationsbeziehung gibt, wobei ihre wichtigste Erkenntnis darin besteht, dass der Goldpreis der Hauptfaktor bei Veränderungen des Gold/Silber-Ratios ist.**

<sup>83</sup> Citi Research: „Metals Matter“, Viewpoint, 17. April, 2023

### Entwicklung von Gold und Silber während Bullenmärkten, 1967-2020



Quelle: CPM Group, Incrementum AG

*Don't let silver's volatility scare you away. Instead, make it work for you.*

**Peter Krauth**

**Anhand dieser Betrachtung lernen wir, dass die Outperformance von Silber gegenüber Gold ein eindeutiges Kennzeichen von Goldbullenmärkten ist.**

Betrachtet man jedoch den aktuellen Bullenmarkt für Silber und Gold (2015–2023), so stellt man fest, dass Silber (und Gold) sowohl aus technischer als auch aus fundamentaler Sicht noch Luft nach oben haben.

Während Gold seit Beginn seines seit 17. Dezember 2015 andauernden Bullenmarktes bislang um 91,6% gestiegen ist, hat Silber im gleichen Zeitraum nur um 70,2% zugelegt.

### Performance von Gold und Silber, 100 = 17/12/2015, 12/2015-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

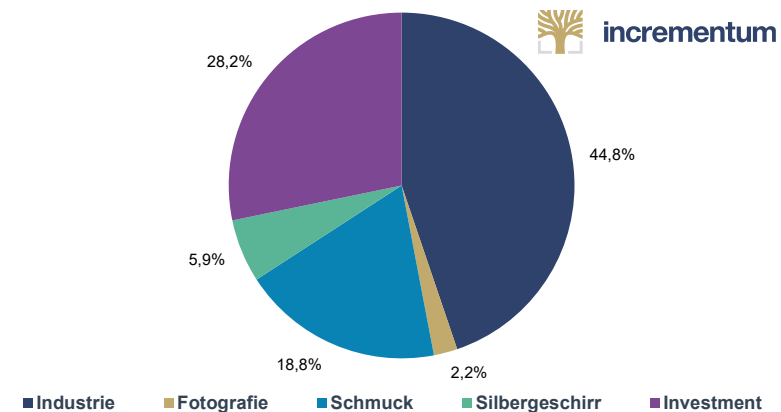
*Nobody really understands gold prices and I don't pretend to understand them either.*

**Ben Bernanke**

Eine konservative Schätzung des Kurspotenzials von Silber würde von einem Ende des aktuellen Goldbullenmarktes ausgehen. Diese Annahme ist unserer Meinung nach unwahrscheinlich. Sollte die Federal Reserve in Bälde ihren Pivot vollziehen und sich die Debatte um die Schuldenobergrenze verschärfen, würde Gold vor Silber den ersten Platz einnehmen, da die Anlagekomponente des weißen Metalls, die 22% der gesamten Silbernachfrage ausmacht, von der monetären Nachfragekomponente von Gold, die bei über 50% liegt, überschattet wird.



### Silbernachfrage nach Kategorie, 2022



Quelle: Silver Institute, Metals Focus, Incrementum AG

*Inflation is just like alcoholism. In both cases...the good effects come first, the bad effects only come later.*

**Milton Friedman**

Wichtig ist, dass Silber aufgrund seiner Rolle als inflationsschützender Vermögenswert gut positioniert ist, um diese Risiken abzumildern, was sich bereits in der Nettonachfrage nach physischen Silberinvestitionen zeigt, die im Jahr 2022 um beachtliche 22% anstieg. Dies trug dazu bei, dass die Verkäufe von Silberbarren und -münzen das fünfte Jahr in Folge zunahmen und dabei ein Rekordhoch von 332,9 Mio. Unzen erreichten, wie der [2023 World Silver Survey](#) ausführt.

**Trotzdem ist Silber nicht das dominierende monetäre Metall und wird von Gold abhängig bleiben.** Wenn der Goldpreis, wovon wir ausgehen, aufgrund der starken monetären Nachfrage neue Allzeithochs erreicht, wird die Dynamik des Goldpreises den Silberpreis definitiv mitreißen.

*A silver hammer can open an iron gate.*

**Baskisches Sprichwort**

Um die potenzielle Reichweite dieses *Silber-Schleudereffekts* zu verdeutlichen: Wenn das Gold/Silber-Ratio seinen historischen Median von 30 erreicht, müsste der Silberpreis bei einem Goldpreis von 2.000 USD auf 67 USD steigen. Da Silber auf Grundlage dieses historischen Medians mit 25 USD bereits historisch unterbewertet ist, wird der Aufwärtsdruck auf die Silberpreise erheblich sein, wenn der Goldpreis weiter steigt.

### Silberpreis-Matrix, in USD, Gold/Silber-Ratio (x-Achse), und Gold (y-Achse), in USD

	10	15	20	25	30	35	40	45	50	55	60	65
1.400	140	93	70	56	47	40	35	31	28	25	23	22
1.500	150	100	75	60	50	43	38	33	30	27	25	23
1.600	160	107	80	64	53	46	40	36	32	29	27	25
1.700	170	113	85	68	57	49	43	38	34	31	28	26
1.800	180	120	90	72	60	51	45	40	36	33	30	28
1.900	190	127	95	76	63	54	48	42	38	35	32	29
2.000	200	133	100	80	67	57	50	44	40	36	33	31
2.100	210	140	105	84	70	60	53	47	42	38	35	32
2.200	220	147	110	88	73	63	55	49	44	40	37	34
2.300	230	153	115	92	77	66	58	51	46	42	38	35
2.400	240	160	120	96	80	69	60	53	48	44	40	37
2.500	250	167	125	100	83	71	63	56	50	45	42	38

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Bad debt is debt that makes you poorer. I count the mortgage on my home as bad debt, because I'm the one paying on it.*

**Robert Kiyosaki**

Da fast 60% der erwachsenen US-Amerikaner von der Hand in den Mund leben, erwarten wir, dass aufgrund der zunehmenden Unerschwinglichkeit von Gold die weniger wohlhabenden Teile der Bevölkerung eher Zuflucht in Silber suchen werden. Dies sollte die Nachfrage nach physischen Silberinvestitionen ankurbeln, was zusammen mit der robusten industriellen Nachfrage die Gesamtnachfrage nach Silber positiv beeinflussen dürfte.

## Das sichere Manövrieren durch die unruhigen Gewässer der Silbervolatilität

*When night hath set her silver lamp high, then is the time for study.*

**Philip James Bailey**

Die vorhandenen Angebots- und Nachfragegrundlagen sprechen zweifellos für Silber. Doch in der Vergangenheit hat die hohe Volatilität viele Investoren abgeschreckt. **In Anbetracht dessen ist es umso wichtiger, beim Timing von Silberinvestments eine Extraportion Sorgfalt walten zu lassen.**

**Angesichts der aktuellen wirtschaftlichen Lage erachten wir die Performance-Analyse von Silber in Zeiten einer Rezession als besonders relevantes Thema.** In Kapitel 3 haben wir bereits die Performance von Gold, Rohstoffen und Aktien in unserem *Incrementum Rezessionsphasen-Modell* untersucht. Im Folgenden wollen wir uns auf die Performance von Silber in Zeiten einer Rezession konzentrieren. **Da Silber sowohl monetäre als auch industrielle Portfolioeigenschaften aufweist, unterscheidet es sich von den meisten anderen Rohstoffen,** was die Analyse besonders interessant macht.

### Silber-Performance im *Incrementum Rezessionsphasen-Modell*

Datum	Dauer (Monate)	Rezession	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 5
01/1970–11/1970	11	-12,3%	14,9%	3,2%	-2,7%	-12,6%	0,9%
12/1973–03/1975	16	42,4%	14,0%	89,4%	-22,4%	-3,1%	6,4%
02/1980–07/1980	6	-53,5%	275,3%	-60,0%	n/a	16,3%	-15,2%
06/1981–11/1982	18	-7,5%	-43,3%	-13,7%	-13,3%	23,6%	38,1%
08/1990–03/1991	8	-19,8%	-7,3%	-13,3%	0,7%	-8,1%	7,3%
04/2001–11/2001	8	-3,0%	-11,7%	0,2%	-2,8%	-0,5%	20,2%
01/2008–06/2009	18	-8,1%	19,2%	16,5%	-24,9%	4,9%	24,0%
03/2020–04/2020	2	-9,9%	-9,2%	-16,2%	n/a	7,5%	57,3%
<b>Durchschnitt</b>	<b>10,9</b>	<b>-9,0%</b>	<b>31,5%</b>	<b>0,8%</b>	<b>-10,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>17,4%</b>
<b>Median</b>	<b>9,5</b>	<b>-9,0%</b>	<b>3,4%</b>	<b>-6,5%</b>	<b>-8,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>13,7%</b>

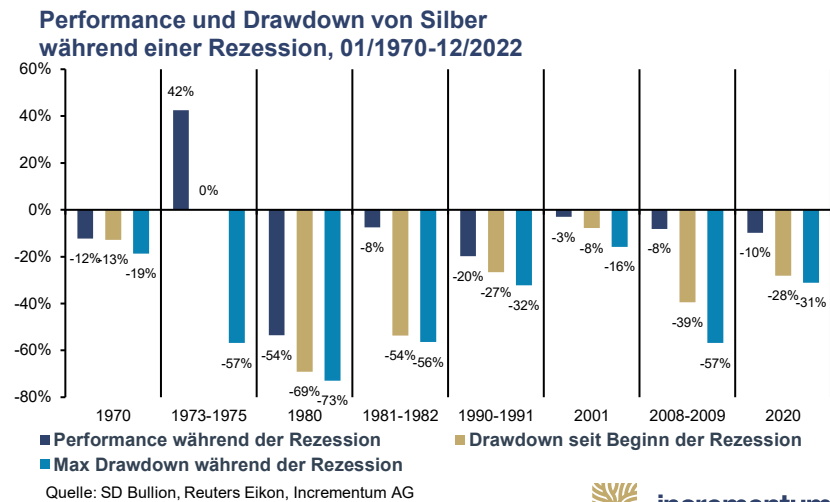
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Unsere Analyse zeigt, dass die Abhängigkeit von der industriellen Nachfrage, die in den letzten Jahren rund 50% der Gesamtnachfrage nach Silber ausgemacht hat, die Performance von Silber während einer Rezession massiv beeinflusst und zu einem **durchschnittlichen Wertverlust während einer Rezession von 9,0% geführt hat.** Dabei sollte man jedenfalls die große Bandbreite der Performance beachten. Ausreißer sind die Rezession 1973–1975 mit einem Plus von 42,4% und die Rezession von 1980 mit einem Verlust von 53,5%.

*Why should we look to the past in order to prepare for the future? Because there is nowhere else to look.*

**James Burke**

Sowohl zu Beginn (Phase 2) als auch am Ende (Phase 4) vergangener Rezessionen hat Silber positiv abgeschnitten. Daraus folgt, dass die wahren Abwärtsrisiken unerkannt bleiben, wenn man nur die Performance während der gesamten Rezession betrachtet. Der folgende Chart veranschaulicht diese Diskrepanz zwischen der Performance und den Drawdowns von Silber während einer Rezession.

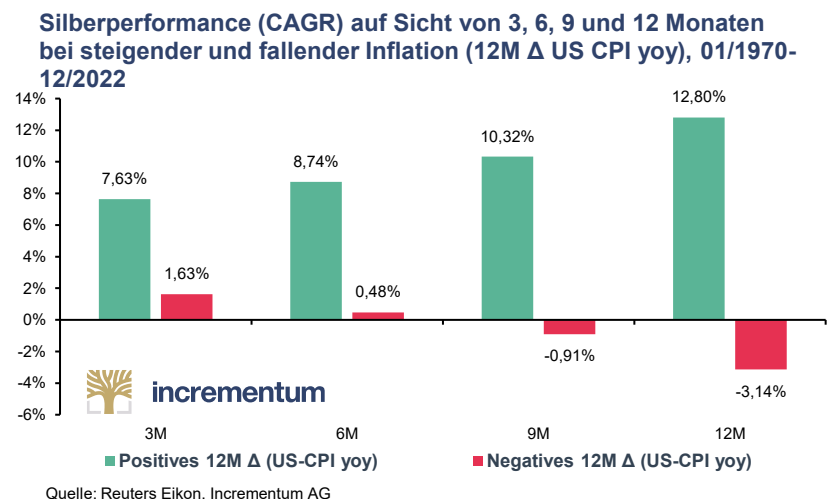


Im Gegensatz zur Performance *innerhalb* einer Rezession konnte Silber in den sechs Monaten *vor* und *nach* einer Rezession (Phase 1 und 5) durchschnittlich positiv abschneiden. **Insbesondere in Phase 5 sind die Ergebnisse beeindruckend, da Silber hier zunehmend von den Faktoren Reflation und konjunktureller Aufschwung profitiert.**

*We have inflation because we have created more money out of thin air than is imaginable.*

**Matthew Piepenburg**

Um diese These zu bekräftigen, haben wir eine detaillierte Analyse der Performance von Silber in Zeiten steigender und fallender Inflationsraten durchgeführt. Hierfür nutzten wir die 12-Monats-Veränderung der US-Inflationsrate gemessen am US-CPI im Vergleich zum Vorjahr als Indikator für den Anstieg oder Rückgang der Inflation. Anschließend haben wir den CAGR für Silber in den darauffolgenden 3, 6, 9 und 12 Monaten berechnet. Die Erkenntnis dieser Analyse ist, dass **Silber während Perioden steigender Inflationsraten glänzt.**



*It ain't about how hard you're hit, it's about how you can get hit and keep moving forward.*

**Rocky Balboa**

*The best time to buy silver is when you have dollars.*

**The Young Pretender,  
Twitter**

*The warden said: The exit is solid. If you want a way out Silver and Gold.*

**U2, Silver and Gold**

*Come on you target for faraway laughter, come on you stranger, you legend, you martyr, and shine!*

**Pink Floyd**

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Silber in der Vorlaufphase und mitunter während der frühen Phasen einer Rezession gut abschneidet. Während einer tiefen Rezession wird jedoch seine zyklische und konjunktursensitive Natur deutlich. Dies wird aber oft durch seine Fähigkeit ausgeglichen, sich in der letzten Phase einer Rezession und in den darauffolgenden Monaten schnell zu erholen.

**Darüber hinaus neigt Silber dazu, in Zeiten steigender Inflationsraten besonders gut abzuschneiden.**

## Fazit

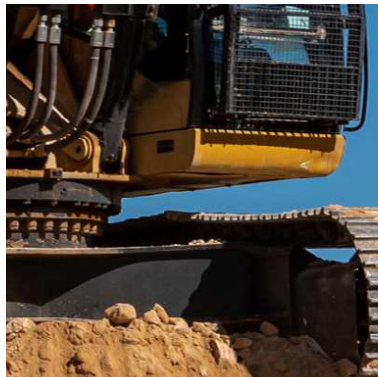
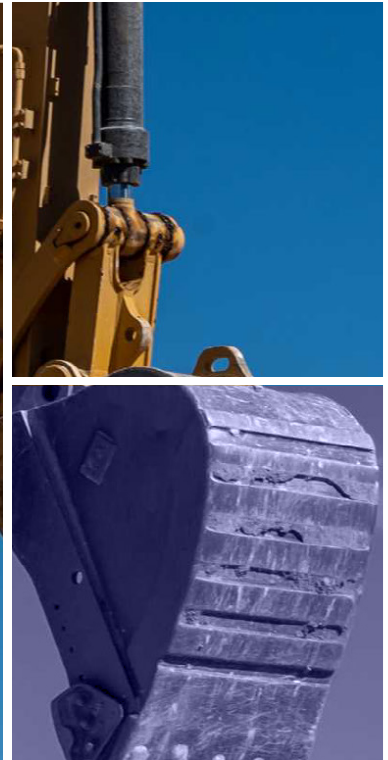
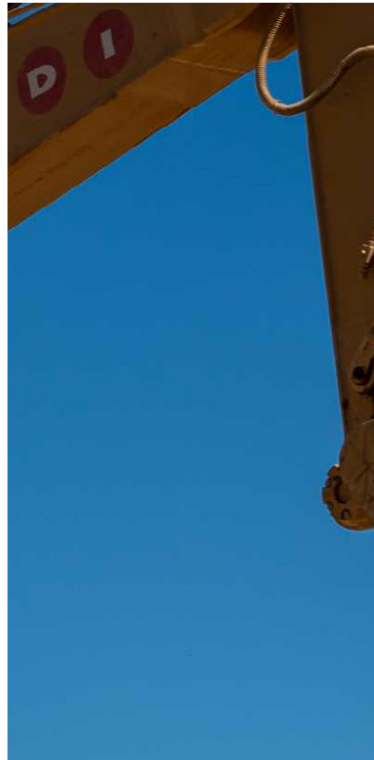
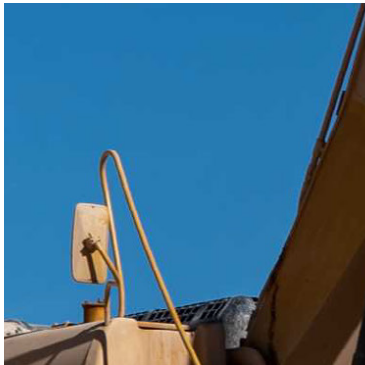
Wie wir in diesem Kapitel analysiert haben, scheinen die momentanen Marktbedingungen für Silber aussichtsreich. Die angestrebte grüne Transformation der Wirtschaft hat den größten Einfluss auf die industrielle Silbernachfrage, die wiederum die Hauptkomponente der gesamten Silbernachfrage darstellt. In diesem Zusammenhang stellen wir fest, dass Innovationen im Bereich der Photovoltaik und neue Technologien wie TOPCON und HJT, in Kombination mit dem Siegeszug der Elektromobilität, den Weg für einen weiteren Anstieg der industriellen Silbernachfrage bereiten.

**Was das Silberangebot betrifft, so erwarten wir, dass das anhaltende Ausbleiben von Investitionen ein chronisches Angebotsdefizit hervorrufen könnte.** Letztendlich wird das Ausmaß, in dem dieses bereits klaffende Silberangebotsdefizit durch die Industrie- und Anlegernachfrage weiter verschärft wird, der entscheidende Faktor für die Outperformance von Silber im Jahr 2023 und den Folgejahren sein.

Hinsichtlich des Zeitpunkts, wann diese Outperformance einsetzen wird, zeigt **unsere proprietäre Modellanalyse, dass eine Übergewichtung von Silber gegen Ende einer Rezession besonders vorteilhaft ist, da Silber von einer typischerweise reflationären Dynamik und einer prosperierenden Wirtschaftsleistung profitiert.**

Natürlich ist eine genaue Vorhersage, "wann" der Silberpreis steigen wird, ohne silberne Kristallkugel mit Schwierigkeiten verbunden. **Gut zu erkennen ist aber, dass angesichts der diskutierten Faktoren die Zukunft von Silber strahlend und möglicherweise strahlender als in früheren Bullenmärkten sein wird.**

# GLÄNZENDE Wachstumsaussichten



**Endeavour Silver** ist ein mittelgroßes Edelmetallbergbauunternehmen, das zwei hochgradige Untertage-Silberminen in Mexiko betreibt. Das Unternehmen treibt den Bau des Projekts Terronera voran und erkundet sein Portfolio an Explorationsprojekten in Mexiko, Chile und den Vereinigten Staaten, um sein Ziel zu erreichen, ein führender Silberproduzent zu werden.



TSX:EDR NYSE:EXK FSE:EJD

Darüber hinaus bieten die Aktien von **Endeavour Silver** ein branchenführendes Beta zum Silberpreis, da mehr als 70 % der Einnahmen auf Silber und nicht auf Basismetalle entfallen.

Weitere Informationen unter:  
[edrsilver.com](http://edrsilver.com)

# Der Synchroner Bullenmarktindikator

*There will always be bull markets followed by bear markets followed by bull markets.*

John Templeton

- In der Logik des „Synchronen Bullenmarktindikators“ sind Gold und die Aktienmärkte Antagonisten. Solange Aktien in einem säkularen Bullenmarkt handeln, ist Gold in einem säkularen Bärenmarkt gefangen und umgekehrt.
- Seit den 1970er-Jahren sind in den USA für Gold und den S&P 500 deshalb nur vier aufeinander folgende, säkulare Bullenmärkte zu verzeichnen:
  - der Goldbullenmarkt der 1970er-Jahre
  - der Aktienbullenmarkt in den 1980er- und 1990er-Jahren
  - der Goldbullenmarkt vom September 2000 bis September 2011
  - der Aktienbullenmarkt vom Oktober 2011 bis Dezember 2021
- Im März 2023 bestätigt der „Synchroner Bullenmarktindikator“ einen neuen säkularen Goldbullenmarkt, der im Jänner 2022 begonnen hat.
- Der maßgebliche Treiber dieser säkularen Trends ist zunehmendes oder abnehmendes Investorenvertrauen. Gemeint ist das Vertrauen der Investoren in die Stärke der Wirtschaft und die Stabilität des Finanzsystems.



**Dietmar Knoll**

Dietmar Knoll ist Bankfachwirt und war über vier Jahrzehnte hinweg im „Corporate Banking“ der „Deutsche Bank AG“ tätig, zuletzt als Restrukturierungsexperte im „Risk Management Advisory“. In seinem Ruhestand beschäftigt er sich mit der Frage, was den Goldpreis wirklich antreibt.

## Der „Synchroner Bullenmarktindikator“

**Im Rahmen der Vorstellung des „Synchronen Aktien- und Goldpreismodells“ im letztjährigen In Gold We Trust-Report<sup>84</sup> konnte aufgezeigt werden, dass sich die Preisentwicklung von US-Aktien und Gold in den letzten 50 Jahren mit nur zwei Variablen erklären lässt: der Geldmengenentwicklung – als Basistreiber – und dem Investorenvertrauen – als Steuerungsventil für die Wertaufteilung zwischen den beiden Assets.<sup>85</sup>**

*The reason this ratio (the S&P 500 to Gold Ratio) is popular and worth monitoring is because it can easily gauge the ‘mood’ of the investment community. A low ratio indicates investors are feeling pessimistic about the outlook for the economy and financial markets, whilst a high ratio suggests investors are optimistic.*

**Perth Mint**

Dabei definiert sich Investorenvertrauen als das Vertrauen der Investoren in die Stärke der Wirtschaft und die Stabilität des Finanzsystems. Zwar kann dieser Wert nicht direkt gemessen werden, die Analyse der Entwicklung der letzten fünfzig Jahre zeigt aber, dass sich das S&P 500/Gold-Ratio als zuverlässiger Stellvertreter eignet.

Mit dem diesjährigen Artikel soll interessierten Investoren ein einfach zu benutzendes Werkzeug zur Verfügung gestellt werden, mit dem sich aufbauend auf den Erkenntnissen des Synchronen Aktien- und Goldpreismodells säkulare Bullenmärkte für Aktien und Gold frühzeitig und zuverlässig bestimmen lassen und mit dem sich eine wechselweise Trendfolgestrategie konsequent und faktenbasiert umsetzen lässt. Es soll ein „Synchroner Bullenmarktindikator“ entwickelt werden.

Der Backtest für eine auf den Empfehlungen des Synchronen Bullenmarktindikators basierende Strategie zeigt, dass die mögliche Rendite dieser Strategie die Rendite einer reinen Buy-and-Hold-Strategie – nur Aktien, nur Gold oder 50/50 – in den vergangenen fünfzig Jahren zumindest um den Faktor 15 übertrifft.

*The average man doesn't wish to be told that it is a bull or a bear market. What he desires is to be told specifically which particular stock to buy or sell. He wants to get something for nothing. He does not wish to work. He doesn't even wish to have to think.*

**Jesse L. Livermore**

### Wie sind Bullen- und Bärenmärkte offiziell definiert?

Die US-amerikanische Börsenaufsicht „Securities and Exchange Commission“ (SEC) definiert einen Bullenmarkt wie folgt: „A time when equity prices are rising and market sentiment is optimistic. Generally, a bull market occurs when there is a rise of 20% or more in a broad market index over at least a two-month period.“ Für einen Bärenmarkt gilt Entsprechendes nur mit umgekehrten Vorzeichen.

Die Prüfung, ob ein Asset oder ein Markt innerhalb einer gewissen Zeit um 20% gestiegen oder gefallen ist, fällt erfahrungsgemäß leicht. Doch wie steht es um die Einordnung des Markt-Sentiments, also der Summe aller Stimmungen der Akteure eines Marktes?

Die am weitesten verbreitete Form, die Marktstimmung einzufangen, besteht in der Befragung von Marktteilnehmern. Hinzu kommen noch Marktdaten wie Handelsvolumen, Marktvolatilität oder das Momentum. Letztendlich wird versucht, aus einer möglichst großen Anzahl statistisch belastbarer Komponenten, eine zusammenfassende Sentiment-Einschätzung zu gewinnen.

<sup>84</sup> Siehe „Das synchrone Aktien- und Goldpreismodell“, In Gold We Trust-Report 2022

<sup>85</sup> Den Autor dieses Artikels, Herrn Dietmar Knoll, können Sie unter [knoll-dietmar@gmx.de](mailto:knoll-dietmar@gmx.de) erreichen.

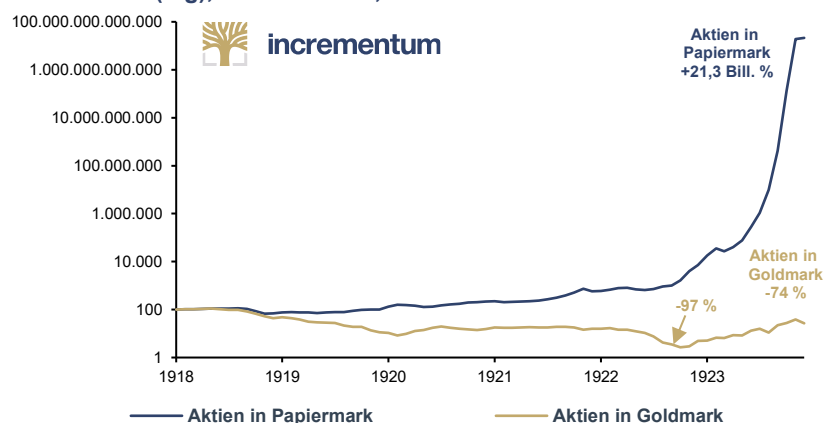
*The monetary managers are fond of telling us that they have substituted ‚responsible money management‘ for the gold standard. But there is no historic record of responsible paper money management ... The record taken, as a whole is one of hyperinflation, devaluation and monetary chaos.*

**Henry Hazlitt**

Anleger haben heutzutage die Auswahl zwischen einer Vielzahl von unterschiedlichen Instrumenten. Deren Aussagen und Ergebnisse sind jedoch oftmals unterschiedlich. Zudem fehlt es fast immer an einer langfristig gleichbleibenden Datenbasis, sodass eine konsistente, über Jahrzehnte zurückreichende Zyklusanalyse kaum möglich ist. Nicht wenige Investoren blenden deshalb diese wichtige Komponente der SEC-Definition aus oder sehen das positive Marktsentiment bereits durch den Umstand einer anhaltend positiven Preisentwicklung als gegeben an.

Eine Folge davon ist, dass fast jedes Asset und jeder Markt in einen Bullenmarkt wechseln kann, sofern die Währung, in der die Preise gemessen werden, nur schwach genug ist. Aktuelle Beispiele für diese These bieten die Aktienmärkte von Ländern wie Venezuela oder der Türkei. Das historisch eindrucksvollste Lehrstück ist aber der deutsche Aktienmarkt zu Zeiten der Weimarer Republik. In der Zeit von Jänner 1918 bis November 1923 stieg der in Papiermark notierte Aktienindex des Statistischen Reichsamtes um rund 21.300.000.000.000%. **Handelte der deutsche Aktienmarkt damals in einem Bullenmarkt?**

#### Aktienindex des Statistischen Reichsamtes, in Papiermark und Goldmark (log), 100 = 01/1918, 01/1918-12/2023



Quelle: Wikipedia, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*More paper money cannot make a society richer, of course, – it is just more printed-paper.*

*Otherwise, why is it that there are still poor countries and poor people around?*

**Hans-Hermann Hoppe**

**Die klare Antwort gibt die Notierung desselben Aktienindex in Goldmark.** In harter Währung berechnet verlor der Aktienindex bis zur Währungsreform im November 1932 rund 74% seines Wertes. Zwischenzeitlich stellte sich der Wertverlust in Goldmark sogar auf rund 97%. Der vermeintliche Bullenmarkt entpuppte sich als Bärenmarkt. Oder anders formuliert: Der formale Bullenmarkt war der extrem hohen Geldwertung geschuldet, die Anleger unterlagen der Geld(wert)illusion, der Verwechslung des realen mit dem nominalen Geldwert, der man in Zeiten einer hohen Inflation zum Opfer fallen kann.

#### Säkulare Bullenmärkte sicher und frühzeitig erkennen

Aufgrund der in unserem ungedeckten Fiat-Geldsystem üblichen, stetigen Geldmengeninflation reicht es somit nicht aus, die reine Preisentwicklung eines Assets zu beobachten, um herauszufinden, ob es sich in einem Bullenmarkt befindet oder nicht. Zweckmäßiger ist es, die relative Wertentwicklung



*Es ist erwähnenswert, dass bereits früher versucht wurde, Veränderungen am Aktienmarkt und beim Goldpreis mit Veränderungen der Geldmenge in Verbindung zu bringen. Diese Versuche sind gescheitert. Was den Aktienmarkt betrifft, so scheiterten sie, weil eine starke positive Korrelation zwischen dem führenden Aktienindex und der Geldmenge nur während der Aktienhausse besteht, d. h. die Geldmenge allein kann die großen Schwankungen am Aktienmarkt nicht erklären.*

**Steve Saville**

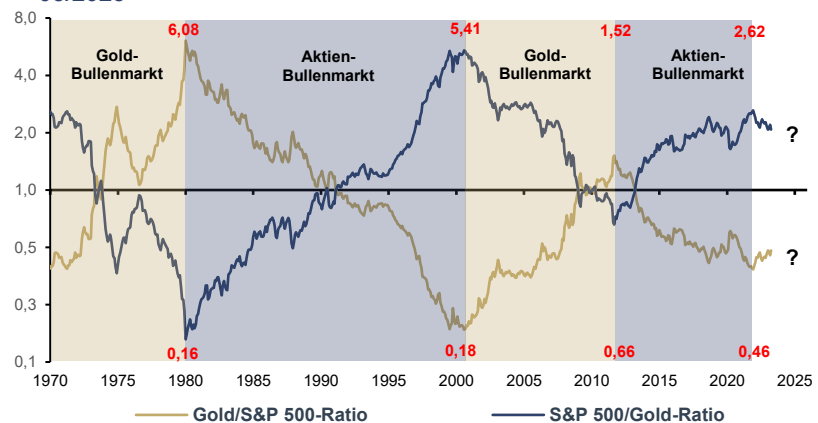
*Gold und der S&P 500 befinden sich an den entgegengesetzten Enden einer virtuellen Investitionswippe. Wenn sich der eine in einem langfristigen Bullenmarkt befindet, muss sich der andere in einem langfristigen Bärenmarkt befinden.*


**Steve Saville**

**Mit dem Synchronen Aktien-und-Goldpreismodell wurde bereits aufgezeigt, dass seit gut 50 Jahren eine enge und rechenbare Beziehung zwischen der Geldmenge und den Preisen für Aktien und Gold besteht;** allerdings nur, wenn Aktien und Gold gemeinsam betrachtet werden. Denn es gibt Phasen, in denen Gold von der im System befindlichen Geldmenge mehr profitiert als Aktien, und Phasen, in denen dies umgekehrt ist.

Investoren kaufen Gold, wenn sie Sorge vor steigenden Schulden, Inflation, einem Verfall des US-Dollars, einer Rezession, einem Börsencrash oder aber einem erforderlichen Reset des Finanzsystems haben. Aktien werden dagegen gekauft, wenn die Wirtschaft stark, die Wachstumsraten gut, die Perspektiven günstig, die Gewinne hoch, die Arbeitslosenrate niedrig und die Inflation moderat ist.

**Gold/S&P 500-Ratio (log), und S&P 500/Gold-Ratio (log), 01/1970-03/2023**



Quelle: kitco.com, multpl.com, Berechnungen des Autors, Incrementum AG  **incrementum**

**Deshalb nutzt das Synchroner Aktien-und-Goldpreismodell das S&P 500/Gold-Ratio als Messgröße zur Bestimmung des Investorenvertrauens.** Dieses sehr verlässliche Instrument kann aber auch bei der Bestimmung des Markt-Sentiments für Aktien und Gold und dem Erkennen der säkularen Trendwendepunkte für die Bullen- und Bärenmärkte hervorragende Dienste leisten.

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Wertentwicklungen des S&P 500 und jene von Gold während dieser Bullenmärkte. Zudem wird auch die jeweilige Entwicklung der US-Geldmenge M2 angeführt.

Bullen-Markt	Dauer	Gold in USD	p.a.	S&P 500 in Punkten	p.a.	M2 in Mrd USD	p.a.
Gold	Jan 70	34,99		90,31		589,60	
	Jan 80	674,58		110,90		1.482,70	
	Zuwachs	+ 1.828%	34,5%	+ 23%	2,0%	151%	9,8%
S&P 500	Feb 80	665,89		115,30		1.494,60	
	Aug 00	274,52		1.485,46		4.817,50	
	Zuwachs	- 59%	-4,3%	+ 1.188%	13,6%	222%	6,0%
Gold	Sep 00	273,67		1.468,05		4.853,20	
	Sep 11	1.780,65		1.173,88		9.525,80	
	Zuwachs	+ 551%	18,5%	- 20%	-2,0%	96%	6,3%
S&P 500	Okt 11	1.667,89		1.207,22		9.559,50	
	Dez 21	1.786,65		4.674,77		21.553,10	
	Zuwachs	+ 7%	0,75%	+ 287%	14,5%	125%	8,5%

Quelle: Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*The best moves in precious metals (excluding the 1960s) all occurred during secular bear markets in US equities.*

**Jordan Roy-Byrne**

Der obige Chart und diese Tabelle verdeutlichen eindrucksvoll, dass säkulare Goldbullenmärkte ohne Ausnahme mit säkularen Aktienbärenmärkten einhergehen und umgekehrt. Gold ist somit ein ausgezeichneter Hedge gegen säkulare Aktienbärenmärkte.

Wenn in US-Dollar gerechnet für das jeweilige „Bärenmarkt-Asset“ dennoch ein kleiner Zuwachs verbleibt, so ist dies nur dem Wertverfall der Währung geschuldet, herbeigeführt durch die stetige Ausweitung der US-Geldmenge.

## Das Investorenvertrauen als maßgeblicher Treiber aller vier säkularen Marktphasen der vergangenen 50 Jahre.

*... confidence, fairness, corruption, money illusion, and stories. These are real motivations for real people. They are ubiquitous. The presumption of mainstream macroeconomics that they have no important role strikes us as absurd.*

**Robert J. Shiller**

Nachfolgend der Versuch, die bisherigen vier säkularen Bullenmärkte der vergangenen 50 Jahre aus der Perspektive des Investorenvertrauens zu beschreiben:

### 1) Fallender Trend der 1970er-Jahre (Tiefpunkt des S&P 500/Gold-Ratios: 0,1644 im Jänner 1980)

Resultierend aus der zunehmenden Sorge über den Fortbestand des globalen Finanzsystems nach der Entkoppelung des US-Dollars von Gold. Treiber waren u. a. die ausufernde Verschuldung im Zuge des Vietnam-Krieges, der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems, die beiden Ölpreis-Schocks, eine entfesselte Inflation sowie eine anhaltende globale Wachstumsschwäche.

### 2) Steigender Trend der 1980er-/1990er-Jahre (Hochpunkt des S&P 500/Gold-Ratios: 5,411 im August 2000)

Resultierend aus einer beispiellosen Phase der Wohlstandsmehrung für weite Teile der Welt. Treiber waren u. a. der aufkommende Neoliberalismus im Westen, die Integration Chinas in die Weltwirtschaft, der Zusammenbruch der Sowjetunion,

die Öffnung Osteuropas, die immer weiter vorangetriebene Globalisierung und die unglaubliche Dynamik des IT-Sektors.

### 3) Fallender Trend bis 2011 (Tiefpunkt des S&P 500/Gold-Ratios: 0,6592 im September 2011)

Resultierend aus einer Abfolge existenzieller Krisen. Treiber waren u. a. das Platzen der Aktienblase zu Beginn des Jahrhunderts, der Terroranschlag vom 11. September 2001, der nachfolgend geführte „Krieg gegen den Terror“, die „Globale Finanzkrise“ und die anschließende Wirtschaftskrise sowie die Staatsschuldenkrise in Europa.

### 4) Steigender Trend bis 2021 (vorläufiger Hochpunkt des S&P 500/Gold-Ratios: 2,6165 im Dezember 2021)

Resultierend aus einer Art „Zentralbank-Allmacht“. Ehemals langweilige Notenbanken haben sich zu schlagkräftigen und politischen Institutionen entwickelt. Egal ob Bankenrettung, Eurokrise oder Corona-Pandemie: Die Maßnahmen der Zentralbanken erwiesen sich als entscheidend und zumindest kurzfristig erfolgreich darin, Wirtschaftssysteme, Finanzmärkte und ganze Gesellschaften vor einem wirklich tiefen Abrutschen in existenzielle Krisen zu bewahren.

*Niemand weiß, wie das größte geldpolitische Experiment aller Zeiten ausgehen wird.*

*Möglicherweise wird aus der vermeintlichen Allmacht der Notenbanken irgendwann Ohnmacht.*

**Flossbach von Storch**

## Anlagestrategische Implikationen

Jede gute Anlagestrategie sollte auf Basis einer umfassenden Bestandsaufnahme der individuellen Einkommens- und Vermögensverhältnisse des Investors entwickelt werden und zwingend an dessen persönlichen Anlagezielen ausgerichtet sein. Danach gilt es, Risiko und Rendite ins Gleichgewicht zu bringen und eine gute Anlagediversifizierung und angemessene Kosteneffizienz zu verankern. Oftmals soll diese individuell formulierte Anlagestrategie dann auch eine gewisse Flexibilität beinhalten, indem z. B. die Aktienquote oder die Edelmetallquote in Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Gesamtentwicklung erhöht bzw. abgesenkt werden kann.

Und genau hierbei kann der Synchrone Bullenmarktindikator wertvolle Dienste leisten. Mit dem flexiblen Teil eines Depots in Gold investiert zu sein, hat definitiv keinen Sinn, wenn die Finanzmärkte von Vertrauen und Zuversicht geprägt sind. Denn die Opportunitätskosten in Form entgangener Aktienmarktrenditen können schnell höher ausfallen als die befürchteten Kursverluste einer später möglicherweise folgenden Krise.

Andererseits herrscht in Bezug auf Aktien oftmals eine übertriebene Bereitschaft vor, „vorübergehende Verluste“ mit dem Argument zu akzeptieren, dass deren Kurse langfristig bislang immer gestiegen sind. Dabei wird verkannt, dass es trotz hoher Geldentwertung zuweilen Jahrzehnte dauern kann, bis nach einem Crash wieder alte nominelle Höchststände erreicht und übertroffen werden. Ebenso, dass auch für eine Aktienanlage „Opportunitätskosten“ in Form entgangener Wertsteigerungen bei Gold zählen.

## Von der grundsätzlichen Erkenntnis zum Synchronen Bullenmarktindikator

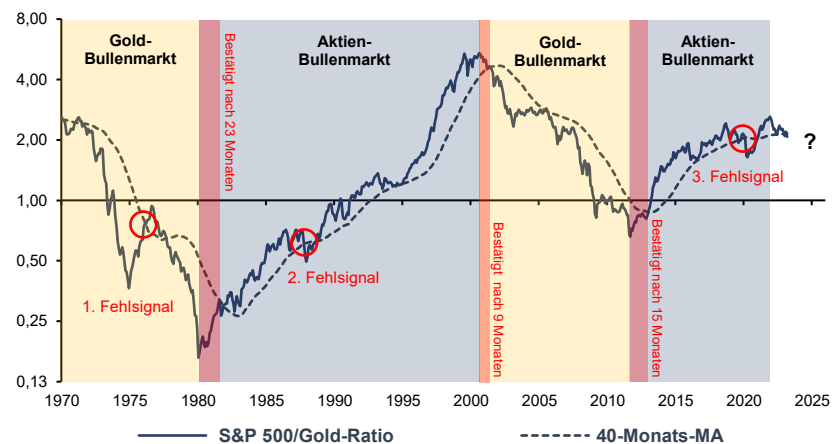
*In the business world, the rearview mirror is always clearer than the windshield.*

**Warren Buffett**

**Wie die Wirtschaft selbst, entwickelt sich auch das Investorenvertrauen in kurzfristigen und langfristigen Zyklen.** Die für eine erfolgreiche Geldanlage entscheidenden Wendepunkte der säkularen Bullenmärkte lassen sich mit letztendlicher Gewissheit immer erst im Nachhinein bestimmen. Anleger und Investoren müssen jedoch ihre Entscheidung vorab treffen.

**Eine gute Methode, um die säkularen Trends im Investorenvertrauen zeitnah zu bestimmen, ist der Abgleich des aktuellen S&P 500/Gold-Ratios mit seinem längerfristigen Durchschnitt.** Liegt das aktuelle S&P 500/Gold-Ratio unter seinem längerfristigen Mittelwert, besteht ein fallender Trend; liegt es darüber, ein steigender Trend. Je längerfristiger der Durchschnitt gebildet wird, desto belastbarer sind die Ergebnisse. Andererseits gilt dann aber auch, dass sich die „Wartezeit“ für die Bestätigung der Trendwende verlängert und dadurch bereits laufende Kursgewinne infolge des neuen Trends verpasst werden.

### S&P 500/Gold-Ratio (log), 01/1970-03/2023



Quelle: kitco.com, multpl.com, Berechnungen des Autors, Incrementum AG



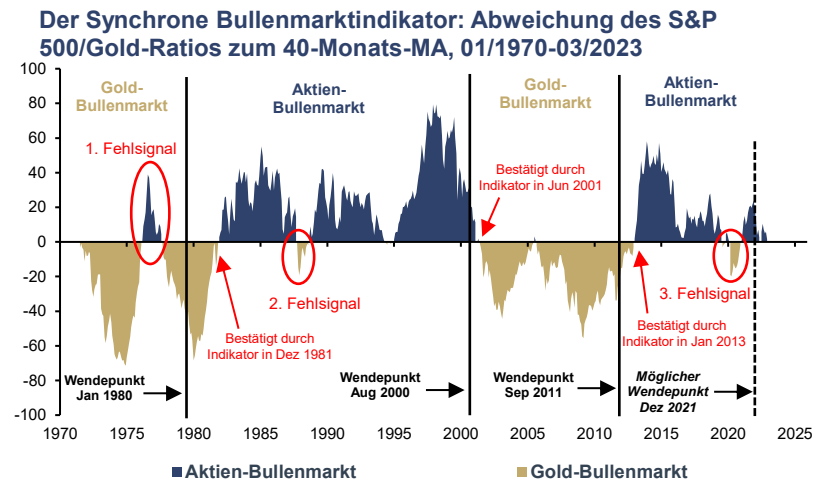
*It is better to be roughly right than precisely wrong.*

**John Maynard Keynes**

Gesucht ist daher ein guter Kompromiss, der einerseits die Trendwende so zeitnah und verlässlich wie möglich anzeigt und andererseits Fehlsignale, also angezeigte Trendwenden, die sich aber im weiteren Verlauf nicht bestätigen, weitgehend vermeidet. Für den Synchronen Bullenmarktindikator wird auf den Abgleich des S&P 500/Gold-Ratios mit seinem gleitenden 40-Monats-Durchschnitt zurückgegriffen.

Aus dem Chart wird erkennbar, dass stabile Trends angezeigt werden, alle 3 Trendwenden der vergangenen 50 Jahre zuverlässig bestätigt werden und dabei der zeitliche Nachlauf mit rund 1 bis 2 Jahren vertretbar bleibt.

Ein einfacher zu interpretierender Chart entsteht, wenn man nicht die Entwicklung des S&P 500/Gold-Ratios an sich zeichnet, sondern die prozentuale Abweichung des aktuellen Ratios im Vergleich zu seinem gleitenden 40-Monats-Durchschnitt.



*The longer the bull market lasts the more severely investors will be affected with amnesia; after five years or so, many people no longer believe that bear markets are possible.*

**Benjamin Graham**

Liegt das aktuelle S&P 500/Gold-Ratio über seinem gleitenden 40-Monats-Durchschnitt, so besteht ein Aktien-Bullenmarkt (blaue Flächen). Liegt er darunter, ein Goldbullenmarkt (gelbe Flächen). Der große Vorteil dieser Darstellungsweise ist, dass auch die Stärke des jeweiligen Bullenmarktes, d. h. die Amplitude der prozentualen Abweichung zum gleitenden 40-Monats-Durchschnitt, gut erkennbar ist. Denn ein leichtes Über- oder Unterschreiten des gleitenden 40-Monats-Durchschnitts bietet an sich noch keine ausreichende Sicherheit für eine Trendumkehr.

### Für den Synchronen Bullenmarktindikator sind die Trendwendepunkte im Investorenvertrauen von zentraler Bedeutung. Welche Erkenntnisse ergeben sich aus der Historie?



Die erste wichtige Erkenntnis ist, dass die säkularen Wendepunkte des Investorenvertrauens bislang immer mit den jeweils letzten Verlaufshöchstständen des bis dahin vorherrschenden Bullenmarkt-Assets übereinstimmen: im Jänner 1980 mit dem Verlaufshoch des Goldpreises von 675 USD im Monatsdurchschnitt, im August 2000 mit dem Verlaufshoch des S&P 500 von 1.485 Punkten im Monatsdurchschnitt und im September 2011 wieder mit dem Verlaufshoch von Gold von 1.781 USD im Monatsdurchschnitt.

Der Gold-Bullenmarkt der 1970er-Jahre und der Aktienbullenmarkt der 1980er- und 1990er-Jahre haben zudem die Gemeinsamkeit, dass der enorme Anstieg des Bullenmarkt-Assets letztendlich in einer starken Übertreibung bzw. Blase mündete. Die anschließende Trendwende resultierte daher jeweils aus einem

Crash des Bullenmarkt-Assets und nicht etwa aus einer aufkommenden Stärke des Gegenspielers. Diese stellte sich in beiden Fällen erst 2–3 Jahre später ein. Anders war die Situation bei der Trendwende im September 2011. Diese Trendwende entstand aus einer aufkommenden Stärke des Aktienmarktes. Der Preis des ehemaligen Bullenmarkt-Assets Gold blieb nach seinem Verlaufshoch noch über ein Jahr recht stabil, wohingegen der S&P 500 in dieser Zeit um über 20% anstieg.

## Im Verlauf der letzten rund 50 Jahre waren insgesamt drei Fehlsignale zu verzeichnen. Gibt es Gemeinsamkeiten?

Das erste Fehlsignal resultierte aus einem drastischen Rückgang des Goldpreises von 184 USD im Dezember 1974 auf 110 USD im August 1976. Ursächlich waren fundamentale Veränderungen des Goldmarktes: insbesondere die Aufhebung des Goldbesitzverbotes in den USA sowie die Absicht der USA und des IWF, das globale Währungssystem künftig ohne die zentrale Rolle von Gold zu betreiben, was bedeutende Gold-Verkaufsauktionen zur Folge hatte.

*Central banks have gotten out of the central banking business and into the central planning business, meaning that they are devoted to raising up-if they can-economic growth and employment through the dubious means of suppressing interest rates and printing money. The nice thing about gold is that you can't print it.*

**James Grant**

Zudem schien die Rezession von 1974 überwunden und auch die globalen Aktienkurse stiegen vorübergehend. Spätestens ab September 1976 meldete sich jedoch die große Unsicherheit zurück, die nach dem Scheitern des Bretton-Woods-Systems entstanden war. Unübersehbare Zeichen waren fortgesetzte Währungskrisen, monetäre Interventionen und wirtschaftliche Funktionsstörungen. Daraus resultierte letztendlich der unglaubliche zweite Teil des Goldbullenmarktes, der den Goldpreis bis Jänner 1980 auf 675 USD trieb.

Die beiden anderen Fehlsignale resultierten jeweils aus einem Crash des Aktienmarktes: dem „Schwarzen Montag“ vom 19. Oktober 1987 und dem „Corona-Crash“ ab 2020. In beiden Fällen lief der Aktien-Bullenmarkt schon Jahre lang und war vergleichsweise schwach geworden.

Die Erinnerung in Bezug auf die Rolle der Federal Reserve bei der Bewältigung der Corona-Krise ist sicher noch allgegenwärtig. In Bezug auf den „Schwarzen Montag“ ist dies wahrscheinlich nicht mehr der Fall. Anlässlich des Crashes gab der damalige Vorsitzende der Federal Reserve, Alan Greenspan, folgende starke Erklärung am 20. Oktober 1987 ab: *„The Federal Reserve, consistent with its responsibilities as the Nation's central bank, affirmed today its readiness to serve as a source of liquidity to support the economic and financial system.“*

Insofern sorgte die Federal Reserve in beiden Fällen für die Reanimation des Bullenmarktes. Rund 15 Monate nach dem „Schwarzen Montag“ notierte der S&P 500 wieder auf dem Vor-Crash-Hoch. Im Zuge der Corona-Krise dauerte die Reflationierung sogar nur rekordverdächtige sechs Monate.

**Letztendlich kann also argumentiert werden, dass es die Federal Reserve war, die mit ihrer unbegrenzten monetären Feuerkraft wieder für Vertrauen an den Finanzmärkten gesorgt hat.** Das Narrativ des „Fed-Puts“ ist deshalb bereits 35 Jahre alt. Der eindeutige Profiteur dieser Versicherung gegen Vermögensverluste war bisher der Aktienmarkt. Viele Investoren halten

diese Erzählung daher bereits für eine Art Naturgesetz, schließlich gibt es kaum noch Aktienhändler, die ein davon abweichendes Agieren der Zentralbanken kennen. „Buy the Dip“ ist dann die logische Konsequenz.

In den 1970er-Jahren war die Situation jedoch eine komplett andere. Damals war der Umstand, dass die Federal Reserve nach der Loslösung des US-Dollars von Gold unbegrenzt neue US-Dollars schaffen konnte, nicht der Antrieb für zunehmendes Vertrauen und stetig steigende Aktienkurse, sondern die Quelle für ein überbordendes Misstrauen und der Treibstoff für eine historisch beispiellose Goldpreisexplosion.

### Wie groß wäre der Anlageerfolg eines Investors gewesen, der den Handlungsempfehlungen des „Synchronen Bullenmarktindikators“ konsequent gefolgt wäre?

*You don't have to be brilliant, only a little bit wiser than the other guys, on average, for a long, long time.*

**Charlie Munger**

Noch einmal zu Verdeutlichung: Ein Bullenmarkt für Aktien oder Gold wird vom Synchronen Bullenmarktindikator über den Abgleich des aktuellen S&P 500/Gold-Ratios – auf Basis monatlicher Durchschnittskurse – mit dem gleitenden 40-Monats-Durchschnitt ermittelt. Liegt der aktuelle Wert über dem gleitenden 40-Monats-Durchschnitt besteht prinzipiell ein Aktienbullenmarkt, liegt er darunter ein Goldbullenmarkt.

Um zu einer klaren und belastbaren Handlungsempfehlung zu kommen und kleinere Fehlsignale auszuschließen, soll eine Umschichtung des flexiblen Teils des Depots jedoch erst erfolgen, wenn die Abweichung des aktuellen S&P 500/Gold-Ratios zum gleitenden 40-Monats-Durchschnitt die Spanne von +/- 5% überschreitet. Wie bereits gezeigt, waren in den letzten 50 Jahren insgesamt 3 säkulare Trendwenden zu verzeichnen. Hinzu kommen 3 relevante Fehlsignale, die jeweils nach einigen Monaten „rückabgewickelt“ hätten werden müssen. Insofern hätten sich seit Juli 1971 insgesamt neun Umschichtungen ergeben.

Die nachfolgende Tabelle startet mit einer Anfangsinvestition von einer Unze Gold und zeigt alle Umschichtungen im Detail. Zusätzliche Investitionen wurden nicht berücksichtigt.

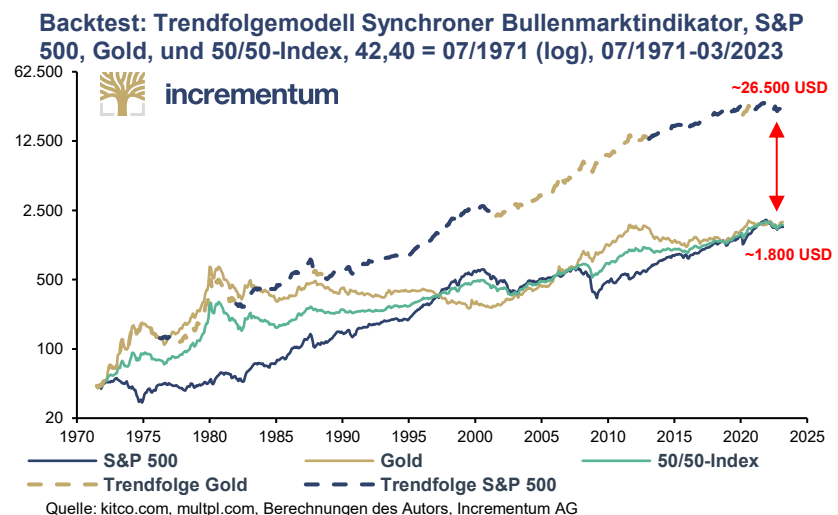
Umschichtungen									Bestand	
									S&P 500	Oz Gold
Jul 71	Start	1,00	Oz Gold						42,40	1,00
1.	Apr 76	Verkauf	1,00	Oz Gold	Kauf	1,26	S&P 500	101,90	127,91	1,26
2.	Okt 77	Verkauf	1,26	S&P 500	Kauf	0,74	Oz Gold	93,74	158,85	0,74
3.	Jan 82	Verkauf	0,74	Oz Gold	Kauf	2,43	S&P 500	117,30	384,16	2,43
4.	Nov 87	Verkauf	2,43	S&P 500	Kauf	1,27	Oz Gold	245,00	468,14	1,27
5.	Okt 88	Verkauf	1,27	Oz Gold	Kauf	1,86	S&P 500	277,40	406,39	1,86
6.	Aug 01	Verkauf	1,86	S&P 500	Kauf	8,04	Oz Gold	1.178,50	272,66	8,04
7.	Feb 13	Verkauf	8,04	Oz Gold	Kauf	8,67	S&P 500	1.512,31	1.630,69	8,67
8.	Mrz 20	Verkauf	8,67	S&P 500	Kauf	14,44	Oz Gold	2.652,39	1.591,93	14,44
9.	Feb 21	Verkauf	14,44	Oz Gold	Kauf	6,72	S&P 500	3.883,43	1.808,18	6,72
<b>Jul 71</b>		<b>Startinvestition</b>							<b>1,00</b>	
<b>Mrz 23</b>		<b>Aktueller Bestand</b>							<b>6,72</b>	

Quelle: Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Der nachfolgende Chart zeigt den Backtest für den Anlageerfolg des auf den Empfehlungen des Synchronen Bullenmarktindikators basierenden Trendfolgemodells im Vergleich zu

- 1) einer reinen Aktienanlage
- 2) einer reinen Goldanlage
- 3) einem 50/50-Ansatz.

Die Anfangsinvestition beträgt in allen vier Varianten einheitlich USD 42,40, der Durchschnittspreis für eine Unze Gold im Juli 1971.



Ergänzend eine ziffernmäßige Übersicht zur prozentualen Wertentwicklung aller vier Anlagealternativen, aufgeschlüsselt nach fünf Einzeldekaden und dem gesamten Anlagezeitraum:



		S&P 500	Gold	50/50-Anlage 1xS&P + 1,5 Oz Gold	Trendfolge SBMI
<b>1971 - 1981</b>	<b>07/1971</b>	99,00	42,40	162,60	42,40
	<b>12/1981</b>	123,80	410,12	738,98	303,49
	<b>Delta</b>	24,80	367,72	576,38	261,09
	<b>in %</b>	<b>25,05</b>	<b>867,26</b>	<b>354,48</b>	<b>615,78</b>
	<b>% p.a.</b>	<b>2,17</b>	<b>24,34</b>	<b>15,64</b>	<b>20,80</b>
<b>1981-1991</b>	<b>12/1981</b>	123,80	410,12	738,98	303,49
	<b>12/1991</b>	388,51	361,88	931,33	722,63
	<b>Delta</b>	264,71	-48,24	192,35	419,14
	<b>in %</b>	<b>213,82</b>	<b>-11,76</b>	<b>26,03</b>	<b>138,11</b>
	<b>% p.a.</b>	<b>12,12</b>	<b>-1,24</b>	<b>2,34</b>	<b>9,06</b>
<b>1991 - 2001</b>	<b>12/1991</b>	388,51	361,88	931,33	722,63
	<b>12/2001</b>	1.144,93	275,99	1.558,92	2.218,96
	<b>Delta</b>	756,42	-85,89	627,59	1.496,33
	<b>in %</b>	<b>194,70</b>	<b>-23,73</b>	<b>67,39</b>	<b>207,07</b>
	<b>% p.a.</b>	<b>11,41</b>	<b>-2,67</b>	<b>5,29</b>	<b>11,87</b>
<b>2001 - 2011</b>	<b>12/2001</b>	1.144,93	275,99	1.558,92	2.218,96
	<b>12/2011</b>	1.243,32	1.652,73	3.722,42	13.287,95
	<b>Delta</b>	98,39	1.376,74	2.163,50	11.068,99
	<b>in %</b>	<b>8,59</b>	<b>498,84</b>	<b>138,78</b>	<b>498,84</b>
	<b>% p.a.</b>	<b>0,83</b>	<b>19,60</b>	<b>9,09</b>	<b>19,60</b>
<b>2011 - 2021</b>	<b>12/2011</b>	1.243,32	1.652,73	3.722,42	13.287,95
	<b>12/2021</b>	4.674,77	1.786,65	7.354,75	31.414,45
	<b>Delta</b>	3.431,45	133,92	3.632,33	18.126,51
	<b>in %</b>	<b>275,99</b>	<b>8,10</b>	<b>97,58</b>	<b>136,41</b>
	<b>% p.a.</b>	<b>14,16</b>	<b>0,78</b>	<b>7,05</b>	<b>8,99</b>
<b>1971 - 2023</b>	<b>07/1971</b>	99,00	42,40	162,60	42,40
	<b>03/2023</b>	3.968,56	1.912,73	6.837,66	26.668,72
	<b>Delta</b>	3.869,56	1.870,33	6.675,06	26.626,32
	<b>in %</b>	<b>3.908,65</b>	<b>4.411,16</b>	<b>4.105,20</b>	<b>62.797,93</b>
	<b>% p.a.</b>	<b>7,41</b>	<b>7,65</b>	<b>7,50</b>	<b>13,28</b>

Quelle: Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Beide Charts machen deutlich: Wer den Empfehlungen des Synchronen Bullenmarktindikators mit einem flexiblen Teil des Portfolios konsequent gefolgt wäre, hätte die säkularen Trends im Investorenvertrauen gut ausgenutzt und mit nur wenigen Anlageentscheidungen ein außergewöhnliches Ergebnis erzielt.

## Wo stehen wir heute?

*Gold's Perfect Storm investment thesis argues that gold is at the beginning of a multiyear bull market with ,a few hundred dollars of downside, and a few thousand dollars of upside.' The framework is based on three phases: testing the limits of monetary policy, testing the limits of credit markets, and testing the limits of fiat currencies.*

**Diego Parilla**

Rein technisch hat sich der letzte Trendwechsel hin zu Gold – vorletztes Zwischenhoch im S&P 500/Gold-Ratio von 2,42 im September 2018 – zu Beginn des Jahres 2021 als Fehlsignal herausgestellt, da der Aktienmarkt den Goldpreis - nach einer vorübergehenden Schwäche zu Beginn der Corona-Pandemie ab der Jahresmitte 2020 erneut outperformen konnte.

Das letzte Hoch im Investorenvertrauen zeigte sich im Dezember 2021 mit einem S&P 500 zu Gold Ratio von 2,62. Seither fällt das Investorenvertrauen, d. h. Gold entwickelt sich besser als der S&P 500.

Im Jänner 2023 notierte das aktuelle S&P 500/Gold-Ratio erstmals wieder merklich unter seinem gleitenden 40-Monats-Durchschnitt. Nach einem kurzen Reversal zu Gunsten des S&P 500 im Februar, ergibt sich für März erneut die

Indikation für einen neuen säkularen Goldbullenmarkt. Die Unterschreitung des gleitenden 40-Monats-Durchschnitt bleibt mit 3,7% jedoch abermals noch unterhalb des 5%-Handlungstriggers.

**Insofern bleibt die Entwicklung der nächsten Monate extrem spannend.** Verfestigt sich ein weiter abnehmendes Investorenvertrauen und damit auch der Performancevorteil für Gold, sollte sich der dritte säkulare Goldbullenmarkt seit 1970 etablieren können. In Anbetracht der bereits seit geraumer Zeit ersichtlichen Trends zur De-Globalisierung, der bereits bestehenden weltweiten Wachstumsschwäche, einem zu befürchtenden chaotischen Übergang zu einer multipolaren Weltordnung, in der China und Russland die Hegemonie der USA herausfordern, sowie der zunehmenden Spannungen im globalen Finanzsystem – in dem der US-Dollar nun auch offen als Waffe eingesetzt wird – wäre eine längere Phase eines global abnehmenden Investorenvertrauens jedenfalls nicht unwahrscheinlich.

*The Federal Reserve must choose between inflation and market chaos.*

**The Economist**

Dies umso mehr, als sich zunehmend Zweifel daran ergeben, ob die westlichen Zentralbanken die Inflation tatsächlich erfolgreich eindämmen können, ohne die Welt in eine tiefe Rezession zu stürzen oder die Stabilität des Finanzsystems zu gefährden.

## Welche konkreten Perspektiven ergeben sich durch den sich abzeichnenden neuen Goldbullenmarkt?

**Zunächst gilt es anzumerken, dass historische Erfahrungswerte selbstverständlich keinerlei Gewähr für zukünftige Entwicklungen bieten.** Dennoch drängen sich die nachfolgenden Prognosen auf:

- **Zur Dauer des neuen Goldbullenmarktes:** Seit Anfang der 1970er-Jahre gilt, dass jeder säkulare Bullenmarkt – gleichgültig ob für Gold oder den S&P 500- zumindest 10 Jahre andauert. Insofern ist die Annahme naheliegend, dass auch der Anfang 2022 begonnene neue Goldbullenmarkt zumindest bis Ende 2030 fortbestehen sollte.
- **Zur Entwicklung des Vertrauensniveaus:** Der erste Goldbullenmarkt in den 1970er Jahren startete von einem hohen Investorenvertrauen (83% Perzentil) und sank im weiteren Verlauf auf den bisherigen historischen Niedrigstwert ab. Der zweite Goldbullenmarkt ab September 2000 setzte beim bisherigen historischen Höchstwert im Investorenvertrauen ein und gab im Verlauf auf ein stark unterdurchschnittliches Niveau (25% Perzentil) nach.

Der aktuelle Goldbullenmarkt startet erneut mit einem hohen Vertrauensniveau, welches in etwa der Ausgangssituation zu Beginn der 1970er-Jahre entspricht. Wenn der Vertrauensrückgang im neuen Goldbullenmarkt als Mittelwert der bisherigen beiden säkularen Tiefpunkte in den vorangegangenen Zyklen definiert werden soll, ergibt sich rechnerisch ein S&P 500/Gold-Ratio von 0,41 (10% Perzentil). Eine zweite Annahme wäre, dass der Vertrauensverlust nicht stärker

ausfällt als 2008 mit dem damaligen Tiefpunkt im S&P 500/Gold-Ratio von 0,66 (25% Perzentil).

## Zu einer konkreten Preisprognose für den S&P 500 und Gold für Ende 2030

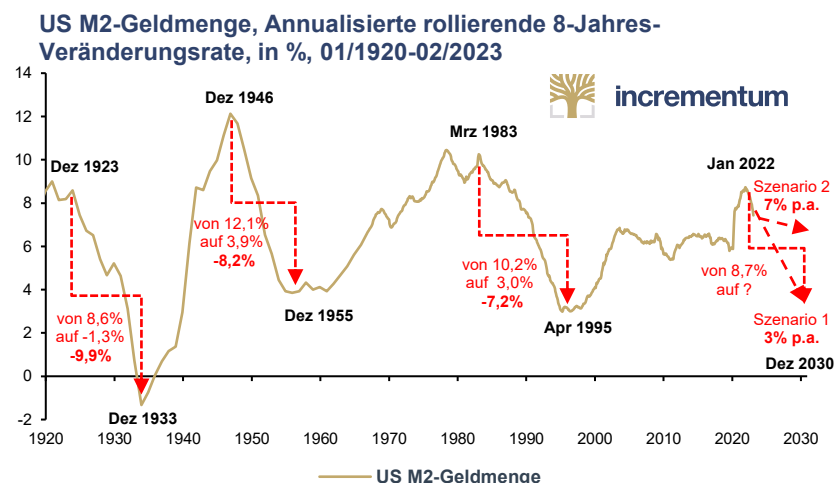
Das S&P 500/Gold-Ratio sagt für sich allein genommen noch nichts über die Preise beider Assets, sondern nur etwas zum Austauschverhältnis. Unter Zuhilfenahme des im *In Gold We Trust*-Report 2022 vorgestellten „Synchrone Aktien- und Goldpreismodells“ können jedoch konkrete Preisziele abgeleitet werden, sofern neben dem S&P 500/Gold-Ratio – als Steuerungsventil für die Wertaufteilung – auch eine Festlegung zur Geldmenge M2 – als Basistreiber der Assetpreise - erfolgt.

*Rapid increases in the quantity of money produce inflation.*

*Sharp decreases produce depression.*

**Milton Friedman**

Wie spätestens die wilde Achterbahnfahrt der Geldmengenentwicklung seit 2020 zeigt – +27% im Februar 2021, -2,4% im Februar 2023 –, ist M2 auf kurze Frist kaum verlässlich vorherzusagen. Auf lange Sicht bestehen jedoch historische Zyklen, die für Prognosen genutzt werden können. Nachfolgend die annualisierte 8-Jahres-Veränderungsrate der Geldmenge M2, also genau für den Zeitraum der noch bis Ende 2030 verbleibt.



*Quantitative easing is NOT going away. Every major country is running a deficit. If they are all net borrowers then who is the lender? The central banks. For this reason – QE is not going away for a long time.*

**Jeffrey Gundlach**

Wenn sich das bisherige Schwingungsmuster fortsetzt, wäre für die nächsten 8 Jahre eine stark abnehmende Wachstumsrate von rd. 3 % p. a. zu erwarten. Vor dem Hintergrund einer konsequenten Inflationsbekämpfung durch die Federal Reserve und einer dann wahrscheinlich auch restriktiven Kreditvergabe der US-Geschäftsbanken wäre ein solcher Wert durchaus plausibel.

Wird die Federal Reserve jedoch gezwungen die Wirtschaft oder das Finanzsystem zu retten, könnte dies zu einem dauerhaft hohen Geldmengenwachstum führen. Wie der obige Chart zeigt, lag das 8-Jahres-Wachstum in der inflationären Phase der 1970er- und 1980er-Jahre bei über 10% p. a. Insofern wäre für einen solchen Fall eine inflationäre Wachstumsrate von 7% p. a. nicht unplausibel.

Für eine fundierte Preisprognose ist es daher angebracht, zumindest vier unterschiedliche Szenarien zu berechnen:

Geldmengenwachstum 3%p.a. ≈ Geldmenge von 26,9 Bill. USD 2030:

Tiefpunkt im Investorenvertrauen	Prognose S&P 500	Prognose Goldpreis
Mittelwert (0,41)	~1.920	~4.700 USD
Analog 2008 (0,66)	~2.740	~4.150 USD

Geldmengenwachstum 7% p.a. ≈ Geldmenge von 36,5 Bill. USD 2030:

Tiefpunkt im Investorenvertrauen	Prognose S&P 500	Prognose Goldpreis
Mittelwert (0,41)	~2.600	~6.350 USD
Analog 2008 (0,66)	~3.720	~5.630 USD

*Essentially, all models are wrong, but some are useful.*

**Georg Box**



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Der große Vorteil des „Synchronen Aktien-und-Goldpreismodells“ ist, dass der S&P 500 und Gold gemeinsam „gedacht“ werden und deshalb jede Prognose für den S&P 500 auch automatisch zu einer Goldpreisprognose führt und umgekehrt. Voraussetzung ist jedoch, dass eine Festlegung zur Geldmenge erfolgt, denn sie allein bestimmt den gemeinsamen Wert beider Assets.

**Es mag verwundern, dass es diese einfache Korrelation zwischen der Geldmenge und dem Wert einer gemeinsamen Anlage aus dem S&P 500 und 1,5 Unzen Gold tatsächlich geben soll.** Und ebenso, dass diese Beziehung bislang offensichtlich keine Beachtung fand. Tatsache ist jedoch, dass sich die Abweichungen zwischen dem Modell und der Realität in den letzten 40 Jahren lediglich innerhalb der nachfolgenden Spannen bewegen:

Abweichungs-Range	Monate innerhalb	In % aller Monate
+/- 20%	454	95%
+/- 15%	349	73%
+/- 10%	258	54%
+/- 5%	162	34%

Und dies über alle unterschiedlichen Konjunkturzyklen, Kapitalmarktphasen, Bankkreditzyklen sowie geld- und fiskalpolitischer Zielsetzungen und Maßnahmen hinweg.

## Können die Handlungsempfehlungen des Synchronen Bullenmarktindicators auch eins zu eins auf Märkte außerhalb der USA übertragen werden?

Grundsätzlich ist es sachgerecht, das Austauschverhältnis bzw. die relative Bewertung von Aktien und Gold auf 5 Faktoren zurückzuführen:

- 1) auf globale Wirtschafts- und Vertrauenstrends
- 2) auf lokale Wirtschafts- und Vertrauenstrends
- 3) auf Zusammensetzung und Qualität der im Index zusammengefassten Unternehmen
- 4) auf den Goldpreis in USD
- 5) auf die Wechselkursentwicklung der lokalen Währung.

Sofern ein lokaler Aktienindex mit dem Goldpreis in Landeswährung verglichen wird, kürzen sich die letzten beiden Faktoren heraus. Zum gleichen Ergebnis würde es führen, den lokalen Aktienindex in US-Dollar „umzurechnen“ und mit dem Goldpreis in US-Dollar zu vergleichen. Die globalen Wirtschafts- und Vertrauenstrends wirken definitionsgemäß weltweit gleich. Insofern verbleiben als Ursache für unterschiedliche Aktienindexentwicklungen nur die lokalen Rahmenbedingungen für Wirtschaft und Vertrauen, die langfristig über den strukturellen Erfolg oder Misserfolg der Unternehmen eines Wirtschaftsraumes mit ausschlaggebend sind, und die Zusammensetzung des Index.

Da der währungsbereinigte Goldpreis überall auf der Welt gleich ist, ist es folgerichtig, dass unterschiedlich starke Aktienmärkte auch unterschiedliche Trendwendepunkte und Umschichtungsempfehlungen im Aktien-Gold-Verhältnis bedingen.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeve

**Nachfolgend eine einfache globale „Heatmap“ zur Bullenmarktfrage zwischen Aktien und Gold.** Aus der angezeigten Farbe wird ersichtlich, ob jeweils ein Bullenmarkt für Aktien oder Gold besteht. Und die genannten Prozentzahlen beziehen sich auf die Abweichung des aktuellen Aktien/Gold-Ratios zu seinem gleitenden 40-Monats-Durchschnitt, was als Indiz für die jeweilige Stärke des Bullenmarktes gewertet werden kann.

"Synchroner Bullenmarktindikator" für wichtige Aktienmärkte														
G7							BRICS					Sonstige		
USA	Canada	Japan	Germany	UK	France	Italy	Brazil	India	China	South Africa	Switzerland	EU		
Basis mtl. Durchschnitt	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	Basis mtl. Schlusskurse	
S&P 500	TSX Comp.	Nikkei	DAX	FTSE 100	CAC 40	FTSE MIB	Bovespa	RIS	BSE Sensex	SSE Comp	SMI	Stoxx 600		
Aug 21	20,1 %	7,7 %	2,7 %	2,8 %	9,5 %	5,9 %	5,1 %	12,0 %	2,0 %	18,7 %	2,9 %	1,4 %	10,0 %	5,1 %
Sep 21	21,0 %	9,3 %	8,1 %	1,8 %	7,2 %	6,0 %	6,5 %	21,3 %	12,9 %	24,4 %	8,3 %	3,6 %	5,3 %	4,1 %
Okt 21	19,6 %	15,4 %	2,2 %	3,5 %	4,1 %	9,5 %	10,1 %	28,6 %	18,3 %	21,6 %	7,4 %	0,5 %	9,9 %	7,5 %
Nov 21	21,7 %	7,8 %	2,6 %	4,0 %	10,3 %	3,5 %	1,7 %	30,4 %	8,6 %	14,5 %	3,8 %	3,8 %	7,0 %	0,5 %
Dec 21	23,9 %	12,8 %	0,1 %	2,7 %	2,9 %	11,7 %	9,2 %	25,7 %	4,1 %	18,3 %	8,9 %	4,5 %	14,9 %	7,5 %
Jan 22	19,0 %	12,4 %	5,0 %	0,1 %	1,1 %	9,0 %	6,7 %	17,2 %	15,1 %	17,9 %	1,7 %	8,8 %	7,6 %	3,2 %
Feb 22	12,9 %	6,3 %	11,6 %	11,4 %	6,1 %	1,8 %	4,3 %	14,8 %	61,6 %	6,4 %	0,5 %	3,9 %	0,8 %	5,5 %
Mar 22	6,4 %	10,1 %	13,2 %	13,3 %	7,8 %	3,8 %	7,7 %	5,2 %	45,6 %	8,5 %	8,2 %	10,9 %	0,5 %	6,3 %
Apr 22	6,9 %	3,6 %	19,3 %	18,2 %	9,6 %	8,8 %	13,4 %	17,1 %	31,4 %	6,6 %	15,5 %	0,2 %	3,4 %	10,8 %
Mai 22	2,7 %	8,7 %	13,2 %	13,3 %	4,2 %	4,3 %	7,2 %	4,6 %	9,7 %	6,2 %	8,9 %	5,5 %	2,5 %	6,9 %
Jun 22	0,1 %	4,5 %	19,5 %	23,2 %	11,0 %	12,8 %	19,6 %	22,0 %	17,1 %	0,9 %	1,8 %	6,0 %	8,3 %	15,0 %
Jul 22	5,7 %	7,4 %	10,1 %	17,5 %	3,3 %	3,6 %	13,8 %	11,2 %	11,6 %	13,3 %	2,5 %	0,3 %	0,7 %	6,8 %
Aug 22	10,4 %	5,8 %	9,9 %	19,9 %	6,1 %	6,9 %	15,5 %	6,2 %	6,3 %	19,4 %	3,4 %	1,3 %	3,2 %	10,2 %
Sep 22	7,2 %	0,9 %	17,6 %	23,6 %	11,5 %	11,8 %	18,4 %	4,0 %	8,2 %	15,6 %	8,4 %	8,2 %	6,4 %	15,4 %
Okt 22	4,7 %	7,3 %	12,5 %	13,3 %	3,4 %	0,8 %	7,3 %	8,3 %	1,3 %	22,2 %	12,6 %	3,3 %	0,8 %	7,0 %
Nov 22	6,0 %	6,3 %	11,3 %	7,8 %	0,3 %	4,1 %	1,6 %	2,4 %	4,4 %	20,1 %	8,8 %	10,1 %	0,3 %	2,9 %
Dec 22	1,4 %	2,5 %	15,0 %	10,4 %	3,2 %	0,3 %	4,8 %	4,9 %	32,7 %	9,8 %	11,0 %	3,8 %	3,7 %	5,8 %
Jän 23	3,4 %	0,1 %	14,5 %	6,2 %	2,1 %	5,4 %	2,7 %	2,1 %	30,9 %	2,2 %	8,8 %	4,0 %	3,7 %	3,3 %
Feb 23	2,1 %	0,8 %	13,0 %	1,8 %	3,4 %	11,3 %	9,4 %	6,6 %	34,4 %	5,6 %	5,5 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %
Mär 23	3,7 %	6,7 %	15,4 %	4,9 %	4,7 %	6,5 %	2,6 %	12,6 %	37,1 %	1,4 %	11,9 %	4,3 %	6,8 %	4,1 %

Mit Blick auf die Entwicklung der letzten zwölf Monate entsteht ein Bild, bei dem sich das ehemals deutliche Aktienbullenmarkt-Übergewicht zunehmend in ein Goldbullenmarkt-Übergewicht wandelt.

Andererseits ist die Stärke der lokalen Goldbullenmärkte aktuell zum Teil noch vergleichsweise schwach, weshalb der mögliche Umschwung noch keinesfalls als gesichert gelten kann.

### **Ratschläge müssen nicht kompliziert sein, sondern gut. Abschließend drei einfache Schlussfolgerungen:**

*Bull markets are more fun than bear markets.*

**Bob Farrell**

- Gleichgültig, ob man Gold für ein barbarisches Relikt oder die Aktienmärkte für Spielcasinos hält, sind die beiden Gegenspieler nur in Abhängigkeit vom Investorenvertrauen erfolgreich.
- Wenn der Synchrone Bullenmarktindikator für den US-Markt eine der sehr seltenen Umschichtungen nahelegt, sollte man überprüfen, ob der angezeigte Vertrauensumschwung auch global verankert ist. Im Zweifelsfall sollte die Umschichtung nicht übereilt werden. Denn für den nachhaltigen Erfolg in einem säkularen Trend sind einige Monate nicht von entscheidender Bedeutung.
- Wenn der Anlageschwerpunkt nicht innerhalb der USA liegt, sollten die Beobachtung des Investorenvertrauens zwingend um die relevanten Märkte erweitert und marktspezifisch reagiert werden. Die US-Märkte sollten jedoch immer im Auge behalten werden. Denn aufgrund des dominierenden Anteils an der globalen Aktienmarktkapitalisierung und der Bedeutung der COMEX und des US-Dollars für die weltweite Goldpreisbildung entstehen die globalen Einflüsse für die Kapitalmärkte zumeist in den USA.

**A highly profitable,  
cash generative,  
multi-asset gold  
producer & explorer  
with a strong growth  
profile in Zimbabwe**



**Central Shaft:**  
Significant  
increase in  
production



**Record gold  
production in  
2022 of 80k oz  
at Blanket Mine**



**Committed to  
returning value  
to shareholders  
through dividends**



**Attractive new  
acquisitions in  
Zimbabwe**

## **Strategy & Outlook**

**Growth supported by cash generation from stable production at Blanket**

**Start to progress new assets**

**Balance shareholder returns through dividends and investing in growth**

**Continuing strategy to become a multi-asset gold production in Zimbabwe**

# Minenaktien – Fundamentale und technische Lage

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

Warren Buffett

- „Ohne Vola keine Cola“ – so könnte man die Kursentwicklung der Minenaktien in den letzten Monaten zusammenfassen. Die Berg- und Talfahrt stellte selbst volatilitätsgeprüfte Goldinvestoren auf die Probe.
- Die globale Teuerungswelle machte auch nicht vor dem Miningsektor halt. Die „Global All-in Sustaining Costs“ (AISC) der Goldproduzenten erreichten im Jahr 2022 ein neues Rekordhoch und stiegen im Jahresvergleich um 18% auf 1.276 USD pro Unze an.
- Der Markt scheint noch nicht ausreichend realisiert zu haben, dass zahlreiche Miner ihre Bilanzen, ihre Margen und ihre Geschäftsmodelle in den letzten Jahren deutlich gestärkt haben.
- Trotz der jüngsten Konsolidierungswelle (Kirkland Lake & Agnico Eagle, Newmont & Newcrest,) ist die Goldproduktion einer der am stärksten fragmentierten Industriezweige.
- Aufgrund der anhaltenden Angebotsdefizite und der „grüneren Wahrnehmung“ von Kupfer, werden Majors aus dem Goldsegment verstärkt in den Kupferbereich diversifizieren.
- Wir erwarten, dass insbesondere Explorer und Developer mit signifikanten Gold-Kupfer-Lagerstätten in sicheren Jurisdiktionen auf dem „Speiseplan“ der Majors stehen werden.
- Größte Profiteure dieser Entwicklung werden Junior-Produzenten, ausfinanzierte Developer sowie Explorer mit Weltklasse-Entdeckungen in Tier-1-Regionen sein. Auch im Bereich Kupfer erwarten wir zunehmende M&A-Aktivitäten.



## Das Jahr im Rückblick

*Gott gebe mir die Gelassenheit,  
Dinge anzunehmen, die ich nicht  
ändern kann, den Mut, Dinge zu  
ändern, die ich ändern kann, und  
die Weisheit, das eine vom  
anderen zu unterscheiden.*

**Leitspruch der Anonymen  
Alkoholiker**

*Volatilität ist wie ein wildes  
Pferd - man kann es nicht  
kontrollieren, aber man kann  
lernen, damit umzugehen.*

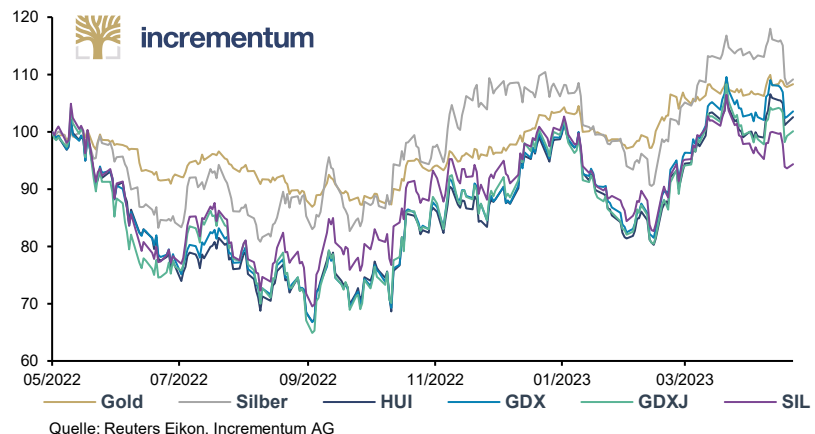
**Paul Tudor Jones**

**„Ohne Vola keine Cola“ – so könnte man die Kursentwicklung der  
Minenaktien in den letzten Monaten zusammenfassen.** Die Berg- und  
Talfahrt stellte selbst volatilitätsgeprüfte Goldinvestoren auf die Probe. **Im  
Vorjahr hatten wir an dieser Stelle geschrieben:**

*„Nachdem in den vergangenen Wochen – und entgegen der eigentlich  
positiven Saisonalität – bereits große Einbußen hingenommen werden  
mussten, könnte passend zum saisonalen Verlauf der Miner ein sommerlicher  
Rücksetzer hervorragende Einstiegsmöglichkeiten bieten.“<sup>86</sup>*

Diese Prognose erwies sich als akkurat. Nach der Veröffentlichung des *In Gold We Trust*-Reports 2022 am 24. Mai 2022 setzte eine ausgeprägte Schwächephase ein, die im Spätsommer mit einem Minus von mehr als 30% zu Ende ging. Anschließend folgte eine fulminante Rally, in deren Rahmen sich die Miningindizes fast verdoppelten. Auf 12-Monats-Sicht sind die wichtigsten Miningindizes de facto +/- 0%. **Es zeigte sich also wieder einmal, dass Rendite der Lohn für das Ausnutzen von Volatilität ist.**

**Gold, Silber, HUI, GDX, GDXJ und SIL, 100 = 05/24/2022, 05/2022-05/2023**



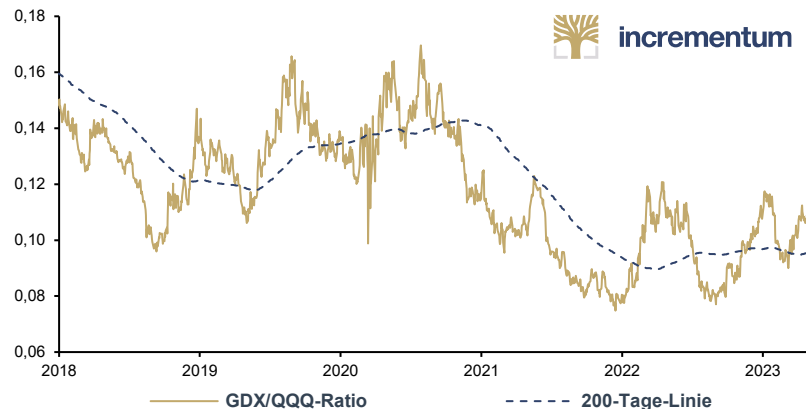
*There is no security on this  
earth. Only opportunity.*

**General Douglas MacArthur**

**Zwischenzeitlich hatte das Interesse am Minensektor merklich  
zugenommen, doch der Sektor konnte sich der allgemeinen  
Risikoaversion am Aktienmarkt nicht entziehen.** Einmal mehr bestätigte  
sich: **Minenaktien weisen ein starkes Aktienmarktrisiko auf.** Wenn wir uns die  
relative Stärke der **Minenaktien (GDX)** im Vergleich zum ehemals führenden  
Sektor des Aktienmarktes, den **Technologiewerten (QQQ)**, ansehen, ist zu  
erkennen, dass die **Minenwerte** allmählich an relativer Stärke gewonnen haben  
und das **Ratio** nun deutlich über der 200-Tage-Linie notiert.

<sup>86</sup> „Minenaktien – Fundamentaler und technischer Status quo“, *In Gold We Trust*-Report 2022, S. 337

### GDX/QQQ-Ratio, 01/2007-04/2023



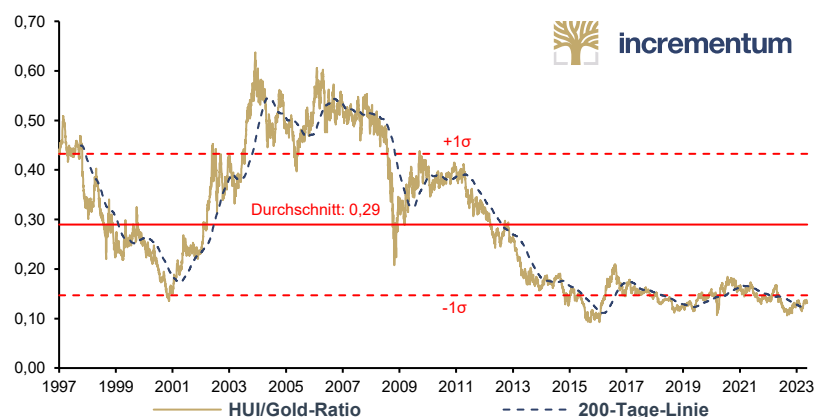
Quelle: Crescat Capital LLC, Tavi Costa, Reuters Eikon, Incrementum AG

*Ausdauer wird früher oder später belohnt – meistens aber später.*

**Wilhelm Busch**

**Zudem lohnt sich ein Blick auf die relative Bewertung von Minenaktien im Vergleich zu Gold.** Im Umfeld von Bullenmärkten neigen Goldaktien dazu, mit einem Aufschlag zu Gold zu handeln. Das HUI/Gold-Ratio zeigt an, dass Goldaktien schon seit 8 Jahren mit einer Standardabweichung unter dem Mittelwert gehandelt werden. Auch auf Grundlage dieses Indikators scheinen Goldaktien unterbewertet zu sein.

### HUI/Gold-Ratio, 01/1997-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*The great merit of gold is precisely that it's scarce, that its quantity is limited in nature, that it's costly to discover, to mine, and to process and that it cannot be created by political fiat or caprice.*

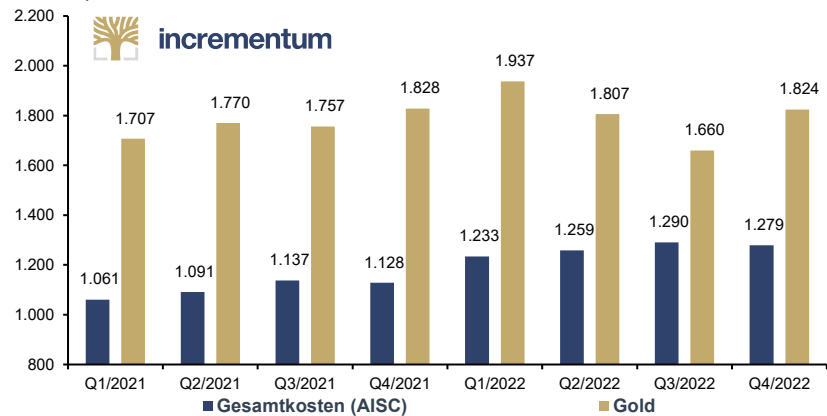
**Henry Hazlitt**

**Die globale Teuerungswelle machte selbstverständlich auch nicht vor dem Miningsektor halt. Die „Global All-in Sustaining Costs“ (AISC) der Goldproduzenten erreichten im Jahr 2022 ein neues Rekordhoch und stiegen im Jahresvergleich um 18% auf 1.276 USD pro Unze an.** Eine Kombination aus gestiegenen Inputkosten (Energie, Stahl, Sprengstoffe, ...) und höheren Goldpreisen, die den Abbau kostspieligerer Vorkommen rentabel machen, war dafür verantwortlich. Auch die angespannte Lage am Arbeitsmarkt führte zu höheren Personalkosten.

**Trotz der rekordhohen Kosten für die Goldminenindustrie im vergangenen Jahr, gab es in Q4/2022 eine gewisse Entspannung.** Eine Analyse unserer Freunde bei Metals Focus zeigt, dass die globalen durchschnittlichen AISC in Q4/2022 zum ersten Mal im Jahr 2022 fielen, und zwar um 0,9% gegenüber dem Vorquartal auf 1.279 USD je Unze. Ausschlaggebend

hierfür war ein die Stückkosten reduzierender Anstieg der durchschnittlichen Erzgehalte. Auch sind die Öl- und Gaspreise in der zweiten Jahreshälfte 2022 gesunken. Sollte es der Branche gelingen, die Erzgehalte auf dem derzeitigen Niveau zu halten, könnte dies zu einem weiteren Rückgang der durchschnittlichen AISC in Q1/2023 geführt haben. **Sollte der Goldpreis weiterhin fest bleiben, so werden die Goldminenunternehmen trotz des sich verstetigenden Inflationsdrucks weiterhin hohe Margen erwirtschaften.**

**Gesamtkosten (AISC), in USD pro Feinunze Gold, und Gold, in USD, Q1/2021-Q4/2022**



## Minenaktien als Value-Plays?<sup>87</sup>

*Either you understand your risk,  
or you don't play the game.*

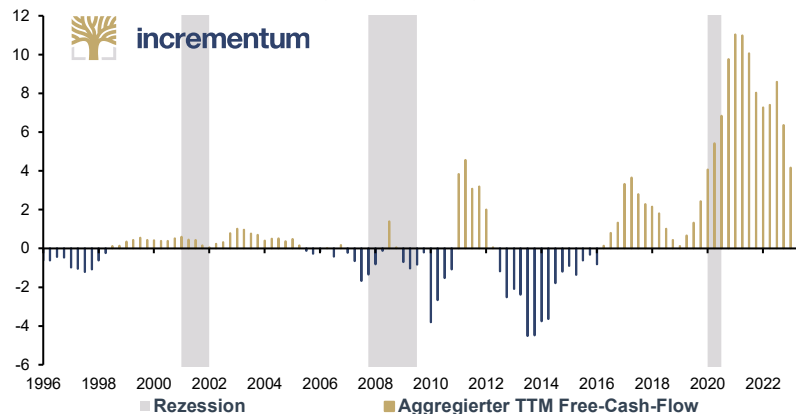
**Arthur Ashe**

**Auf die Value-Proposition der Minenaktien wiesen wir bereits im Vorjahr hin.** Die im Zuge der Bärenmarkt-Katharsis der letzten Jahre wiedergefundene Profitabilität und die hohe Bilanzqualität werden allerdings nach wie vor weitgehend negiert. Doch irgendwann werden Generalisten und Value-Investoren das Wertversprechen des Minensektors (wieder-)entdecken. **Was zählt: Der Sektor produziert signifikante Free-Cash-Flows (FCF).**

**Der Rohstoffsektor als Ganzer generierte in den Jahren 2012–2016 negative Free-Cash-Flows.** Auch danach war der freie Cashflow marginal und auf Unternehmen mit niedrigen Kosten beschränkt, doch **spätestens im Frühling 2021 wurden die Gold- und Silberminer zu wahren Cashflow-Monstern.** Im Vorjahr litt die Profitabilität unter der hohen Inflation, **dennoch belief sich der gesamte FCF im Vorjahr auf rund 24 Mrd. USD.**

<sup>87</sup> Vielen Dank an unsere Freunde Tavi Costa und Kevin Smith von Crescat Capital für die Zurverfügungstellung der Daten. Die Publikationen von Crescat, wie z. B. „Mining Industry Renaissance“ sind stets lesenswert und können unter folgendem Link abonniert werden: <https://www.crescat.net/investment-research/investor-letters>.

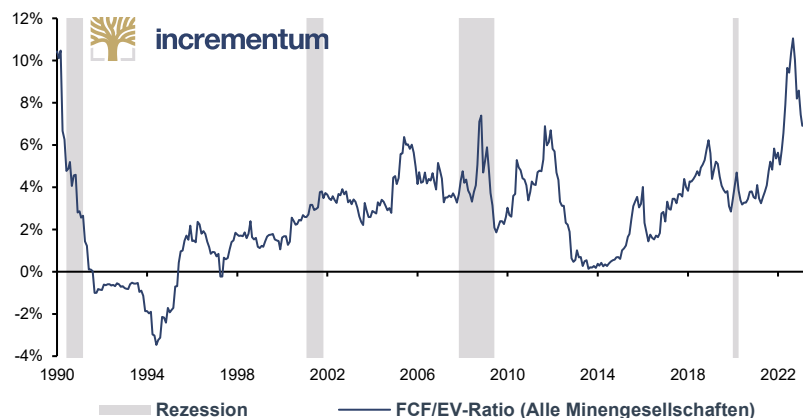
### Aggregierter TTM Free-Cash-Flow von Gold- und Silberminenunternehmen\*, in Mrd. USD, Q1/1996-Q1/2023



Quelle: Crescat Capital LLC, Reuters Eikon, Incrementum AG  
\*Top 10 Bergbauunternehmen nach Marktkapitalisierung an den kanadischen und US-Börsen

Der folgende Chart von unseren Freunden von Kailash Capital zeigt das Verhältnis zwischen FCF und Enterprise Value aller US-Minenaktien im historischen Verlauf. Die Botschaft scheint klar: Der Markt geht nicht davon aus, dass der derzeitige Bullenmarkt der Rohstoffpreise und die damit verbundenen Cashflows anhalten werden.

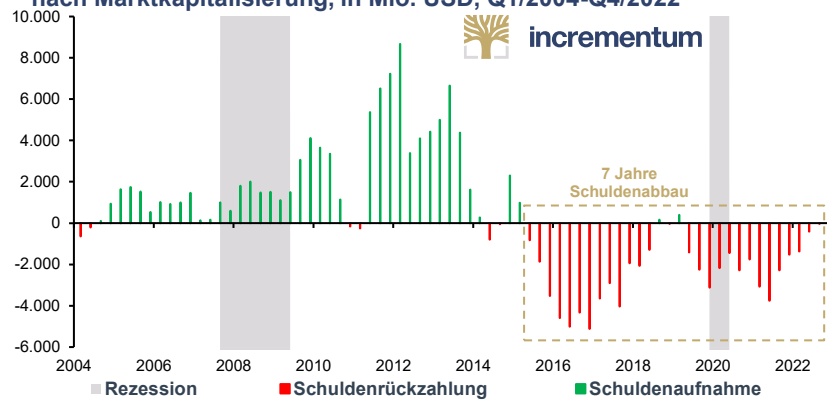
### FCF/EV-Ratio (Alle Minengesellschaften), 01/1990-03/2023



Quelle: Kailash Capital LLC, Reuters Eikon, Incrementum AG

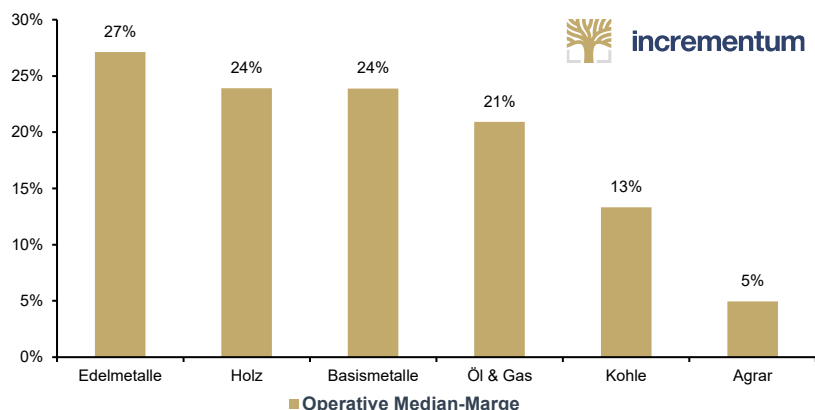
Doch der Sektor hat aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt. Den in den Vorjahren beschriebenen Deleveraging-Prozess erkennt man anhand des nachfolgenden Charts. Er zeigt, dass die Majors in den letzten sieben Jahren ihre Verschuldung massiv reduzieren konnten.

### Aggregierte Nettoverschuldung der letzten 12 Monate für die 10 größten US- und kanadischen Gold- und Silberminenunternehmen nach Marktkapitalisierung, in Mio. USD, Q1/2004-Q4/2022



**Innerhalb des Rohstoffsektors weist im Moment keine andere Branche höhere Margen aus als die Edelmetallproduzenten.**

#### Operative Median-Marge nach Rohstoffen\*, 2023



\*Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über 1 Mrd. USD an der Kanadischen und US-

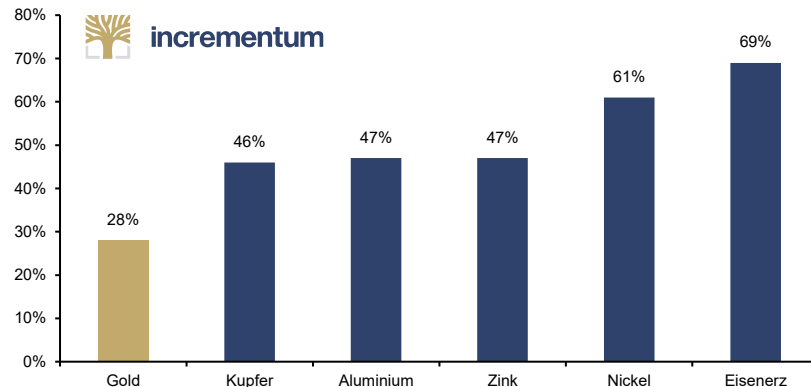
## M&A-Welle ante portas?

*Like energy investing, mining is the business of driving dollars into the dirt and hoping you get more dollars back.*

**Kailash Concepts**

**Trotz der jüngsten Konsolidierungswelle (Kirkland Lake & Agnico Eagle, Newmont & Newcrest, ...) ist die Goldproduktion einer der am stärksten fragmentierten Industriezweige.** Der nachfolgende Chart der CRU Group zeigt den weltweiten Anteil an der Produktion der 10 wichtigsten Produzenten jedes Metalls. Mit nur 28% Anteil der 10 größten Produzenten nimmt Gold den letzten Platz ein. **Im Vergleich dazu fördern die 10 größten Eisenerzproduzenten fast 70% des weltweiten Angebots.**

### Prozentualer Anteil an der weltweiten Produktion der 10 größten Förderer nach Metall



Quelle: CRU, US Global Investors, Incrementum AG

*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.*

**McKinsey**

**Aufgrund der anhaltenden Angebotsdefizite und der „grüneren Wahrnehmung“ von Kupfer, werden Majors aus dem Goldsegment verstärkt in den Kupferbereich diversifizieren.** Dies war vermutlich ein Hintergrund der Übernahme von Newcrest durch Newmont, denn Kupfer macht derzeit etwa 25% der gesamten Nettoeinnahmen von Newcrest aus, und das Unternehmen hofft, diesen Anteil bis 2030 auf 50% zu erhöhen. Kupfer steht aufgrund seiner zentralen Rolle im Bereich der Energiewende als wichtiges Metall und aufgrund der rapide schwindenden globalen Vorräte derzeit im Mittelpunkt der Rohstoff-Branche. **Insofern erwarten wir, dass insbesondere Explorer und Developer mit signifikanten Gold-Kupfer-Lagerstätten in sicheren Jurisdiktionen auf dem „Speiseplan“ der Majors stehen werden.**

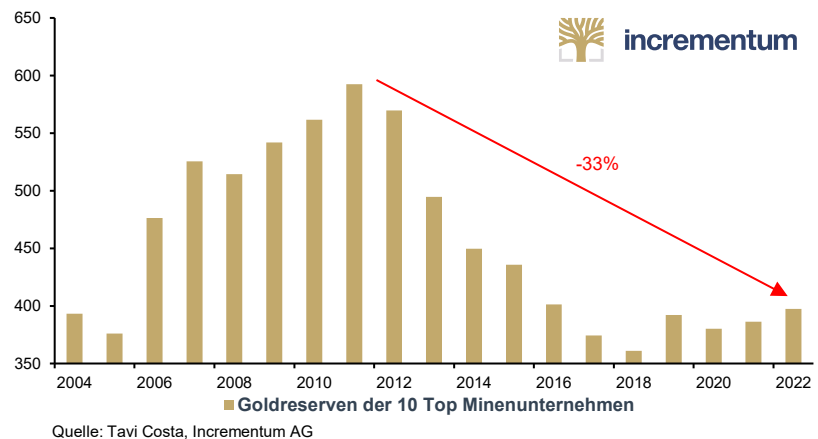
**Dieser Trend zeichnet sich bereits ab.** Gemäß S&P Global belief sich der Gesamtwert der M&A-Transaktionen von Kupferunternehmen im Jahr 2022 auf mehr als 14 Mrd. USD, was einem Anstieg um 103% gegenüber dem Vorjahr entspricht, während der Gesamtwert der Transaktionen im Goldsektor bei 9,8 Mrd. USD lag, was gegenüber 2021 einen Rückgang um 48% bedeutet.

*Of concern is the long lead times between start of exploration, discovery and mine development. To be sustainable the industry needs to support and grow its exploration business.*

**Richard Schodde**

**Ein wesentlicher Grund für eine von uns erwartete Beschleunigung der M&A-Aktivitäten sind die mangelnden Explorationsaktivitäten der letzten Jahre.** Die Majors haben so gut wie keine Greenfield-Projekte in Angriff genommen und damit in zukünftiges Wachstum investiert, sondern sich stattdessen auf die Erweiterung vorhandener Brownfield-Projekte konzentriert. **Richard Schodde weist darauf hin,** dass beispielsweise 84% aller Entdeckungen in Kanada von Junior-Explorern gemacht wurden. Auf die Majors entfielen nur 9% der Entdeckungen. **Infolgedessen sind die Reserven der Top-10-Minenunternehmen in den letzten 15 Jahren um 33% gesunken.**

### Goldreserven der 10 Top Minenunternehmen, in moz, 2004-2022



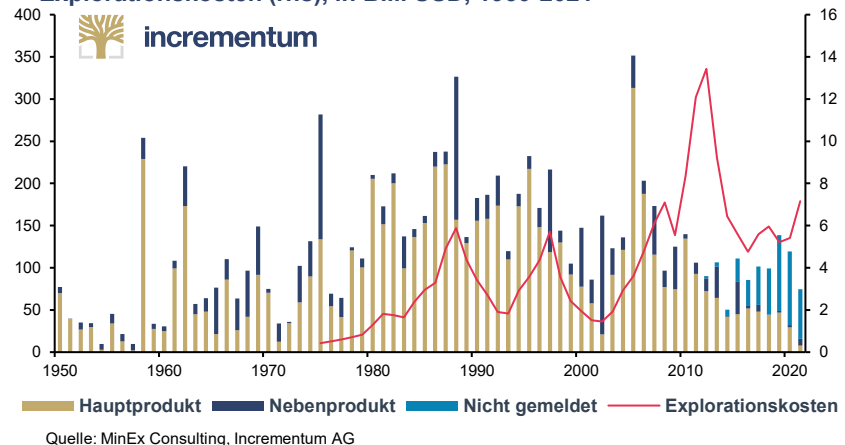
*Most analysts are either geologists or engineers. I should say, I go out of my way to learn as little geology as possible and as much about geologists as possible. So I would consider myself a geologist-ologist and I'm pretty good at that, how you read a geologist, are their feet buzzing or what have you.*

**Doug Pollitt**

Die Majors haben keine andere Alternative, als neue Lagerstätten von Juniors und Developern zu erwerben, um ihre Ressourcen aufzufüllen. **Folglich werden die größeren und mittelgroßen Unternehmen auf dem M&A-Markt heftig um die begrenzte Anzahl neuer großer und hochgradiger Lagerstätten in stabilen Jurisdiktionen konkurrieren.**

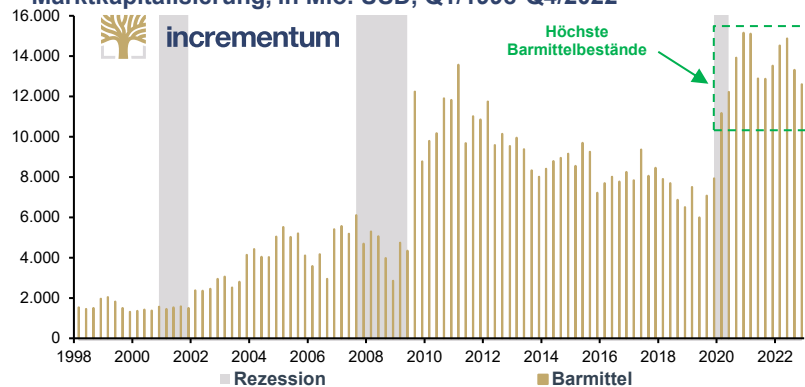
**Obwohl in den letzten Jahren einige großartige neue Gold-Discoveries gemacht wurden, ist die Gesamtzahl der hinzugefügten Unzen an globalen Reserven im Vergleich zu den vorangegangenen Jahrzehnten fast schon vernachlässigbar.** Zudem ist die Entwicklungsdauer für neue Projekte deutlich gestiegen. Seit einiger Zeit gibt es kein Edelmetallprojekt, das zu einer signifikanten Produktionsstätte entwickelt worden ist.

### Entdecktes Gold nach Quelle (lhs), in moz, und Explorationskosten (rhs), in Bill. USD, 1950-2021



**Die Bilanzstärke der Miningunternehmen ist ein wichtiger Faktor, der in der Regel M&A-Zyklen vorwegnimmt.** Die größten Gold- und Silberunternehmen verfügen aktuell über die höchsten Bargeldbestände seit Jahrzehnten.

### Aggregierte Barmittel der letzten 12 Monate für die Top 50 US- und kanadischen Gold- und Silberminenunternehmen nach Marktkapitalisierung, in Mio. USD, Q1/1998-Q4/2022



Quelle: Crescat Capital LLC, Reuters Eikon, Incrementum AG

## Finanzierungstrends in der Welt der Junior-Miner

*Prospecting for gold is like looking for true love: for every nugget there's a ton of rock and dirt.*

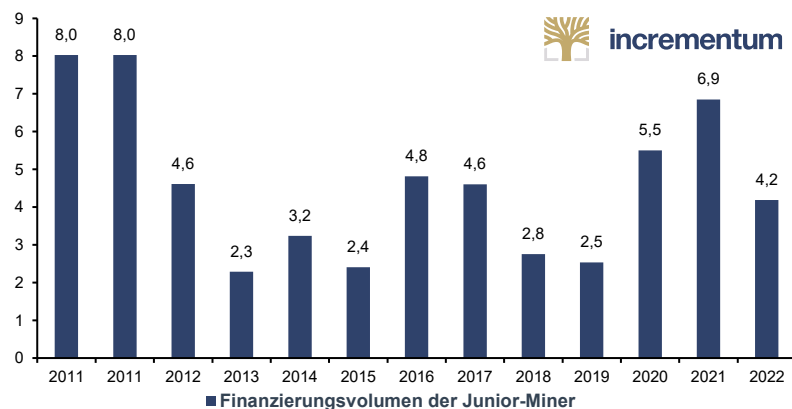
**Lord Richard Head**

**Lassen Sie uns nun einen Blick auf die Finanzierungsaktivitäten der Junior-Miner in den vergangenen 12 Monaten werfen.** 2021 hatte uns unser Freund Kai Hoffman eine Einführung und Interpretation seines proprietären „Oreninc-Index“ zur Verfügung gestellt.<sup>88</sup> Der Index misst die finanzielle Gesundheit des Junior-Minensektors auf wöchentlicher Basis und verfolgt und protokolliert bis zu 41 Datenpunkte pro Finanzierung.<sup>89</sup>

### Gemischte Gefühle bei den Junior-Minern & Junior-Explorern

**Nach dem Rekordjahr 2021 hat sich die Finanzierungssituation für Junior-Miner und Junior-Explorer 2022 verschlechtert.** Das Finanzierungsvolumen ging auf 4,2 Mrd. CAD zurück, nach 6,9 Mrd. CAD in 2021 und 5,5 Mrd. CAD im Jahre 2020.

#### Finanzierungsvolumen der Junior-Miner, in Mrd CAD, 2011-2022



Quelle: Oreninc.com, Incrementum AG

**Trotz eines Rückgangs des Finanzierungsvolumens um 39% deutete die Stimmung auf ein weitaus schlechteres Jahr hin.** Die Frage ist, warum die

<sup>88</sup> Siehe „Goldene Chancen im Minensektor“, In Gold We Trust-Report 2021

<sup>89</sup> Unter [www.oreninc.com](http://www.oreninc.com) können Sie sich für den wöchentlichen Newsletter anmelden.



Stimmung so sehr von der Realität abweicht. Die Antwort ist erstaunlich einfach. Kleinere Unternehmen und Explorer in der Anfangsphase hatten es schwer, während die größeren Explorer und Entwickler, die sich bereits in einer fortgeschrittenen Phase befinden, namhaftere Beträge einnehmen konnten. Vereinfacht ist es in diesem Umfeld einfacher, 20 Mio. CAD aufzubringen als 2 Mio. CAD.

*A speculator is a man who observes the future, and acts before it occurs.*

**Bernard Baruch**

**Die Investoren wollen sehen, dass mit ihrem Geld ein echter Wert geschaffen wird.** Seriöse Geldgeber sind nicht an Finanzierungen interessiert, die lediglich den Betrieb am Laufen halten. Sie wollen sehen, dass ihr Geld ein Unternehmen auf die nächste Stufe hebt, selbst wenn dies eine höhere Verwässerung zur Folge hat. Im Fall von „Fireweed Metals Corp.“ (TSX.v: FWZ) und „Faraday Copper Corp.“ (TSX.v: FDY) betrug die Verwässerung 40%, als sie jeweils 35 Mio. CAD von großen, neuen Investoren erhielten. Der Markt hat die Verwässerung akzeptiert, und beide Unternehmen werden über den jeweiligen Finanzierungsniveaus gehandelt.

## Top-100-Finanzierungen

**2022 konnten die Top-100-Finanzierungen insgesamt 2,3 Mrd. CAD einwerben, was einem Rückgang von 30% gegenüber dem Vorjahr entspricht.** Im Vergleich zum Gesamtrückgang der Finanzierungstätigkeit ist der Rückgang bei den Top 100 jedoch nicht so stark ausgefallen, was die obige Aussage bestätigt, dass größere Finanzierungen von den Investoren bevorzugt werden.

*Price is what you pay. Value is what you get.*

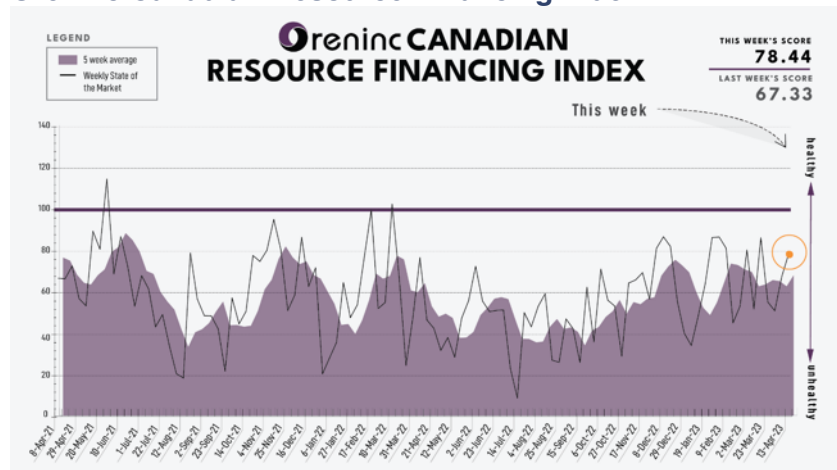
**Warren Buffett**

**Von den 10 größten Finanzierungen im Jahr 2022 entfielen nur 3 auf Goldunternehmen.** Im Jahr 2021 waren es noch 8. In den vergangenen 12 Monaten sah sich Gold zunehmender Konkurrenz durch Lithium-, Kupfer- und Uranunternehmen ausgesetzt. Auch 2 Silberunternehmen schafften es im vergangenen Jahr unter die Top 10. Insgesamt entfallen 55% aller Finanzierungsaktivitäten auf Unternehmen, die mit Gold zu tun haben. Gold ist nach wie vor das mit Abstand begehrteste Investment. Auf den Plätzen zwei und drei folgen Silber und Kupfer, auf die jeweils 10% des gesamten Investitionsvolumens im Jahr 2022 entfielen. Lithium belegt mit 8% den 4. Platz.

## Ausblick für 2023 und darüber hinaus

**Der proprietäre „Oreninc-Index“ hat in den ersten fünf Monaten des Jahres 2023 erhebliche Stärke gezeigt.** Die Überlagerung des Index-Charts mit dem Goldpreis zeigt eine klare Korrelation zwischen den beiden. Der höhere Goldpreis lässt auch das Vertrauen der Banken und Broker steigen. Dies zeigt sich an den bisher 48 abgeschlossenen Transaktionen in unserem Erfassungsbereich. Dies übertrifft die Zahl von 2022 um 128% (Gesamt: 21). Wir sehen zum jetzigen Zeitpunkt keinen Grund für eine Änderung der Dynamik. Insgesamt wurden bisher 1,9 Mrd. CAD eingeworben.

## Oreinc Canadian-Resource-Financing-Index



*Nobody can catch all the fluctuations. In a bull market your game is to buy and hold until you believe that the bull market is near its end.*

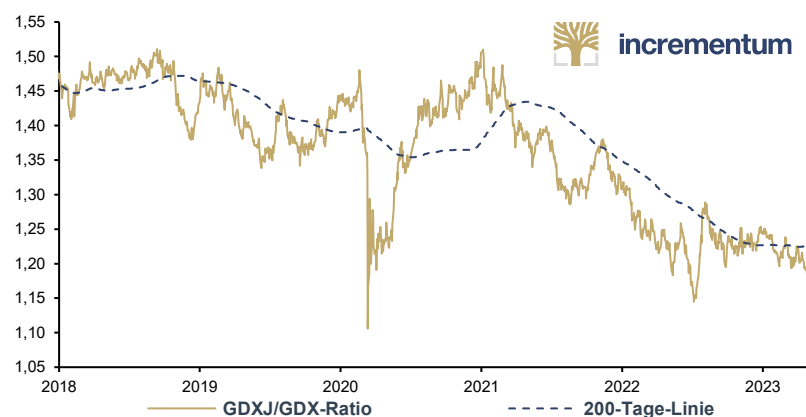
**Jesse Livermore**

## Fazit und Ausblick

**Der Minensektor befindet sich aktuell in einer besseren Verfassung, als man anhand der Aktienkursentwicklung vermuten würde.** Der Zinserhöhungszyklus, geopolitische Risiken – Stichwort Ressourcennationalismus –, aber auch die allgemeine Aktienmarktschwäche beeinflussen die Risikotoleranz der Anleger. Kein Wunder also, dass die großkapitalisierten Royalty- und Streaming-Unternehmen wie „Franco Nevada“ oder auch „Wheaton Precious“ nahe ihrer Allzeithochs notieren, während die Top-3-Major-Produzenten Newmont, Barrick und Agnico Eagle von ihren Höchstständen noch zwischen 20 und 50% entfernt sind.

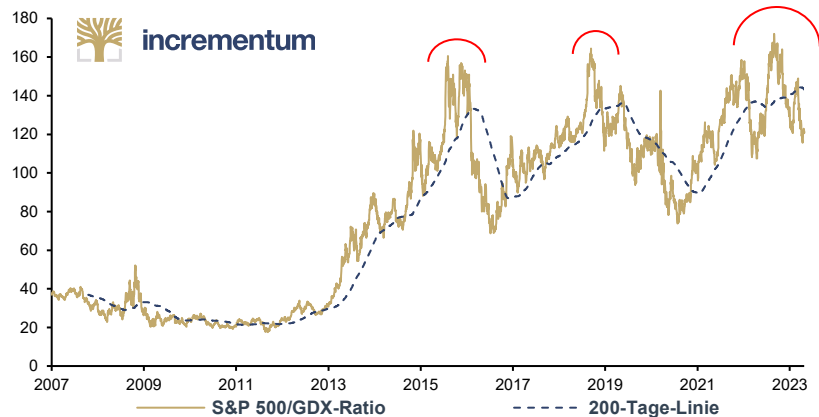
**Wenn wir nun die relative Stärke innerhalb des Minensektors analysieren, scheint es, als wäre die Risikobereitschaft noch nicht zurückgekehrt.** Die Junior-Miner (GDXJ) zeigten in den letzten Monaten relative Schwäche im Vergleich zu den Seniors (GDX), wenngleich sich nun langsam eine gewisse Stabilisierung des Ratios abzeichnet.

### GDXJ/GDX-Ratio, 01/2010-05/2023



**Relativ zum Gesamtmarkt könnten wir uns vorstellen, dass die Minen nun jedoch in eine Phase der (relativen) Stärke eintreten werden.** Das legt auch der nachfolgende Chart nahe.

S&P 500/GDX-Ratio, 01/2007-05/2023



Quelle: Crescat Capital, Tavi Costa, Reuters Eikon, Incrementum AG

*Conventional wisdom results in conventional returns.*

**Mario Gabelli**

**Der Markt scheint noch nicht ausreichend realisiert zu haben, dass zahlreiche Miner ihre Bilanzen, ihre Margen und ihre Geschäftsmodelle in den letzten Jahren deutlich gestärkt haben.** Wir halten das neue Bekenntnis zu Kostenwahrheit, größerer Finanzdisziplin und Shareholder Value für eine wesentliche – wenn auch sehr späte – Einsicht des Sektors. Ob diese neue Fokussierung ein reines Lippenbekenntnis darstellt oder nicht, wird sich in den nächsten Quartalen weisen. **Wir denken deshalb, dass Goldaktien ein klar asymmetrisches Auszahlungsprofil aufweisen.**

*You make most of your money in a bear market, you just don't realize it at the time.*

**Shelby Cullom Davis**

**Obwohl der Goldpreis zuletzt beinahe neue Allzeithochs erreichte, notiert der HUI mehr als 50% unter seinem Allzeithoch von 635 im September 2011.** Die Aktienverwässerung der vergangenen Jahre, die teilweise die rege Geldmengeninflationierung der Notenbanken in den Schatten stellt, ist hierfür sicherlich mitverantwortlich. Dennoch halten wir die Bewertungsdiskrepanz für übertrieben, insbesondere angesichts der deutlich verbesserten fundamentalen Verfassung des Sektors.

Gold und HUI, 100 = 01/2000, 01/2000-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

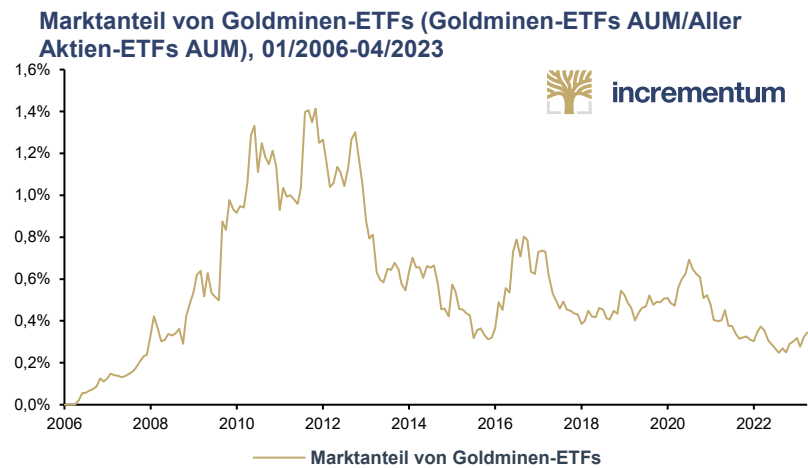
**Aktuell gibt es unserer Meinung nach keinen Mangel an guten Gründen, um in die Mining-Branche zu investieren.** Darunter in erster Linie rekordhohe Free-Cashflows, Aktienrückkaufprogramme, historisch hohe Dividendenrendite, stabile Bilanzen, (relativ) vernünftige Management-Teams und

stark abgebaute Verschuldung. Zudem dürften wir am Anbeginn eines M&A-Zyklus stehen, von dem speziell erstklassige Explorer und Developer profitieren sollten.

*Turn around. Every now and then I get a little bit nervous that the best of all the years have gone by.*

**Bonnie Tyler**

**Ein Blick auf den Marktanteil der Minen-ETFs am gesamten ETF-Markt zeigt: Die Party hat definitiv noch nicht begonnen.** Aktuell entfallen lediglich 0,34% aller in ETFs investierten Assets auf Goldminen-ETFs. Zum Höhepunkt im Jahre 2011 lag der Anteil noch bei 1,4%.



*This time, the key will be to show that the industry has not lost its discipline.*

**Sean Boyd**

**Wir erwarten, dass die sprudelnden Cashflows der Produzenten dazu führen, dass sie ihre schrumpfenden Reserven mittels Übernahmen und Fusionen auffüllen werden.** Größte Profiteure dieser Entwicklung werden Junior-Produzenten, ausfinanzierte Developer sowie Explorer mit Weltklasse-Entdeckungen in Tier-1-Regionen sein. Auch im Bereich Kupfer erwarten wir zunehmende M&A-Aktivitäten. **Deshalb konzentrieren wir uns in unserem Research und in unserer Investmentallokation derzeit ganz besonders auf diese Segmente.**

**Nach dieser kurzen Analyse des Status Quo der Minenunternehmen wollen wir uns in den beiden nachfolgenden Kapiteln den derzeitigen Herausforderungen der Minenbranche sowie dem Thema ESG im Minenbereich widmen.**

# Aurion

TSXV: AU; OTCQX: AIRRF



## DISCOVERING THE NEXT MAJOR GOLD CAMP

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

# Lebenszyklus eines Minenprojekts

*The gold mining business is - to my mind - the easiest business to make money in... At the bottom of the cycle the gold business is always under-capitalized... And at the top, it's always over-capitalized... So, if you can really just be a bit of a contrarian and be in there at the bottom and then when they're clamoring for gold just give it to them, you can't go wrong.*

Pierre Lassonde

- Investitionen in Minenunternehmen im Explorations- und Entwicklungsstadium sind mit hohen Risiken verbunden, die potenziellen Gewinne sind aber auch dementsprechend hoch.
- Die Lassonde-Kurve illustriert und erklärt den Lebenszyklus eines Minenprojekts.
- Jede der sieben Hauptphasen des Lebenszyklus birgt verschiedene Risiken, von denen einige das Ende des Projekts und möglicherweise sogar des Unternehmens selbst bedeuten können.
- Die Risikohaftigkeit der Explorationsphasen ist hinlänglich belegt. Lediglich 10% der Goldlagerstätten weisen genügend Gold auf, um eine fortgesetzte Erschließung zu begründen, während weniger als 0,1% der erkundeten Projekte schlussendlich den Weg bis zur Produktion beschreiten.
- Diversifizierung ist bei Investitionen in Minenunternehmen in der Explorations- und Entwicklungsphase daher von entscheidender Bedeutung.

## Einführung

*Most of them won't make it...but what about the ones that do? If I'm in early and I stay the ground, I press the bet. It's like being at a table with a winning run, you keep doubling down.*

**Eric Sprott**

**Es gibt zahlreiche börsennotierte Minenunternehmen, die von großen, diversifizierten Minen-Riesen bis hin zu Micro-Cap-Explorationsunternehmen.** Dies bietet den Anlegern ein breites Spektrum an Investitionsmöglichkeiten in Minenprojekte in unterschiedlichen Entwicklungsstadien mit jeweils unterschiedlichem Risiko und entsprechendem Gewinnpotenzial.

## Die Lasso-Kurve

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

**Pierre Lassonde**

**Die bekannte Lasso-Kurve ist nach Pierre Lassonde, einem legendären Grandseigneur der Minenindustrie, benannt.** Anhand ebendieser Kurve stellte Lassonde den Lebenszyklus eines Minenprojekts dar. Auf der Grundlage seiner umfassenden Erfahrungen beschrieb er 1990 in seinem Buch „*The Gold Book: The Complete Investment Guide to Precious Metals*“ erstmals das typische Verhalten von Investoren und folglich der Marktbewertungen eines Minenprojekts in verschiedenen Entwicklungsstadien.

Der Lebenszyklus einer Mine beginnt bereits vor der Entdeckung einer Lagerstätte und endet in der Phase der Erschöpfung („Depletion“). **Lassonde hat den Lebenszyklus in sieben verschiedene Phasen eingeteilt.**

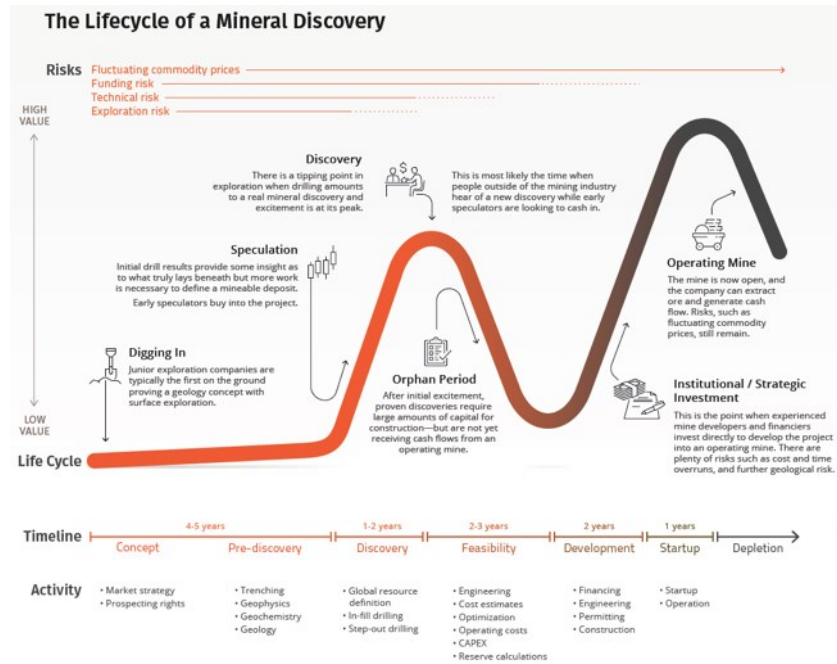
### Phase 1: Das Konzept (Concept)

*Risk means the chance of being wrong -- not always in an adverse direction, but always in a direction different from what we expected.*

**Peter Bernstein**

**In der sogenannten Konzeptphase, fängt ein Minenunternehmen bei null an, muss einen Plan ausarbeiten und Schürfrechte erwerben.**

Obwohl es zahlreiche Möglichkeiten gibt, ist es nicht typisch, dass ein Unternehmen ein beliebiges Grundstück erwirbt, in der Hoffnung, dort fündig zu werden. Stattdessen erwirbt man in der Regel Schürfrechte von einem anderen Unternehmen oder einem einzelnen Schürfer. Ein aussichtsreicher Standort kann auch auf der Grundlage des Fachwissens interner oder externer Geologen ermittelt werden. Alternativ kann ein Unternehmen auch Land in der Nähe einer bekannten Lagerstätte erwerben.



Quelle: Visual Capitalist

Vor Jahrzehnten waren Bergleute nur in der Lage, unmittelbar sichtbares Gold zu fördern, was dazu führte, dass viele Lagerstätten als erschöpft aufgegeben wurden. Es ist jedoch möglich, dass diese aufgegebenen Lagerstätten immer noch beträchtliche Mengen an Gold enthalten, da die aktuellen Technologien und höhere Goldpreise den Abbau von Erz mit weniger als 1 g/t Gold rentabel machen.

*You'll find me out there  
There's gold there somewhere.*  
**Cormac O Caoimh**

### Eine weitere Möglichkeit ist die Suche nach alten

**Explorationsergebnissen in Archiven.** Es ist möglich, dass ein Unternehmen oder eine Regierungsbehörde vor mehreren Jahrzehnten nach einem bestimmten Mineral, z. B. Uran, suchte und dabei potenzielle Vorkommen *anderer Metalle* entdeckte. Da ihr Ziel jedoch darin bestand, Uran zu finden, haben sie diese Vorkommen nicht weiterverfolgt und die Explorationsergebnisse in den Archiven belassen.

## Phase 2: Voruntersuchung (Pre-Discovery)

**Auf die Konzeptphase folgt die Voruntersuchungsphase, in der die Feldforschung („field work“) auf dem erworbenen Grundstück eingeleitet wird.** Das Unternehmen beginnt mit der Entnahme von Wasser- und Bodenproben, um außergewöhnliche Gehalte an bestimmten Metallen zu ermitteln. Außerdem werden geophysikalische Untersuchungen durchgeführt, um magnetische Anomalien unter der Oberfläche aufzuspüren, die auf das Vorhandensein höherer Metallkonzentrationen hinweisen könnten. Gemäß der Lassonde-Kurve können die Konzeptions- und die Voruntersuchungsphase bis zu 5 Jahre dauern.

## Phase 3: Die Entdeckung (Discovery)

Können die Voruntersuchungen erfolgreich abgeschlossen werden, beginnt die Entdeckungsphase, die einen entscheidenden Punkt in der Entwicklung des



Projekts darstellt. In dieser Phase wird das geologische Konzept, das sich auf chemische und geophysikalische Untersuchungen stützt, durch positive Bohrerergebnisse untermauert. Nach Abschluss der Entdeckungsphase wird eine erste Ressourcenschätzung erstellt, die die ersten endgültigen Zahlen über die Größe der Lagerstätte und die Konzentration der angestrebten Metalle liefert. Diese Schätzung ist ein entscheidender Faktor für die zukünftige Rentabilität des Projekts.

*The Discovery phase of World Class Discoveries is a short lived strong uptrend. The majority of the gains are made in less than one year.*

**Willem Middelkoop**

Positive Bohrerergebnisse lösen in der Regel eine Welle von Spekulationen auf dem Aktienmarkt aus, wodurch der Aktienkurs des Unternehmens und damit der vom Markt wahrgenommene Wert des Projekts rasch ansteigt. Während diese Situation den bestehenden Anlegern beträchtliche Gewinne bescheren kann, besteht für neue Anleger die Gefahr, dass sie erhebliche Verluste erleiden.

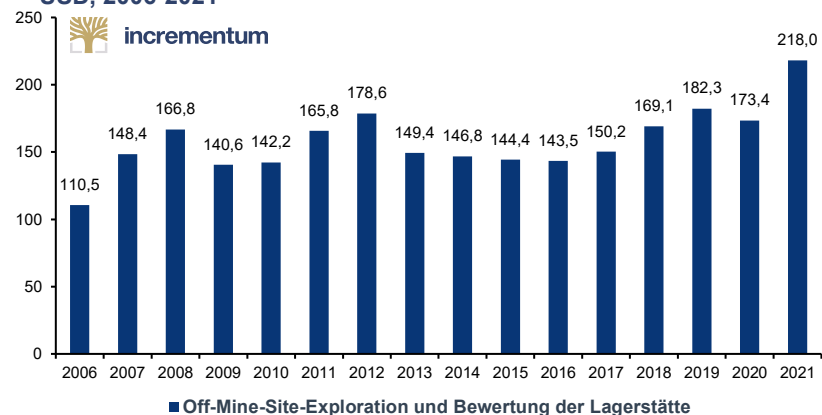
Explorationsunternehmen sind häufig unterkapitalisiert, und die Möglichkeit, den kürzlich gestiegenen Aktienkurs zu nutzen, um sich eine Eigenkapitalfinanzierung zu sichern, ist verlockend. Bei größeren Vorkommen können die Kosten leicht 100 Mio. USD übersteigen. Infolgedessen kann die Eigenkapitalfinanzierung die Dynamik schnell zum Erliegen bringen.

*The fact that drilling won't solve every problem is no excuse to do nothing at all.*

**Sarah Palin**

**Bohrungen stellen in dieser Phase des Projektlebenszyklus einen wesentlichen Kostenfaktor dar.** Die Kosten für Bohrungen hängen von mehreren Faktoren ab, z. B. von der Abgelegenheit des Standorts, der Tiefe des Bohrlochs und der Art des zu erbohrenden Gesteins. **Nach Angaben des „Institut de la statistique du Québec“ aus dem Jahr 2021** betragen die durchschnittlichen Kosten pro Meter Explorations- und Lagerstättenbewertungsbohrungen außerhalb von Minenstandorten 217,18 USD, schwankten jedoch zwischen 195,52 USD in der Region Abitibi-Temiscamingue und 528,27 USD in der Region Cote-Nord. In der Region Abitibi, die im Südwesten der Provinz liegt und über eine hervorragende Infrastruktur verfügt, sind die Kosten niedriger. Die Region Cote-Nord hingegen hat raue Wetterbedingungen, eine schlechte Infrastruktur und weniger zugängliche Projekte, was zu höheren Kosten führt. Darüber hinaus sind die Kosten stetig gestiegen und haben sich seit 2006 fast verdoppelt.

**Off-Mine-Site-Exploration und Bewertung der Lagerstätte, in Mio. USD, 2006-2021**



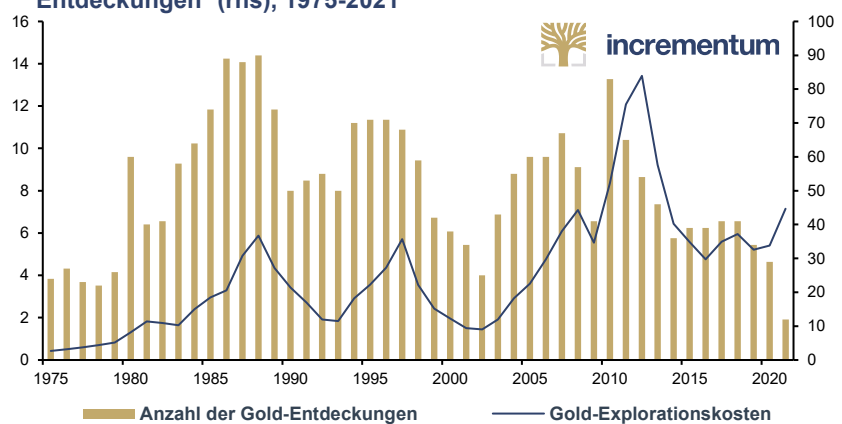
Quelle: Institut de la statistique du Québec, Incrementum AG

*The road to freedom must be uphill, even if it is arduous and frustrating.*

**Andrew Goodman**

**Die Herausforderung für die Minenbranche besteht darin, dass die Explorationskosten steigen, während die Zahl der neuen Goldfunde sinkt.** Wie aus dem nächsten Chart hervorgeht, fand die Zahl der neuen Goldfunde um das Jahr 2010 ihren Höhepunkt, während die Explorationsausgaben ein oder zwei Jahre später ihren Höchststand erreichten. Seitdem sind sowohl die Zahl der Neuentdeckungen als auch die Explorationsausgaben rapide zurückgegangen. Während die Ausgaben 2020 wieder das Niveau von 2005 erreicht hatten, war die Zahl der Neuentdeckungen auf ein Niveau gesunken, das zuletzt kurz nach dem Jahr 2000 zu beobachten war, als die Explorationsausgaben im Vergleich zu heute nur knapp ein Drittel betragen.

**Gold-Explorationskosten\* (lhs), in Bill. USD, und Anzahl der Gold-Entdeckungen\* (rhs), 1975-2021**

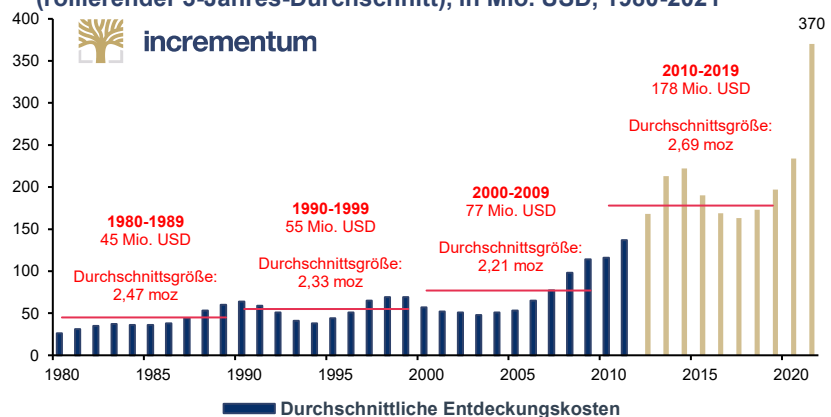


Quelle: MinEx Consulting, Incrementum AG  
\*Primäre Goldvorkommen >100koz

*Brother, can you spare a dime?*  
**Bing Crosby**

Der Trend zu steigenden Entdeckungskosten ist auch im nächsten Chart zu sehen. Zwischen 1975 und 2000 betrugen die durchschnittlichen Kosten 63 Mio. USD, während sie zwischen 2009 und 2018 auf 185 Mio. USD gestiegen sind. Die Schwierigkeit besteht darin, dass die meisten leicht zugänglichen Lagerstätten bereits entdeckt wurden. Was bleibt, sind oft Lagerstätten in abgelegenen Gebieten sowie tief unter der Oberfläche liegende Vorkommen.

**Durchschnittliche Entdeckungskosten und Schätzung\* (rollierender 3-Jahres-Durchschnitt), in Mio. USD, 1980-2021**



Quelle: MinEx Consulting, Incrementum AG  
\*Primäre Goldvorkommen >100koz

*Victory has a thousand fathers,  
but defeat is an orphan.*

**John F. Kennedy**

*One of the biggest risks to the  
technical and economic viability  
of any mining project is a poor  
understanding of the geology or  
resource estimation.*

**Neal Rigby & Ben Parsons**

## Phase 4: Machbarkeit (Feasibility)

**Selbst wenn es keine signifikante Eigenkapitalfinanzierung gibt, die den Aktienwert verwässert, lässt die anfängliche Begeisterung für das Minenprojekt nach, je weiter es in das Stadium der Machbarkeit vordringt.** Spekulanten kommen zu der Erkenntnis, dass die Zeit der schnellen Gewinne – zumindest vorübergehend – zu Ende ist und der Bau der Mine, sofern er zustande kommt, wahrscheinlich mehrere Jahre dauern wird. Folglich beginnen sie, ihre bisherigen Kursgewinne zu realisieren. Dieser Stimmungsumschwung bei den Anlegern führt zu einem Rückgang des Aktienkurses des Unternehmens, der gemeinhin als „Orphan Period“ bezeichnet wird.

**Die Machbarkeitsphase eines Minenprojekts erstreckt sich in der Regel über einen Zeitraum von 2 bis 3 Jahren, in dem verschiedenste Studien durchgeführt werden.** Zu diesen Studien gehören die „Vorläufige wirtschaftliche Bewertung“ („preliminary economic assessment“ (PEA)), die „Vormachbarkeitsstudie“ („pre-feasibility study“ (PFS)) und die „Machbarkeitsstudie“ („feasibility study“ (FS)). Die PEA umreißt das anfängliche Konzept des zukünftigen Minenbetriebs, wobei das jährliche Produktionsvolumen und die Kostenprognosen detailliert aufgeführt werden. Außerdem werden Schätzungen für die zur Errichtung der Mine erforderlichen Kapitalausgaben vorgelegt und der Nettogegenwartswert (NPV) sowie der interne Zinsfuß (IRR) berechnet. Es wird auch eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, um die Auswirkungen von Variablen wie Metallpreisen, Energiepreisen, Wechselkursen und Abzinsungsfaktoren auf den Kapitalwert und den internen Zinsfuß zu bewerten. Der Kapitalwert und der interne Zinsfuß sind Schlüsselzahlen bei der Bestimmung der wirtschaftlichen Umsetzbarkeit des Projekts. Wünschenswert ist ein die Investitionsausgaben übersteigender Kapitalwert und ein IIR von über 20%.

**Die PFS- und FS-Studien enthalten eine weitere Verfeinerung des Minenbetriebs mit zuverlässigeren Schätzungen der Wirtschaftlichkeit des Projekts.** Die Machbarkeitsstudie ist die zuverlässigste der technisch-ökonomische Studien. Die Schätzungen der Durchführbarkeitsstudie sollten mit einer Genauigkeit von plus/minus 15% erfolgen, was die Studie zu einem entscheidenden Instrument für die Fremdfinanzierung durch Banken und andere Finanzinstitute macht.

Kriterien	Technische und wirtschaftliche Studien		
	Preliminary Economic Assessment (PEA)	Prefeasibility Study (PFS)	Feasibility Study (FS)
<b>Studie</b>			
<b>Konzept</b>	"Wie es sein könnte"	"Wie es sein sollte"	"Wie es sein wird"
<b>Zielsetzung</b>	Frühzeitige konzeptionelle Bewertung der potenziellen wirtschaftlichen Lebensfähigkeit von Mineralressourcen	Realistische wirtschaftliche und technische Studien, die für den Nachweis der wirtschaftlichen Rentabilität und die Festlegung von Mineralreserven ausreichend sind	Detaillierte Studie über den Bau des Bergwerks, die als Grundlage für eine Produktionsentscheidung dient
<b>Kostengenauigkeit</b>	+/- 50%	+/- 25%	+/- 15%
<b>Technik</b>	< 1%	1-5%	5-25%
<b>Mineralische Schätzung Inputs</b>	Abgeleitete/Angegebene/ Gemessene Ressourcen	Angegebene & Gemessene Ressourcen	
<b>Mineralische Schätzung Outputs</b>	Abgeleitete/Angegebene/ Gemessene Ressourcen	Wahrscheinliche & Nachgewiesene Reserven	

Quelle: Mining.com, Incrementum AG

## Phase 5: Entwicklung (Development)

### Nach einer erfolgreichen Machbarkeitsstudie beginnt die

**Entwicklungsphase des Minenprojekts.** Diese Phase umfasst nicht nur die eigentliche Errichtung der Mine, sondern auch die erforderlichen Genehmigungs- und Finanzierungsverfahren. Der Erwerb der zahlreichen Genehmigungen, die für den Beginn des Bauprozesses erforderlich sind, ist ein entscheidender Aspekt der Entwicklungsphase, wobei einige Genehmigungen von den lokalen Behörden und andere von den nationalen Behörden eingeholt werden. In der Regel dauert es mehrere Jahre bis die Genehmigung erteilt wird, es sei denn, das Projekt befindet sich in einem Entwicklungsland, wo das Verfahren beschleunigt werden kann, insbesondere wenn bestimmte einflussreiche Parteien ihr „Interesse“ an dem Projekt bekunden. Es ist ideal, alle erforderlichen Genehmigungen zum Zeitpunkt der Fertigstellung der Machbarkeitsstudie einzuholen. Auf diese Weise kann der Finanzierungsprozess gestrafft werden, sodass mit der Errichtung der Mine relativ bald danach begonnen werden kann.

*Size does matter. There's a lot of ways to make people feel good, but personally I think it does enhance things.*

**Pamela Anderson**

### Die Finanzierung eines Minenprojekts ist eine komplexe

**Angelegenheit, die einer sorgfältigen Prüfung bedarf.** Idealerweise sollte das Projekt mit internen Finanzquellen oder einer Kombination aus internen Quellen und Fremdkapital finanziert werden. **Diese Option steht jedoch in der Regel nur etablierten Minenunternehmen zur Verfügung.** Kleinere Minenunternehmen oder reine Projektentwickler müssen unter Umständen auf ungünstigere Finanzierungsmöglichkeiten zurückgreifen. Die Fremdfinanzierung deckt in der Regel nur einen Teil der Capex ab, in der Regel etwa 50–60%. Die restlichen Mittel können auf verschiedene Weise beschafft werden, z. B. durch den Verkauf von Stream-, Royalty- oder Abnahmerechten<sup>90</sup>, durch den Verkauf eines Teils des Projekts an einen Joint-Venture-Partner oder durch die Beschaffung von Eigenkapital.

*Studies have demonstrated that investing in shares of miners at the point of a construction decision until the first output of metal has a very high success rate. That's because there's a sense of clarity and definitive timeline. Investors can see the company's finish line to becoming a new producer.*

**Peter Krauth**

Obwohl die Eigenkapitalfinanzierung in der Regel die von den Aktionären am wenigsten bevorzugte Option ist, wird sie häufig in das Finanzierungspaket aufgenommen. Das Ausmaß der aus dem Finanzierungspaket resultierenden Aktienverwässerung variiert von Projekt zu Projekt und kann sich erheblich auf die künftigen Gewinne der Investoren auswirken. So können beispielsweise hohe Fremdkapitalzinsen, ungünstige Royalty- oder Streamingbedingungen, erschwerende Bedingungen für Joint-Ventures oder eine unverhältnismäßige Verwässerung der Anteile das Aufwärtspotenzial erheblich schmälern. Obwohl die Ankündigung eines Finanzierungspakets als positive Nachricht angesehen werden kann, wirkt sie sich daher nicht immer positiv auf den Aktienkurs aus.

Sobald alle erforderlichen Genehmigungen und die Finanzierung gesichert sind, kann mit dem Bau der Mine begonnen werden, der in der Regel etwa 1–2 Jahre dauert. Bei außergewöhnlich großen oder abgelegenen Projekten oder bei Minen mit Erzkörpern in großer Tiefe kann der Bau jedoch deutlich länger dauern. Wie in jeder Phase des Lebenszyklus eines Minenprojekts können auch in dieser Zeit unvorhergesehene Probleme auftreten. Unter der Voraussetzung, dass die Bauarbeiten ohne größere Probleme verlaufen, dürfte der Aktienkurs jedoch allmählich ansteigen, je näher die Inbetriebnahme der Mine rückt.

<sup>90</sup> Für eine tiefergehende Auseinandersetzung mit Royalties und Streams, siehe „Royalty- und Streaming-Unternehmen: Eine exzellente Art, in Gold zu investieren“, In Gold We Trust-Report 2022

## Phase 6: Start-up

Die Mine ist fertiggestellt und die Produktion beginnt. Doch selbst wenn alles nach Plan läuft (was selten der Fall ist), kann der Prozess der Produktionsaufnahme mehrere Monate, bei komplexen Untertageprojekten sogar mehr als ein Jahr, in Anspruch nehmen. In dieser Zeit kann der Aktienkurs durch negative Nachrichten beeinflusst werden, die auf Komplikationen oder die Möglichkeit hinweisen, dass die ursprünglichen Produktionsziele nicht erreicht werden.

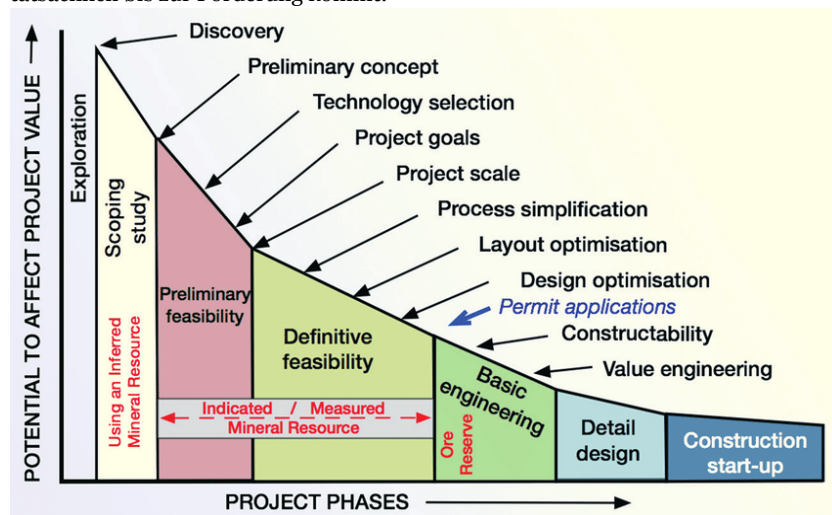
## Phase 7: Erschöpfung (Depletion)

In der Erschöpfungsphase baut das Unternehmen Bodenschätze aus der Mine ab, und die Reserven der Mine beginnen zu sinken. Das Unternehmen kann diese Phase jedoch verlängern, indem es die umliegenden Gebiete erkundet und neue Lagerstätten entdeckt oder die bestehenden erweitert.

*Mining is like a search-and-destroy mission.*

**Stewart Udall**

**Wie der nächste Chart zeigt, sind die potenziellen Gewinne in den früheren Entwicklungsphasen erheblich.** Allerdings sind sie auch mit erhöhten Risiken verbunden. Die Phasen der Exploration und der frühen Wirtschaftlichkeitsstudien bergen die größten Gewinnchancen, aber auch Risiken. Umgekehrt ist das Gewinnpotenzial während der technischen Planungsphase und der Errichtung im Allgemeinen geringer. Die Risiken der Explorationsphasen sind hinlänglich bekannt, und [Analysen des World Gold Council zeigen](#), dass nur 10% der Goldvorkommen genügend Gold enthalten, um eine weitere Erschließung zu rechtfertigen, während es bei weniger als 0,1% der erkundeten Lagerstätten tatsächlich bis zur Förderung kommt.



Quelle: Geochemical Perspectives  
[https://www.researchgate.net/figure/Potential-influences-of-feasibility-studies-on-the-project-value-with-timing-of-resource\\_fig18\\_315665609](https://www.researchgate.net/figure/Potential-influences-of-feasibility-studies-on-the-project-value-with-timing-of-resource_fig18_315665609)

## Lehren aus der Geschichte

*Problems usually start with grade, then metallurgy, and then capital costs.*

**John McConnell**

**Matthew McConaughey (Kenny Wells):**

*You went looking for bauxite, and you found copper. I went looking for gold and found a friend.*

**Edgar Ramirez (Michael Acosta):**

*That is the single hokiest thing I've ever heard in my life.*

**Gold, 2016**

*Nobody was interested in me before I bought the Nets.*

**Mikhail Prokhorov**

**Die gesamte Lassonde-Kurve ist mit Risiken behaftet.** In jeder Phase des Prozesses ist das Projekt anfällig für Fehlschläge. Für ein kleines Explorationsunternehmen könnte das Fehlen von Cash-generierenden Vermögenswerten das Ende bedeuten. Selbst etablierte Unternehmen können einen erheblichen Rückgang ihrer Aktienkurse erleiden. Geologische Risiken sind das Hauptproblem, da die Bohrergebnisse darauf hindeuten können, dass sich unter der Oberfläche eine Lagerstätte befindet, deren Ausbeutung sich nicht rechnet. Dies kann verschiedene Gründe haben wie eine zu geringe Metallkonzentration oder zu tief liegende Lagerstätten. In der Regel gilt: Je tiefer die Lagerstätte liegt, desto höher müssen die Gehalte sein, damit sich der Abbau lohnt. Gehalte von etwa 1 g/t oder weniger reichen für einen Tagebau aus, sind aber unzureichend für eine Mine mehrere hundert Meter unter der Oberfläche. Eine weitere Schwierigkeit kann die komplexe Metallurgie sein, die dazu führen kann, dass der Gewinnungsprozess trotz hoher Erzkonzentrationen in einer Lagerstätte unwirtschaftlich sein könnte.

**Die Gefahr des Betrugs ist in der Entdeckungsphase besonders groß.**

Eines der bekanntesten Beispiele dafür ist der Skandal um Bre-X Minerals. Diese Geschichte wurde 2016 in einem Film mit dem Titel „Gold – Gier hat eine neue Farbe“ verfilmt, in dem Matthew McConaughey die Hauptrolle spielt. 1995 meldete Bre-X eine riesige Goldentdeckung in Busang, Indonesien, mit geschätzten Ressourcen von über 70 Mio. Unzen – einigen Berichten zufolge sogar bis zu 200 Mio. Unzen. Der Aktienkurs des Unternehmens stieg sprunghaft an. Die Marktkapitalisierung erreichte 1996 einen Höchststand von über 5 Mrd. USD und erregte die Aufmerksamkeit der wichtigsten Akteure in der Goldminenindustrie. Freeport-McMoRan ging als Gewinner hervor und war bereit, das Unternehmen zu übernehmen. Als jedoch der Chefgeologe von Bre-X auf mysteriöse Weise aus einem Hubschrauber stürzte und seine Leiche nicht gefunden wurde, keimte Verdacht auf.

**Bevor die Übernahme abgeschlossen wurde, beschloss Freeport, eigene Bohrungen anzustellen, die keine nennenswerten Goldkonzentrationen ergaben.** Später stellte sich heraus, dass Bre-X die zerkleinerten Kernproben manipuliert hatte, was Ende 1997 zum Zusammenbruch und Konkurs des Unternehmens führte. Der Skandal hatte jedoch seine positiven Seiten. Um das Vertrauen der Investoren wiederherzustellen, führte Kanada das „National Instrument NI 43-101“ ein, das von qualifizierten Personen verlangt, dass sie die Berichte abzeichnen und die Verantwortung für etwaige Fehler übernehmen.

Ein ähnlicher Vorfall ereignete sich Ende 2010, als „Supatcha Resources“ eine Ressourcenschätzung von über 20 Mio. Unzen Gold für sein Projekt in der Ukraine bekannt gab. Kurz darauf kündigte das Unternehmen ein Übernahmeangebot des russischen Milliardärs Mikhail Prokhorov, des ehemaligen Besitzers der Brooklyn Nets, an. Beide Meldungen erwiesen sich jedoch als falsch, sodass der Aktienkurs ins Bodenlose fiel.

Gelegentlich wird tatsächlich eine Lagerstätte entdeckt, die echte und vielversprechende Bohrerergebnisse, günstige metallurgische Analysen und optimistische wirtschaftliche Prognosen aufweist. In der Folge kann sich das Unternehmen dafür entscheiden, die Vormachbarkeits- und Machbarkeitsstudien zu überspringen und direkt mit der Errichtung der Mine zu beginnen, wodurch mehrere Jahre und Millionen an Kosten eingespart werden. Eine solche Entscheidung sollte Investoren alarmieren, da sie oft zu massiven Schwierigkeiten führen kann. „Colossus Mining“ und „Rubicon Minerals“ sind hervorragende Beispiele für solche Fälle.

*Mining is the art of exploiting mineral deposits at a profit. An unprofitable mine is fit only for the sepulcher of a dead mule.*

**T.A. Rickard**

Colossus Mining stieß bei dem Versuch, die Mine „Serra Pelada“ in Brasilien wieder in Betrieb zu nehmen, auf Probleme, als das Unternehmen beschloss, direkt in die Bauphase einzusteigen, anstatt Vormachbarkeits- und Machbarkeitsstudien durchzuführen. Trotz vielversprechender Bohrerergebnisse, die enorme Gold-, Platin- und Palladiumkonzentrationen aufwiesen, darunter bemerkenswerte Abschnitte mit 1.495 g/t Gold, 517 g/t Platin und 556 g/t Palladium auf 7,6 Metern, verzichtete das Unternehmen auf die wichtigen Studien und erstellte nicht einmal eine Ressourcenschätzung.

Die vielversprechenden Bohrerergebnisse reichten aus, um die Finanzierung für den Wiederaufbau der Mine Serra Pelada im Jahr 2011 zu sichern. Allerdings traten schnell Probleme auf, darunter eine enttäuschende Ressourcenschätzung, Schwierigkeiten bei der Entwässerung und Kostenüberschreitungen. Trotz zahlreicher Verzögerungen wurde der Bau bis 2014 fortgesetzt, als Colossus Konkurs anmeldete. Die Aktionäre litten sehr darunter, dass ihre Aktien im Verhältnis 200:1 konsolidiert und neue Aktien an die Gläubiger ausgegeben wurden. Infolgedessen behielten die Altaktionäre nur noch einen Anteil von 1,7% an dem Unternehmen und verloren praktisch ihre gesamte Investition.

Im Jahr 2008 entdeckte Rubicon eine wertvolle Lagerstätte in Red Lake, Ontario. Mit Goldpreisen auf historischen Höchstständen und einer positiven vorläufigen wirtschaftlichen Bewertung (PEA) beschloss das Unternehmen, direkt mit dem Bau zu beginnen. Bedauerlicherweise stellte sich nach der Aufnahme der Produktion in der neuen Mine im Jahr 2015 heraus, dass die Mineralisierung komplizierter war als ursprünglich angenommen. Infolgedessen wurde der Minenbetrieb eingestellt und das Unternehmen einer Umstrukturierung unterzogen, was zu verheerenden Verlusten für die ursprünglichen Aktionäre führte.

*Good projects that are really good, even if they're run by fools, will still make investors money. But smart people can make money from mediocre deposits.*

**Ross Beatty**

Nach der Umstrukturierung wurde ein neues Management ernannt, das eine umfassende Explorationskampagne einleitete, das geologische Modell verfeinerte, eine vorläufige Machbarkeitsstudie (PFS) und eine Machbarkeitsstudie (FS) erstellte und Probeschürfungen im Ausmaß von 35.000-Tonnen vornahm und analysierte. Im Jahr 2021 wurde Battle North Gold, ehemals Rubicon, von Evolution Mining übernommen, das das Projekt in seinen Betrieb am Red Lake integrierte. Hätte das vorherige Management den Erschließungsprozess nicht überstürzt und die entscheidenden Studien durchgeführt, hätten die ursprünglichen Aktionäre wahrscheinlich deutlich bessere Ergebnisse erzielt.

## Zeitrisiko bei langwierigen Projekten

Sobald die Genehmigungen vorliegen und die Finanzierung gesichert ist, kann mit dem Bau der Mine begonnen werden, was eine Reihe neuer potenzieller Probleme mit sich bringt. Zwischen der Fertigstellung der Machbarkeitsstudie und dem Baubeginn liegen in der Regel mehrere Quartale, manchmal sogar Jahre.

Außerdem dauert der Bau in der Regel mehr als ein Jahr, bei großen Projekten oft mehr als 2 oder 3 Jahre.

*The mining business is not an easy business because first you have to find it, being able to explore, then you have to build it. It's all very treacherous and then you finally get it going. You can come out, it collapses! If you look at it from 1,000 miles off it looks like a crazy business. It's not that easy to make money.*

**Lukas Lundin**

2009 begann „Barrick Gold“ mit dem Bau der Mine „Pascua Lama“ an der Grenze zwischen Chile und Argentinien, deren Investitionskosten auf 2,8 bis 3 Mrd. USD geschätzt wurden. Dies war bereits deutlich höher als die ursprüngliche Schätzung von 1,2 Mrd. USD aus dem Jahr 2000, aber die Kosten stiegen weiter an, bis 2011 auf 4,7–5 Mrd. USD, gefolgt von einer Schätzung von 7,5–8 Mrd. USD im Jahr 2012. Im darauffolgenden Jahr räumte Barrick Gold ein, dass die endgültigen Kosten wahrscheinlich mehr als 10 Mrd. USD betragen würden, doch die genaue Zahl bleibt unbekannt.

Nachdem Barrick Milliarden in das Projekt investiert hatte, war das Unternehmen Ende 2013 gezwungen, die Bauarbeiten an der Pascua-Lama-Mine einzustellen, nicht nur wegen der enormen Kostenüberschreitungen, sondern auch aufgrund von ökologischen Bedenken, die von der Bevölkerung und chilenischen Gerichten geäußert wurden. Die ursprünglich als vorübergehend gedachte Aussetzung dauerte sieben Jahre, bis ein Gerichtsurteil Barrick anordnete, das Projekt von der Pflege und Wartung in die Schließung zu überführen. Derzeit erwägt Barrick die Möglichkeit, nur den in Argentinien gelegenen Teil des Projekts zu erschließen.

## Fazit

Die Entwicklung eines Minenprojekts von der Entdeckung bis zur Produktion kann ein langer und teurer Prozess sein, der mit vielen Risiken verbunden ist. Erfolgreiche Investitionen in Minenprojekte können zwar beträchtliche Gewinne abwerfen, aber die Erfolgswahrscheinlichkeit ist relativ gering, da viele Unternehmen noch vor dem Bau einer Mine in Konkurs gehen. Da jederzeit Probleme auftreten können, die das Projekt zunichte machen, ist eine Diversifizierung bei Investitionen in Minenunternehmen unerlässlich.

*Never was anything great achieved without danger.*

**Niccolò Machiavelli**





# Building stronger communities.

Agnico Eagle is committed to working with and contributing to the communities in which we operate to make a positive difference. We are guided by our culture of family, caring and community well-being.



We make mining work.

AEM (NYSE and TSX)

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

# Die soziale Komponente von ESG

*Your net worth to the world is usually determined by what remains after your bad habits are subtracted from your good ones.*

Benjamin Franklin

- Infolge der politisch gewünschten Umsetzung von „Netto-Null“ hat die Umweltkomponente die ESG-Aktivitäten in den vergangenen Jahren dominiert. Um das Gleichgewicht wiederherzustellen, konzentrieren wir unsere Analyse in diesem Jahr auf den *sozialen* Aspekt von ESG.
- Die finanziellen Auswirkungen einer Konzentration auf die „Triple Bottom Line“ zeigen, dass Unternehmen mit einem hohen Maß an sozialen Investitionen eine um 20% höhere Eigenkapitalrendite erzielen als ihre Konkurrenten.
- Dieser Fortschritt in Richtung Nachhaltigkeit wird durch die neuen Responsible-Gold-Zertifizierungen beschleunigt, die die Standards anheben und den Verbrauchern eine höhere Qualität der ESG-Anlageprodukte bieten.
- Dennoch zeichnen sich Herausforderungen in Form wachsender Verstaatlichungsphantasien in Lateinamerika und den negativen Folgen der Automatisierung ab.
- Das Ausmaß, in dem diese Herausforderungen in Chancen zur Stärkung des gesellschaftlichen Engagements umgewandelt werden können, wird der entscheidende Faktor für den ESG-Erfolg von Goldminenunternehmen sein.

## Einführung

*Climate change is like gravity.  
You can deny it, but it doesn't go  
away.*

**Neil deGrasse Tyson**

Die derzeitige geopolitische Lage, die Bankenkrise und der latente Inflationsdruck haben ein Umfeld geschaffen, das Gold begünstigt. **Um mehr Investitionen – insbesondere auch seitens der „Generalist-Investors“ – anzuziehen, müssen die Minenunternehmen den Goldpreisanstieg nutzen und gegenüber institutionellen Anlegern ein starkes Engagement für Nachhaltigkeit zeigen.**

**In den letzten vier Jahren haben wir uns bereits ausführlich mit den ESG-Trends im Miningbereich beschäftigt.** Im Rahmen des *In Gold We Trust-Reports 2019* haben wir dargelegt, wie Treuhandpflicht im Lichte der ESG-Bedingungen eine neue Bedeutung erlangt hat. Im *In Gold We Trust-Report 2020* konzentrierten wir uns als Reaktion auf die institutionellen Bestrebungen zur Dekarbonisierung speziell auf die ökologische Komponente von ESG. Im Anschluss daran enthielt der *In Gold We Trust-Report 2021* Anhaltspunkte für die Zusammenstellung eines ESG-orientierten Goldportfolios, wiederum unter besonderer Berücksichtigung von Umweltaspekten und des Pariser Klimaschutzübereinkommens. Der *In Gold We Trust-Report 2022* berichtete über die COP26, den daraus resultierenden Paradigmenwechsel hin zu einer emissionsarmen Wirtschaft und seine Bedeutung für goldproduzierende Unternehmen.

*Gold mining can be a positive  
force for change, but only if we  
operate in a way that is socially  
and environmentally  
responsible.*

**Tony Makuch**

**Im diesjährigen In Gold We Trust-Report wollen wir uns mit der sozialen Bedeutung der Goldförderung beschäftigen. Dies geschieht vor dem Hintergrund, dass in einigen Medien der Eindruck entsteht, der Bergbau sei sozial destruktiv.** Natürlich gibt es dafür einige negative Beispiele, darunter die Berichte **um Kinderarbeit in einer Kobaltmine in der Demokratischen Republik Kongo.** Bei den meisten Goldminenunternehmen stehen jedoch gesunde Beziehungen zur Bevölkerung vor Ort an der Tagesordnung. **Die Behauptung, dass der Bergbau in erster Linie ein ausbeuterischer Prozess sei, könnte daher nicht weiter von der Wahrheit entfernt sein.**



Bildnachweis: World Gold Council

*1000 dollars? And some in gold?  
That's a tidy sum.*

**Zwei glorreiche Halunken  
(engl. „The Good, the Bad  
and the Ugly“)**

*When your business prioritizes  
the wellbeing of all of its  
stakeholders, then all of those  
stakeholders gain respect for the  
business and your business can  
utilize that respect as a sort of  
currency and a means to  
accomplish business objectives.*  
**Hendrih Vanlon Smith Jr.**

*If we reverse engineer today's  
sustainability agenda, it is clear  
that a powerful element of its  
genetic code has been the Triple  
Bottom Line.*

**John Elkington**

**Um dieses Klischee zu entkräften, wird dieses Kapitel den Fokus auf die soziale Dimension von ESG legen.** Um „*The Good, The Bad and The Ugly*“<sup>91</sup> der Nachhaltigkeitspraktiken im Goldminensektor zu beleuchten, werden wir uns bemühen, weniger zweideutig zu sein als Clint Eastwoods Figur des „Mannes ohne Namen“ in dem berühmten Spaghetti-Western. **In diesem Abschnitt wird das Engagement von Goldminenunternehmen für die örtliche Bevölkerung beispielhaft vorgestellt – insbesondere von unseren Premium-Partnern –**, bevor die Risiken in Bezug auf die nächste Automatisierungswelle, den drohenden Identitätsverlust und die jüngsten Verstaatlichungsphantasien umrissen werden.

## The Good

**Unternehmen, die die ESG-Prinzipien einhalten und dem Engagement für die ortsansässige Bevölkerung Vorrang einräumen, haben das Potenzial, Konflikte zu entschärfen, enge Beziehungen zu Interessengruppen vor Ort zu pflegen und letztlich den Unternehmenswert zu steigern.** Dies beruht auf John Elkingtons Theorie der „Triple Bottom Line“ von „People, Planet and Profit“, die besagt, dass das Engagement der Unternehmen für soziale und ökologische Belange in einem angemessenen Verhältnis zu ihrem Gewinnstreben stehen sollte.

Um ein erfolgreiches Engagement vor Ort zu bewirken, müssen die Unternehmen proaktiv mit den örtlichen Interessengruppen zusammenarbeiten, in Initiativen zur Entwicklung der Gemeinden investieren und transparente Konsultationsverfahren einführen. **Wichtig ist, dass diese Maßnahmen und Konsultationen zu tatsächlichen, messbaren Veränderungen und Investitionen vor Ort führen.**

**In den letzten Jahren haben die Goldminenunternehmen erhebliche Fortschritte bei der Verwirklichung dieser Ziele gemacht.** So hat AngloGold Ashanti beispielsweise über 360.000 Ortsansässigen eine **medizinische Versorgung bereitgestellt** und über 3.000 lokale Unternehmer im Rahmen seiner Initiativen zur Gemeindeentwicklung in Unternehmensführung geschult. Darüber hinaus hat ihr Beschwerdemechanismus seit 2016 mehr als 900 Beschwerden der Bevölkerung vor Ort erfolgreich gelöst. In ähnlicher Weise haben **die Programme zur Einbindung der lokalen Bevölkerung von Kinross Gold** über 250 Projekte zur Community-Entwicklung unterstützt und über 100.000 Bewohnern den Zugang zu medizinischer Versorgung ermöglicht.

**Die finanziellen Auswirkungen einer Konzentration auf die „Triple Bottom Line“ werden in einer Studie des International Council on Mining and Metals deutlich.** Sie ergab, dass Unternehmen mit einem hohen Maß an sozialen Investitionen eine um 20% höhere Eigenkapitalrendite erzielen als ihre Konkurrenten. Darüber hinaus stellte eine **Studie des World Gold Council** fest, dass die Unternehmen mit den höchsten „Community scores“ für die Aktionäre eine Gesamtrendite von 63% erzielen, während es bei den Unternehmen mit den niedrigsten Werten nur 14% waren.

<sup>91</sup> So der englische Titel des berühmten Spaghetti-Westerns von Sergio Leone, der auf Deutsch unter „Zwei glorreiche Halunken“ bekannt geworden ist.

## Was tun unsere Premium-Partner im Bereich ESG?

Um weitere positive Beispiele für das Engagement von Minenunternehmen und Stakeholdern zu beleuchten, richten wir unsere Aufmerksamkeit nun darauf, wie die ESG-Prinzipien von einigen unserer Premium-Partner im Gold- und Silberbergbau umgesetzt werden.

*While operating in a top North American mining jurisdiction with a long mine life and strong ESG metrics, we have a great story to tell and we are just getting started.*

**John McConnell**  
**Victoria Gold Corp**

### Victoria Gold

Im Land der Mitternachtssonne – Yukon, Kanada – unternimmt **Victoria Gold Corp erhebliche Anstrengungen**, um die ortsansässige Bevölkerung einzubeziehen. **Im Jahr 2022 wurden eine Zahlung von 1 Mio. USD aus den Erträgen der „Eagle-Goldmine“ und weitere 270.000 USD an die indigene Bevölkerung im Rahmen eines von beiden Seiten geschlossenen „Comprehensive Cooperation and Benefits Agreement“ (CBA) überwiesen.** Diese Vereinbarung legt den Kommunikationsprozess zwischen Victoria Gold und dem indigenen Stamm der Na-Cho Nyak Dun fest und erleichtert eine kontinuierliche, transparente und respektvolle Kommunikation. Gleichzeitig sorgt sie für Stabilität während der gesamten Betriebsdauer der Eagle-Goldmine und Victorias Explorationsaktivitäten.

Darüber hinaus wurden im Rahmen der betrieblichen Aktivitäten der Eagle-Goldmine Auftragnehmer und Dienstleister 2022 mit Aufträgen im Umfang von 197 Mio. USD bedacht, von denen 62% (123 Mio. USD) lokale Unternehmer im Yukon waren, obwohl es sich um ein kleines Gebiet mit einer Bevölkerung von nur etwa 44.000 Menschen handelt. Weitere Informationen über das Engagement von Victoria Gold für einen verantwortungsvollen Bergbau sind im **jährlichen Nachhaltigkeitsbericht** zu finden.

*In 2022, Hecla expanded on the company's commitment to responsible mining. This means meeting the highest environmental and sustainability standards, minimizing the impact of our operations on the environment, and respecting and supporting the communities where we live and work.*

**Philips S. Baker**  
**Hecla Mining**

### Hecla Mining

Im Jahr 2022 bewies Hecla Mining sein soziales Engagement, das einen direkten ökonomischen Effekt von mehr als 891 Mio. USD in den Orten mit Minenprojekten erzielte, darunter 278 Mio. USD im Rahmen des „Casa Berardi“-Minenprojekts in Quebec, Kanada.

**Der direkte ökonomische Effekt von insgesamt 891 Mio. USD setzt sich aus mehr als 65 Mio. USD an Steuern, Abgaben und Lizenzgebühren, mehr als 1 Mio. USD an sonstigen Abgaben und mehr als 738.000 USD an Stipendien und Spenden zusammen, was zeigt, dass Bildung für Hecla Mining eine Priorität ist.** Nach Angaben des Unternehmens fließen die Gelder an die Gemeinden, um Schulen, Krankenhäuser, Straßen und andere wichtige Infrastrukturprojekte zu unterstützen, aber auch um die wirtschaftliche Entwicklung wie die Schaffung von Arbeitsplätzen und die Ausbildung von Fachkräften zu fördern. Mehr über die ESG-Aktivitäten von Hecla Mining findet sich im aktuellen **Nachhaltigkeitsbericht**.

*Despite having commenced operations only since the latter half of 2022, we are proud of the demonstrable ESG achievements and milestones achieved to date. We continue to look for opportunities to increase our impact in this critical area of development.*

**Dave Anthony**

**Asante Gold**

*Our licence to operate and the long-term success of our business relies on mutually supportive, open and constructive relations with our local communities.*

**Mark Learmonth**

**Caledonia Mining**

## Asante Gold

**In Ghana hat Asante Gold die Beziehungen zur lokalen Bevölkerung durch erhebliche soziale Investitionen gestärkt, insbesondere im Bereich der Bildung.** Das Unternehmen hat 71 voll finanzierte Stipendien an Studenten in seinem Einzugsgebiet vergeben und dem „Bibiani Nursing Training College“ mit rund fünfhundert Studentinnen Computer gestiftet. Diese Investitionen vor Ort kommen zu den Investitionen in die „Mensin Gold Bibiani Limited Basic School“ hinzu, die etwa vierhundert Schüler zählt.

Laut einer [Studie von McKinsey](#) machen Frauen schätzungsweise 8 bis 17% der weltweit im Bergbau Beschäftigten aus – eine Herausforderung, der sich auch Asante stellt. Dies zeigt sich in der „Promulgation of Women in Mining Policy“, in der Gründung von „Women in Mining Chapters“ sowie in der Besetzung von Schlüsselpositionen im Management mit Frauen, z. B. als General Counsel, Process Manager und Group HR Advisor. Weitere Informationen über die ESG-Aktivitäten von Asante sind auf der [Website](#) des Unternehmens zu finden.

## Caledonia Mining

**Die ESG-Aktivitäten von Caledonia Mining** folgen diesem Beispiel, wobei bei der Goldmine „Blanket“ in Simbabwe das Miteigentümerschaftsmodell umgesetzt wird. CEO Mark Learmonth äußert sich dazu wie folgt: „*Caledonia takes a targeted and strategic approach to social investment by identifying the critical needs of the communities around Blanket.*“ In diesem Zusammenhang besitzt die Gemeinde einen Anteil von 10% an der Goldmine, ist im Vorstand vertreten und hat seit 2012 insgesamt 5,1 Mio. USD an Spenden und Vorabdividenden erhalten.

**Caledonia Mining hat seine CSR-Strategie im Jahr 2022 um eine zusätzliche Säule – Naturschutz – erweitert, die die bestehenden Säulen Bildung, Gesundheit, Landwirtschaft, Frauen- und Jugendförderung und Wohltätigkeit ergänzt.** Diese Themenfelder orientieren sich an den „Zielen für nachhaltige Entwicklung“ der Vereinten Nationen. Weitere Informationen über die ESG-Aktivitäten des Unternehmens sind auf dessen [Website](#) abrufbar.

## Endeavour Mining

In Afrika gibt es des Weiteren Parallelen zwischen dem Ansatz von Caledonia Mining und [jenem von Endeavour Mining](#) – einem Unternehmen, das sich in die Gemeinden Westafrikas, in denen die Betriebe angesiedelt sind, integriert. Laut CEO Sébastien de Montessus sind 95% der Mitarbeiter Einheimische und 57% der leitenden Angestellten auf operativer Ebene sind Westafrikaner.

*Becoming the largest gold producer in West Africa has allowed us to leverage our scale to build an ambitious and impactful ESG strategy, centered on our purpose; to produce gold that provides lasting value to society.*

**Sébastien de Montessus**  
**Endeavour Mining**

*Our deep, long-standing commitment to ESG drives our business forward. Sustainability is an imperative for Endeavour Silver - essential to our success and growth. In fact, sustainability has been a core guiding principle and value of Endeavour since inception and prior to ESG becoming a significant consideration for stakeholders and governments.*

**Dan Dickson**  
**Endeavour Silver**

*As we continue to grow and evolve, being a trusted and valued member of the communities associated with our operations remains a fundamental principle and priority for Agnico Eagle. We strive to build and maintain strong partnerships with all stakeholders, including Indigenous communities, and continue to support their development priorities.*

**Ammar Al-Joundi**  
**Agnico Eagle Mines**

**Im Jahr 2022 belief sich die Wertschöpfung von Endeavour Mining auf insgesamt 2,2 Mrd. USD, einschließlich 563 Mio. USD an Steuern, Lizenzgebühren, Dividenden und anderen staatliche Abgaben sowie 1,1 Mrd. USD durch die Beschaffung von Waren und Dienstleistungen bei einheimischen Lieferanten.** Damit wurden rund 80% des gesamten Beschaffungsvolumens der Gruppe in Westafrika ausgegeben, was den Mythos widerlegt, dass Minenunternehmen von Ausgaben im Inland absehen. Weitere Informationen über die ESG-Bemühungen des Unternehmens sind auf dessen [Website](#) zu finden.

## Endeavour Silver

Nicht zu verwechseln mit Endeavour Mining, ist Endeavour Silver ein Unternehmen, das erfolgreich das Muster der Miner-Community-Engagement fortsetzt. Als Teil der Nachhaltigkeitsstrategie 2022–2024 ist das erklärte Ziel die Erhöhung der „*positive social impacts for people in our workforce and in the communities where we operate.*“

**Um dieses Ziel zu erreichen, hat Endeavour Silver die Eingliederungsprozesse für neue Mitarbeiter überarbeitet, um die Zufriedenheit zu erhöhen und die Fluktuation zu reduzieren.** Auch wurden die Unterbringungs- und Freizeiteinrichtungen verbessert, um die Lebensbedingungen für Arbeiter, die vor Ort leben, angenehmer zu gestalten. Zusätzlich dazu hat Endeavour Silver sein Sicherheitsmanagementsystem aktualisiert, um es an ISO 450001 anzupassen, den globalen Standard, der darauf abzielt, Verletzungen und Krankheiten am Arbeitsplatz zu reduzieren. Des Weiteren wurde das Budget für kommunale Veranstaltungen und Programme erhöht, ebenso für das öffentliche Gesundheitssystem und Bildungsinitiativen. Den jüngsten Nachhaltigkeitsreport von Endeavour Silver können Sie [hier abrufen](#).

## Agnico Eagle Mines

**Agnico Eagle Mines zeigt auf eine andere Art und Weise, dass Minenunternehmen in Zeiten der Not soziale Verantwortung übernehmen können.** Im Jahr 2022 halfen Mitarbeiter der Fosterville-Mine der Bevölkerung in Zentral-Victoria bei den Aufräumarbeiten nach verheerenden Überschwemmungen. In diesem Zusammenhang sagte Agnico 750.000 AUD an Unterstützung zu, zusätzlich zu den Investitionen im Umfang von 5,6 Mio. USD in die medizinische Versorgung.

Darüber hinaus hat Agnico auch dazu beigetragen, den Zugang zu höherer Bildung für hunderte Menschen in der Gemeinde Ocampo in Mexiko zu verbessern. Seit 2005 arbeitet das Team von Agnico mit Lehrern, Elternausschüssen, Schulen und Regierungsbeamten zusammen, um die Entwicklung, den Bau und den Betrieb lokaler postsekundärer Bildungszentren und Dienstleistungen zu unterstützen. Mehr über das ESG-Engagement von Agnico ist [hier](#) zu finden.

*We recognize that the successful construction of new mines can bring tremendous direct and indirect economic benefits to the local population.*

**Doug Ramshaw**  
**Minera Alamos**

## Minera Alamos

Minera Alamos hat sich vor dem Hintergrund der zunehmenden Verstaatlichungsphantasien in Mexiko als widerstandsfähig erwiesen, wenn es um das Engagement vor Ort geht. Doug Ramshaw merkt an: **„Where we (Minera Alamos) operate, we strive to not only support the communities in the vicinity of our operations but, in essence seek to become part of that community.“** Dies gilt auch für die Managementteams der Belegschaft von Minera Alamos, die von wenigen Ausnahmen abgesehen mehrheitlich aus mexikanischen Staatsangehörigen besteht.

Im Rahmen dieses Engagements für die Schaffung von Arbeitsplätzen für die lokale Bevölkerung werden qualifizierte Einwohner sowohl aus dem Ejido als auch aus dem Gemeindegebiet bei der Einstellung bevorzugt, sobald die Mine in Betrieb ist. Weitere Informationen über die ESG-Aktivitäten des Unternehmens sowie über die Fortschritte in den Minen Cerro De Oro, Santana und La Fortuna finden sich auf der [Website](#) des Unternehmens.

*Aurion has explored in northern Finland since 2015 and we aim carry out our exploration activities safely, in an environmentally sustainable manner, and taking local conditions and stakeholders into account.*

**Matti Talikka**  
**Aurion Resources**

## Aurion Resources

**Aurion Resources ist eines der kleineren Minenunternehmen in Nordeuropa. Dennoch hat sich das finnische Unternehmen den höchsten ESG-Standards verpflichtet.** CFO Mark Serdan hält fest: *„Aurion strives to operate at or above global standards, understanding that we are guests in the communities we operate, we must be good stewards of the environment where we operate, and must be excellent ambassadors for the industry we operate in.“*

In der Praxis bedeutet das unter anderem regelmäßige Gespräche und eine gute Zusammenarbeit mit den lokalen Interessengruppen, die Zusammenarbeit mit ortsansässigen Auftragnehmern und Dienstleistern sowie die Rekrutierung eines Großteils der Teammitglieder aus der Gemeinde. Weitere Informationen über Aurion Resources sind auf der [Website](#) des Unternehmens zu finden.

## Die Quintessenz

**Es liegt auf der Hand, dass sich die Goldminenunternehmen für die Bedürfnisse der Bevölkerung in jenen Gegenden, in denen sie tätig sind, stark engagieren.** Das Spektrum der ESG-Aktivitäten ist vielfältig und die Qualität der Beziehungen zu den Stakeholdern scheint hoch zu sein.

Eine große Herausforderung in den nächsten Jahren dürfte die nächste Welle der Automatisierung darstellen. **Dies droht die Fähigkeit der Unternehmen, die Bevölkerung vor Ort durch Arbeitsplätze einzubinden, zu verringern, wenn die künstliche Intelligenz immer mehr Aufgaben übernimmt.**



## The Bad

*The past can hurt. But the way I see it, you can either run from it, or learn from it.*

**Walt Disney**

**Um die Herausforderungen für die künftigen Beziehungen zwischen der lokalen Bevölkerung und den Goldminenunternehmen zu verstehen, ist es notwendig, zunächst die Vergangenheit zu verstehen.**

Die industrielle Revolution, die Ende des 18. Jahrhunderts in Großbritannien einsetzte, revolutionierte die Produktions- und Arbeitsmethoden. Der Übergang von einer Agrarwirtschaft zur industriellen Wirtschaft führte zu einer erheblichen Abwanderung von Menschen aus ländlichen Gegenden in städtische Zentren, wo sie in Fabriken Arbeit fanden.

### Vorindustrieller Bergbau

In der Anfangsphase der industriellen Revolution war ein erheblicher Teil der Beschäftigungsmöglichkeiten noch mit der Landwirtschaft verbunden. Mit dem technologischen Fortschritt und der Einführung neuartiger Maschinen konnte jedoch eine wachsende Zahl von Arbeitskräften die Landwirtschaft zugunsten der Fabriksarbeit aufgeben. Mitte des 19. Jahrhunderts war der Anteil der in der Landwirtschaft Beschäftigten auf weniger als 10% der britischen Bevölkerung geschrumpft, während er ein Jahrhundert zuvor noch bei 90% gelegen war.

*I wander thro' each charter'd street,  
Near where the charter'd Thames does flow.  
And mark in every face I meet  
Marks of weakness, marks of woe.*

**William Blake**

**Der Übergang von der Landwirtschaft zur Industrie geschah nicht friktionslos.** Die neuen Fabriken befanden sich in der Regel in städtischen Zentren, was die Arbeiter dazu zwang, ihre ländliche Umgebung zu verlassen und in die Städte zu ziehen. Dies führte zu Wohnraummangel, Umweltverschmutzung und verschiedenen sozialen Problemen – Themen, die sich damals in der von Elend und Trauer geprägten Poesie des englischen romantischen Dichters William Blake widerspiegelten.

*Niemand kann zweimal in denselben Fluss steigen, denn alles fließt und nichts bleibt.*

**Heraklit**

### Bergbau zur Zeit der industriellen Revolution

Trotz dieser Herausforderungen führte die industrielle Revolution zu einem beispiellosen wirtschaftlichen Aufschwung und technologischem Fortschritt. Sie führte neue Industrien und Rohstoffe ein und legte damit den Grundstein für die moderne Welt, in der wir heute leben.

**In der heutigen Zeit stehen wir an der Schwelle zu einer weiteren technologischen Revolution, die das Potenzial hat, unsere Arbeit und unseren Lebensstil stark zu verändern.** Die Automatisierungsrevolution, die in verschiedenen Sektoren, darunter auch im Goldbergbau, bereits im Gange ist, wird sich in den kommenden Jahren noch beschleunigen, was erhebliche Auswirkungen sowohl auf den Arbeitsplatz als auch die Arbeitskräfte und die lokalen Communities haben wird. **Einem Report von McKinsey zufolge wird der Automatisierungsgrad im Bergbau in den nächsten zehn Jahren voraussichtlich um 50% zunehmen.**

*The sky is the limit to what technology can do for the mining sector.*

**Vince Gerrie**

**Die Auswirkungen der Automatisierung auf den Goldminensektor werden tiefgreifend sein. Es wird geschätzt, dass fast 80% der Arbeitsplätze im Bergbau automatisiert werden können, je nach Art der Mine und den damit verbundenen besonderen Aufgaben.** Wie im *In Gold We Trust-Report 2019* erwähnt, werden Bergbaubetriebe, Explorations- und Sanierungsdaten digitalisiert, automatisiert und durch KI verarbeitet werden.

## The Ugly

*In a world where AI and automation are becoming a commonplace, deep expertise will keep you stay ahead of the robots.*

**John Dixon**

**Die Automatisierung ist bereits in vollem Gange, und für die Regionen, in denen sich Goldminen befinden, könnte dies weitreichende Folgen nach sich ziehen.** Viele dieser Gemeinden sind wirtschaftlich stark vom Bergbau abhängig. Wenn also Arbeitsplätze automatisiert werden, werden die lokalen Arbeitnehmer weniger Möglichkeiten haben, eine Beschäftigung in der Branche zu finden, was zu einem potenziellen Verlust von qualifizierten Arbeitskräften in der Region führen könnte.

**Dies wirkt sich auch auf die Infrastruktur und das lokale Dienstleistungsangebot aus.** Goldminengemeinden verfügen in der Regel über ein breites Spektrum an Unternehmen und Dienstleistungen, darunter Transport und Logistik, Lebensmittel und Unterkünfte. Wenn die Arbeitsplätze in den Minen verschwinden, werden auch diese Hilfsbetriebe die negativen Auswirkungen zu spüren bekommen. Dies kann vor allem in Regionen von Bedeutung sein, in denen der Bergbau der wichtigste Wirtschaftszweig ist und in denen es nur wenige alternative Beschäftigungsmöglichkeiten gibt.

*Robots will be able to do everything better than us... I am not sure exactly what to do about this. This is really the scariest problem to me.*

**Elon Musk**

**Darüber hinaus könnte die Einführung der Automatisierung bestehende soziale und ökonomische Ungleichheiten verstärken.** Arbeitnehmer, die über ein höheres Bildungs- und Qualifikationsniveau verfügen, haben möglicherweise bessere Chancen, eine alternative Beschäftigung oder Umschulungsmöglichkeiten zu finden, während diejenigen mit einem niedrigeren Bildungs- oder Qualifikationsniveau benachteiligt sind.

**Eine weitere nachteilige Folge der Automatisierung wäre die Aushöhlung des kulturellen Erbes.** Für viele abgelegene Gemeinden ist der Bergbau nicht nur eine Beschäftigungsquelle, sondern auch eine Lebensweise, die von Generation zu Generation weitergegeben wurde. Der Verlust von Arbeitsplätzen würde das soziale Gefüge dieser Gemeinschaften stark beeinträchtigen und zu einem Gefühl der Isolation und Fragmentierung führen.

## Die Lösung

**Vor diesem Hintergrund sollten Minenunternehmen eine enge Zusammenarbeit mit der Bevölkerung vor Ort eingehen.** Eine Möglichkeit, dies zu erreichen, besteht darin, die Gemeinde zum Miteigentümer und zu einem gleichberechtigten Partner zu machen, wie das etwa Asante Gold umgesetzt hat. Zudem wird die Einbindung der ortsansässigen Bevölkerung vor,

während und nach der Goldförderung immer wichtiger. Ohne sie riskieren die Unternehmen, keine Genehmigungen zu erhalten und mit Streiks oder Aufständen konfrontiert zu werden, während eine wirksame Einbindung der Gemeinden Vorteile wie den Erwerb von Soziallizenzen für den Betrieb, eine stärkere Unterstützung vor Ort und eine Verbesserung der ökologischen und sozialen Leistung mit sich bringen kann.

*Government should be a referee, not an active player.*

**Milton Friedman**

**Darüber hinaus ist die Miteigentümerschaft der Gemeinde an Goldminenprojekten ein gutes Mittel, um das Verständnis sozioökonomischer und betriebswirtschaftlicher Grundsätze unter der ortsansässigen Bevölkerung zu fördern und gleichzeitig dem Minenunternehmen Vorteile zu verschaffen und eine Verstaatlichung zu vermeiden.** Durch die Teilhabe an den Gewinnen und der Entscheidungsfindung hat die Gemeinde ein eigenes Interesse am Erfolg des Projekts, was die Zusammenarbeit und den gegenseitigen Nutzen fördert.

*At the end of the day, the world economy runs on commodities.*

**Mike Henry,  
CEO BHP**

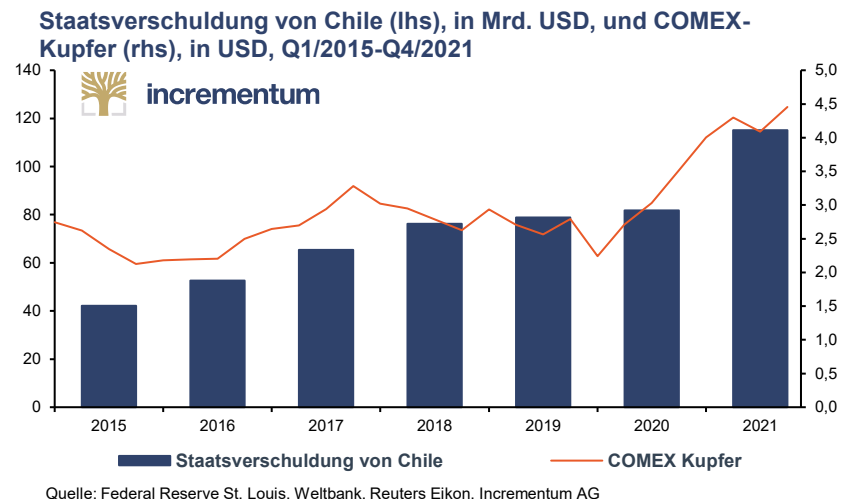
Da sich die Weltwirtschaft weiterentwickelt, könnte dieser Ansatz sogar noch wichtiger werden, um sicherzustellen, dass diese Ressourcen optimal zum Nutzen aller Beteiligten eingesetzt werden. **In Anbetracht des Aufwärtstrends bei den Rohstoffpreisen ist es denkbar, dass die Regierungen in den kommenden zehn Jahren – wie schon in der Vergangenheit – zunehmend bestrebt sein werden, die Kontrolle über diese Ressourcen zu erlangen.**

*Wir sind ein alter Industriezweig, und zweifellos haben wir uns verändert und modernisiert, und dafür gebührt uns Anerkennung. Aber wir haben uns nicht in dem Maße verändert, wie andere Branchen sich neu erfunden haben.*

**Jean-Sebastian Jacques,  
CEO Rio Tinto**

### **Die Notwendigkeit von kommunalem (Mit-)Eigentum angesichts zunehmender Verstaatlichungsphantasien**

Lange Zeit war das Modell zur Realisierung von Projekten im Minensektor jenes, das den Unternehmern die Alleineigentümerschaft sowie die uneingeschränkte Entscheidungsmacht im betrieblichen Alltag zugestand, während die Gemeinden die Rolle des passiven Zuschauers einzunehmen hatten. Wegen der schädlichen ökologischen und sozialen Auswirkungen sowie seines Konfliktpotenzials zwischen Minenunternehmen und lokalen Gemeinden ist dieses Modell in die Kritik geraten. **Infolgedessen werden die Rufe nach einer Verstaatlichung der Minen und der Erhebung hoher Abgaben lauter**, um sicherzustellen, dass die Gewinne aus dem Bergbau gerecht aufgeteilt werden, wenn auch in erster Linie die Zentralregierung davon profitiert und nicht die Gemeinde.



*It's a brave bet to ask an investor to prefer an uncertain marriage with a state company and a minority stake, risking capital and technology as opposed to simply flying alone.*

**Armando Ortega, Baramin**

In Chile ist Kupfer ein zentrales politisches Schlachtfeld, da der Andenstaat der weltweit größte Kupferproduzent ist. **In jüngster Zeit hatte allerdings die Regierung den Versuch unternommen, die Lithiumvorkommen zu verstaatlichen.** Der chilenische Präsident Gabriel Boric schlägt vor, eine staatliche Mehrheitsbeteiligung an allen künftigen Lithiumprojekten vorzugeben, wobei die Minenunternehmen als Minderheitsaktionäre mit einem noch zu gründenden staatlichen Produzenten zusammenarbeiten sollen. Damit tritt er in die Fußstapfen seines linken Amtskollegen in Mexiko, Präsident Andres Manuel Lopez Obrador, der 2022 eine umfassende Lithiumverstaatlichung durchsetzte und später ein neues staatliches Lithiumunternehmen, LitoMx, genehmigte.

**Das Streben nach Verstaatlichung ist jedoch nicht auf Chile und Mexiko beschränkt.** Der Trend erstreckt sich über den Großteil Lateinamerikas bis nach Peru und Bolivien, wo er laut dem ehemaligen peruanischen Energie- und Bergbauminister Ivan Merino „*now almost commonplace*“ ist. **Eine Ausnahme ist noch Argentinien, das seine Türen für private Investoren offengehalten hat. Der Trend in Richtung Verstaatlichung ist unserer Ansicht nach jedenfalls problematisch.**

*You can't fight the friction, so Ease it off.*

**Imagine Dragons**

**Trotz dieser pessimistischen Aussichten ist festzustellen, dass eine Vielzahl von Minenunternehmen mit Projektbeteiligungen in Lateinamerika günstig bewertet sind.** Es liegt auf der Hand, dass die Attraktivität wieder zunehmen wird, wenn das politische Pendel in Südamerika unweigerlich von links nach rechts ausschlägt. **Dann werden Verstaatlichungen kein Thema mehr sein und den Weg für kommunale Miteigentümerschaft ebnen.**

*When we attempt to exercise power or control over someone else, we cannot avoid giving that person the very same power or control over us.*

**Alan Watts**

Letztlich ist die Lösung einer Mitbeteiligung der Gemeinde einer Verstaatlichung überlegen, da die Minenunternehmen ihr Kapital und ihr Fachwissen nutzen, um sich in die Gemeinden zu integrieren, in denen Minen errichtet werden. **Während eine Verstaatlichung kontrollieren will, versucht die kommunale Teilhaberschaft, proaktiv Abhilfe zu schaffen, sodass die sozialen Probleme, die den Minensektor plagen, ganzheitlicher angegangen werden können.**

## Wachsende Nachfrage nach ESG-konformen Goldinvestments

**Der ESG-Trend hat auch zu steigender Nachfrage nach verantwortungsvoll gefördertem Gold geführt.** Die Goldminenindustrie hat auf diese Nachfrage mit verschiedenen Initiativen reagiert, darunter die „Responsible Gold Mining Principles“ des World Gold Council und das „LME Responsible Sourcing“.

Eine bemerkenswerte Entwicklung ist die „Chain-of-Custody-Zertifizierung“ des „Responsible Jewellery Council“ (RJC). **Dabei handelt es sich um ein System, mit dem Goldminenunternehmen nachweisen können, dass ihr Gold auf verantwortungsvolle Weise beschafft, verarbeitet und gehandelt wurde.** Um die Zertifizierung zu erlangen, unterzieht sich das Unternehmen einer unabhängigen Prüfung, die sicherstellt, dass die Standards des RJC für verantwortungsvolle Goldförderung eingehalten werden. Der Zertifizierungsprozess umfasst auch eine Prüfung der Lieferkette des Unternehmens, um sicherzustellen, dass das Gold von der Mine bis zum Endprodukt zurückverfolgt werden kann.

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

**Gerald M. Loeb**

**Die Chain-of-Custody-Zertifizierung des RJC und die Responsible-Sourcing-Initiative der LME sind bemerkenswerte Entwicklungen in den Bemühungen der Goldminenindustrie, die wachsende Nachfrage nach „grünem“ Gold zu befriedigen.** Zu den Vorteilen dieser Initiativen gehören die Bereitstellung eines standardisierten Rahmens für Unternehmen, die ihre verantwortungsvollen Goldabbaupraktiken nachweisen können, die Schaffung von Vertrauen bei den Verbrauchern und die Einhaltung von Vorschriften in Bezug auf die verantwortungsvolle Beschaffung von Mineralien.

Der RJC-Zertifizierungsprozess umfasst eine unabhängige Prüfung der Unternehmenspraktiken und der Lieferkette, um sicherzustellen, dass das Gold verantwortungsvoll beschafft und von der Mine bis zum Endprodukt verfolgt wurde. **Diese Zertifizierung hilft den Unternehmen, sich von ihren Mitbewerbern zu unterscheiden und Vorschriften wie die „Konfliktmineralienverordnung“ der EU einzuhalten.**

**In ähnlicher Weise verlangt die LME-Initiative eine Prüfung durch Dritte, um die korrekte Einhaltung der Standards nachzuweisen.** Dies hilft Unternehmen, neue Märkte mit Kunden zu erschließen, die auf eine verantwortungsvolle Beschaffung Wert legen, und durch einen transparenten und standardisierten Rahmen Vertrauen bei den Verbrauchern aufzubauen. **Vor diesem Hintergrund möchten wir nun zwei Mining-ETF's mit ESG-Fokus unter die Lupe nehmen.**

## Nachhaltige Goldanlageprodukte

Der „**Sprott ESG Gold ETF**“ und der „**AuAg ESG Gold Mining UCITS ETF**“ sind zwei ETFs, die Anlegern den Zugang zu verantwortungsvollen Goldminenunternehmen ermöglichen.

*What I love about ESG is that it's all about providing investors choice.*

**Kunal Kapoor, CEO von Morningstar**

**Ein wesentlicher Vorteil solcher ETFs besteht darin, dass sie den Anlegern die Möglichkeit geben, in den nachhaltigen Goldabbau zu investieren, ohne selbst eine Due-Diligence vornehmen zu müssen.**

Darüber hinaus bieten die ETFs den Anlegern ein Engagement in einem diversifizierten Portfolio von Unternehmen, was dazu beiträgt, das mit der Investition in einzelne Unternehmen verbundene Risiko zu mindern.

### Sprott ESG Gold ETF

#### ESG-Kriterien für die Bewertung von Minenunternehmen und Minen durch Sprott

ENVIRONMENTAL CRITERIA	SOCIAL CRITERIA	GOVERNANCE CRITERIA
<ul style="list-style-type: none"> <li>☉ Energy use and greenhouse gas emissions</li> <li>☉ Tailings and waste management</li> <li>☉ Conservation and water management</li> <li>☉ Mine site remediation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>☉ Worker safety and health</li> <li>☉ Community relations</li> <li>☉ Natural resource benefits to local communities</li> <li>☉ Child and forced labor</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>☉ Corporate governance</li> <li>☉ Workplace and gender diversity</li> <li>☉ Fair executive compensation</li> <li>☉ Corporate transparency and disclosure</li> </ul>

Comprehensive, Multi-Factor Review Process.

Quelle: Sprott Asset Management

*You've got to have the dream, right? You've got to have the dream you're going to find something.*

**Eric Sprott**

Der „**Sprott ESG Gold ETF**“ (SESG) zielt darauf ab, Vertrauen, Transparenz und Rückverfolgbarkeit bei der Beschaffung von Gold zu schaffen. Derzeit wird das Gold direkt von den kanadischen Minen von Agnico Eagle, einschließlich der kanadischen Malartic-Mine, bezogen. **Langfristig ist der ETF jedoch in der Lage, Gold von anderen nordamerikanischen Betreibern zu erhalten, die die ESG-Screening-Kriterien von Sprott erfüllen.** Die Minen, von denen der ETF Gold bezieht, müssen außerdem die „**Responsible Gold Mining Principles**“ (RGMPs) und die „**Towards Sustainable Mining**“-Standards (TSM) des World Gold Council erfüllen. Recyceltes Gold und Gold aus anderen nicht zugelassenen Minen sind in Sprott ESG Approved-Barren ausgeschlossen.

#### Sprotts umfassendes Prüfverfahren



Quelle: Sprott Asset Management

Es wird erwartet, dass der Großteil des Fonds aus vollständig zugewiesenen, unbelasteten physischen Goldbarren besteht, die von der „Royal Canadian Mint“

im Namen des Fonds gehalten werden und als „Spratt ESG Approved Gold“ eingestuft sind.

*We see a golden future for precious metals and their miners, as we all live in a world with unabated money printing, but also because of the unique properties of the metals making them essential in many high-tech products and are truly enabling the green transformation.*

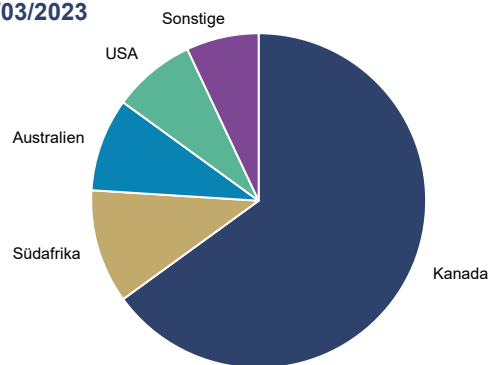
**Eric Strand, AuAg**

## AuAg ESG Goldminen-ETF

Der im Juli 2021 lancierte **AuAg ESG ETF** ist ein Anlageprodukt, das in Unternehmen aus der Goldbranche investiert und bei der Auswahl ESG-Kriterien priorisiert. Diese Kriterien bewerten Umweltfaktoren wie CO<sub>2</sub>-Emissionen und den Wasserverbrauch, soziale Faktoren wie Arbeitspraktiken und gesellschaftliches Engagement sowie Governance-Faktoren wie die Zusammensetzung des Vorstands und die Vergütung von Führungskräften.

**Kanadische Unternehmen dominieren das Portfolio des ETF mit einem Anteil von 65,40%.**

**Solactive AuAg ESG Gold Mining-Index Zusammensetzung nach Ländern, 24/03/2023**



Quelle: Solactive, Incrementum AG

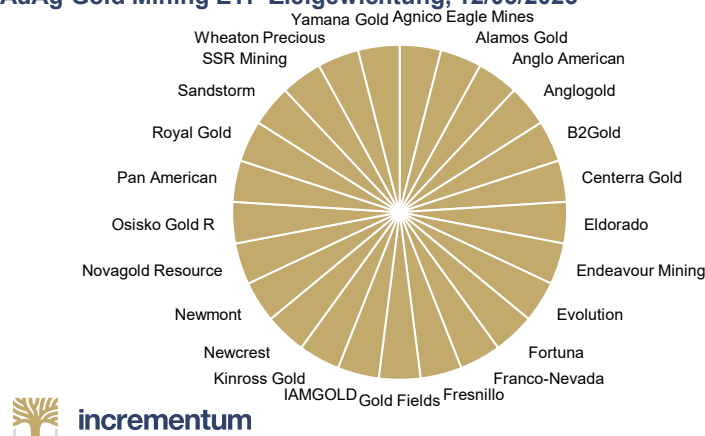
*Diversification is a protection against ignorance. It makes very little sense for those who know what they're doing.*

**Warren Buffett**

**Ein weiteres Merkmal des AuAg ESG ETF ist, dass er jedes Unternehmen auf eine Position von ca. 4% im Portfolio beschränkt und gleichgewichtet design ist, um Konzentrationsrisiken zu vermeiden.**

Dies trägt dazu bei, dass die kombinierte Gewichtung von zwei Unternehmen nicht 25–35% erreicht, während gleichzeitig ein größeres Engagement in kleineren Minenunternehmen mit großer und mittlerer Marktkapitalisierung besteht. So ist in einem Bullenmarkt für Gold ein höheres Renditepotenzial für den AuAg ETF möglich als bei marktgewichteten ETFs.

### AuAg Gold Mining ETF-Zielgewichtung, 12/05/2023



 **incrementum**

Quelle: AuAg Funds, Incrementum AG

## Fazit

*One key reason market societies are struggling to solve ecological problems is that financial statements do not yet reflect the physical reality of which we are newly aware.*

**Duncan Austin**

**Durch die Einhaltung von ESG-Prinzipien und die Einbindung der ortsansässigen Bevölkerung können Goldminenunternehmen einen positiven Wandel fördern.** Wie die Maßnahmen unserer Premium-Partner in Bezug auf das Engagement in den Gemeinden vor Ort zeigen, gibt es viele Gründe, optimistisch in diese Zukunft zu blicken, insbesondere wenn man bedenkt, wie weit wir seit den abscheulichen Bedingungen, die während der industriellen Revolution herrschten, gekommen sind.

**Es gibt aber noch weitere Gründe, optimistisch zu sein.** Verbraucher und Investoren werden sich zunehmend der Auswirkungen des Bergbaus auf die Umwelt und die lokalen Gemeinschaften bewusst. Initiativen wie Fairtrade-Gold und Zertifizierungen wie des „Responsible Jewellery Council“ bieten mehr Möglichkeiten für diejenigen, die sicherstellen wollen, dass ihr Gold aus ethischen und nachhaltigen Quellen stammt.

**Denn die Verantwortung für Nachhaltigkeit und ethische Beschaffung liegt nicht nur bei den Minengesellschaften und der Schmuckindustrie.** Auch die Verbraucher müssen eine Rolle dabei spielen, indem sie verantwortungsvolles Gold nachfragen und die gesamte Lieferkette für ihre Praktiken zur Rechenschaft zu ziehen.

**Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die steigende Nachfrage nach verantwortungsvollem Gold ein Trend ist, der das Potenzial hat, einen konstruktiven Wandel in der Branche voranzutreiben.** Investoren können dazu beitragen, eine nachhaltigere und verantwortungsvollere Zukunft für die Mining-Community zu schaffen.





EMX holds a 0.7759% Net Smelter Royalty on the operating Caserones Copper-Molybdenum mine, where EMX enjoys current and expects continued long-term cash flow.



EMX Royalty holds a significant royalty over Zijin Mining's giant 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.

- Transformative Cash Flow Projected In 2023 from Production Royalties On Gold, Silver, Copper, Zinc, Molybdenum and Lead
- Major Investors In EMX Shares Include EMX Management, Directors and Employees, Franco-Nevada, SSR Mining, Stephens Investment Management, Sprott Inc, Adrian Day Asset Management, US Global Investors and the EuroPac Gold Fund
- Incoming Cash Flow From Production Royalties, Advance Royalty Payments, Milestone Payments, Managements Fees, and Annual Property Payments

## 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 royalty generation business model supports global precious, battery and base metals exploration leading to the organic creation of mineral royalties.

The Company has royalty and exploration properties in the United States, Canada, Sweden, Finland, Norway, Serbia, Australia, Turkey, Argentina, Chile, Peru, Mexico 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](http://emxroyalty.com)

# Capex-Comeback?

*The (commodities) bull market is based on three pillars: geopolitical conflict, a capex-led cycle, and widespread risks to supply.*

Marko Papic

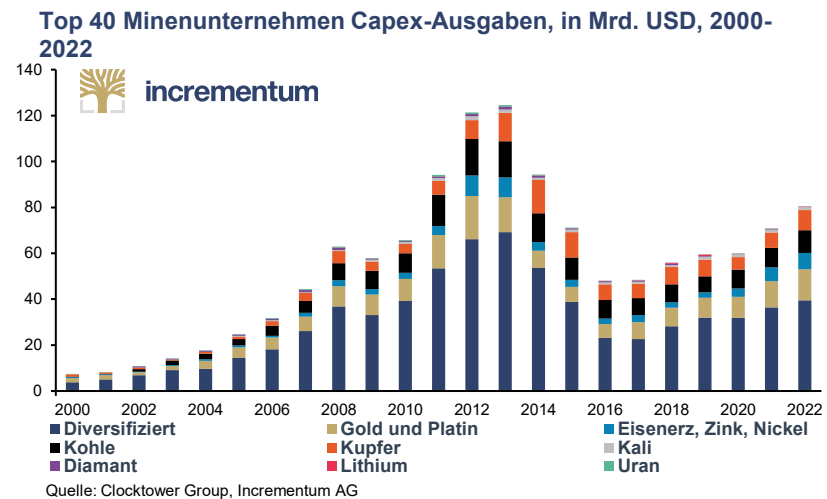
- Die 2021 und 2022 stark gestiegenen Rohstoffpreise haben bislang noch keine nennenswerte Zunahme der Investitionsausgaben (Capex) ausgelöst.
- Der Rohstoffsektor ist seit über einem Jahrzehnt einer Vielzahl von Investitionshemmnissen ausgesetzt.
- Gemäß CRU benötigt die Welt acht Projekte von der Größe der Escondida-Mine in Chile – der größten Kupfermine der Welt – in den nächsten acht Jahren, um die auf 6 Mio. Tonnen pro Jahr geschätzte Versorgungslücke bei Kupfer in den 2030er-Jahren zu schließen.
- Die Schließung der Angebotslücke könnte unter anderem durch Innovationen geschehen. Die direkte Lithiumextraktion (DLE) ist ein Beispiel dafür.
- Bei den „grünen“ Rohstoffen wie z. B. Kupfer, Lithium, Nickel und Silber drohen langfristige Angebotsdefizite.
- Die Politik wird letztendlich Anreize für Investitionen in grüne Rohstoffe setzen.
- Angesichts des knappen Angebots und der historisch niedrigen Bewertung von Rohstoffen wird die erwartete Rückkehr von Investitionen den Beginn eines neuen Rohstoff-Superzyklus kennzeichnen.

## Der Capex-Zyklus im Rohstoffsektor

*A great rotation is upon us, and this commodities cycle is likely only getting started.*

**Tavi Costa**

**Im Rahmen des In Gold We Trust-Reports 2022 haben wir das Problem der chronischen Unterinvestitionen im Miningbereich ausführlich erörtert.**<sup>92</sup> 2021 wurden so wenige neue Öl- und Gasvorkommen wie seit 75 Jahren nicht mehr gefunden, während für Metalle, die für die Umsetzung der Energiewende von zentraler Bedeutung sind, wie z. B. Kupfer, keinerlei neue Großprojekte genehmigt wurden.



*Demand weakness can relieve the symptoms of underinvestment—commodity inflation—but cannot cure the underlying illness of inadequate production capacity.*

**Jeffrey Currie**

Als unmittelbare Folge dieses Investitionsmangels befindet sich der Sektor nun in einer Situation latenter Angebotsdefizite. Langfristig droht sich diese Situation zu verschärfen, da die jährliche Nachfrage nach sauberen Energietechnologien bis 2050 mehr als 400 Mrd. USD erreichen dürfte. Da der Rohstoffsektor aufgrund der klaffenden Lücke zwischen dem angestrebten Netto-Null-Ziel und der Realität bereits ins Hintertreffen geraten ist, sind die Minenunternehmen nun aufgerufen, ihre verbesserte Finanzlage zu nutzen, um die steigende Nachfrage nach Rohstoffen, insbesondere nach grünen Metallen, schneller zu befriedigen. 2022 stiegen die Umsätze der Minenunternehmen um 32% und die Nettogewinne um 127%, während die Investitionsausgaben um 18% zunahmen.

**Es ist jedoch nicht trivial, dieses zusätzliche Kapital in neue Projekte zu lenken.** Die sich anbahnende Ära der Deglobalisierung und die Rückkehr zu einer protektionistischen Politik werden den einst „unfettered access to critical minerals“ gefährden, um unseren guten Freund Paul Wong von Sprott zu zitieren. Das ist nur eines von unzähligen Hindernissen im Rohstoffsektor, die beseitigt werden müssen, wenn die Investitionsausgaben wirklich steigen sollen.

<sup>92</sup> Siehe „Status Quo von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen“, In Gold We Trust-Report 2022

## Der Investitionsmangel plagt die „Old Economy“ schon ein Jahrzehnt

*The energy transition plan has been undermined by unrealistic scenarios and flawed assumptions because they have been mistakenly perceived as facts. For example, one scenario led many to assume that major oil use sectors would switch to alternatives almost overnight.*

**Amin Nasser**

*He (Biden) wanted me at the White House to sing the song.*

**Don McLean**

**Der Capex-Mangel hat in den vergangenen Jahren auch vor dem Öl- und Gassektor nicht Halt gemacht.** Der CEO von Saudi Aramco, **Amin Nasser**, erklärte im September 2022, dass die Investitionen in Öl und Gas um mehr als 50% zurückgegangen sind, von 700 Mrd. USD im Jahr 2014 auf etwas mehr als 300 Mrd. USD im Jahr 2021. In Zeiten hoher Inflationsraten muss man sich in Erinnerung rufen: Real ist der Rückgang noch deutlich stärker. Nachhaltigkeits- und ESG-Verpflichtungen haben wesentlich zu dieser Eindämmung der Kapitalflüsse in die Öl- und Gasindustrie beigetragen, wobei die „Net Zero Banking Alliance“ (NZBA) bei den Finanzinstituten eine Vorreiterrolle spielt. Seit ihrer Gründung im April 2021 hat sich die Mitgliederanzahl der NZBA auf 122 Mitgliedsbanken in 41 Ländern verdreifacht, die rund 40% der globalen Bankaktiva stellen. Die Mitglieder dieser Gruppe, darunter Lloyds und HSBC, haben die Finanzierung neuer Öl- und Gasfelder 2022 eingestellt. Dieser kollektive Widerstand zeigt nur eines der Hindernisse auf, mit denen Öl- und Gasprojekte bei der Kapitalbeschaffung konfrontiert sind, und dient gleichzeitig als Erklärung für den Mangel an Investitionen.

Den Ölpreis niedrig gehalten hat in den vergangenen Monaten die von der Biden-Administration betriebene Reduzierung der Strategischen Erdölreserve (SPR) der USA. Diese wurde bis inklusive März 2023 von ursprünglich 640 Mio. Barrel um die Rekordmenge von 266 Mio. Barrel Öl vermindert. Womöglich befindet sich Biden in einer Art von Don McLean-induzierter Trance. Seiner begeisterten Reaktion auf die Interpretation von „American Pie“ durch den südkoreanischen Präsidenten Yoon Suk Yeol bei einem Staatsbankett nach zu schließen, scheint Präsident Biden den Weg der SPR-Entleerung textsicher weiterzugehen: „*He drove his Chevy to the levee but the levee was dry.*“

**Dieses Vorgehen trug zweifellos dazu bei, den Ölpreis zu drücken und dadurch scheinen auch Investitionen im Ölsektor unattraktiver.** Der Investitionsmangel der vergangenen Jahre dürfte aber auch zu den beträchtlichen Preisschwankungen beigetragen haben, unter denen der Ölpreis in den letzten Jahren litt. Im „2023 Commodity Outlook“ liefert Goldman Sachs folgende Begründung dafür: „*Underinvestment in production leads to a depletion of inventories, removing a key buffer against fundamental shocks on prices, raising price volatility,*“ denn das Gesamtsystem „*becomes vulnerable to demand shocks.*“

Es gibt aber natürlich weitere Gründe für den Capex-Mangel bei Öl und Gas, wie auch die Volatilität der Rohstoffpreise teilweise auf den Ukraine-Krieg zurückzuführen ist. Die gegen Russland verhängten Sanktionen führten zu einer Umlenkung der russischen Ölexporte in Länder wie China und Indien und damit zu einer – zumindest vorübergehenden – Unsicherheit in der Lieferkette.

Natürlich darf man sich nicht auf diese pauschale Erklärung als Hauptursache für die niedrigen Öl- und Gasinvestitionen versteifen, denn der Ursprung des Capex-Mangels liegt lange vor dem Ausbruch des Krieges begraben. Dennoch gibt es auch hier einen gewissen Nutzen für Rohstoffe, denn auch wenn Kriege jeglicher Art aus

humanitärer Sicht zu verurteilen sind, so führen sie doch zu einer positiven Neupriorisierung der Investitionsallokation, und zwar in Bereiche der Wirtschaft, die für das langfristige ökonomische Wohlergehen der Menschen notwendig sind – also Rohstoffe – im Gegensatz zu Investitionen, die eher diskretionär sind. So argumentiert unser Freund Marko Papic:

*„As we recently concluded, ‘war is good.’ It leads to governments re-engaging with technological innovation, spending money and guiding capital with a very visible hand towards those technologies that have the greatest impact on productivity and human development – as opposed to letting Sand Hill Road VCs direct trillions worth of capital into mindless apps.”<sup>93</sup>*

## Das Kupfer-Rätsel

*Get you a copper kettle, get you a copper coil, fill it with new made corn mash, and never more you’ll toil.*

**Bob Dylan**

Das Basismetall Kupfer, das in den Worten Wood Mackenzies *„will bind and connect batteries, motors, and electrical networks in the form of wire, cable, and foil”*, gehört sicherlich zu den wesentlichen Profiteuren der angestrebten Elektrifizierung. Kupfer ist für seinen unübertroffenen Nutzen bekannt, gehört jedoch zu den am stärksten von der Investitionsknappheit betroffenen Metallen.

**Laut Erik Heimlich, Leiter der Abteilung „Base Metals Supply“ bei „Commodities Research Unit“ (CRU), benötigt die Welt acht Projekte von der Größe der Escondida-Mine in Chile – der größten Kupfermine der Welt – in den nächsten acht Jahren, um die auf 6 Mio. Tonnen pro Jahr geschätzte Versorgungslücke bei Kupfer in den 2030er-Jahren zu schließen.** Bis 2030 wird das jährliche Angebotsdefizit auf 4,7 Mio. Tonnen taxiert. **Heimlich fährt fort:**

*„Historically, the completion rates of these (copper mining) projects have been low. A large share of the greenfield possible projects in 2022 remain under-developed so there are questions about the ability to respond to the supply gap in an efficient and timely manner.“*

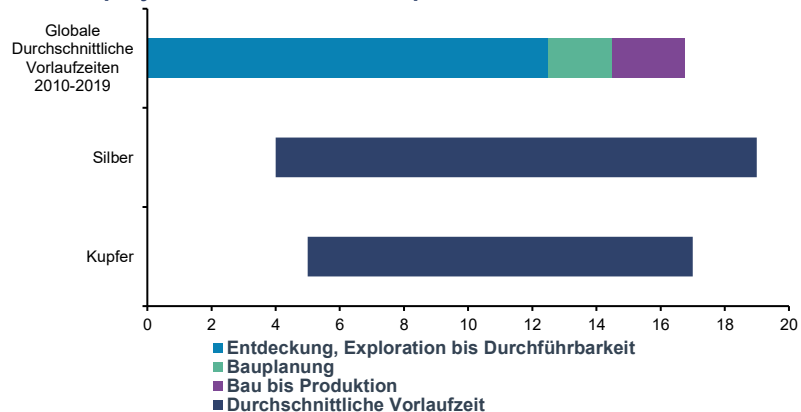
*Said woman take it slow, and it’ll work itself out fine. All we need is just a little patience.*

**Guns N’ Roses**

Dies in Verbindung mit der Tatsache, dass die durchschnittliche Vorlaufzeit für die Entwicklung von Kupfer-Minenprojekten **bis zu 15 Jahre betragen** kann, gibt Aufschluss darüber, warum neue Investitionen bisher nur zögerlich getätigt werden.

<sup>93</sup> Papic, Marko: „Commodities Is the Supercycle Still on?“, AACT, April 2023

### Globale durchschnittliche Vorlaufzeiten für die Entwicklung von Minenprojekten für Silber und Kupfer



Quelle: IEA, Incrementum AG



**Obwohl die langen Vorlaufzeiten für die Entwicklung von  
Minenprojekten einer der Gründe für Capex-Mangel sind, besteht auch  
ein operatives Problem, das sich aus dem chronischen  
Facharbeitermangel ergibt.** Nach Angaben der IEA berichten beispielsweise  
92% der US-amerikanischen Projektentwickler von Schwierigkeiten, qualifizierte  
Arbeitskräfte für die Herstellung von Solaranlagen zu finden, während für  
Deutschland – Europas größtem Solarmarkt – bis 2030 bis zu 5 Mio. Arbeitskräfte  
fehlen dürften.

*I suppose our capacity for self-  
delusion is boundless.*

**John Steinbeck**

Gemessen an den Zielen des US-Energieministerium, wonach „solar will grow  
from 3% of the US electricity supply today to 40% by 2035 and 45% by 2050,“  
kann man mit Fug und Recht behaupten, dass der Grund für die fehlenden  
Investitionen in den Sektor der erneuerbaren Energien auf der Hand liegt, da nur  
8 % der für die Herstellung von Solaranlagen erforderlichen Arbeitskräfte  
vorhanden sind. Einige Befürworter der Energiewende sind zum Schluss  
gekommen, dass der Traum von der Verwirklichung einer grünen Wende  
innerhalb des vorgegebenen Zeitrahmens eine Illusion ist.

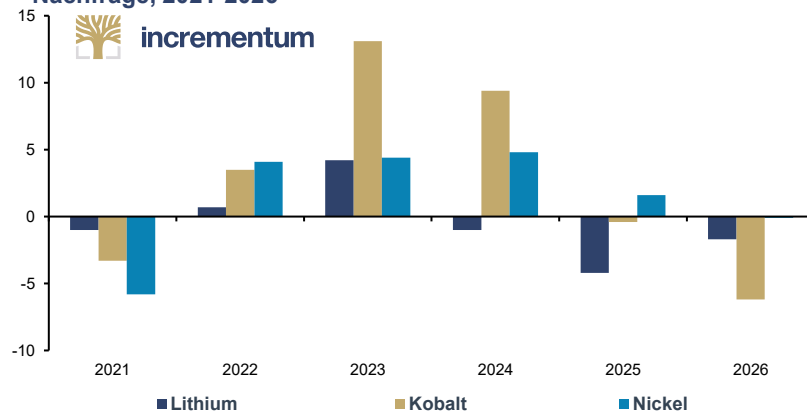
*Do ya wanna get rocked? Let's  
get, let's get, let's get, let's get  
rocked.*

**Def Leppard**

## Die Metallnachfrage erschüttert die grünen Rohstoffe

**Kupfer und Silber sind nicht die einzigen „grünen Rohstoffe“, die  
angesichts der großen Nachfrage mit investitionsbedingten  
Lieferengpässen zu kämpfen haben.** Das Gleiche gilt für die Batteriemetalle  
Nickel, Kobalt und Lithium.

**Angebotsüberschuss bzw. -defizit der Batteriemetalle, in % der Nachfrage, 2021-2026**



Quelle: S&P Global Market Intelligence, Incrementum AG

*Plug-in-Hybride. Das sind Autos mit Verbrennungsmotor, die in ihrem Bauch ein ungenutztes Elektroauto spazieren fahren. Oder neudeutsch gesprochen: Trans-Autos. Verbrenner, die sich selbst als Elektroautos identifizieren.*

**Vince Ebert**

*Die wahre Signatur der Menschheit ist die Fähigkeit zur Innovation.*

**Bre Pettis**

**Grundsätzlich sollte man stark auseinanderklaffende Angebots- und Nachfragemengen in Tabellen wie der obigen mit Skepsis betrachten.**

Die Bank of Montreal verweist auf die wenig überraschende Tatsache: „*supply must more or less match demand.*“ Derartigen Gegenüberstellungen liegen meist staatliche Zielvorgaben zugrunde. Denn am freien Markt würde ein starkes Überschießen der Nachfrage über das Angebot zu starken Preissteigerungen führen, die jene Nachfrage, die den erhöhten Marktpreis nicht zu zahlen gewillt ist, wieder vom Markt drängt, und somit den zwingenden Ausgleich von Angebot und Nachfrage ermöglicht. Politische Vorgaben haben dagegen ein explizites oder implizites Mengenziel, das, insbesondere wenn Ideologie im Spiel ist, weit von aktuellen und mitunter auch künftigen Angebotsmengen abweicht. **Die Folge sind nicht nur stark steigende Preise, sondern auch erhebliche Verzögerungen bei der Umsetzung der politischen Agenda.**

**Kreativität und technologischer Fortschritt haben das Potenzial, künftige Nachfragemengen zu senken und Angebotsmengen zu erhöhen.**

Teslas Entscheidung, keine Dauermagnete aus Seltenen Erden zu verwenden, ist ein Beispiel für diese Art der Substitution, das uns daran erinnert, wie wichtig es ist, diese Metalle im Kontext eines breiteren Marktes zu betrachten, der eine Fülle von alternativen Ressourcen bietet.

**Doch selbst wenn man diesen wichtigen Punkt berücksichtigt, bleibt die Tatsache bestehen, dass Batteriemetalle wie Kobalt, Lithium und Nickel wichtige Komponenten der Energiewende sind.** Es ist höchst unwahrscheinlich, dass diese Metalle allein in der Lage sind, den aktuellen Anteil von Kohlenwasserstoffen von **81% am Gesamtenergieangebot** vollständig zu ersetzen. So ist das Angebot an Lithium in den letzten fünf Jahren um 6% pro Jahr gestiegen, das an Nickel um 5% und an Kobalt um 8%. Erweitert man den Zeithorizont bis 2030 auf der Grundlage des Szenarios „Netto-Null bis 2050“, so wird die Nachfrage nach Lithium voraussichtlich um 30% pro Jahr, nach Nickel um 11% und nach Kobalt um 9% steigen (IEA). **Es liegt auf der Hand, dass angesichts der ehrgeizigen politischen Ziele angebotsseitig ein großer Nachholbedarf besteht.**

*Lithium ist das neue Öl. Es wird zu einem unverzichtbaren Bestandteil unserer modernen Gesellschaft und Wirtschaft.*

**Fatih Birol**

*Innovation ist nicht nur eine Idee, sondern auch die Fähigkeit, sie in die Tat umzusetzen.*

**Thomas Edison**

*To have a comeback, you have to have a setback.*

**Mr. T**

**Die Schließung der Angebotslücke könnte unter anderem durch Innovationen geschehen.** Die direkte Lithiumextraktion (DLE) ist ein Beispiel dafür. DLE bezeichnet ein modernes Verfahren zur Gewinnung von Lithium aus geothermischen Solequellen. Im Gegensatz zu traditionellen Methoden, bei denen Lithium durch langwieriges Verdunsten von Salzlake gewonnen wird, erlaubt DLE eine effizientere und umweltfreundlichere Extraktion.

**DLE bietet einige entscheidende Vorteile. Zum einen erlaubt es eine schnellere Produktion von Lithium, da der Prozess nicht auf das Verdampfen der Sole angewiesen ist.** Zum anderen kann DLE einen höheren Lithiumertrag liefern und ist besser in der Lage, Verunreinigungen zu entfernen. Außerdem hat es einen geringeren Wasserverbrauch und kann daher als umweltfreundlicher angesehen werden.

**Letztlich wird es mehr Innovationen bei der Förderung von Batteriemetallen geben müssen, wenn die Welt einen bedeutenden Schritt in Richtung Netto-Null machen will.** Eine drastische Erhöhung des Angebots und ein enormer Kapitalzufluss werden erforderlich sein, aber dies wird mit der Herausforderung einer breiteren geographischen Verteilung der „grünen Metalle“ im Vergleich zu Kohlenwasserstoffen einhergehen.

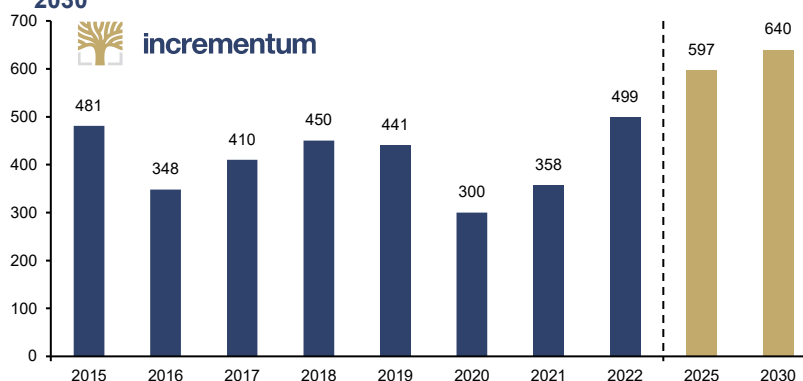
Darüber hinaus schafft die Dominanz Chinas im Bereich der erneuerbaren Energien in Verbindung mit den anhaltenden Spannungen mit dem Westen ein Szenario, in dem eine Diversifizierung weg vom Reich der Mitte erforderlich ist, um die Energiesicherheit zu gewährleisten. Darin manifestiert sich ein geopolitisches Risiko, das die bisherige Zurückhaltung bei den Investitionen in grüne Rohstoffe erklärt und auch verdeutlicht, warum bewährte Alternativen wie Öl und Gas von der wieder anziehenden Investitionstätigkeit profitieren.

## Der Öl- und Gas-Sektor verzeichnen höhere Investitionsausgaben

Bei bestimmten Rohstoffen wie beispielsweise Öl und Gas scheint die Rohstoffhausse der letzten beiden Jahre bereits zu neuen Investitionsausgaben geführt zu haben. Die weltweiten Investitionsausgaben für die Öl- und Gasförderung **legten 2022 um 39% auf 499 Mrd. USD zu.** Das ist der höchste Stand seit 2014 und der größte historische Zuwachs im Vorjahresvergleich. Bis 2030 sollen die Investitionsausgaben auf 640 Mrd. USD ansteigen.



### Globale Upstream-Investitionen in Öl und Gas, in Mrd. USD, 2015-2030

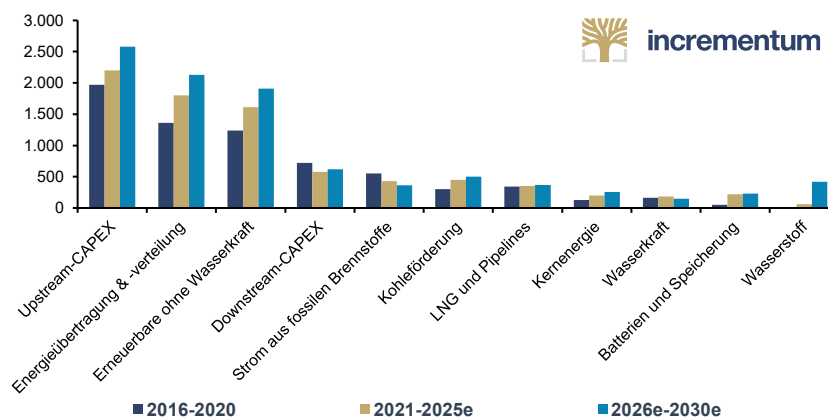


Quelle: IEF, S&P Global Commodity Insights, Incrementum AG

Im „Oil Market Report“ der IEA vom März 2023 ist zu lesen: *„world oil demand growth is set to accelerate sharply over the course of 2023, from 710 kb/d in 1Q23 to 2.6 mb/d in 4Q23.“* Die IEA prognostiziert auch, dass *„record oil supply this year (2023) will not meet demand“* und erwartet, dass das Angebot *„fall short in the second half (of 2023) when seasonal trends and China’s recovery are set to boost demand to record levels.“*

Dies führt zu einem Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage, das in jüngster Zeit durch die überraschende Entscheidung der OPEC+ im März 2023 verschärft wurde, die Produktion zum zweiten Mal innerhalb der letzten sechs Monate zu drosseln – dieses Mal um 3,66 Mio. bpd oder 3,7% der weltweiten Nachfrage. Wenn man dann noch die *von der OPEC+ im Oktober 2022 vorgenommenen Kürzungen von 2 Mio. Barrel pro Tag*, die schwindenden Reserven der strategischen Erdölreserve der USA sowie die bereits erwähnten langfristigen Angebotsengpässe bei grünen Rohstoffen hinzunimmt, hat man ein Rezept, das perfekt dazu geeignet ist, die Ölpreise in absehbarer Zeit in die Höhe zu treiben.

### Weltweite Ausgaben im Energiesektor, in Mrd. USD, 2016-2030e



Quelle: ISH Markt, Incrementum AG

## Autohersteller treiben den bevorstehenden Boom bei grünen Kapitalausgaben voran

*Gentlemen start your engines!*  
**Grateful Dead**

**Die Investitionen bei Nickel, Kobalt und Lithium wurden zuletzt stark von den Automobilherstellern forciert.** Laut der Bank of Montreal haben die Automobilhersteller vor allem aus Sorge um die *„security of supply rather than simply price risk“* begonnen, in diese grünen Rohstoffe zu investieren, und es wurden strategische Liefervereinbarungen geschlossen, um *„some certainty for producers in terms of volume and price“* zu geben.

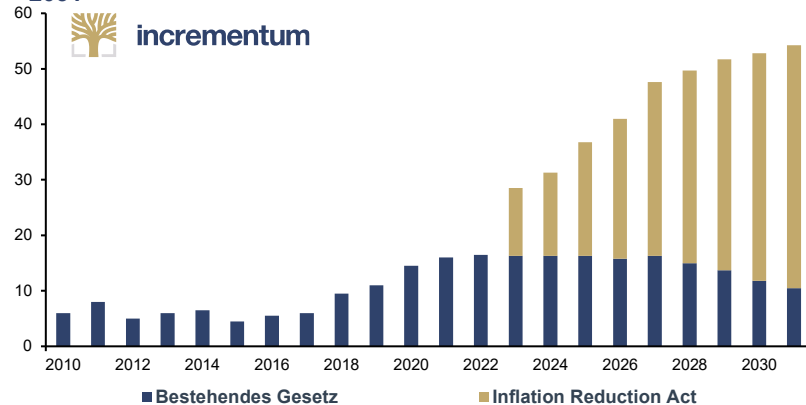
Infolgedessen haben hat „Stellantis“ – die Muttergesellschaft von Peugeot und Fiat – 14,2% an „McEwen Copper“ für 155 Mio. USD erworben. GM plant, 650 Mio. USD in „Lithium Americas Corp.“ zu investieren. Zudem vereinbarte GM mit dem brasilianischen Bergbaugiganten Vale den Ankauf von Nickelsulfat. Darüber hinaus ist Volvo Trucks eine Partnerschaft mit dem Minenunternehmen „Boliden“ eingegangen, um die Nutzung von Elektro-LKWs im Untertagebau zu implementieren – eine andere Art der Integration von Minenunternehmen und Automobilherstellern als bei den Konkurrenten –, während Tesla Gespräche über eine 20 %-Beteiligung an „Glencore“ geführt hat und angeblich das Lithiumbergbauunternehmen „Sigma Lithium“ kaufen will, aber bisher noch keines dieser Gerüchte in die Tat umgesetzt hat, abgesehen von der Ankündigung einer Initiative, bei der die in den Autobatterien verwendeten Metalle recycelt werden sollen.

## Die Gesetzgebung fördert die Nachfrage nach grünen Rohstoffen kräftig

**Der „Inflation Reduction Act“ der US-Regierung sieht großzügige Steueranreize, Zuschüsse und Kreditgarantien vor.** Damit soll ein entscheidender Beitrag geleistet werden, um das Ziel einer Reduktion der CO<sub>2</sub>-Emissionen um 40% bis 2030 zu erreichen. In diesem Zusammenhang werden rund 370 Mrd. USD für Maßnahmen zur Verbesserung der Energiesicherheit und zur Beschleunigung der Umstellung auf saubere Energie bereitgestellt, wobei die Ausweitung der Steuergutschriften für erneuerbare Energien die Nachfrage nach Solarenergie in den USA um 30% erhöhen soll.<sup>94</sup>

<sup>94</sup> Goldman Sachs: „Green Metals – Demand Revolution Gather Momentum“, März 2023

**US-Investitionsanreize im Energiesektor (IRA), in Mrd. USD, 2010-2031**



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research, US Treasury, CBO, Incrementum AG

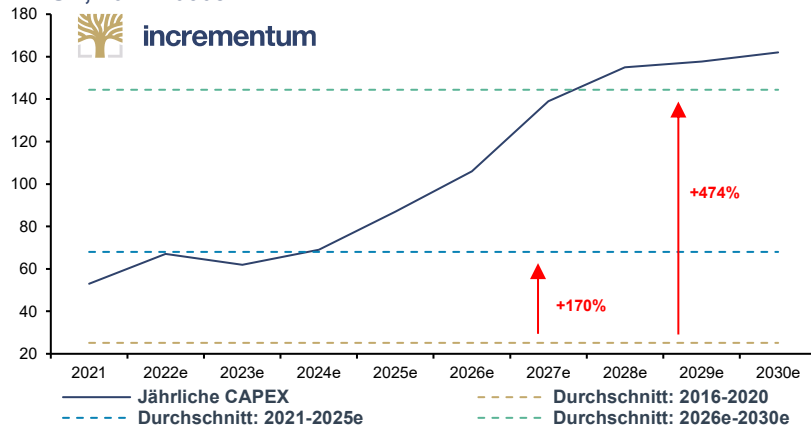
Dies wird sich direkt auf die weltweite Nachfrage nach Kupfer und Aluminium auswirken, die laut Goldman Sachs allein aufgrund des „Inflation Reduction Act“ zwischen 2022 und 2030 um 0,6% (Kupfer) und 0,65% (Aluminium) steigen dürfte. **Dies hat zur Folge, dass das ohnehin schon knappe Angebot an grünen Rohstoffen nun noch knapper wird.**

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

**Ronald Reagan**

Darüber hinaus hat die EU ihren Plan „REPowerEU“ vorgestellt. Dieser „*sieht eine Reihe von Maßnahmen vor, um die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen aus Russland rasch zu verringern, den ökologischen Wandel zu beschleunigen.*“ Die Initiative sieht vor, dass bis 2030 mehr als 1 Bill. EUR in erneuerbare Energien und 700 Mrd. EUR in die Stromnetze investiert werden. Damit soll auch die Abhängigkeit Deutschlands von der Kohle verringert werden, die 2022 fast ein Drittel der gesamten Stromerzeugung ausmachte.

**Geschätzte Investitionen in Erneuerbare, REPowerEU, in Mrd. EUR, 2021-2030e**



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research, Incrementum AG

*The proposed regulation (Net Zero Industry Act) is a key part of the European Green Deal Industrial Plan – the bloc’s response to Washington’s massive green subsidies package.*

**Europäische Kommission**

Die Politik der westlichen Länder wird dazu beitragen, die grüne Energiewende zu beschleunigen. Die Bemühungen der EU könnten angesichts des „Net Zero Industry Act“ vom März 2023 – dem europäischen Gegenstück zum US-amerikanischen „Inflation Reduction Act“ mehr Wirkung zeigen als die der USA. Trotzdem hängt die Zukunft der grünen Rohstoffe vor allem von China ab – einem

Land, das 60% aller Raffineriekapazitäten für grüne Metalle stellt, mit Ausnahme von Kupfer, dessen Anteil bei 40% liegt.<sup>95</sup>

China zeigte 2022 große Entschlossenheit in Bezug auf grüne Investitionen, wobei die Investitionen in erneuerbare Energien im Vergleich zu 2021 um 42% stiegen und 66% der gesamten Investitionen in die Energieversorgung ausmachten. Daraus ergibt sich ein erwarteter Anstieg der installierten Energiespeicher um durchschnittlich 90% zwischen 2022 und 2025, was die Gesamtnachfrage nach Lithium um 11% erhöhen wird.<sup>96</sup>

*Wer die Erde betrügt, wird von der Erde betrogen werden.*  
**Chinesisches Sprichwort**

**Im Hinblick auf das Netto-Null-Ziel sind diese grünen Fortschritte jedoch in gewissem Maße vernachlässigbar**, da Kohle im vergangenen Jahr für fast 60% der chinesischen Stromerzeugung verantwortlich war und die fortgesetzte Produktion dazu beigetragen hat, dass die weltweite Kohleproduktion im Jahr 2022 auf über 8 Mrd. Tonnen ansteigen wird – laut IEA der höchste Stand aller Zeiten.

Kohle macht immer noch etwa ein Drittel der weltweit installierten Stromerzeugung aus, aber was die Investitionen in grüne Rohstoffe angeht, haben alle erwähnten Regierungsmaßnahmen zu einem klaren internationalen Konsens rund um das Thema Investitionen in erneuerbare Energien beigetragen, was, angeführt von Chinas Wiedererwachen aus der Abschottung, die Nachfrage nach grünen Rohstoffen steigen lassen dürfte.

Angesichts der Tatsache, dass praktisch kein Land derzeit auf dem Weg ist, das 1,5-Grad-Ziel des Pariser Abkommens zu erreichen, wird die Nachfrage nach grünen Rohstoffen wahrscheinlich nicht nur geringfügig, sondern explosionsartig ansteigen, da die Regierungen die Umsetzung ihrer Maßnahmen beschleunigen, um die Lücke bei ihren Klimaverpflichtungen zu schließen.

## Wenn die Dämme brechen

*If no resistances or obstacles face you, you must create them. No seduction can proceed without them.*

**Robert Greene**

**Der Versuch, die Investitionen in grüne Rohstoffe zu erhöhen, ist ein positives Zeichen für die Milderung langfristiger Angebotsprobleme.**

Der anhaltende Mangel an Investitionen im Rohstoffsektor, der die grünen Rohstoffe und die gesamte Old Economy seit über einem Jahrzehnt plagt, kann jedoch nicht über Nacht behoben werden.

Erhebliche Vorlaufzeiten und Arbeitskräftemangel bei Rohstoffen wie Kupfer, Silber, Nickel, Kobalt und Lithium bedeuten, dass die von der Industrie getätigten Investitionen und die staatlichen Fördermaßnahmen, die neue Investitionen anlocken sollen, erst nach längerer Zeit ihre Wirkung entfalten werden. Daher könnte die Versorgung mit diesen Rohstoffen mittel- bis langfristig defizitär bleiben.

<sup>95</sup> Goldman Sachs: „Green Metals – Demand Revolution Gather Momentum“, März 2023

<sup>96</sup> Goldman Sachs: „Green Metals – Demand Revolution Gather Momentum“, März 2023

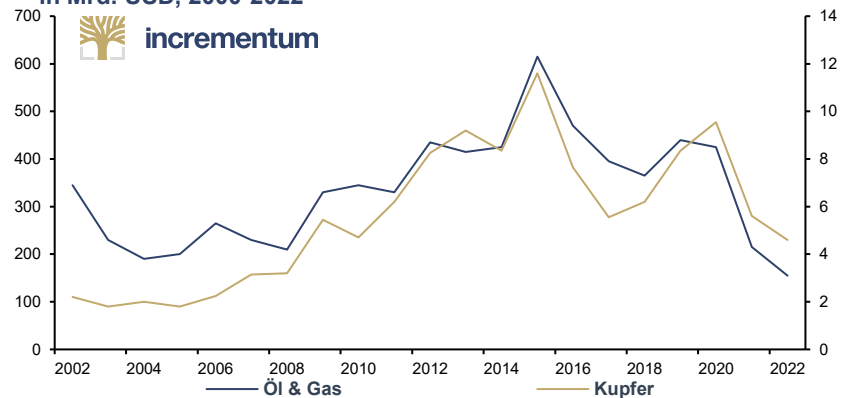
Bei Öl und Gas stiegen die Investitionsausgaben im Upstream-Bereich 2022 stark an, nachdem jahrelang zu wenig investiert worden war, und das daraus resultierende Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage dürfte sich in diesem Jahr noch verschärfen, wenn China seine Blockade aufhebt. Dies wird dazu führen, dass die Nachfrage das Angebot stärker übersteigt als bisher angenommen, und zwar angesichts der zusätzlichen OPEC+-Lieferkürzungen, von denen die USA offenbar unvorbereitet getroffen wurden, da sie ihre SPR weiterhin in alarmierendem Tempo ausschöpfen.

*Only when the tide goes out do you find out who has been swimming naked.*

**Warren Buffett**

Diese Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage sowohl in der Old Economy als auch in der „Green Economy“ hat eine bereits historische Unterbewertung von Rohstoffen verschärft. **Die Zurückhaltung der Investoren, auf die höheren Preise zu reagieren**, hat den Grundstein für eine langfristige Rohstoffhausse gelegt, wie es sie seit Ende der 1990er-Jahre nicht mehr gegeben hat.

**Reale (2002) Capex, Öl & Gas (lhs), in Mrd. USD, und Kupfer (rhs), in Mrd. USD, 2000-2022**

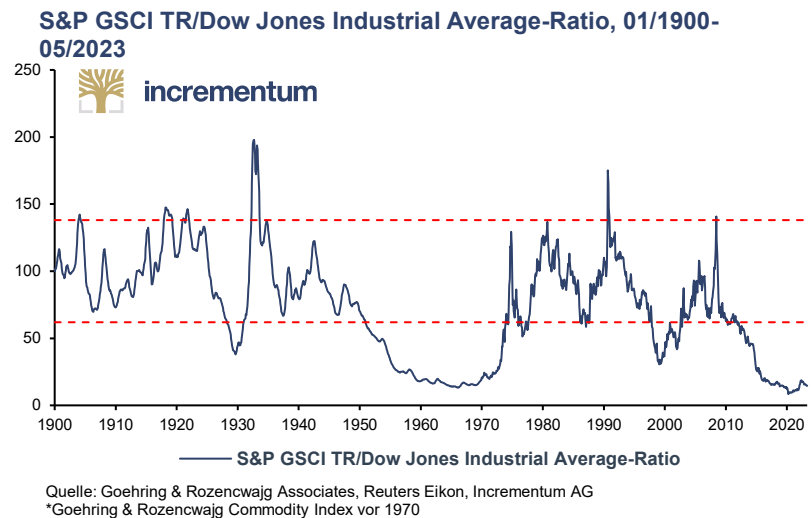


Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research, Incrementum AG

*Down cycles are not fun. But they form the basis for enormous future profitability.*

**Steve Schwarzman**

**Abgesehen von drei Perioden, nämlich 1929, den späten 1960er-Jahren und den späten 1990er-Jahren, waren Rohstoffe im Vergleich zum US-Aktienmarkt (DJIA) in den vergangenen 100 Jahren noch nie so unterbewertet wie aktuell.** In jedem dieser drei Fälle, als der „Goldman Sachs Commodity Index“, seit 2007 „S&P GSCI“, unter 50 fiel, folgte eine beträchtliche Hausse bei den Rohstoffen. Laut unseren Freunden von Goehring & Rozenwajg hat sich gezeigt, dass *„a natural resources equity portfolio that consisted of 25% energy, 25% metals and mining, 25% precious metals, and 25% agriculture would have significantly beaten the stock market in each of these cycles.“*



*Only large-scale capital investments into commodity production capacity to debottleneck the system and provide excess capacity will cure the illness.*

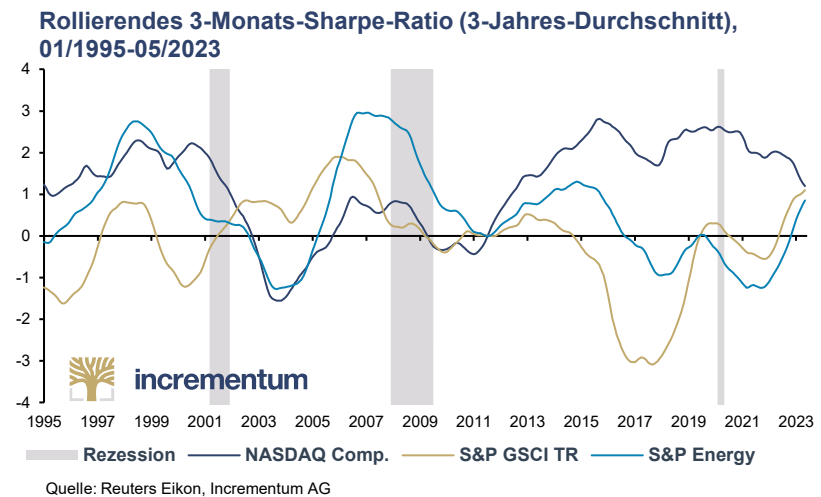
**Marko Papic**

Das bedeutet, dass Rohstoffe während der Großen Depression eine hervorragende Zuflucht vor dem deflationären Umfeld und den katastrophalen Aktienmarktrenditen der Jahre 1929-1940 boten, da sie im selben Zeitraum eine Rendite von 122% erzielten. Für die inflationsreichen 1970er-Jahren gilt: *„a similarly constructed natural resource equities portfolio would have returned 400% by 1980“*, während der Aktienmarkt in diesem Jahrzehnt „nur“ ein Plus von 80% erzielte. Und im Zeitraum 1999– 2010, hätte dieses Rohstoffportfolio eine Rendite von 360% erzielt, während die Rendite des Aktienmarktes in diesem Zeitraum nahezu bei null lag.

**Begann die Implosion der „Everything-Bubble“ im Jahr 2022?**<sup>97</sup> In diesem Zusammenhang würden wir eine Umkehrung der Aktienmarktgewinne bei Technologietiteln und den Beginn einer neuen Rohstoffhaussa erleben, die länger und ausgeprägter als alle vorangegangenen Haussen wäre. Diese Einschätzung teilt auch der *„2023 Commodity Outlook“* von Goldman Sachs:

*„We are getting close to this rotation away from growth in big tech towards growing profits from energy & industrial firms. The 3-year moving average of the Sharpe ratios are beginning to converge and history suggests that when these two cross, capital begins to flow away from big tech and into the old economy.“*

<sup>97</sup> „Status Quo von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen“, *In Gold We Trust*-Report 2022, S. 37

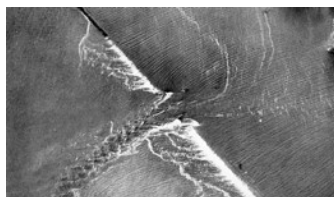


*Right or wrong, it's very pleasant to break something from time to time.*

**Fyodor Dostoevsky**

Unterm Strich bleibt jedoch festzuhalten, dass sowohl in der angestrebten grünen Wirtschaft als auch in der Old Economy die Rohstoffpreise weiterhin einen erheblichen Nachholbedarf aufweisen, der sie nur noch anfälliger für einen Anstieg machen wird. Um es mit den Worten von Led Zeppelin zu sagen: *„if it keeps on raining, the levee's going to break.“*

## Ein Menetekel



Bildnachweis: Wikipedia

**Da die Nachfrage nach „grünen“ Rohstoffen weiter steigen wird, ist es unserer Meinung nach sehr wahrscheinlich, dass die regulatorischen Auflagen, die über ein Jahrzehnt lang wie Dämme gegen Neuinvestitionen gewirkt haben, fallen oder zumindest deutlich abgetragen werden.** So haben ausgerechnet die in Deutschland und Österreich in Regierungsverantwortung stehenden Grün-Parteien eine Aufweichung der Umweltschutzverfahren bei Windenergie-Projekten durchgesetzt.

**Und wenn diese regulatorischen Dämme brechen,** werden wir erleben, dass sich eine Welle an zusätzlichen Investitionsausgaben sowohl in die fossilen als auch die grünen Energieträger ergießen werden. Aufgrund von Kostenvorteilen und der rascheren Verfügbarkeit werden die fossilen Energieträger zunächst die grünen Rohstoffen ausstechen.

**Dieser Kapitalzufluss wird den Beginn des lang erwarteten Rohstoff-Superzyklus markieren. Dieser befindet sich unserer Meinung nach aktuell erst in einer Frühphase.** Letztendlich ist es jedoch keine Überraschung, dass die Old Economy aus ihrem Winterschlaf erwacht ist.

**VG CX** xceptional xploration  
xcellence xpression xact  
xtraordinary xperts xcel  
VICTORIA xtra xperienced xecutives  
GOLD CORP xert xplorer xhilarating  
xavation xamine

# Leading Yukon's New Gold Rush

EAGLE GOLD MINE

EXPLORATION: NEW DISCOVERY — RAVEN



TSX:VG CX | OTC:VITFF | [VG CX.COM](http://VG CX.COM)



# Exklusivinterview mit Russell Napier: Save Like a Pessimist, Invest like an Optimist

*The inconceivable is absolutely conceivable when  
the survivability of the state is threatened.*

Russell Napier

- Die Staatsschuldenquoten in den Industrieländern sind historisch hoch. Die finanzielle Repression wurde in der Vergangenheit als politisches Instrument eingesetzt, um diese Schuldenstände zu verringern.
- Verschiedene staatliche Stellen haben sich dafür eingesetzt, dass Großanleger bei Konkursen von Banken kein Geld verloren haben. Diese Garantien können zu einem Anstieg der Staatsverschuldung führen, und deshalb greifen die Regierungen jetzt aktiver in die Aktivseite der Bankbilanzen ein, um den Kreditfluss dorthin zu lenken, wo sie ihn haben wollen.
- Während der Corona-Pandemie haben Regierungen in aller Welt in ihre Volkswirtschaften eingegriffen. Wir zahlen jetzt den Preis dafür, und dieser Preis ist finanzielle Repression. Die Geschäftsbanken werden zunehmend politisiert, um politische Ziele zu erreichen.
- Frühere Finanzkrisen konnten leicht gelöst werden, indem man das Problem mit Geld überdeckte, aber das aktuelle inflationäre Umfeld ist eine ganz andere Geschichte.
- Der globale Westen wird sich im Falle eines kalten Krieges mit China, der wahrscheinlich ist, rekaptalisieren müssen.
- Dies ist eine Gelegenheit für Anleger, an den Gewinnen dieser Unternehmen der alten Wirtschaft teilzuhaben, vor allem in der Industrie und im Rohstoffsektor.
- Da Gold als Gegenmittel zur finanziellen Repression angesehen werden kann, könnte der Goldminensektor von verschiedenen Seiten unter gesellschaftlichen Druck geraten. Dies könnte sich positiv auf den Preis des vorhandenen Goldes auswirken.



**Professor Russell Napier ist Autor von „The Solid Ground“ und Mitbegründer des Investment-Research-Portals ERIC. Russell ist seit über 30 Jahren im Investmentgeschäft tätig und berät institutionelle Investoren.** Er ist Autor des Buches „*Anatomy of The Bear: Lessons From Wall Street's Four Great Bottoms*“ („ein Kultklassiker“ laut „Financial Times“) und ist Gründer und Leiter des „*The Practical History of Financial Markets*“-Kurses an der „Edinburgh Business School“.

Russell ist Vorsitzender des „Mid Wynd International Investment Trust“, einer geschlossenen Investmentgesellschaft mit einer Marktkapitalisierung von 500 Mio. GBP, der an der London Stock Exchange notiert ist. Er ist Mitglied der Anlageberatungsausschüsse von drei Fondsverwaltungsgesellschaften, Cerno Capital, Kennox Asset Management und Bay Capital.

Im Jahr 2014 gründete Russell das gemeinnützige Unternehmen „*The Library of Mistakes*“, eine Bibliothek für Geschäfts- und Finanzgeschichte in Edinburgh, die inzwischen Zweigstellen in Indien und der Schweiz hat.

Russell hat einen Abschluss in Jura von der Queen's University Belfast und dem Magdalene College Cambridge. Er ist Fellow der „CFA Society of the UK“, Ehrenprofessor an der University of Stirling und Gastprofessor an der Heriot-Watt University. Er schreibt als Kolumnist für die Zeitung The Toronto Star. Sein zweites Buch – „*The Asian Financial Crisis 1995-1998: Birth of the Age of Debt*“ - wurde im Juli 2021 veröffentlicht.

Das Interview mit Russell Napier führten Ronald Stöferle und Nikolaus Jilch am 2. Mai 2023 über Zoom.

Im Folgenden veröffentlichen wir die Höhepunkte des Interviews.<sup>98</sup> **Das gesamte Interview können Sie im englischen Original [hier](#) herunterladen.**



***Das Video des Interviews findet sich auf Youtube [hier](#).***

<sup>98</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.

*What are your next big calls? Would you say inflation and fiscal stimulus are over and it's back to the old playbook.*

*We know that the goal is to reduce the debt-to-GDP ratio, but how does that manifest itself?*

*The governments increasingly take control of the banking system, which is the wellspring of money creation, and the saving system, which is a necessary thing for them to control in order to depress the rate of interest along the yield curve in a period of high inflation.*

*Switzerland, shockingly, are now in the business of controlling and corraling the balance sheets of banks and the savings of the people to help with inflating away their debts.*

### Ronnie Stöferle

Russell, you've been spot on with your very, very big forecasts. I think your **biggest shift was from being a deflationist for almost a couple of decades, to becoming an inflationist, with perfect timing.** You've said that the Great Moderation is over and that we should expect higher inflation rates and more inflation volatility. This has been a brilliant, brilliant call. Your second big call was that you expected fiscal stimulus to become much more important than monetary policy and monetary stimulus, which also happened. So, Russell, everybody wants to know, what are your next big calls? How do you see those major market calls developing? Would you say inflation and fiscal stimulus are over and it's back to the old playbook?

### Russell Napier

Ronnie, the things you mentioned are just ingredients. They're not the final, baked product. They're just part of it, and I think that's the problem. I think people can't see that yet. They don't fully understand yet. **But the final cooked product is a thing called financial repression.** I think most people listening to this will be familiar with what that is. It's a policy setting necessary to reduce the excessively high debt/GDP level of the developed world.

The other thing that's happened since we spoke in 2020 is that I'm having difficulty persuading people of this financial repression, although there is ample evidence. **We know that the goal is to reduce the debt-to-GDP ratio, but how does that manifest itself?** I can talk about that for about three hours, but the essential issue is this: **Governments increasingly take control of, A, the banking system, which is the wellspring of money creation, and B, the saving system, which is a necessary thing for them to control in order to depress the rate of interest along the yield curve in a period of high inflation.** High inflation, which they have rather successfully generated, is not in itself sufficient if market-determined rates were to go too high.

My forecast is not just that inflation will remain sticky, though it will come down; that is part of the growing evidence of a financial repression. This all comes in bits and pieces; that's the nature of government reaction. But let me just quote from the British Chancellor of the Exchequer, **who said less than a week ago** that, ultimately, he would not be against forcing British pension funds to buy certain assets. The British Chancellor is supposed to be right of center, not left of center. He said he wasn't that comfortable with it, but he wouldn't be against it. **Switzerland, shockingly, are now in the business of controlling and corraling the balance sheets of banks and the savings of the people to help with inflating away their debts.**

### Niko Jilch

We've just had another bank failure in the US. Do you see any connection with this? I think the regulator's going to use these bank failures to introduce new rules for banks to make them "safer", but some of the problems came from holding too much government paper.

*When governments rush around trying to make things safe, they don't always succeed in that goal.*

*A government that backs the liabilities of the banking system is ultimately on the hook for its assets.*

*The crucial thing that's happening is the capture of the financial system, not the collapse of the banking system.*

*You have freedom of speech, but freedom after speech, that I cannot guarantee.*

**Idi Amin**

*If we say that fiscal policy is basically taking control, then first of all, what then is left as a job for banks and for central banks?*

### **Russell Napier**

Yes, they are going to find other things that will make them safe. That is interesting, as, **when governments rush around trying to make things safe, they don't always succeed in that goal.** The argument is not that they make things safe, it's that they direct the flow of credit. What the government has done – the FDIC, but ultimately the American government, and we also have to keep referring to the Swiss government here – is guaranteed all the deposit liabilities of the banking system; that's the crucial feature of these collapses.

For those that I can think of, none of the large-scale depositors have lost any money. Now, whether the actual bondholders will lose any money, I guess time will tell; but Janet Yellen has slightly flip-flopped on whether the system is now backing large-scale deposits, though I think everybody thinks they are. Warren Buffett has said that they are. **A government that backs the liabilities of the banking system is ultimately on the hook for its assets.** The Irish government tried this on the 30th of September 2008, a day in Irish history that will live in infamy. What they ended up with was government debt/GDP blowing out, as they had to pour more and more money into the banking system to meet these guarantees.

Governments know this; they've been here once before. What we'll see now is them getting more actively involved on the asset side of the balance sheet. There's a price to pay, and that is the price, and it's already evident. It's been evident, particularly in Europe, post-Covid; it was evident everywhere during COVID; and that's the price. Now, there are different ways of doing this, and one of them is providing guarantees on bank lending. But the Inflation Reduction Act is another way of doing it. You create so many good incentives and cash flows in certain private sector companies that the banks are encouraged to lend to them. **The crucial thing that's happening is the capture of the financial system, not the collapse of the banking system.**

**This is the capture of the financial system to do the public good, as the public needs, in a time of serial emergencies. And that is why equities are going up and not coming down. Because this is not a rerun of 2008; this is more a rerun of 2020.** There are sufficient emergencies in the world that the government can justify not just bailing out the banks but also taking control over banks and steering bank credit growth. **Now you get two entirely different views of the world, depending on whether you think the banking system is collapsing or the government is taking control of it, and I'm certainly in the latter camp.** It will be quite a shock in America, but my goodness what a shock it will be in Switzerland when it comes to pass there.

### **Ronnie Stöferle**

Russell, in one of your most recent interviews, you said that most people in financial markets still stick to the 2008–2009 playbook. **What people forget is that in 2020 we had basically the biggest GDP decline since 1707.** But we could say that they managed it pretty well. We didn't see any major banks going bust; we didn't see any bankruptcy in bigger companies.

*So, the price we're paying for that form of intervention is inflation today; and that inflation is creating not just economic havoc but political and social havoc.*

*If commercial banks create money, and the government can control the size of commercial banks' balance sheets, that's number one.*

*They will be controlling both the quantity of money and the price of money, and then there isn't anything for central banks to do all day.*

We didn't really see too much volatility in financial markets. So, I agree on that point; but then, on the other hand, **if we say that fiscal policy is basically taking control, then first of all, what then is left as a job for banks and for central banks?** We all have an opinion on that, and the market couldn't care less about our opinion. Are we still in a free market, liberal economy?

#### Russell Napier

Yeah, so, about 1707. That's just relates to the British economy, and 1707's economic statistics are not entirely trustworthy. But yes, that initial decline in GDP was supposed to be the biggest decline since 1707. What was the price we paid for the success in managing that? Well, the price we paid is that **across the developed world, the banks were forced to lend money into recession and create money.** That's the important thing. That's why we have inflation today. **So, the price we're paying for that form of intervention is inflation today;** and that inflation is creating not just economic havoc but political and social havoc, in some places much more than in others. **There is a price to be paid for this. We've already seen part of what that price is.**

What is the role for central bankers? I'm sure everybody listening to or reading this has read Friedman and Schwartz's [Monetary History of the United States of America](#). If you haven't, it may be worthwhile reading the history of the Fed for the period from 1942 to 1951. Because it's quite clear in the pages of Friedman and Schwartz that the role of central bankers from 1942 to 1951 was really to drink coffee. There was no other role for them, and that is because there was a financial repression. Obviously, in warfare there is an extremely strict form of financial repression. It's something I think maybe we're unlikely to see in that form. But Ronnie, you've hit the nail on the head here, because **if commercial banks create money, and the government can control the size of commercial banks' balance sheets, that's number one.**

**If I'm right, we eventually get to the stage where they also do yield curve control. They are controlling both the quantity of money and the price of money, and then there isn't anything for central banks to do all day.** I do genuinely think that that is where we're going. I know a lot of people have said to me, "*Will the central bankers give up?*" Well, they announced that we're not going to have 2% inflation. But it just became obvious to the market that the central banks do not have the power to deliver these things; these powers are being stripped from them; and that's the path for central banking. Not that they fail conventionally by having the wrong policy settings, it's that **the tools they need in order to deliver are being stripped from them.** So that's what I think happens to central bankers, and commercial bankers as well. **It's just the politicization of credit.**

I can't remember if I mentioned this book the last time I was here, it is called [Controlling Credit](#). It's a history of the French banking system post-World War Two, written by Eric Monnet. It describes a form of monetary policy which I think is completely alien to just about everybody today, but it's one we have to go back and focus on, and that is **credit controls. If a government can cut the rate of bank credit growth, it can cut the rate of money supply growth.** Now, the problem for bankers is, yes, it's quite nice that they get allocated a certain

*And when the word emergency is right up front and center in political discourse, you should expect emergency finance.*

*Over the short term, war could mean higher inflation, definitely. But over the long term, due to more competition and innovation, it could also be a disinflationary driver?*

*Now, when I look around at the levels of debt in the system today, and the levels of government debt in the system today, I just don't see how this can be financed without more money.*

growth in credit, but the government would want to have a huge role to play in the allocation of credit, within, let's say the limit is 10% growth in bank balance sheets per annum. It's inconceivable that that would be done purely by market forces. For commercial bankers, the future is the politicization of their balance sheets to achieve political goals, and those goals are easily framed in an age of emergencies.

**I rarely hear a politician speak when he doesn't use the word *emergency*. So, we have a climate emergency – and I'm not saying these aren't emergencies; I'm just saying the word is spreading. We have a hot war emergency, a cold war emergency, an inflation, cost of living emergency, an inequality emergency. And when the word *emergency* is right up front and center in political discourse, you should expect emergency finance.** The role of the commercial banker in a period of emergency finance is to provide the finance to end the emergency, full stop. That is the future for bankers. Now back to Niko's question. **The more influence and control or safety nets the government provides for these institutions, the more they are ultimately beholden to the government.**

#### Ronnie Stöferle

You mentioned the topic of war. Last time, in 2021, we were talking about the Cold War. But now we have a hot war between Russia and Ukraine. We interviewed Zoltan Pozsar last week for this year's *In Gold We Trust* report.<sup>99</sup> He wrote a couple of fantastic pieces – you probably read them as well. He said that war means inflation. You probably agree on that topic. Then I also heard a podcast that you did with our mutual friend Marko Papic at [Clocktower](#), and I read a piece that Marko wrote a while ago, called "War is Good". Of course, he doesn't refer to the human consequences of a war, but I think he brought up a couple of very interesting topics.

First of all, that investors should avoid extrapolating geopolitical disequilibrium into a global conflict, and that these periods of multipolarity, which often lasted for decades, were often providing a good backdrop for technological innovation. **This capex cycle that you're also referring to, over the short term, war could mean higher inflation, definitely. But over the long term, due to more competition and innovation, it could also be a disinflationary driver.** Would you agree to those viewpoints?

#### Russell Napier

Marko is from the former Yugoslavia, and I'm from Northern Ireland. So, we're both very keen that there isn't any war, as we all are. I would not agree with Marko on that, and that's because I come from a different place, which is the place of saying that, not with 100% certainty but with a high degree of certainty, that inflation is always and everywhere a monetary phenomenon. It depends how this is financed – all the things that Marko has talked about; it depends how it's financed. **Now, when I look around at the levels of debt in the system today, and the levels of government debt in the system today, I just don't see how this can be financed without more money.**

<sup>99</sup> Die Kurzversion des Interviews mit Zoltan Pozsar „Adapting to the New World Order“ finden Sie in diesem *In Gold We Trust*-Report. Die Langversion können Sie [hier](#) herunterladen.

*The first casualty of war is the truth, and the second casualty of war is price stability.*

The easy way to finance anything is by creating more money, and we're witnessing it now. For three years we've witnessed that governments will take the easy way out on this and finance it with more money. That is what happens in war as well. Of course, we have great big bond drives running, and that's what a financial repression is. It's a bond drive to get people to buy bonds at interest rates that are actually well below the rate of inflation. It's also about creating money; so everything that Marko says about the real economy can be true, but you can still have inflation if it's badly financed. **The first casualty of war is the truth, and the second casualty of war is price stability**, and there's a reason for that. It's not just about a scramble for the scarce resources, it's about how it's financed.

*But, given where we are with debt, I think even a cold war is going to have to come with high inflation. Never mind that we get to a hot war.*

That's true now more than ever. Going into other wars we may have had low government debt to GDP, but I was just looking at the British debt/GDP, and let me give you some numbers on that. At the end of World War Two, the government debt/GDP was 270%. By 1991, it was 30%. Now it's 106%. Simply put, all the nice things that we want, and all that innovation, are going to have to be financed.

**We've had a huge debt supercycle, and that means it's going to have to be financed by money rather than debt.** That means inflation to me. I hope for a cold war in Asia and not a hot war. Now, let's say I'm wrong on this. It's a truth that we don't like to recognize that the rejuvenation of Asia post-World War Two was partially based on warfare. Initially with the Korean War, which had a very stimulatory impact on Japan, and then latterly the Vietnam War, which had a very stimulating impact on Southeast Asia; and Hong Kong was a beneficiary of both of these. So yes, one can recognize that that's something a hot war can do. **But, given where we are with debt, I think even a cold war is going to have to come with high inflation. Never mind that we get to a hot war.**

*The capex cycle? I think that's another topic that you were one of the very first ones to address. Could you perhaps run us through the theory you have?*

#### Ronnie Stöferle

Russell, the capex cycle? I think that's another topic that you were one of the very first ones to address. Could you perhaps run us through the theory you have? Would that actually mean continued outperformance of old economy sectors versus the tech space? Then, one thing that always comes to mind is that I'm not so certain that governments are very efficient when it comes to subsidizing everything and getting into the domain of business owners and investors. If that trend is going to continue, and it seems so, won't it leave us with lots of stranded investments and other things that you can probably mention in your Library of Mistakes, and lots of government-owned companies that are just an enormous waste of capital?

*There are some things changing in heavy-industry stocks that we need to pay attention to.*

#### Russell Napier

For those who are listening or reading, in case they don't know, we've had strong run in tech stocks this year. But I just looked, and Nippon Steel is outperforming Amazon – not by a lot; it's not quite as good as Microsoft, but it's nearly as good as Microsoft. Something is happening in the world that we need to pay attention to. **Too often I speak to investors who have their own views but are not prepared to look at what the market is telling them. There are some things changing in these heavy-industry stocks that we need to pay attention to.**

*Next time you hear a politician cite an emergency, think to yourself, what's the answer to that emergency? Because I think you'll find it's capex.*

*If we genuinely get to a cold war with China, we are going to need to produce all the stuff we currently buy from China. That's a huge capital expenditure boom.*

*No truly productive savings and investments can be made by government, its employees, or the recipients of its subsidies.*

**Murray Rothbard**

What is changing is, I mentioned earlier this age of emergencies, and **next time you hear a politician cite an emergency, think to yourself, what's the answer to that emergency? Because I think you'll find it's capex.** Some of it is pretty dire capex. Completely nonproductive capex is easy to spot; it's called defense. It's capex aimed to destroy rather than capex aimed to facilitate. We know that's going to happen, and we know that is happening. And we know that's going to happen on a big scale, because it's happening in Asia. It's not just about Russia; it's about Asia.

One of the things that we're witnessing now is NATO, the North Atlantic Treaty Organization, being somewhat interested in the Pacific as well. So this is important in terms of defense spending, etc. The biggest thing is that **if we genuinely get to a cold war with China, we are going to need to produce all the stuff we currently buy from China. That's a huge capital expenditure boom.** Labor markets are tight, depending on where you are in the market and the world, very tight. That's also a huge capex boom as we go forward. We're going to need more robotics and automation to cope with this. The reason that I come to a capital expenditure boom is that it is, as far as I can see, the only answer to the political problems. **My view is that countries don't just use their own money to finance this; they use the banking system to finance this.**

There's no better example of that than the United Kingdom, again, where the **Chancellor of the Exchequer is getting involved with our savings system and is compelling them or trying to compel them to invest in certain types of things that the government wants financing for.** So that is coming. Now, to your second point, will it be malinvestment? Yes, it takes a while, though. And it particularly takes a while if we're in a cold war with China.

If I asked you how many years of building capacity would we need before we overinvest in the European steel industry? I think it's a lot. What we've had in the past is, sometimes governments have intervened in market systems at full capacity, and then their intervention is visible quite quickly. But on this particular occasion, if the reason for doing it is that we're in a full-blown cold war with China, it might take a bit longer to get there.

**But let's remember where the United Kingdom got to in the 1970s. We were spending all our money investing in coal, British Leyland, and Concorde.** None of these proved to be viable long-term investments; they all proved to be misallocations of capital. You do get there in the end, but in the industry that we've specifically been referring to, which are maybe more old-economy stocks, it will take a very long time to build capacity. This relates to a form of investing called the capital cycle, which we teach on the course side. [Edward Chancellor](#) lectures for us on the capital cycle. I just think we've underinvested for so long that it would take a long time to distort this.



*That is the opportunity for investors, to align their interests with these particular corporations that deliver on this.*

One final point: the Andrew Smithers book, which is called **Productivity and the Bonus Culture**. He's got some wonderful long-term charts of US corporate investment in intangible assets as a percentage of GDP. Really, we've just never seen it so low. And, without going into all the arguments for that, it isn't going to stay low; it's going to go up. **That is the opportunity for investors, to align their interests with these particular corporations that deliver on this, while recognizing that in the very long run, a government-subsidized price of capital will distort the capital cycle at some stage.** But this is a gift horse not to be looked in the mouth.

#### Ronnie Stöferle

There's lots of older people to steal money from due to our demographics. Russell, I want to segue this conversation in the direction of the current setup that we're seeing in financial markets. Now, the leitmotif of this year's *In Gold We Trust* report is "Showdown", because **we're seeing some sort of a showdown when it comes to the geopolitical arena and the BRICS nations and SCO nations becoming much more vocal in questioning the status of the US dollar.** This de-dollarization topic is something that we have been writing about for quite a while, but now it seems that it's becoming more of a mainstream topic.

We've seen it on Fox; I think the *Financial Times* was writing about de-dollarization, stuff like that. I think that it's a process and will continue to take a couple of years. **Michael Cembalest at JPMorgan put out a great paper;** he said it's going to take, like, 20 years, because we shouldn't forget that the Chinese also have major problems. It would be naive to think that will happen quickly. He was mostly referring not to the renminbi's status as a *trade currency* but rather as a *reserve currency*. I think that's very important to differentiate.

*Or do you think that the forces of fiscal stimulus are so strong as to completely take those recessionary forces out?*

**The second major showdown that we're seeing in markets is between the Federal Reserve and the economy and financial markets.** A year ago, no market strategist or analyst or astrologist would have said that the Fed would raise interest rates by 500 basis points and the S&P would still be trading pretty well and the economy would not be in a major recession or depression. But still, we know that the Federal Reserve and central banks in general are always way behind the curve; so would you say that this recession – that the yield curve, also the ISM as a leading economic indicator, and so many other indicators that are forward-looking – that this recession will happen over the next couple of months? **Or do you think that the forces of fiscal stimulus are so strong as to completely take those recessionary forces out?**

#### Russell Napier

*There's no evidence that the renminbi is being held in reserve currency; it's held by only one central bank in large size, and that is Russia.*

So, there's two subjects. The first one is a huge subject: the dollar as a reserve currency, absolutely huge. But you made the distinction which people need to think about more, and they don't, and it confuses the issue, **which is: Saudi Arabia may transact with China in renminbi, but will it hold them?** There is an upside for the Chinese in just merely transacting in it, because it's beyond the long arm of America. The Chinese like it if the transaction takes place, but will Saudi hold it? Well, the evidence we have to date; there are two pieces of evidence that I look at. One is the composition of foreign exchange reserves, which we get every quarter. **There's no evidence that the renminbi is being held**

*The thing that makes the US dollar strong is not that we transact in it, it's that we own it as reserve managers, and in the private sector.*

*So at least for the last couple of years – and things can change – the evidence is not that people want to hold more renminbi but that they want to hold less.*

*Switzerland has just intervened and completely overruled private-sector contract law, and the government has a contingent liability, not yet triggered, that is a couple of times bigger than GDP, given Switzerland's role in the banking system.*

*She speaks with such imprecision these days that she must have sat at the feet of Alan Greenspan.*

**in reserve currency; it's held by only one central bank in large size, and that is Russia.** Otherwise, it's tiny, it's absolutely tiny. And, from memory, I think it was in 2014 that the Chinese first opened up their bond market to reserve managers, and the renminbi couldn't really form part of reserves until there was a big, liquid market for you to put it into; and that was the Chinese bond market. And since then, virtually nothing has happened.

So, we have to say, look, the ability of reserve managers to own this thing has been around for a long time, the amount of trade they do with China has been going up and they still don't hold it. Has something fundamentally changed in the world that would make them hold it? Well, if you're an enemy of the American bloc and perhaps with the interference with Russia's reserve assets, maybe. But the evidence shows renminbi holdings going down. That is because Mr. Putin is having to sell some of his reserves. So transactions, yes, but ownership, no; and it's ownership that counts; it is ownership that absolutely counts for the US dollar. **The thing that makes the US dollar strong is not that we transact in it, it's that we own it as reserve managers, and in the private sector.**

Then we have some data on the private sector. China, like other countries, publishes a net international investment position. And they reveal in there, as every country does, the value of domestic portfolio assets held by foreigners and also nonliquid assets. That is, the willingness of the foreign private sector to own RMB-denominated assets. That's coming down; it's not going up. It rushed up over six years as we included Chinese bonds in the various global bond indices. But now it's coming down. **So at least for the last couple of years – and things can change – the evidence is not that people want to hold more renminbi but that they want to hold less.** Now, which currency have we worked out that they want to hold more of over the last few years? Probably the one they want to pay a higher price for. And what's the one they want to pay a higher price for? It's actually the dollar.

**This could be a long answer, because it's a huge subject; but let's go back to Switzerland.** In the period after World War Two, if you wanted to seek to avoid the process of stealing money from old people slowly, you put your money in Switzerland. Some of that was to do with secrecy, but actually a lot of it was to do with the fact that Switzerland could be trusted to uphold the rule of law. The country didn't have a lot of debt, so it didn't need to inflate away debt. So there were two things here: the sanctity of contract and a government balance sheet which did not require the alleviation of inflation. Is that true in Switzerland today? Switzerland has just intervened and completely overruled private-sector contract law, and the government has a contingent liability, not yet triggered, that is a couple of times bigger than GDP, given Switzerland's role in the banking system. We can debate the extent of the guarantees in Switzerland, but I think they are pretty extreme.

So, where do you go with your money? I think more of it goes to America. Then we have this **incredible speech by Christine Lagarde** two weeks ago [i.e. April 17, 2023], which everybody needs to read; it is just incredible. **As with most of her speeches, it's hard to believe that she used to be a lawyer, actually, because she speaks with such imprecision these days that she must**

*I'm not in the de-dollarization camp, but I can see there'll be some bad headlines coming up, particularly in relation to Saudi Arabia.*

**have sat at the feet of Alan Greenspan.** But the speech, vague though it is, raises these huge questions but obviously focuses on the role of central bankers in a world dividing into two systems. I think what is in there is really a concern about the euro as a reserve currency – it is the second reserve currency.

And if we become one block, and I think it will be by far the biggest and most dominant block, and coagulate more around the dollar, **maybe we get more hoarding of dollars and fewer holders of euros; that's one of the things her speech provoked in my mind.** As you say, the decline of these things happens over a long time. There is a wonderful book by Katherine Schenk, called *The Decline of Sterling*, which I'm just looking at on my shelf. The decline from starting as reserve currency took a long time. Even after the country was bankrupt in 1945, it still took a long time for this to happen. **So, I'm not in the de-dollarization camp, but I can see there'll be some bad headlines coming up, particularly in relation to Saudi Arabia.**

There could be days, weeks and months where de-dollarization has an effect on the dollar exchange rate, but I don't think that's the world we're living in, and I'm in the other camp. That's only a partial answer to the first question, but that would be my pushback on de-dollarization.

**In terms of the second question, it's really not whether there's going to be a recession, it's what sort of recession it's going to be.**

*It's really not whether there's going to be a recession, it's what sort of recession it's going to be.*

Genuinely, as a young investor in 1989 and all the way up until the early 2000s, I didn't conceive and nobody conceived that the threat of deflation could come in a recession. It was thought to be – I heard the word *impossible* used, in a fiat currency system. Then we had a series of recessions where we had deflation, or the risk of it; and it came with massive defaults, massive write-downs in bank assets, significant write-downs in corporate assets; and suddenly we had an entirely different type of business cycle. It was a business cycle where corporate earnings regularly halved.

*But I think what we're looking at now is a return to those 1945-to-1990 recessions, because as we saw in 2020, credit continues to flow through the recession.*

That was with the addition of a fair amount of accountancy in terms of swinging impaired assets or cheaper assets through the P&L. **But I think what we're looking at now is a return to those 1945-to-1990 recessions, because as we saw in 2020, credit continues to flow through the recession.**

That's fundamentally the difference between a recession that can become a depression and, if you like, an ordinary recession. These interventions in the banking system are absolutely key. Look at First Republic. As far as we're aware, people are still paying interest and principal on their loans from First Republic, but First Republic badly priced their assets and that's been the issue. But they're not impaired assets; unemployment isn't going up.

*It's a different form of recession. It's one that comes with not a collapse in corporate earnings; it's one that comes with higher inflation.*

*Availability bias makes it so that if you think of the word recession, you think of bank collapse, property price collapse, credit being pulled back, deflation – and of course that's a possibility.*

*Earnings decline in this recession will be more muted than in the past. There's a recession coming, but I don't think there's a huge earnings collapse coming.*

*The upside for gold is if we ever unanchored (from inflation expectations) – and the basis of our conversation over the last hour is really how they are going to become unanchored.*

Outside of California, we're not looking at a collapse in residential property prices, and yet the government is instantly to back these banks and instantly to keep credit flowing; and, for what it's worth, the data over the last few weeks shows that bank credit growth is still expanding. In that world, **it's a different form of recession. It's one that comes with not a collapse in corporate earnings; it's one that comes with higher inflation.** In my opinion, it's that form of recession, given what's already happened to the decline in the price of equity since the third or fourth quarter of 2021.

That's why the market is going up; it's beginning to realize that this is a recession where we are socializing risk, where we are taking more risk onto the public balance sheet, and that's good for private-sector assets. So yes, it's a recession; but we have to remember why we constantly talk about recessions. It's not the recession that counts, it's what happens to corporate earnings that counts; and let's recognize that not all recessions are the same. **We all suffer from availability bias, and availability bias in most people is the last recession, and maybe the recession before that.** That availability bias makes it so that if you think of the word *recession*, you think of bank collapse, property price collapse, credit being pulled back, deflation – and of course that's a possibility.

I could be wrong; but it seems likely to me, **given the scale of intervention in the system – fiscal but also monetary – that with governments backing the system, we return to recessions that are more like the 1945-to-1990 ones.** By the way, the average decline in EPS in those recessions was 11% – that's right, 11%. Quite a big range, obviously, but an average of 11%. I would say that this market, by last September, had discounted that form of decline in corporate earnings.

The reason that it's completely different is because of accountants' ability and willingness to swing write-offs through the P&L. I think that will happen; and if only for that, **the earnings decline in this recession will be more muted than in the past. So yeah, there's a recession coming, but I don't think there's a huge earnings collapse coming.** Therefore, as we discussed earlier, some equities are doing really well in this politicized system. But equities, generally, are better than bonds in this environment.

#### Ronnie Stöferle

**Russell, we cannot have a conversation with you and not talk about gold.** What's your take on the price of gold at the moment?

#### Russell Napier

**On the price of gold, I am very optimistic.** Of all the things forecasted that came true, the thing that still shocks me is inflation expectations. It's quite shocking; one almost doesn't believe it, when one looks at it, that they're still anchored. Let's use the word *anchored*, central bankers' favorite term. I'm not really sure why they're anchored; I really can't understand it. But they are anchored. **The upside for gold is if we ever unanchored – and the basis of our conversation over the last hour is really how they are going to become unanchored.** So, there's plenty of room for upside in gold, just because of that.

***Das war ein Auszug unseres Gesprächs mit Russell Napier. Die vollständige Abschrift finden Sie [hier](#).***

***Das Video des gesamten Interviews „Save Like a Pessimist, Invest like an Optimist“, in dem wir weitere Themen erörtern, darunter CBDCs, Investitionszyklen, wie ESG Goldminenunternehmen beeinflussen könnte und warum Ronnies Lieblingsfußballmannschaft immer wieder verliert, finden Sie [hier](#).***

# Technische Analyse

*I have seen the future and it is very much like the present, only longer.*

Kehlog Albran

- Der Goldpreis „flirtet“ seit einiger Zeit mit einem neuen USD-Allzeithoch. Insgesamt dürfte der Goldpreis in den kommenden ein bis drei Monaten vermutlich seine fulminante Erholungsrally verdauen bzw. korrigieren müssen.
- Die Tasse-Henkel-Formation ist weiterhin intakt, der Ausbruchsversuch ist jedoch mehrmals gescheitert. Das Kursziel dieser Formation liegt bei 2.700 USD.
- Der Coppock-Indikator steht weiterhin auf Kauf, hat allerdings eine kleine Divergenz zum Preis ausgebildet.
- Der Optix-Index notiert bei 61 und somit im neutralen Terrain. Das Sentiment ist somit grundsätzlich konstruktiv und weit von überbordendem Optimismus entfernt.
- Angesichts der Tatsache, dass der Goldpreis nur knapp unter seinem (USD-)Allzeithoch notiert, interpretieren wir das geringe Interesse als positiv.
- Die Saisonalität mahnt ganz klar zu Vorsicht, Zurückhaltung und vor allem Geduld. Bis in den Juli hinein steht dem Edelmetall-Sektor statistisch betrachtet keine gute Phase bevor. Insbesondere der Juni ist traditionell ein äußerst schwacher Monat für den Goldpreis.
- Das Midas Touch Gold Modell™ ist am 10. März 2023 von neutral auf bullish gewechselt und konnte so in der Spitze einen Anstieg von rund 200 USD in den letzten zwei Monaten am Goldmarkt mitnehmen. Seit dem 11. Mai mehren sich jedoch die bearishen Signale.

Nach der umfassenden makroökonomischen und fundamentalen Analyse wenden wir uns nun der technischen Analyse des Goldpreises zu. Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle geschrieben:

*„Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns zu einer **eher durchwachsenen technischen Einschätzung kommen**. Seit dem Allzeithoch im August 2020 hat eine spekulative Bereinigung stattgefunden, die ein gesundes Fundament für weitere Kursanstiege bieten sollte. Der Coppock-Indikator hat Ende 2015 ein langfristiges Kaufsignal generiert. Die Auflösung der langfristigen Tasse-Henkel-Formation gestaltet sich deutlich zäher und langwieriger als erwartet. Die Stimmungslage hat sich zuletzt zwar eingetrübt, **ein extrem bearischer „Wash-out“ hat jedoch (noch) nicht stattgefunden**.“<sup>100</sup>*

*Bottoms are better to watch than to try and catch.*

**Rebecca “Becky” Quick**

*Time is more important than price. When time is up price will reverse.*

**W. D. Gann**

Diese technische Einschätzung erwies sich als korrekt. Wenige Tage nach der Veröffentlichung des *In Gold We Trust*-Reports 2022 setzte ein Abwärtstrend ein, der erst bei 1.600 USD seinen Boden fand. Der bearische „Wash-out“ hat somit stattgefunden. Dieses Low bereitete ein solides Fundament für eine Rally von knapp 400 USD.

**Wie sieht nun unsere aktuelle technische Einschätzung des Goldpreises aus?** Wenn wir für eine Goldene Regel der technischen Analyse abstimmen würden, wäre „the trend is your friend“ der Topkandidat. Und der Trend spricht derzeit sicherlich für Gold. Wie der nächste Chart zeigt, befindet sich der Goldpreis weiterhin über der 50- und der 200-Tageslinie. Für die längerfristige Standortbestimmung ziehen wir erneut den Coppock-Indikator heran.<sup>101</sup> Der Vorteil dieses Indikators liegt darin, dass man große Trendwechsel verlässlich erkennt. Der Coppock-Indikator steht weiterhin auf Kauf, hat allerdings eine kleine Divergenz zum Preis ausgebildet. Der KST<sup>102</sup> hat hingegen im Winter 2022 impulsiv nach oben gedreht und könnte einen baldigen Ausbruch vorankündigen.



Quelle: Tradingview, Incrementum AG

<sup>100</sup> „Technische Analyse“, *In Gold We Trust*-Report 2022, S. 391

<sup>101</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>102</sup> Der „Know Sure Thing“-Indikator (KST) von Martin Pring misst das Preismomentum von vier verschiedenen Preiszyklen.

*The public buys the most at the top and the least at the bottom.*

**Bob Farrell**

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

**Bob Farrell**

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

**Dave Rosenberg**

*The one who follows the crowd will usually get no further than the crowd. The one who walks alone, is likely to find himself in places no one has ever been.*

**Albert Einstein**

**Besonders interessant erscheint die langfristige Tasse-Henkel-Formation, die sich nun bald auflösen könnte.** Die Korrektur seit August 2020 erscheint als der Henkelteil der Formation. Das Kursziel kann durch die Messung des Abstands von der rechten Kante der Tasse bis zum Boden der Tasse geschätzt werden und dann weiter in die Richtung des Breakout-Bereiches verlängert werden. **Das Kursziel der Formation liegt weiterhin bei rund 2.700 USD.**

**Verschaffen wir uns nun einen Überblick über die Marktstimmung.** Naturgemäß zeigen sich Analysten mit Fortdauer eines Bullenmarktes zunehmend optimistisch und vice versa. Im Zuge der Berg-und-Talfahrt der letzten Monate wurden die Kursziele nun in gewohnt prozyklischer Manier gesenkt. Sieht man sich die Prognosen von Mitte Mai 2023 für Ende 2023 an, so wird im Median ein Preis von 1.936 USD erwartet. Die Kursziele für das Jahresende der Folgejahre sind: 2.000 USD (2024), 1.842 USD (2025), 1.700 USD (2026) und 1.650 USD (2027). De facto erwarten die Analysten somit eine Seitwärtsbewegung bis 2024 und anschließend einen Bärenmarkt.

### Bloomberg: Analysten-Konsens für Gold: 2023-2027

Gold \$/t oz		As Of	05/16/23	Ticker	Type	Actual	
Quarterly Forecast		Yearly Forecast					
Overview		Curve Analysis		Ranking			
Firms	Standard	Custom	Rank	All	Updated	Last 6 Months	
Consensus	Spot	As Of	2023	2024	2025	2026	2027
Median	05/12/23	1936.00	2000.00	1842.00	1700.00	1650.00	
Mean	05/12/23	1939.87	1947.82	1856.43	1712.83	1658.33	
High	05/12/23	2200.00	2100.00	2130.00	1927.00	1725.00	
Low	05/12/23	1790.00	1720.00	1600.00	1600.00	1600.00	
Forward	2007.87	05/16/23	2009.00	2133.71	2213.33	2256.11	2293.86
Diff (Median - Curr)			-73.00	-133.71	-371.33	-556.11	-643.86

Quelle: Bloomberg

**Bei Silber zeigt sich ein ähnliches Bild.** Per Jahresende wird im Median ein Preis von 23 USD erwartet. Anschließend soll der Preis in 2024 auf 24 USD steigen. Wirklich aussagekräftig ist der Konsens jedoch nicht mehr, denn die Anzahl der aktiven Coverages seitens der Banken hat sich in den letzten Jahren deutlich reduziert. **Dies bestätigt unsere Hypothese, wonach Silber im Finanzsektor ähnlich beliebt ist wie eine Schweinsstetzel und eine Maß Bier bei veganen Antialkoholikern.**

### Bloomberg: Analysten-Konsens für Silber: 2023-2027

Silver \$/t oz		As Of	05/16/23	Ticker	Type	Actual	
Quarterly Forecast		Yearly Forecast					
Overview		Curve Analysis		Ranking			
Firms	Standard	Custom	Rank	All	Updated	Last 6 Months	
Consensus	Spot	As Of	2023	2024	2025	2026	2027
Median	05/11/23	23.00	24.00	24.00	23.75	24.00	
Mean	05/11/23	23.20	23.84	23.59	23.63	24.00	
High	05/11/23	27.00	27.00	26.30	26.00	25.00	
Low	05/11/23	20.85	20.00	21.00	21.00	23.00	
Forward	23.78	05/16/23	24.06	25.53	26.22	27.09	27.30
Diff (Median - Curr)			-1.06	-1.53	-2.22	-3.34	-3.30

Quelle: Bloomberg

**Einer unserer favorisierten Sentimentindikatoren ist der Optix-Index von SentimenTrader.** Dieser bildet die gängigsten Stimmungskennzahlen 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.

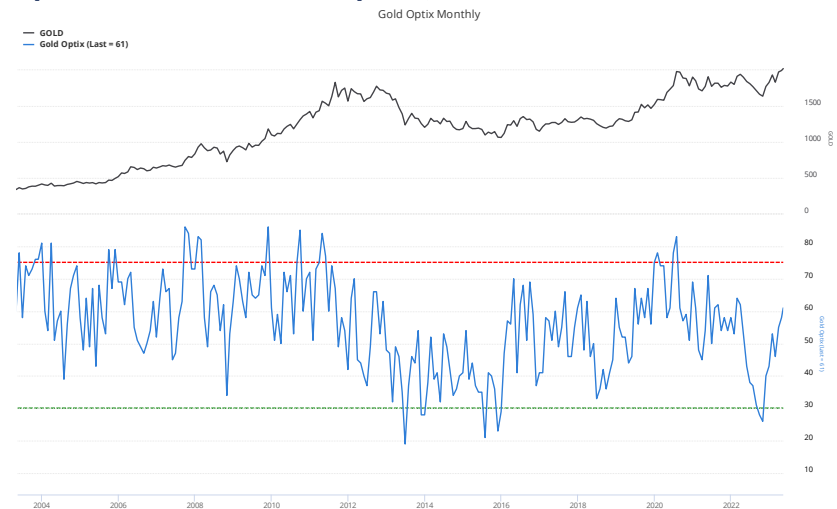


*Be careful when you follow the masses. Sometimes the "m" is silent.*

**Unknown**

**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 monatliche Optix-Index bei 61 und somit noch im neutralen Terrain. Vergleicht man das aktuelle Niveau mit dem letzten Höchststand vom Juli 2020, so lässt sich eine klare positive Divergenz erkennen. Dies signalisiert, dass der Goldpreis aus Sentiment-Sicht sicherlich noch Potenzial aufweist.

### Optix-Indikator und Goldpreis, 2004-2023



Quelle: [Sentimentrader.com](https://www.sentimentrader.com)

*Never invest on the basis of a story on page one. Invest on the basis of a story on page sixteen, that's headed to page one.*

**Don Cox**

Bezüglich der Stimmungslage im Silbersektor hatten wir einmal geschrieben: „Bei Silber hat die Party scheinbar noch nicht wirklich begonnen, wengleich die Gäste nun langsam eintreffen.“<sup>103</sup> Weitere Partygäste sind zwischenzeitlich tatsächlich hinzugekommen, andere haben die Party aber rasch wieder frustriert verlassen. **Der Optix-Index notiert aktuell bei 55, also im neutralen Terrain.**

### Optix-Indikator und Silberpreis, 2004-2023

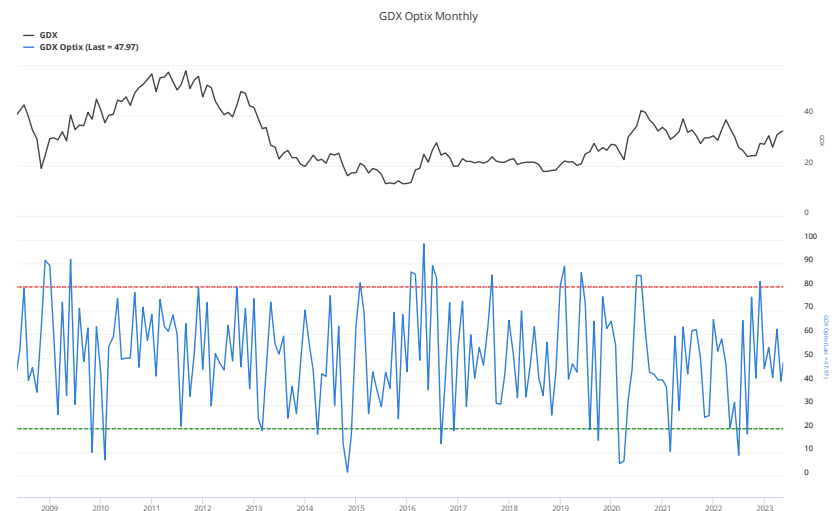


Quelle: [Sentimentrader.com](https://www.sentimentrader.com)

<sup>103</sup> „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2020, S. 327

Wenn wir uns schließlich die Stimmungslage bei den Minen-Investoren ansehen, so erkennen wir auch hier alles andere als überschäumende Euphorie. **Der Optix notiert aktuell bei 47 und damit ebenfalls im neutralen Terrain.**

### Optix-Indikator und GDX, 2008-2023



Quelle: [Sentimentrader.com](https://www.sentimentrader.com)

*Just when you find the key to the market, they change the locks.*

**Gerald Loeb**

**Auch heuer wollen wir zudem einen kurzen Blick auf die saisonalen Muster werfen.** Der folgende Chart zeigt die jährliche Entwicklung von Gold in US-Vorwahl-Jahren. Deutlich ist zu erkennen, dass ab Ende Mai saisonaler Gegenwind einsetzt, der sich Anfang Juli aber wieder umkehrt.<sup>104</sup> Insofern sollte aus saisonaler Sicht in den nächsten Wochen weiterer Gegenwind zu erwarten sein.

### Saisonalität von Gold in Vorwahljahren



Quelle: [Seasonax.com](https://www.seasonax.com)

Bei Silber lässt sich ebenso ein saisonaler Abwärtstrend bis Juli erkennen. Anschließend setzt bis Mitte September eine impulsive Trendphase ein.

<sup>104</sup> Die saisonalen Charts wurden uns von unseren Freunden von [www.seasonax.com](https://www.seasonax.com) zur Verfügung gestellt.

## Saisonalität von Silber in Vorwahljahren



Quelle: [Seasonax.com](https://www.seasonax.com)

## Das Midas Touch Gold Model™<sup>105</sup>

*„Die Märkte sind die gleichen wie vor fünf oder zehn Jahren, weil sie sich dauernd ändern, wie es auch seinerzeit der Fall war.“*

Ed Seykota

**Wie immer an dieser Stelle ist es Zeit für ein Update zum aktuellen Stand des „Midas Touch Gold Modells“<sup>TM106</sup> sowie einem kurz- bis mittelfristigen Ausblick unseres lieben Freundes Florian Grummes.**

Das Midas Touch Gold Modell™ beleuchtet den Goldmarkt aus sehr vielen unterschiedlichen Perspektiven mit einem rationalen und holistischen Ansatz. Es überzeugt mit seiner Vielseitigkeit als auch der quantitativen Messbarkeit. Obwohl dem Modell sehr viele Daten zugrunde liegen, gelingt es, eine umfangreiche Analyse kompakt und übersichtlich in einer Tabelle zusammenzuführen und zu einer klaren Schlussfolgerung zu kommen.

## Gold in USD (Monatschart)



Quelle: Midas Touch Consulting, Tradingview

**Wir hatten in den letzten eineinhalb Jahren immer wieder zu Geduld geraten und vermutet, dass sich der Ausbruch aus der riesigen Tasse-Henkel-Formation am Goldmarkt noch hinziehen dürfte.** Nachdem der

<sup>105</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>106</sup> Eine detaillierte Beschreibung des Modells und seiner Philosophie finden Sie im *In Gold We Trust-Report 2016*.

Goldpreis im März 2022 knapp unterhalb seines Allzeithoch gescheitert war, wechselte unser Gold-Modell bereits im April 2022 klar in den bearishen Modus.

Trotzdem hatten wir nicht mit einem sechs Monate währenden Rücksetzer bis auf 1.615 USD gerechnet. Der brutalste Zinsanhebungszyklus aller Zeiten sorgte jedoch wie in allen anderen Marktsektoren auch am Goldmarkt für eine heftige und tiefe Korrektur. Erfreulicherweise hat uns das Midas Touch Gold Modell™ zusammen mit unserer technischen Analyse abgesehen von der einmonatigen Sommer-Rally fast durchgehend an die Seitenlinie gezwungen.

**Mitte Oktober 2022 waren die Leerverkaufs- und Absicherungs-Positionen unter den Kleinanlegern dann jedoch auf historische Höchststände explodiert** und damit die Stimmung an den Finanzmärkten so miserabel, dass zumindest eine Erholung offensichtlich bevorstand. Der klare dreifache Boden bei 1.615 USD sorgte schließlich für die Trendwende nach oben am Goldmarkt.

*Ein Kennzeichen erfolgreicher Trader ist, dass sie einwandfrei funktionieren, wenn sie nicht traden. Wenn sich die Märkte beruhigen und in eine Konsolidierung oder Korrektur geraten, beschäftigen sich diese Trader mit verschiedenen Aktivitäten, wie dem Austausch mit Kollegen bis hin zur Recherche. Trader, die Untätigkeit nur schwer ertragen können, verspüren dann zwangsläufig den Drang zu traden, auch wenn es häufig überhaupt keinen Anlass dazu gibt. Für sie ist der Verlust von Geld weniger belastend als Langeweile.*

**Dr. Brett Steenbarger**

**Zügig gelang eine erste Gegenbewegung bis zur 200-Tageslinie sowie der psychologischen Marke von 1.800 USD.** In einem immer noch von Angst und Skepsis geprägten Marktumfeld konnten sich die Goldnotierungen den Dezember über an der Marke von 1.800 USD etablieren, sodass Anfang Januar die nächste Stufe der Erholungsrally gezündet werden konnte. Diese brachte die Goldnotierungen mit 1.959 USD schon wieder in Sichtweite der magischen Schwelle von 2.000 USD. Nach einem Anstieg von 21,22% bzw. 243 USD in gerade einmal drei Monaten, meldeten sich im Februar allerdings die Bären vorübergehend zurück und drückten die Goldpreise gnadenlos vier Wochen lang bis auf 1.804 USD in den Keller.

**Der Bankrun auf die Silicon Valley Bank sowie die dadurch aufkommende Bankenkrise in den USA ließen den Goldpreis im Anschluss jedoch in gerade einmal drei Wochen bis auf 2.009 USD erneut massiv und vor allem scharf nach oben schießen.** Seitdem konnten sich die Goldnotierungen unter Schwankungen bis auf 2.067 USD weiter verbessern. Am Spotmarkt wurde das Allzeithoch damit bislang verfehlt. **Der Juni-Future erzielte mit 2.085 USD jedoch ein neues Allzeithoch.**

**Trotz der starken Performance ist dem Goldmarkt in den letzten Wochen allerdings schrittweise das Momentum abhandengekommen.** Dabei wirkt die Aufwärtsbewegung immer zäher und die negativen Divergenzen nehmen zu. Letztlich müssen wir uns einfach klar machen, dass der Anstieg von 1.615 USD bis auf 2.067 USD (+452 USD bzw. +27,86%) in den letzten sechs Monaten viel Kraft gekostet hat und die Monate Mai, Juni und Juli typischerweise eher schwach ausfallen. Insofern warnen wir bereits seit einigen Wochen vor einem „Topping-Prozess“, bei dem sich die Goldpreise um die Marke von 2.050 USD festlaufen könnten. Im Anschluss wäre dann ein Rücksetzer zu erwarten. Dieser sollte unter „normalen Umständen“ ungefähr in den Bereich von 1.900 bis 1.920 USD zurückführen. Dabei wäre auch ein Wiedersehen mit der jetzt schnell steigenden 200-Tageslinie (1.820 USD) bis zum Hochsommer durchaus typisch und erstrebenswert. Im allerbesten Fall finden sich aber bereits um

1.970 USD schon wieder mehr Käufer als Verkäufer. Der Korrekturbedarf würde dann bis zum Hochsommer primär über die Zeitachse abgearbeitet.

**Alternativ kehren die Bären mit voller Wucht an die Finanzmärkte zurück.** Dann würde auch der Goldpreis deutlich mehr Federn lassen müssen. Gründe für ein deflationäres zweites Halbjahr gäbe es genügend, allerdings sind all diese Faktoren bekannt und eingepreist. Ebenso überwiegt die Zahl der Pessimisten weiterhin deutlich. Es würde uns daher nicht wundern, wenn der Crash, von dem alle sprechen, bereits im Jahr 2022 über die Bühne gegangen ist und die Märkte durch die verdeckten neuen Gelddruck-Maßnahmen zukünftig weiter nach oben gedrückt werden würden.

### Midas Touch Gold Modell™

Midas Touch Gold Modell™ vom 13.Mai 2023			Version 1.3		
Gold USD - Monatschart	2.011,01 USD	Kaufsignal 28.02.2023, Umkehrsignal @ 1.658,93 USD	Bullisch		
Gold USD - Wochenchart	2.011,01 USD	Kaufsignal 13.03.2023, Umkehrsignal @ 1.915,85 USD	Bullisch		
Gold USD - Tageschart	2.011,01 USD	Kaufsignal 02.05.2023, Umkehrsignal @ 2.002,15 USD	Bullisch		
Gold GVZ Volatilität Index CBOE	17,37	Fallende bzw. neutrale Volatilität, keine Panik-Käufe		Neutral	
Gold CoT-Report	-222.515	Kommerzielle Shortposition zu hoch			Bärisch
Gold Sentiment	60	Sentiment ist neutral		Neutral	
Gold Saisonalität	Mai	Bis mindestens Ende Juni negativer saisonaler Zyklus			Bärisch
Ratio DowJones/Gold	16,49	Kaufsignal 03.01.2023, Umkehrsignal @ 17,56; Gold stärker als Aktien	Bullisch		
Ratio Gold/Silber	83,62	Kaufsignal 27.03.2023, Umkehrsignal @ 88,49; Silber stärker als Gold	Bullisch		
Ratio Gold/Öl	28,84	Kaufsignal 01.05.2023, Umkehrsignal @ 24,29; Gold stärker als Öl	Bullisch		
Ratio Gold/Rohstoffe (GNX)	3,75	Kaufsignal 07.11.2022, Umkehrsignal @ 3,48; Gold stärker als Rohstoffe	Bullisch		
Ratio Bitcoin/Gold	13,34	Verkaufssignal 09.01.2023, Umkehrsignal @ 12,40; Bitcoin stärker als Gold			Bärisch
SPDR Gold Trust Bestände (GLD)	937,54t	Plus 11,3 Tonnen in den letzten zwei Wochen, aber ETFs nicht Treiber der Rally		Bullisch	
Gold in \$, €, £, ¥	3 von 4	Auf Monatszeit im Plus gegen EUR, GBP und JPY, aber im Minus gegen USD		Neutral	
Gold in indischen Rupien	165.419 INR	Kaufsignal 03.05.2023, Umkehrsignal @ 163.327 INR	Bullisch		
Gold in chinesischen Renminbi Yuan	13.992 CNY	Kaufsignal 03.05.2023, Umkehrsignal @ 13.747 CNY	Bullisch		
GDX Goldminen ETF - Tageschart	33,6	Verkaufssignal 11.05.2023, Umkehrsignal @ 36,20 USD			Bärisch
GDX Goldminen ETF - Sentiment	38,69	Sentiment ist neutral		Neutral	
US-Dollar - Tageschart	102,51	Kaufsignal 12.05.2023, Umkehrsignal @ 100,52; Starker Dollar ist bärisch für Gold			Bärisch
US-Dollar CoT-Report	-12,626	Kommerzielle Händler nur noch mit kleiner Shortposition auf den US-Dollar auf		Neutral	
US Realzinsen	-1,600%	3-Monatiger T-bill Zins (5,25%) - 3 Monats Durchschnitt des jährl. CPI (6,85%)	Bullisch		

Das Gold-Modell ist seit dem 10.März 2023 im bullischen Modus

in gold we trust .report © 2023 Midas Touch Consulting/Florian Grummes MIDAS TOUCH CONSULTING

Quelle: Midas Touch Consulting

*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**

**Das Midas Touch Gold Modell™ ist zuletzt am 10. März 2023 von neutral zurück auf bullish gewechselt und konnte so in der Spitze einen Anstieg von rund 200 USD in den letzten zwei Monaten am Goldmarkt mitnehmen.** Mit dem neuen Verkaufssignal für den GDX-Goldminen-ETF sowie dem Kaufsignal für den US-Dollar hat sich die Lage in den letzten Handelstagen aber deutlich eingetrübt. Auf dem Tageschart für den Goldpreis in US-Dollar fehlt bis zu einem Umkehrsignal (2.002,15 USD) auch nicht mehr viel. Dann würde das Midas Touch Gold Modell™ auf neutral umschwenken. Silber scheint mit der großen roten Tageskerze am 11. Mai bereits gedreht zu haben. Hier verbleibt ein kleines Doppeltop um die Marke von 26 USD. Das Gold/Silber-Ratio hat allerdings noch nicht von bullisch auf bearish gewechselt.

**Insgesamt lassen sich derzeit folgende Schlussfolgerungen aus dem Midas Touch Gold Modell™ ableiten:**

- **Sowohl auf dem Monats- als auch auf dem Wochenchart sind weiterhin Kaufsignale aktiv.** Insbesondere das Kaufsignal auf dem Monatschart sitzt fest im Sattel und dreht aktuell erst bei 1.658,93 USD. Das Kaufsignal auf dem Wochenchart hingegen könnte im Zuge einer mehrwöchigen Frühlingskorrektur kippen. Derzeit wäre dies allerdings erst bei einem Goldpreis von 1.915,85 USD der Fall. Pro Woche steigt diese Schwelle um ca. 15 USD.

- **Die Saisonalität mahnt ganz klar zu Vorsicht, Zurückhaltung und vor allem Geduld.** Bis in den Juli hinein steht dem Edelmetall-Sektor statistisch betrachtet keine gute Phase bevor. Insbesondere der Juni ist traditionell ein äußerst schwacher Monat für den Goldpreis.
- **Trotz der starken Aufwärtsbewegung über die letzten sechs Monate ist das Sentiment immer noch neutral.** Euphorie und Gier sind (noch) nicht vorhanden, ebenso fand die Rally im Mainstream bislang kaum Beachtung. Das sind mittelfristig ideale Voraussetzungen für den nachhaltigen Ausbruch über die große Widerstandszone um 2.050 USD und einen mehrjährigen Bullenmarkt.
- **Seit Anfang des Jahres hat der Goldpreis den Dow Jones klar outperformt.** Im großen Bild erreichte das DowJones/Gold-Ratio im Dezember 2021 sowie im Oktober 2022 im Vergleich zum Hoch vom September 2018 jeweils nur noch einen tieferen Hochpunkt. Langsam, aber sicher kristallisiert sich ein Abwärtstrend heraus. Im nächsten Schritt stünde im kommenden Jahr auch ein tieferes Tief an. D.h., Gold müsste die Aktien immer stärker outperformen und das DowJones/Gold-Ratio würde sich auf dem Weg in Richtung 12:1 befinden.
- **Seit dem Kaufsignal am 7. November 2022 hat der Goldpreis die anderen Rohstoffe stark outperformt.** In den kommenden Wochen wäre im Zuge einer Korrektur am Goldmarkt auch ein Favoritenwechsel im Rohstofflager zu erwarten. Insbesondere der überverkaufte Kupferpreis könnte nun eine Zeit lang das Ruder übernehmen. Im Anschluss könnte möglicherweise der Ölpreis das Zepter übernehmen.
- **Die Rally der letzten sechs Monate wurde nicht von den Gold-ETFs verursacht!** So haben sich die Bestände des größten Gold-ETFs GLD in den letzten sechseinhalb Monaten lediglich um ca. 22 Tonnen erhöht. Vermutlich werden die Gold-ETFs erst bei höheren Preisen für zusätzliche Nachfrage sorgen.
- **Während Gold fast ein neues Allzeithoch erreichte, handeln die Minenaktien (GDX) rund 20% unter ihrem Hoch vom August 2020.** Der Goldminen-ETF drehte bereits im September 2022 nach oben und konnte mit einem Plus von 68,47% einen 2,4-fachen Hebel auf den Goldpreis liefern. Trotz dieser klaren Outperformance über die letzten sechseinhalb Monate ist die Entwicklung der letzten drei Jahre insgesamt enttäuschend und hinkt dem Goldpreis hinterher. Seit dem 11. Mai hat der Goldminen-ETF GDX ein neues Verkaufssignal aktiviert. Eine gesunde Minimal-Korrektur könnte den ETF problemlos bis an das 38,2%-Retracement (30,62 USD) der Aufwärtsbewegung der letzten sechs Monate führen. Dies entspräche einem Korrekturpotenzial von mindestens 8%.
- **Nach einem Rückgang um 12,2% innerhalb von sieben Monaten besitzt der US-Dollar-Index jetzt ein gewisses Erholungspotenzial.** Mit einem neuen Kaufsignal am 11. Mai 2023 im Rücken könnte sich der Greenback in den kommenden Wochen zumindest bis an seine langsam fallende 200-Tageslinie (105,85 USD) erholen. Ein etwas stärkerer US-Dollar dürfte dem Goldpreis zusetzen.

## Gold in USD (Tageschart)



Quelle: Midas Touch Consulting, Tradingview

**Auf dem Tageschart hat sich der Goldpreis vermutlich in den letzten Wochen um die Marke von 2.050 USD festgelaufen.** Gleichzeitig hat sich ein bearischer Keil entwickelt, während zahlreiche Indikatoren wie z. B. der Stochastik-Oszillator die neuen Preishochs zuletzt nicht mehr bestätigt haben (negative Divergenz). Mit einem Wochenschlusskurs von 2.010,90 USD ist der Goldpreis bereits fast aus dem Keil nach unten ausgebrochen. **Die Keil-Formation hätte ein Korrekturziel bei ca. 1.825 USD.**

*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**

**In diesem Bereich bewegt sich aktuell auch die immer schneller steigende 200-Tageslinie (1.821 USD).** Mitte Juli, also gegen Ende der negativen saisonalen Phase, dürfte dieser wichtige gleitende Durchschnitt jedoch ungefähr die Marke von 1.900 USD erreicht haben. Idealerweise sollte Gold vor dem Beginn der nächsten Aufwärtswelle seine 200-Tageslinie noch einmal testen. Zusammen mit dem 38,2%-Retracement der gesamten Aufwärtsbewegung, d. h. von 1.615 bis auf 2.067 USD, erscheint uns der Bereich zwischen 1.900 und 1.920 USD daher als Zielzone für die vermutlich angelaufene Korrektur prädestiniert. Das wäre sozusagen der Mittelweg zwischen einer großen Korrektur, welche das charttechnisch günstige Bild wohl zerstören würde, und einer flachen, primär über die Zeit ausgelegten Konsolidierung oberhalb von 1.970 USD, welche die heiß gelaufene Konstellation wohl nicht ausreichend bereinigen würde.

*Vorfreude ist die schönste Freude.*

**Sprichwort**

**Insgesamt dürfte der Goldpreis in den kommenden ein bis drei Monaten vermutlich seine fulminante Erholungsrally verdauen bzw. korrigieren müssen.** Dabei muss der Rücksetzer nicht unbedingt sehr tief ausfallen. Im allerbesten Fall könnten schon um 1.970 USD wieder deutlich mehr Käufer als Verkäufer auftauchen. Besser wäre es jedoch, wenn der Rücksetzer bis in den Bereich um 1.900 bis 1.920 USD laufen würde und dort auch das noch offene Mini-Gap beim Gold-Future schließen könnte. Im Anschluss stünde dann der Ausbruch über die dreijährige Widerstandszone um 2.050–2.075 USD auf dem Programm, womit auch die riesige Tasse-Henkel-Formation nach oben ausgelöst werden würde. Seit 2011 hat sich am Goldmarkt durch dieses Muster eine enorme Menge an Energie aufgestaut, die schon in Q4/2023 für Kurse jenseits von 2.500 USD sorgen könnte. Für diesen Kraftakt wäre es allerdings wichtig, dass der Goldpreis in den kommenden Wochen mittels eines gesunden Rücksetzers nochmal ordentlich Luft holen kann. Gelingt dies nicht, dürfte der Ausbruch über 2.075 USD deutlich weniger berauschend werden.

## Fazit

*Remember – if I am right at the wrong time, I am wrong.*

**Matt Kenah**

*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**

*Far more money has been lost by investors preparing for corrections than has been lost in the corrections themselves.*

**Peter Lynch**

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.

**Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns zu einer leicht positiven technischen Einschätzung kommen.** Seit dem Allzeithoch im August 2020 hat eine spekulative Bereinigung stattgefunden, die im Herbst 2022 in einem finalen „Wash-out“ kulminierte. Der Coppock-Indikator steht weiterhin auf Kauf, hat allerdings eine kleine Divergenz ausgebildet. Die Auflösung der langfristigen Tasse-Henkel-Formation gestaltet sich deutlich zäher und langwieriger als erwartet.

**Die Stimmungslage befindet sich im Niemandsland.** Angesichts der Tatsache, dass der Goldpreis nur knapp unter seinem (USD-)Allzeithoch notiert, interpretieren wir dies als positiv. Die Kombination aus weiterhin relativ geringem Interesse an Gold und Silber seitens der Investoren sowie der mangelnden Kursphantasie seitens der Analysten ist unserer Meinung nach ein gutes Fundament für einen Ausbruch aus der mehrjährigen Tasse-Henkel-Formation. **Es scheint aber gut möglich, dass dieser Ausbruch sich noch ein wenig Zeit lassen könnte.**





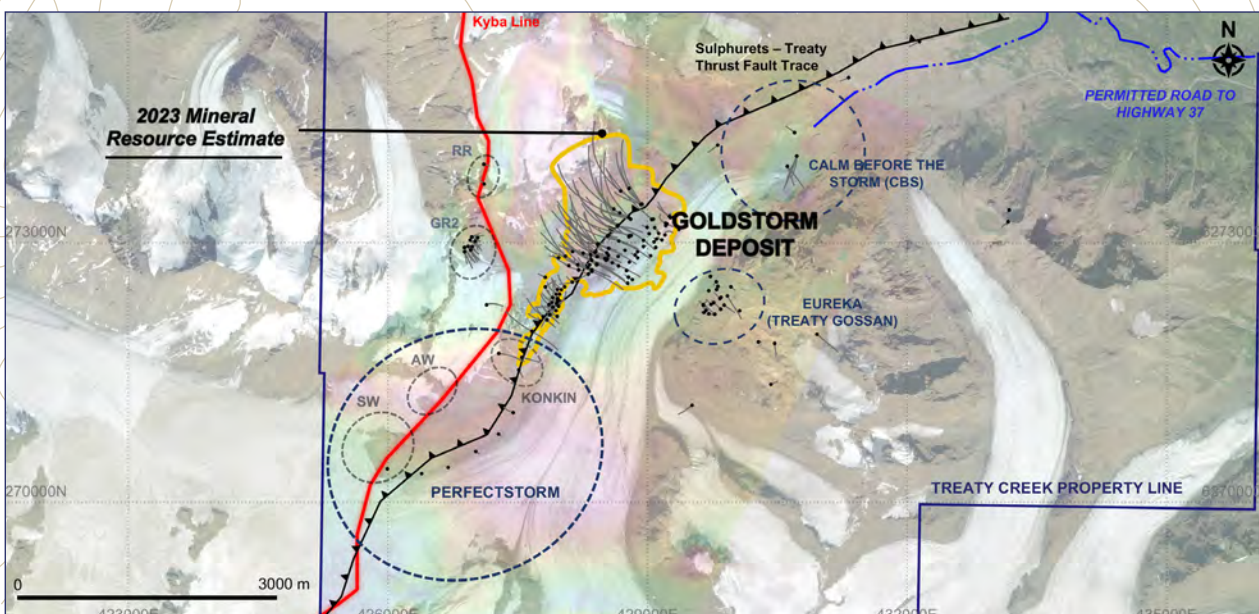
# TUDOR GOLD

## Why Invest in TUDOR GOLD Corp.?

Treaty Creek's Goldstorm Deposit is one of the largest gold discoveries in the past 30 years!

- ✓ **Updated Mineral Resource Estimate (MRE) in March 2023:**
  - 23.4 Moz @ 1.13 g/t AuEQ (Indicated) & 7.4 Moz @ 0.98 g/t AuEQ (Inferred) (0.5 g/t AuEQ cut-off)
  - Substantial increase in ore grades (by 52.7 %) in comparison to 2021 MRE
- ✓ **Quality of Ounces Increasing:**
  - 15.18 Moz @ 1.48 g/t AuEQ (Indicated) (1.0 g/t AuEQ cut-off)
- ✓ **Mineral Diversity:**
  - Goldstorm hosts significant amounts of copper (+ 3 billion lbs) & silver (+150 million oz)
- ✓ **Significant Exploration & Investment Upside:**
  - Goldstorm remains open in all directions with huge geological potential for similar size discovery at Perfectstorm Zone
- ✓ **Excellent Jurisdiction and Infrastructure:**
  - Mining friendly political environment with substantial roads, power grid and seaports
- ✓ **Management Success:**
  - Proven track record of past discoveries and developing successful producing mines
  - CEO **Ken Konkin**, (P.Geo.) is an award-winning geologist and was instrumental in the discovery of the Valley of the Kings deposit at the Brucejack Mine (Newcrest Mining).
- ✓ **Strong Corporate Structure:**
  - Equity ownership is 44.8% insider held which includes Tudor Holdings and Eric Sprott
- ✓ **Local Support with First Nations:**
  - Signed Agreement with Tahltan Nation and support from local communities

## TREATY CREEK – DEVELOPING THE GOLDEN TRIANGLE'S NEWEST GOLD-COPPER PORPHYRY SYSTEM



# Quo Vadis, Aurum?

*Bad dreamer, what's your name?  
Looks like we're ridin' on the same train  
Looks as through there'll be more pain  
There's gonna be a Showdown.*

Electric Light Orchestra, „Showdown“

- Der Faktor Zeit wird hinsichtlich der Auswirkungen der Zinserhöhungen deutlich unterschätzt. In Anbetracht der rasanten geldpolitischen Straffung erwarten wir in den kommenden 12 Monaten eine Rezession.
- Wir nähern uns einem Entscheidungspunkt in der Geldpolitik. Aufgrund der zunehmenden Fragilität von Banken, Realwirtschaft und Finanzmärkten wird es im Zusammenhang mit dem erwarteten Abschwung zum geldpolitischen Showdown kommen.
- Der geopolitische Showdown rund um die Neusortierung der Weltordnung ist bereits in vollem Gange. Die strukturell deutlich höhere Goldnachfrage seitens der Notenbanken wird ein wesentlicher Treiber des Goldbullenenmarktes sein.
- Auch wenn die Teuerungsraten in den USA und der Eurozone zuletzt gefallen sind, gehen wir davon aus, dass eine weitere Inflationswelle folgen wird und uns das Umfeld der „Stagflation 2.0“ weiter begleiten wird.
- Goldpreis-Ausblick: Basierend auf dem *Incrementum Rezessionsphasen-Modell* ergibt sich bei Eintritt einer Rezession eine prognostizierte Spanne für den Goldpreis von 2.300-2.400 USD innerhalb eines Zeitraums von 12 Monaten. An unserem Dekaden-Kursziel von 4.800 USD halten wir weiterhin fest.

## Die Epoche multipler Showdowns

*Das ist 'ne schlechte Zeit für Optimisten  
Die müssen ziemlich einsam sein  
Also lasst sie uns ein wenig unterstützen  
Wer will schon gern' alleine sein?*  
**Silbermond**

*I don't see a financial crisis occurring in our lifetimes.*  
**Janet Yellen**

**Hartnäckig hohe Inflationszahlen, steigende Zinsen, Rezessionswarnungen, Bankenkrise bei gleichzeitig stattfindendem Krieg in Europa, tektonische Verschiebungen geopolitischer Allianzen und intensivierte De-Dollarization-Bemühungen.** Wir befinden uns nicht nur in einer Zeit multipler Krisen, sondern auch multipler Showdowns. Die chinesische Redewendung „Du mögest in spannenden Zeiten leben“ hat einen unbehaglichen Beigeschmack und wird in China durchaus auch als Fluch gesehen.

**Wir wollen den Umstand spannender Zeiten jedoch nicht als Fluch sehen, sondern als Herausforderung, als Aufgabe, die es nun zu bewältigen gilt.** Dazu sollten wir uns bewusst machen, dass die Zeiten der Ungewissheit und Instabilität zwar herausfordernd sind, aber auch eine Chance darstellen, um unser Geschichtsbewusstsein zu schärfen und uns auf künftige Entwicklungen vorzubereiten. **Welche Faktoren sind nun für Anleger angesichts der Ungewissheit und Instabilität besonders zu beachten?**

## Die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken erodiert

*Credit money is based on trust, and in competitive markets, trust itself becomes a scarce commodity.*  
**David Graeber**

**Das Vertrauen in die Zentralbanken ist nach der kolossalen Fehleinschätzung der Inflationsentwicklung zweifelsohne angeschlagen.** Letztes Jahr haben wir einen Ausflug in die Welt der Ornithologie unternommen. Wir schrieben damals:

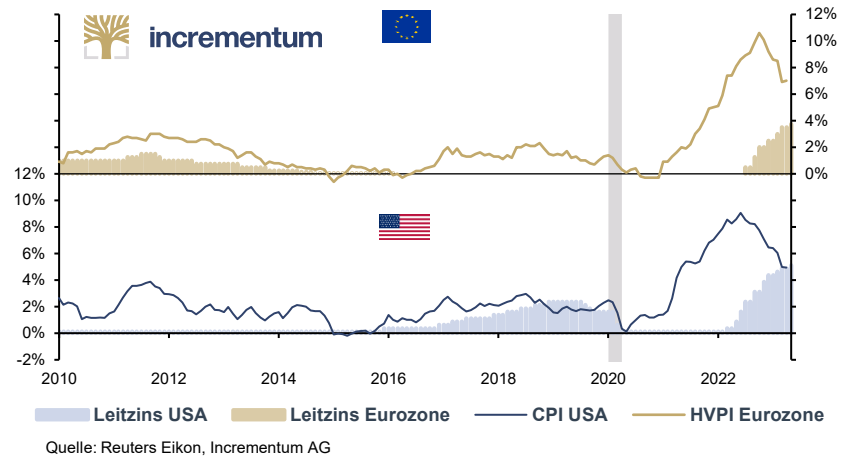
*„Während die Notenbanker in den USA, Großbritannien und weiteren Staaten den Zinserhöhungszyklus spät, aber doch in Gang gebracht haben, scheinen EZB-Präsidentin Christine Lagarde und viele weitere Vertreter des EZB-Rats überhaupt nicht zu wissen, was ein geldpolitischer Falke ist. Eine ornithologisch-ökonomische Nachhilfestunde scheint angebracht, denn in der EZB findet man mittlerweile weniger Falken als Gämsen in den Niederlanden. Mit der vermeintlichen Sanftheit der Taube, d. h. einer weitestgehenden geldpolitischen Passivität, wird darauf gehofft, dass das Inflationsproblem gleichsam von selbst verschwindet. Doch diese Sicht ist nicht sanft oder naiv, sondern brandgefährlich.“<sup>107</sup>*

*Central planning is as futile as trying to strap on wings and fly like a bird – and potentially as calamitous.*  
**Donald Boudreaux**

**Ein Jahr später lässt sich sagen, dass die ornithologisch-ökonomische Nachhilfestunde, die wir empfohlen hatten, offenbar dringend nötig gewesen wäre.** Während die Federal Reserve den Zinserhöhungszyklus spät, aber letztlich doch konsequent in Angriff nahm, hat die EZB noch später und weit weniger beherzt reagiert. In den USA erreichte die letzte Inflationswelle im Juni 2022 bei einem Wert von 9,1% ihren Höhepunkt, während in der Eurozone im Oktober 2022 ein Höchstwert von 10,6% gemessen wurde. Der Zinserhöhungszyklus hat sich seitdem fortgesetzt, mit einem Anstieg auf 5,25% in den USA und 3,75% in der Eurozone.

<sup>107</sup> „Quo vadis, aurum?“, In Gold We Trust-Report 2022, S. 400

Leitzins, und CPI/HVPI, USA (lhs), und Eurozone (rhs), 01/2010-05/2023



*The hope of a soft landing or mild recession is a consensus delusion sucking investors into the over-crowded investments of a past era.*

**Tavi Costa**

**Sind die Zentralbanken nun tatsächlich dabei, ihr Taubennest in einen Falkenhorst umzubauen?** Die Antwort werden wir erst in den kommenden Monaten erhalten, wenn es zum geldpolitischen Showdown kommt. Speziell die Federal Reserve war im Zuge der Turbulenzen um die mittlerweile drei größeren Bankenkonkurse bereits unter Zugzwang und reagierte rasch. Die neuerliche Ausweitung der Zentralbankbilanz um 400 Mrd. USD ist wohl ein handfestes Indiz dafür, dass sie der Stabilität des Bankensektors und damit des Finanzmarktes im Zweifel höhere Priorität als der Preisstabilität beimisst. Die bislang erfolgten Bankenpleiten führten noch nicht zu einem systembedrohenden Kataklysmus. **Wir sind jedoch der festen Überzeugung, dass eine Verschärfung der Krise auch zur offiziellen Umkehr der restriktiven Geldpolitik führen wird.**

*The banking system is sound and resilient.*

**Jerome Powell**

**Die jüngsten Ereignisse deuten darauf hin, dass die bislang zaghafte Erholung des Ansehens von Zentralbanken bereits wieder in sich zusammenzufallen droht.** So beteuerte Jerome Powell am 4. Mai noch, dass das US-amerikanische Bankensystem „stabil und widerstandsfähig“ sei. Doch bereits am 5. Mai brachen erneut die Aktienkurse einiger regionaler US-Banken ein, teilweise gar um die Hälfte. Sollten in den kommenden Wochen weitere schwerwiegendere Probleme im Bankensektor auftreten, könnte dies trotz gegenteiliger Zusicherungen der Notenbank rasch zu einem veritablen Glaubwürdigkeitsverlust führen.



## Der unterschätzte Faktor Zeit

*Worry is interest paid on trouble before it is due.*

**William Ralph Inge**

Wie im *In Gold We Trust-Report 2022* ausführlich geschildert, ist das ursprünglich erklärte geldpolitische Ziel, die monetäre Straffung zu bewerkstelligen und die Inflation unter 2% zu drücken, ohne eine Rezession auszulösen, unrealistisch. **Wir sind der Überzeugung, dass sich aufgrund der geldpolitischen Vollbremsung vor uns ein Übermaß an ökonomischen Misständen offenbart.** Monetär induzierte Booms verschleiern stets eine Vielzahl von Finanzsünde(r)n und fördern Herdenverhalten, falsches Risikobewusstsein, Leichtsinns und eine „this time is different“-Mentalität.

*It wasn't raining when Noah built the ark.*

**Warren Buffett**

**Warren Buffett verglich den Zins mit der Schwerkraft: Wie die Erdanziehungskraft auf Masse wirkt, so wirkt der Zins auf die Bewertungen.** Je stärker die Zinsen sinken, desto stärker steigen die Bewertungen aufgrund des Diskontierungseffekts, bei Niedrig- und Nullzinsen bis in astronomische Höhen. Beginnen die Zinsen wieder zu steigen, kehren die Bewertungen wieder auf den Boden der Realität zurück. Angesichts der jahrelangen Bewertungshausse in den (zu) vielen Jahren der Null- und Niedrigzinsen kommt diese Rückkehr zu „normalen“ Zinsniveaus für viele Assetklassen einem brutalen Aufklatschen auf dem harten Boden der Realität gleich.

**Coffee:** *You can do this.*

**Wine:** *You don't have to do this.*

**Tequila:** *You just did that.*

**Völlig unterschätzt wird hierbei unserer Meinung nach der Faktor Zeit.**

Zuerst bedarf es einiger Zeit, bis sich die Ausweitung der Geldmenge in der Realwirtschaft entfaltet und die Inflationsraten nach oben treibt. **Wir nannten diese zeitliche Verzögerung einmal scherzhaft „Tequila Theory of Money“.** Ein paar Tequila-Shots am Abend tragen zweifelsohne dazu bei, die Stimmung auf einer Party zu heben. Erst am nächsten Tag machen sich die unweigerlichen Konsequenzen in Form von Übelkeit, stechenden Kopfschmerzen und potenziellen amourösen Fehlritten bemerkbar.

*Panik ist die plötzliche Erkenntnis, dass alles schiefgeht.*

**Kurt Vonnegut**

*In der zeitlichen Abfolge läuft die Geldpolitik der Konjunktur und diese der Inflation voraus. Wenn die Zentralbanken nun also aufgrund der stark gestiegenen Inflation die Geldpolitik anziehen, dann entspricht das einem Chauffeur, der beim Vorwärtsfahren nur in den Rückspiegel schaut.*

**Felix Zulauf**

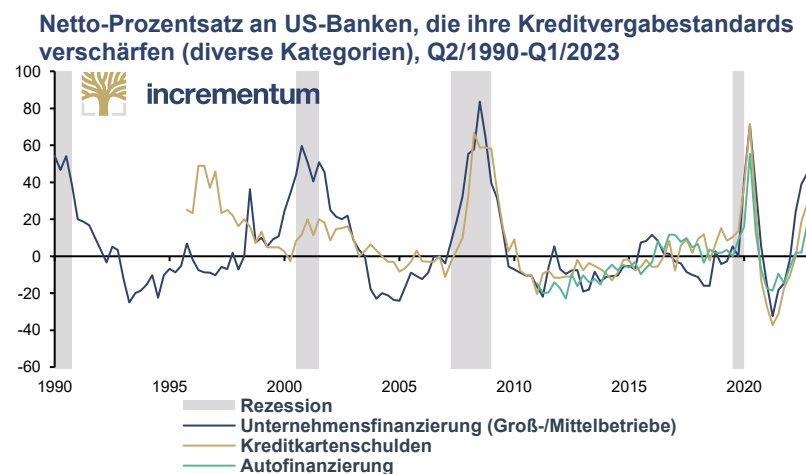
*If you can't spot the sucker in the first half hour at the table, then you are the sucker.*

**Mike McDermott**

2022 begannen die Preisdämme zu bersten, und nach einigen Monaten der Beschwichtigungsrhetorik über den vermeintlich „vorübergehenden“ Charakter der Teuerung brach unter den Zentralbanken Panik aus. Insbesondere in den USA wurde die geldpolitische Notbremse gezogen. Ein kräftiges Ziehen an dieser Bremse löst – im Gegensatz zur Betätigung einer mechanischen Notbremse – jedoch keine unmittelbare Konsequenz aus. **Jetzt schließt sich der Kreis, abermals müssen wir aber vor den Verzögerungseffekten warnen, dieses Mal jedoch in die entgegengesetzte Richtung.** Die Auswirkungen von QT und höheren Zinssätzen werden von Tag zu Tag deutlicher zu spüren sein.

**Um die Zeitverzögerung von geldpolitischen Maßnahmen zu veranschaulichen, ist für Investoren, insbesondere für „pessimistic bulls“, ein Blick in die jüngere Vergangenheit ratsam.** Im September 2007 sah sich der damalige Vorsitzende der Federal Reserve, Ben Bernanke, trotz einer Inflation von über 2% gezwungen, erstmals seit Juni 2003 die Zinsen zu senken. Zu diesem Zeitpunkt war der US-Immobilienmarkt bereits stark rückgängig. Obwohl die Wall Street zunächst in einen Freudentaumel verfiel, rutschten die USA und damit die globale Wirtschaft 2008/2009 in die größte Krise seit der Großen Depression. Die ursprünglichen Zinssenkungen verpufften vollständig. **Der US-CPI sank von 5,6% im Juli 2008 auf -2% ein Jahr später.** Die Aktienmärkte erreichten ihre Tiefststände am 9. März 2009, und damit erst 19 Monate nach der ersten Zinssenkung und fünf Monate nach der Einführung von QE1. **Trotz zahlreicher Kopfschmerztabletten trieb der Tequila also noch lange sein Unwesen.**

**Dieses Beispiel verdeutlicht die erheblichen Verzögerungseffekte der Geldpolitik.** Es wird noch einige Quartale dauern, bis die Folgen der Zinsanhebungen der letzten 14 Monate vollständig erkennbar sind. Die nun verschärften Kreditvergabebedingungen für Unternehmen und Verbraucher lassen uns vermuten, dass eine disinflationär wirkende Rezession von Tag zu Tag wahrscheinlicher wird.



*If Jerome Powell is the new Paul Volcker, then Danny de Vito is the new Brad Pitt.*

**Ronnie Stöferle,**  
**Macrovoices Interview**

*Let us not seek the Republican answer or the Democratic answer, but the right answer. Let us not seek to fix the blame for the past. Let us accept our own responsibility for the future.*

**John F. Kennedy**

*Players lose a typical game of Tetris when they can no longer keep up with the increasing speed, and the Tetriminos stack up to the top of the playing field. This is commonly referred to as topping out.*

**Wikipediaeintrag über "Tetris"**

**Die entscheidenden Fragen lauten nun:** Wird der monetäre Straffungsprozess die Teuerung weit genug senken, sodass die Notenbanken ihr Gesicht wahren und anschließend wieder die Zügel lockern können? Und kann die geldpolitische Entziehungskur abgeschlossen werden, ohne dass die Konjunktur und die Finanzmärkte zu starken Schaden nehmen? Dazu bedarf es wohl eiserner Disziplin und politischer Unabhängigkeit auf Ebene der Zentralbankführung. Auch wenn Jerome Powell mit Anspielungen auf Paul Volcker Glaubwürdigkeit und Vertrauen zurückgewinnen will, so halten wir den Vergleich Volcker vs. Powell für unpassend. **Der Hauptgrund? Die deutlich verschärfte Verschuldungssituation.**

## Das systemische Verschuldungsproblem

**Sowohl auf staatlicher als auch auf Ebene der Haushalte und Unternehmen ist die Verschuldung nahe ihrer Höchststände und ein Vielfaches höher als zu Zeiten Paul Volckers.** Dementsprechend hoch ist heutzutage auch die systemische Zinssensitivität. Die Verschuldungsquoten der drei Wirtschaftssektoren zeigen den eklatanten Unterschied der aktuellen Situation im Vergleich zu damals.

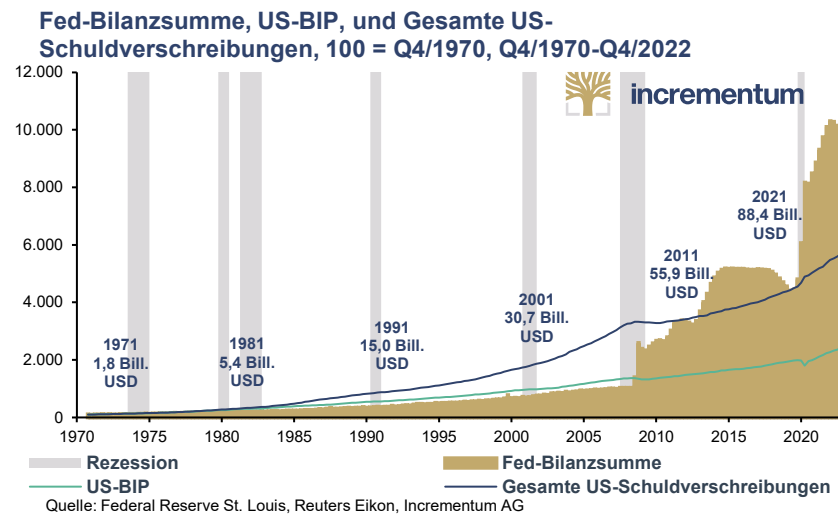
### Verschuldung nach Sektor, USA, in % des BIP

Datum	Staat	Unternehmen	Private Haushalte
1970	35,7%	47,0%	44,0%
1982	35,2%	53,1%	47,9%
Q3/2022	120,2%	78,8%	75,2%

Quelle: BIS, Incrementum AG

**Während das Bekenntnis zur Nachhaltigkeit in allen Bereichen unseres Lebens omnipräsent ist, wird die Nachhaltigkeit der heutigen Geldordnung de facto gar nicht hinterfragt.** Banken und Assetmanager schmücken sich und die Namen ihrer Veranlagungsprodukte gerne mit Modebegriffen wie „ESG“ oder „sustainability“, scheinen aber völlig ignorant zu sein hinsichtlich der ökologischen und gesellschaftlichen Implikationen des derzeitigen Schuldgeldsystems.

**Die Nicht-Nachhaltigkeit des schuldeninduzierten Wachstums demonstriert der nachfolgende Chart eindrucksvoll.** So stieg die „total credit market debt“ – das am weitesten gefasste Verschuldungsaggregat in den USA – seit 1971 um den Faktor 60, die Bilanzsumme der Federal Reserve um den Faktor 100 und das BIP lediglich um den Faktor 24. In jeder Dekade hat sich das Kreditvolumen in den vergangenen 50 Jahren ca. verdoppelt. Eine Zäsur fand im Jahr 2009 statt. Erstmals war im Zuge der Finanzkrise ein Rückgang der Gesamtverschuldung zu verzeichnen, welcher seitens der Federal Reserve mit einer massiven Aufblähung der Basisgeldmenge in Form von QE bekämpft wurde.



*Too much money ain't enough money.*

**Lil Wayne**

**Diese eindrückliche Darstellung des exponentiellen Schulden- und Geldmengenwachstums zeigt zweierlei auf:** Einerseits die systemische Nicht-Nachhaltigkeit des Geldsystems und andererseits die Unmöglichkeit, durch einen kalten Entzug der Droge Kredit keine konjunkturellen Bremsspuren zu hinterlassen.

*There is nothing more deceptive than an obvious fact.*

**Sir Arthur Conan Doyle**

Die exorbitante Verschuldung ist letztlich der Hauptgrund dafür, dass der Druck auf die Zentralbanken, die Zinsen nicht weiter anzuheben oder sogar schon bald wieder zu senken, mit jedem Tag zunimmt. **Es ist davon auszugehen, dass realwirtschaftlich, gesellschaftlich und letztlich auch politisch die Rufe nach lockerem Kredit und QE immer lauter werden.** Ob der Auslöser für die nächsten Maßnahmen der strauchelnde Immobilienmarkt, das in Bedrängnis geratene Bankensystem oder eine steigende Arbeitslosigkeit sein wird, ist letzten Endes sekundär.

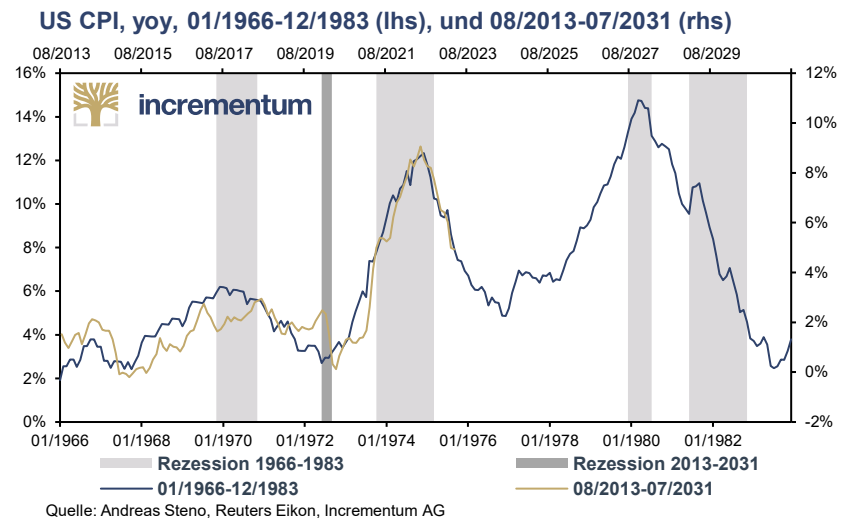
## Weitere Inflationswelle(n) voraus?!

*Waves are not measured in feet or inches, they are measured in increments of fear.*

**Buzzy Trent**

**Wie schon letztes Jahr ausführlich dargelegt, gehen wir davon aus, dass die Teuerung in Wellen auftreten wird.** Wie auch die Vergangenheit gezeigt hat, steigt während eines Umfeldes erhöhter Inflationsraten auch die Volatilität der Teuerungsraten. Der Vergleich der derzeitigen Teuerungswelle mit jenen aus den 1970er-Jahren ist in diesem Zusammenhang ein interessanter Vergleich, wenngleich die Skalierung nicht die gleiche ist. Bemerkenswert dabei ist, dass dieser Vergleich, den wir bereits im vergangenen Jahr exakt in dieser Form gebracht haben, auch 12 Monate später immer noch erstaunlich passend ist.





*Over the coming decade, the market will continually underprice inflation risk. Those willing to own it will be rewarded.*

**Kevin Muir**

Wenn wir den Verlauf der Inflation der 1970er-Jahre als Orientierung für den künftigen Inflationsverlauf heranziehen, so denken wir, dass die Vergangenheit weiterhin eine gute Indikation für die Zukunft bietet. In den kommenden Monaten sehen wir vor dem Hintergrund der geschilderten Probleme noch überwiegend disinflationäre Tendenzen. Gebannt ist die Teuerungsgefahr jedoch deswegen noch nicht. Im Gegenteil: **Eine zweite Inflationswelle wird umso wahrscheinlicher, je früher von der restriktiven Geldpolitik abgegangen werden muss.** Zudem spricht eine Reihe struktureller Gründe für mittel- bis langfristig hohe Teuerungsraten und hohe Inflationsvolatilität. **Was sind nun die Gründe für einen längerfristig hohen Inflationsdruck?**

**Nachfrageseitig sind folgende Gründe anzuführen:**

- Chronische Budgetdefizite und die zunehmende fiskalische Dominanz
- Energiepreisabfederungsprogramme
- Energiewende, Dekarbonisierung
- Aufrüstungs- und Kriegswirtschaft

**Auf der Angebotsseite sind diese inflationstreibenden Tendenzen auszumachen:**

- Steigende Handelsbarrieren, ökologisch wie auch (geo-)politisch begründet
- Sanktionen von nicht genehmen Handelspartnern
- Der Trend zur Verstaatlichung von Rohstoffproduzenten
- Nearshoring der Lieferketten auf Kosten der Effizienz
- Strategiewechsel in China: Verringerung der Abhängigkeit von Exporterlösen<sup>108</sup>
- Demographischer Wandel: Erwerbsbevölkerung (Babyboomer) nimmt in der gesamten OECD sowie in China ab.

<sup>108</sup> Siehe „Der chinesische Goldminensektor“, In Gold We Trust-Report 2021

## Geldgeschichte ist Weltgeschichte

*If there is trust, trade works.*

*If trust is gone, it doesn't.*

**Dale Copeland**

*I'm of the view that the US has around 20 years to figure things out before a more sustained reserve currency threat from the RMB materializes, particularly since China has debt issues of its own.*

**Michael Cembalest**

*Yesterday is history, tomorrow is a mystery, and today is a gift... what's why they call it the present.*

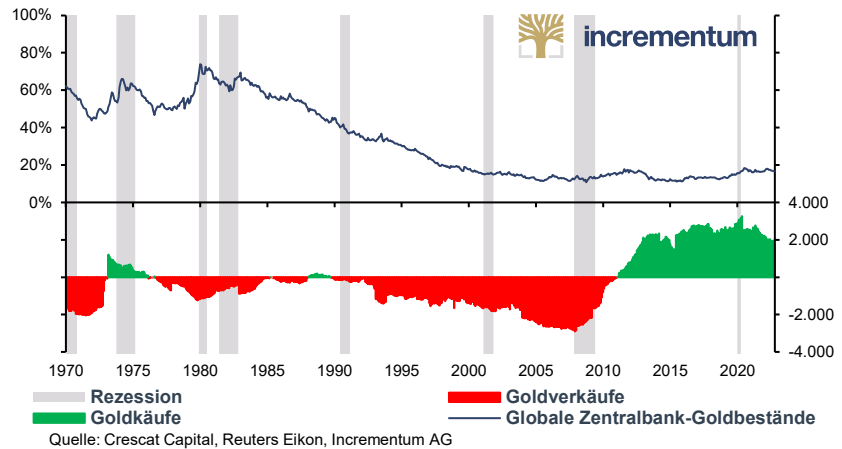
**Master Oogway**

**Die aktuelle Phase des geldpolitischen Showdowns wird von vielen Unsicherheiten begleitet. Der generelle Komplexitätsgrad wird jedoch durch die geopolitischen Dynamiken und Ungewissheiten nochmals potenziert.** Eine Schnittmenge von (Geo-)Ökonomie und (Geo-)Politik zeigt sich besonders augenscheinlich in der von uns seit Jahren analysierten De-Dollarization. Die BRICS-Staaten haben in den vergangenen Monaten ihre Bemühungen weiter verstärkt, die Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren.

**Frei nach Mark Twain sind die Nachrufe auf den US-Dollar allerdings noch verfrüht, denn Währungen zählen zu den Netzwerkütern, und der US-Dollar genießt als globale Währung Nr. 1 alle Vorteile eines Netzwerkütes.** Louis-Vincent Gave vergleicht den US-Dollar mit Microsoft Windows. Auch wenn Windows ab und zu abstürzt und zahlreiche Mängel aufweist, so ist es doch das mit Abstand am weitesten verbreitete Betriebssystem. Ein neues Betriebssystem müsste nicht nur besser sein, sondern auch den Nachteil, zunächst nicht Netzwerkgut zu sein, überwinden. Während bei normalen Konsumgütern viele ähnliche Produkte nebeneinander bestehen können, tendieren Netzwerküter zu einem natürlichen Monopol. Mitunter gibt es noch andere Konkurrenzprodukte wie Mac OS oder Linux, die in der Gesamtbetrachtung jedoch eher ein Schattendasein fristen und deren Anwendung nur Vorteile in bestimmten Netzwerken bringt. In diesen Teilsegmenten sind sie dann aber auch wieder der unangefochtene Platzhirsch. Eine Währung ist ein klassisches Netzwerkgut, aber auch Recht, Sprache, Messaging-Dienste wie z. B. WhatsApp, Social-Media-Plattformen und letztlich auch Kryptowährungen sind Netzwerküter.

**Gold ist ebenfalls ein Netzwerkgut, vielleicht sogar das ultimative monetäre Netzwerkgut.** In einer sich fragmentierenden Welt könnte Gold der monetäre Vermittler sein, der ein noch stärkeres wirtschaftliches Auseinanderbrechen verhindert. Schließlich ist Gold überstaatlich, neutral und ohne Gegenparteirisiko. Gold selber könnte im internationalen Handel verwendet werden oder Währungen, die durch Gold (teil-)gedeckt sind, wobei hier tokenisierte Lösungen eine Rolle spielen könnten. Diese Idee haben die BRICS bereits in den Raum gestellt. Die hohe Nachfrage nach Gold durch die Zentralbanken deutet darauf hin, dass Gold in Zeiten multipler Krisen wieder an Bedeutung gewinnt.

**Zentralbank-Goldbestände (lhs), in % der Währungsreserven, und 5 Jahre rollierende Goldkäufe (rhs), in moz, 01/1970-10/2022**



## Zukunftsperspektiven: Geld, Gold und Bitcoin

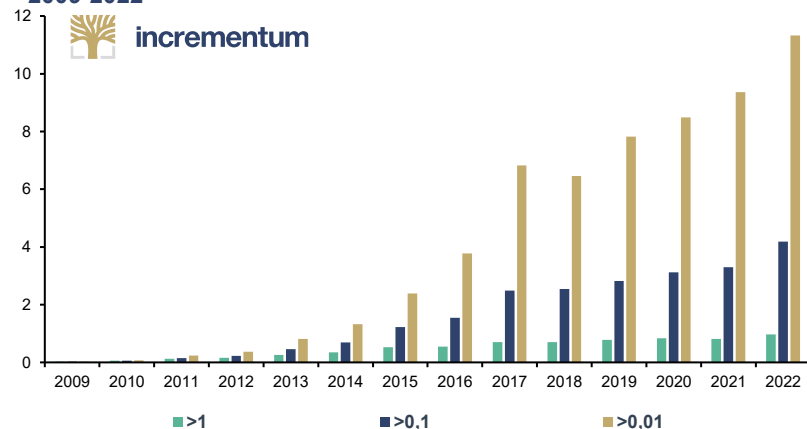
*Time forks perpetually toward innumerable futures.*

**Jorge Luis Borges**

**Die Kenntnis der Geldgeschichte ist von essentieller Bedeutung, wenn es um die Betrachtung der Rolle des Geldes in Zeiten des Wandels geht.**

Neben dem Bewusstsein für die Vergangenheit wollen wir aber auch technologische Evolutionen untersuchen. 2015 haben wir uns zum ersten Mal im Rahmen des *In Gold We Trust*-Reports mit Bitcoin beschäftigt.<sup>109</sup> Digitale Wertspeicher, insbesondere Bitcoin, werden womöglich die Art und Weise verändern, wie wir über Geld und Wertaufbewahrung denken.

**Anzahl der Bitcoin-Adressen mit einem Mindestbetrag X, in Mio, 2009-2022**



*In the end, there can be only one.*

**Connor MacLeod  
Highlander**

**Der Netzwerkeffekt von Bitcoin wird durch die steigende Anzahl von Benutzern und Wallets deutlich sichtbar.** Mit zunehmender Verbreitung und Adoption gewinnt Bitcoin an Attraktivität und erhöht den Nutzen. Jeder neue aktive Benutzer und jede neue Wallet stärken das Netzwerk, indem sie die Liquidität erhöhen. Dieser positive Rückkopplungseffekt stärkt die Position von

<sup>109</sup> Siehe „Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft der Währungsarchitektur: Der Petrodollar und seine Thronfolger?“, *In Gold We Trust*-Report 2015

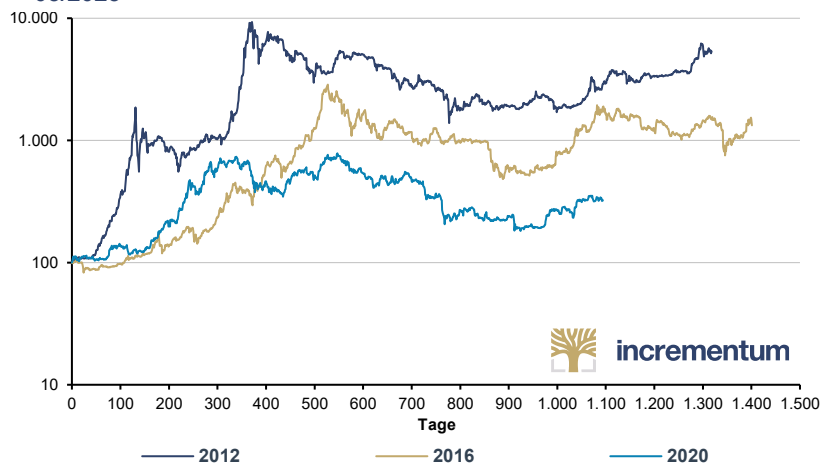
*This is why in a free market, whatever assumes a monetary role will have a reliably high stock-to-flow ratio: the new supply of the money is small compared to the overall existing supply.*

**Saifedean Ammous**

Bitcoin als führende Kryptowährung und unterstützt sein Potenzial als zukunftssträchtiges Geld.

**Eine wesentliche Voraussetzung für die zunehmende Attraktivität von Bitcoin ist seine absolute Knappheit durch die mathematisch festgelegte Obergrenze des Angebots auf 21 Millionen Stück.** Aktuell steigt die Zahl der geschürften Bitcoins noch mit etwa 1,6% p.a. – ähnlich langsam wie die Menge des jährlich geförderten Goldes. Die „Inflationsrate“ von Bitcoin halbiert sich jedoch im Vierjahres-Intervall. Nach dem nächsten Halving im April 2024 wird die Inflationsrate von Bitcoin somit niedriger als jene von Gold sein. In den vergangenen Zyklen war es ausnahmslos so, dass der Bitcoinpreis in den Monaten vor und nach dem Halving besonders kräftig zulegte.

**Bitcoin-Performance nach Halvings, 100 = Halving (log), 11/2012-05/2023**



*I'm a bit of a dinosaur, but I have warmed up to the fact that Bitcoin could be an asset class that has a lot of attraction as a store of value.*

**Stanley Druckenmiller**

**Eine spannende Frage stellt sich im Zusammenhang mit dem geopolitischen Showdown:** Kann Bitcoin als ein Gewinner aus der aktuellen Neusortierung der Welt(un)ordnung hervorgehen? Trotz der derzeitigen De-Globalisierungstendenzen ist es unvorstellbar, dass der Handel zwischen den „rivalisierenden Blöcken“ völlig zusammenbricht. Vor dem Hintergrund wachsender geopolitischer Spannungen scheinen gewisse Vorteile einer dezentralen Kryptowährung wie Bitcoin auf der Hand zu liegen. Durch seine Unabhängigkeit von staatlicher Kontrolle und seine grenzüberschreitende Transaktionsfähigkeit böte Bitcoin tatsächlich eine Alternative zu traditionellen Währungen. Wir sehen eine derartig breite Adaption auf der Ebene von Nationalstaaten nicht unmittelbar. Langfristig ist ein derartiger Durchbruch in der Akzeptanz von Bitcoin jedoch nicht auszuschließen und würde wohl für enormes Aufsehen – auch hinsichtlich des Preises – sorgen.

## Die Renaissance der Rohstoffe?

*The shift to net zero will require more mining, not less.*

**PwC**

**Die ausreichende Verfügbarkeit von Rohstoffen wurde lange Zeit als gegeben angesehen. Preissteigerungen und Versorgungsengpässe haben eine mögliche Ressourcenknappheit wieder ins öffentliche Bewusstsein geholt.** Zum einen ist das Thema im Zusammenhang mit der

*We may be in the recession camp, but that doesn't mean we are bearish on everything. Wide swaths of the commodity sector are going into the demand downturn with extremely supportive (as in, inelastic) supply curves and a secular shift in consumption stemming from the global transition to the „green economy.“*

**Dave Rosenberg**

*There's no way we can supply the amount of copper in the next 10 years to drive the energy transition and carbon zero. It's not going to happen. There's just not enough copper deposits being found or developed.*

**Doug Kirwin**

Energiewende, deren politische Priorisierung die Frage nach der Verfügbarkeit von benötigten Rohstoffen aufwirft, relevant. Zum anderen aufgrund des aufkeimenden Ressourcennationalismus. Ein gutes Beispiel für den Paradigmenwechsel beim Stellenwert von Rohstoffen sind die Automobilhersteller. Diese tätigen zunehmend Direktinvestitionen in Minenbetreiber bzw. gehen strategische Liefervereinbarungen ein, um sich so den Zugang zu den benötigten Rohstoffen zu sichern.

**Wie im Kapitel „Capex-Comeback?“ ausgeführt, ist der Capex-Mangel der Vergangenheit ein Hemmnis auf dem Weg in Richtung bessere Verfügbarkeit, größere Unabhängigkeit und vor allem niedrigere Preise. Kupfer ist diesbezüglich ein hervorragendes Beispiel.** Wie groß die Kluft zwischen Angebot und Nachfrage ist, zeigen einige Diskussionsbeiträge auf der „World Copper Conference“ vom April 2023, die im Wall Street Journal unter dem Titel **„Copper Shortage Threatens Green Transition“** präsentiert wurden.

Laut **einer Studie von McKinsey** wird die Kupfernachfrage bis 2031 auf 36 Mio. Tonnen steigen. Unter extrem optimistischen Annahmen könnte die Förderung von heute 21,8 Mio. auf 30 Mio. Tonnen ausgeweitet werden. Selbst unter günstigsten Rahmenbedingungen wäre das Defizit mit 6,5 Mio. Tonnen allerdings erheblich. **Um den Netto-Null-Emissionspfad zu erreichen, würde die Welt laut Goldman Sachs bis 2030 54% zusätzliches Kupfer benötigen.** „Grüne“ Anwendungen von Kupfer machten 2020 noch lediglich 4% des Kupferverbrauchs aus, bis 2030 wird ein Anstieg auf 17% erwartet.

**Gemäß den Analysen von Guy Wolf müsste sich der Kupferpreis auf 15.000 USD nahezu verdoppeln, um einen Anreiz für die Erschließung neuer Kupfervorkommen zu bieten.** Somit sind die budgetierten Mittel für die Energiewende deutlich zu niedrig angesetzt. Zudem ist die Lage bei Kupfer unserer Meinung keine Ausnahme, sondern die Regel. Ähnliche, teilweise sogar extremere Angebotsdefizite sind bei Lithium, aber auch Nickel und Silber zu erwarten.

**Dass der politische Wille an der Realität scheitern dürfte, zeigen auch die Berechnungen des „World Energy Transitions Outlook 2023“ der „International Renewable Energy Agency“ (IRENA).** Dieser Studie zufolge beläuft sich das benötigte Investitionsvolumen zur Erreichung des 1,5°C-Ziels bis 2050 kumulativ auf 150 Bill. USD. Selbst wenn wir diese Beträge für übertrieben und unfinanzierbar halten, so bestätigt es eine Aussage unseres Freundes Marko Papic. Er spricht in diesem Zusammenhang von einer *„absolute orgy of industrial metal capex“*. **Wir erwarten somit eine – staatlich finanzierte – Capex-Renaissance, um die Energiewende zu erzwingen.**

**Eine vor kurzem erschienene Studie der Cornell University zeigt:** Die Welt hat nicht nur einen strukturellen Mangel an den für die Energiewende benötigten Rohstoffen, sondern viele bedeutsame Lagerstätten befinden sich noch dazu in (geo-)politisch instabilen Ländern wie Chile, Südafrika, Russland, dem Kongo oder China, was einen weiteren Risikofaktor mit Preissteigerungspotenzial darstellt. Der Versuch des Westens, durch die Energiewende unabhängiger von

*Number one, cash is king...  
number two, communicate...  
number three, buy or bury the  
competition.*

**Jack Welch**

Staaten zu werden, die nicht den Wertekanon des Westens teilen, dürfte daher kaum von Erfolg gekrönt werden.

**Zu bedenken ist zudem, dass auch die Verarbeitung und Raffination der grünen Metalle weitaus stärker in China konzentriert ist.** Dies bedeutet, dass die geopolitischen Risiken für die Versorgung mit Industriemetallen möglicherweise sogar größer sind als für die Versorgung mit fossilen Brennstoffen. Der Westen müsste daher auch noch in die Verarbeitung außerhalb Chinas investieren, wenn die derzeitige geopolitische Rivalität zwischen Washington – und dem Westen im weiteren Sinne – und Peking anhält. **Bei aller berechtigter Angst vor einer weniger friedlichen Zukunft,** so hat die Rivalität zwischen Staaten und Blöcken historisch gesehen oft zu technologischen Innovationssprüngen geführt. **Ein Ergebnis der derzeitigen Polarisierung könnten somit auch technologische Durchbrüche sein, die Rohstoffe à la longue verbilligen und ressourcenschonendere Wachstumsmöglichkeiten eröffnen.**

## Best of In Gold We Trust-Report 2023

**Weitere wesentliche Erkenntnisse des diesjährigen In Gold We Trust-Reports „Showdown“ sind die folgenden:**

- **Inflation:** Zentralbanker fürchten eine Wiederholung der Geschichte wie sie unter Arthur Burns in den 1970er-Jahren geschah. Unsere Basisszenario deutet auf strukturell höhere Inflation bei höherer Volatilität der Inflationsraten hin.
- **Verschuldung:** Hinter dem Schleier des Nachhaltigkeitsdiskurses verbirgt sich eine unterschätzte Gefahr: die wachsende Staatsverschuldung. In diesem Kapitel decken wir die alarmierenden Auswirkungen der Corona-Pandemie auf, analysieren die unterschätzten Implikationen der niedrigen Zinsen und beleuchten die unterschätzte Verbindung zu einer nachhaltigen Wirtschaftsentwicklung. Insbesondere hinterfragen wir die Solvenzsituation hinsichtlich der von uns in den vergangenen Jahren vielmals aufgezeigten Nullzinsfalle.
- **De-Dollarization:** Bereits letztes Jahr haben wir nachdrücklich darauf hingewiesen, dass das Einfrieren der russischen Währungsreserven 2022 wohl als historischer Moment in die internationale Währungsgeschichte eingehen wird. Europa hat sich hierbei eindeutig auf die Seite der USA geschlagen. Währenddessen flirtet Saudi-Arabien intensiv mit den BRICS-Staaten, die mit zunehmender Intensität ein multipolares Währungssystem anstreben. Die Frage bleibt: Wie werden die USA auf diese Herausforderungen reagieren und wie wird sich der US-Dollar in diesem geopolitischen Kontext behaupten?
- **Verschiebungen in der Goldnachfrage:** China hat ebenso wie Indien seit Anfang der 2000er-Jahre erhebliche Mengen an Gold importiert. Zusammen haben Indien und China in den letzten 20 Jahren offiziell zwischen 34.000 und

36.000 Tonnen Gold eingeführt. Und wenn Jan Nieuwenhuijs' These zutrifft, könnten Chinas offizielle Goldreserven bis zu doppelt so hoch sein wie ausgewiesen. Auch bei der Konsumentennachfrage wird die Bedeutung Chinas und Indiens immer größer. Diese ist von einem Anteil an der globalen Konsumentennachfrage von 28,7% im Jahr 2000 mit 48,4% auf fast die Hälfte im vergangenen Jahr angestiegen.

- **Bitcoin vs. Gold:** Bitcoin war der Auslöser für eine neue Welle des Interesses am Thema „Sound Money“ und beschert der Bewegung eine neue Generation von motivierten Verfechtern eines entnationalisierten Geldwesens. Dennoch gibt es zwischen den „Goldbugs“ und den „Bitcoinern“ oftmals harsche intellektuelle Grabenkämpfe. In dem Kapitel arbeiten wir heraus, wie sich die jeweiligen Ansichten unterscheiden und welche theoretischen Konzepte gegebenenfalls von beiden Seiten missverstanden werden.
- **Silber:** Die Kombination aus einem schrumpfenden Silberangebot und einer starken industriellen Nachfrage bildet eine solide Grundlage für steigende Silberpreise. Die Energiewende treibt die Innovation in der Solarbranche voran, wodurch die Verwendung von Silber in Technologien wie TOPCON und HJT zunimmt. Unsere Analyse zeigt, dass Silber von einer reflationären Dynamik profitieren kann, die üblicherweise am Ende einer Rezession auftritt.
- **Minenaktien:** Die Value-Proposition von Minenaktien verbessert sich weiter, während der Markt ihre Profitabilität noch weitgehend ignoriert. Bei einem stabilen Goldpreis im Jahr 2023 können die Miner trotz steigender Kosten weiterhin hohe Margen erzielen. Die Cashflows der Produzenten werden zu vermehrten M&A-Aktivitäten führen, wovon vor allem Junior-Produzenten, Developer und Explorer in erstklassigen Regionen profitieren werden.
- **Capex-Zyklus:** Obwohl die Rohstoffpreise in den Jahren 2021 und 2022 deutlich gestiegen sind, hat dies bisher nicht zu einer signifikanten Zunahme der Investitionsausgaben (Capex) geführt. Angesichts des knappen Angebots und der historisch niedrigen Bewertung von Rohstoffen wird die erwartete Rückkehr von Investitionen den Beginn eines neuen Rohstoff-Superzyklus kennzeichnen.
- **ESG:** Infolge der politisch gewünschten Umsetzung von „Net-Zero“ hat die Umweltkomponente die ESG-Aktivitäten in den vergangenen Jahren dominiert. Um das Gleichgewicht wiederherzustellen, konzentrieren wir unsere Analyse in diesem Jahr hauptsächlich auf den sozialen Aspekt von ESG.
- **Technische Analyse:** Der Goldpreis „flirtet“ seit einer Weile mit einem neuen USD-Allzeithoch. Während langfristige Indikatoren wie der Coppock-Indikator nach wie vor klar bullish sind, sprechen kurzfristigere Modelle wie das „Midas Touch Gold Modell“<sup>™</sup> bzw. auch die saisonalen Muster derzeit eher für einen verhalteneren Ausblick.

*A mania first carries out those  
that bet against it and then those  
that bet with it.*

**Jim Rogers**

## Quo vadis, aurum?

**Hat der Goldpreis nun bereits seinen Plafond erreicht?** Ein Blick in die Medienlandschaft des letzten großen, inflationsinduzierten Bullenmarktes spricht klar gegen den Bubble-Mythos bei Gold. So schrieb beispielsweise das deutsche Wochenmagazin Der Spiegel zum Höhepunkt des Bullenmarktes 1980: „*Das ist keine Hausse im üblichen Sinne mehr, sondern Hysterie, Panik, ein Rausch.*“ Le Monde Diplomatique sprach vom „*Goldfieber und der Krankheit des Kapitalismus*“, während die Financial Times die Wiederbelebung des „*Mythos*“ Gold zu erkennen glaubte.

**Doch nun wieder zurück in die Gegenwart:** Ein Vergleich der Goldnachfrage von institutionellen sowie Privatanlegern zeigt, dass Gold nach wie vor Gast auf einer dezenten Privatparty ist und bei weitem noch nicht auf den großen Sommerfestivals wie dem „Burning Man“ in der Wüste Nevadas, dem „Donauinselfest“ in Wien oder dem „Montreal Jazz Festival“ abtanzt.

### Marktanteil von Gold-ETFs am gesamten ETF-Markt gemessen an AUM, 01/2006-04/2023



Quelle: Topdown Charts, Incrementum AG

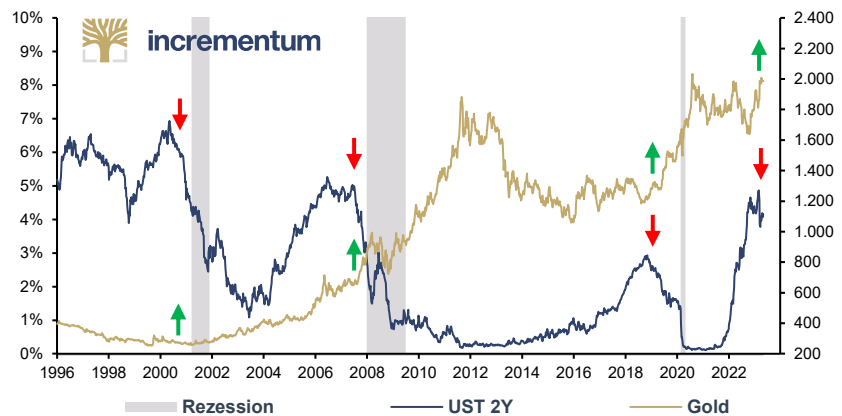
*The end to the hiking cycle will  
be critical for the yellow metal.*

**BofA**

**Aufgrund der ausführlich beschriebenen Lage gehen wir insbesondere bei der erwartbaren Aufdeckung des Zentralbanken-Bluffs von einer zunehmenden Flucht in Realwerte, insbesondere Gold und Rohstoffe, aus.** Anhand des nächsten Charts erkennt man, dass die Renditen der zweijährigen US-Bonds seit Mitte 2021 von 0,11% auf in der Spitze fast 5% explodiert waren. Zuletzt gerieten die Renditen am kurzen Ende wieder deutlich unter Druck. Der Bondmarkt bestätigt immer mehr, dass sich der Straffungszyklus seinem Ende nähert und die Federal Reserve eher früher als später die Zinsen wird senken müssen. **Jedes Mal, wenn die Renditen von Höchstständen fielen, begann der Goldpreis eine impulsive Bullenmarktphase.**



UST 2Y (lhs), und Gold (rhs), 01/1996-05/2023



Quelle: 13D Research & Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

*Inflation traders should be paranoid, not complacent.*  
**Zoltan Pozsar**

**Inflationsindexierte Anleihen (TIPs) und Gold weisen aktuell die größte Divergenz seit 2005 auf.** Bewegen wir uns auf einen Showdown zwischen den von den TIPs gepreisten Realzinsersparungen und dem Goldpreis zu? In diesem Zusammenhang ist ein Vergleich der Kursverläufe der beiden entsprechenden Anlagen interessant. Grosso modo ist ein Gleichlauf erkennbar, phasenweise hat sich der Goldpreis jedoch signifikant von der Wertentwicklung der TIPs entkoppelt. **Insbesondere sticht die Phase Mitte der 2000er-Jahre hervor, als der Goldpreis im Umfeld eines schwachen US-Dollars in einen ausgeprägten Bullenmarkt eintrat.** Die TIPs konsolidierten aufgrund leicht steigender nomineller Renditen und unspektakulärer Inflationsdaten zuerst. Eine Wiederholung dieses Szenarios wäre in näherer Zukunft möglich, vor allem, falls die derzeitige US-Dollar-Schwäche an Fahrt gewinnt.

GLD (lhs), in USD, und TIP (rhs), in USD, 01/2005-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wie bereits betont, sehen wir Gold als strukturellen Profiteur des geopolitischen Showdowns. Seitens der Zentralbanken wird die Goldnachfrage derzeit von den Schwellenländern getrieben. **Aus spieltheoretischer Sicht ist es aber durchaus wahrscheinlich, dass auch bei westlichen Notenbanken in den kommenden Jahren eine Renaissance der Goldnachfrage einsetzt.** Schließlich sind die Goldreserven ein Garant dafür, beim geopolitischen Showdown eine starke Hand zu haben.

*This weaponization of the US dollar was no surprise to anyone - Trump had already weaponized it against Iran in particular.*

**Russell Napier**

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

**Benötigter Goldpreis, um monetäre Aggregatwerte abzudecken, in USD, 2023**

Land	Goldbestände (in Unzen)	M0	M1	M2
Kanada	0	n/a	n/a	n/a
China	65.824.882	23.188	148.901	618.046
Frankreich	78.233.464	n/a	n/a	n/a
Deutschland	107.709.065	n/a	n/a	n/a
Italien	78.715.039	n/a	n/a	n/a
G8 Eurozone	280.918.750	22.905	43.643	59.702
Japan	27.160.830	31.228	283.337	327.232
Russland	74.791.808	2.644	7.580	14.177
Schweiz	33.389.200	19.886	23.629	34.017
UK	9.962.182	11.684	300.141	388.193
USA	261.498.000	21.304	79.611	87.767
<b>Gesamt</b>	<b>1.018.203.219</b>	<b>15.317</b>	<b>55.040</b>	<b>95.408</b>

Quelle: Brent Johnson, Santiago Capital, Bloomberg, World Gold Council, tradingeconomics.com, Incrementum AG

*When the rip current comes, stay calm and go with the flow.*

**Surfer-Weisheit**

**Rip Current – Nach dem Wellenbruch kommt die Strömung**

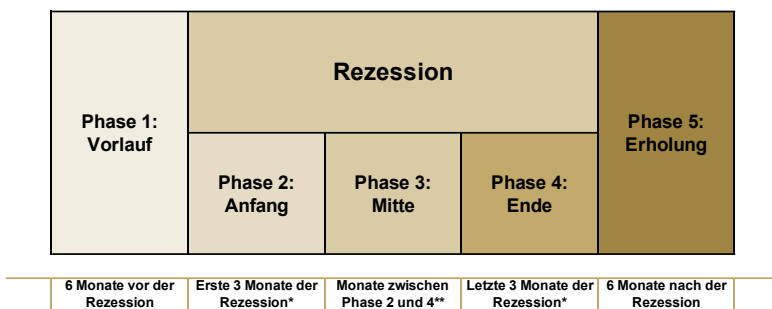
**Die nächsten Monate werden uns zeigen, ob die US-Wirtschaft der rezessiven Strömung standhalten kann.** Wir setzen unseren Bid dagegen, denn das Brechen der größten Inflationswelle der letzten vier Jahrzehnte manifestiert sich nun in einer immer stärker werdenden Strömung, die kaum zu bändigen ist.

*Big waves are a whole different ball game. You're riding a wave with an immense amount of speed and power, generally over 10 meters. On the face of the wave, obviously life and death thoughts start to happen.*

**Kelly Slater**

**Nachdem wir uns im *In Gold We Trust-Report 2022* vornehmlich dem Thema „Stagflation“ gewidmet hatten, haben wir unseren Fokus in diesem Jahr darauf gelegt, wie Anleger am besten durch rezessive Strömungen navigieren können.** In diesem Zusammenhang haben wir das *Incrementum Rezessionsphasen-Modell (IRPM)* entwickelt, das im Kapitel „Der geldpolitische Showdown“ ausführlich vorgestellt wird. Dieses Modell zielt darauf ab, die Asset-Performances in den verschiedenen Phasen einer Rezession zu analysieren, und bietet aufschlussreiche Erkenntnisse darüber, welche Assets während einer Rezession zu welchem Zeitpunkt profitabel und risikodämpfend eingesetzt werden können. Das Modell gliedert sich in die folgenden 5 Rezessionsphasen, eine Vorlaufphase (Phase 1), die in drei Phasen aufgliederte eigentliche Rezession und in die Erholung (Phase 5).

### Incrementum Rezessionsphasen-Modell



Quelle: Incrementum AG

\*Für kurze Rezessionsperioden weniger als 3 Monate  
\*\* Bei Rezessionsperioden mit 6 oder weniger Monaten entfällt Phase 3

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

**John Burbank**

**Die Auswertung für Gold, Silber, Aktien, Rohstoffe und Minenaktien zeigt, dass sich Gold insgesamt am besten als Rezessions-Hedge eignet,** mit einer durchschnittlichen Performance von 10,6% während der gesamten Rezession. Allerdings gibt es erhebliche Unterschiede in der Performance von Gold während der verschiedenen Rezessionsphasen. Während in Phase 1 und Phase 2 die Performance von Gold mit 10,9% und 5,7% immer noch sehr positiv ist, insbesondere im Vergleich zur Performance der anderen Assets, fällt sie in den späteren Phasen (3–5) mit nur noch 2,9%, 2,7% und 2,6% deutlich schwächer aus.

#### Durchschnittliche Asset-Performance – Incrementum Rezessionsphasen-Modell

Asset	Rezession*	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 5
Gold	10,6%	10,9%	5,7%	2,9%	2,7%	2,6%
Silber	-9,0%	31,5%	0,8%	-10,9%	3,5%	17,4%
Aktien	-5,3%	-2,8%	-6,0%	-13,2%	12,6%	8,6%
Rohstoffe	-6,3%	6,4%	0,2%	-6,5%	-0,2%	5,0%
Minenaktien	5,4%	8,9%	8,5%	-11,7%	8,3%	24,3%

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Silber ist mit einer durchschnittlichen Performance von -9,0% während der gesamten Rezession kein zuverlässiger Rezessions-Hedge.** Dies liegt vermutlich daran, dass Silber inmitten des Abschwungs viel mehr als konjunktursensitives Industriemetall, denn als monetäres Metall wahrgenommen wird. In den Monaten vor und nach der Rezession (Phase 1 und 5) schneidet Silber im Vergleich allerdings überdurchschnittlich gut ab.

*In times of recession it's not wise to argue about the price of gold.*

**Robin Sacredfire**

Aktien und Rohstoffe haben während einer Rezession im Durchschnitt eine negative Performance, wobei Aktien in Phase 5 mit 12,6% und Rohstoffe in Phase 1 mit 6,4% die beste Performance erzielen. Dass jedoch nicht alle Aktien während einer Rezession Verluste verbuchen, zeigen die Minenaktien. **Bis auf Phase 3 weisen Minenaktien im Schnitt eine positive Performance auf.** Beachtlich ist, dass bis auf die Rohstoffe alle Assets in Phase 4 und 5 zulegen können. Hier stechen erneut die Minenaktien mit einer durchschnittlichen Performance in Phase 4 von 8,3% bzw. 24,3% in Phase 5 hervor.

Unsere Analyse zeigt, dass es **während einer Rezession erhebliche Performanceunterschiede der verschiedener Assets** gibt und dass Anleger behutsam und strategisch vorgehen müssen, um in jeder Phase erfolgreich zu sein.

## Die Goldpreisprognose in Zeiten der rezessiven Strömung

*We are all agreed that your theory is crazy. The question that divides us is whether it is crazy enough to have a chance of being correct.*

**Niels Bohr**

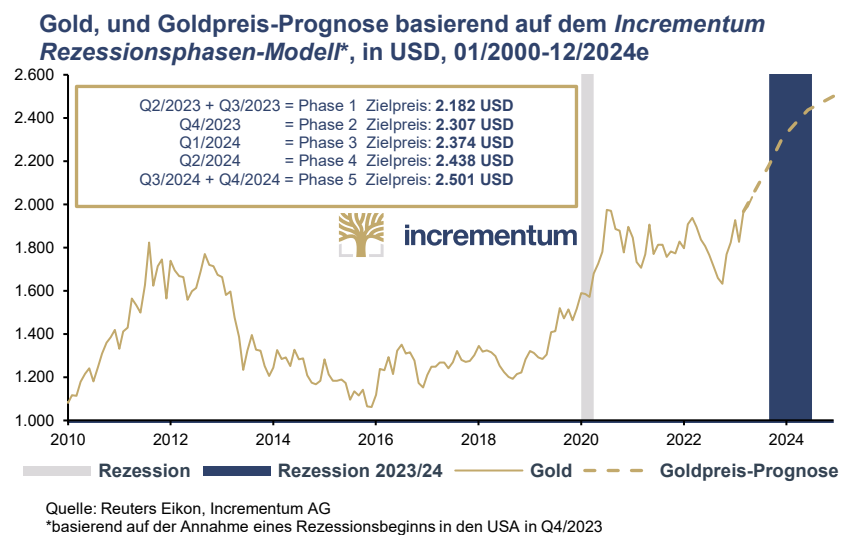
*I love it when a plan comes together.*

**Colonel John "Hannibal" Smith, The A-Team**

**Wie jedes Jahr wollen wir uns zum Schluss mit der kurzfristigen Entwicklung des Goldpreises beschäftigen.** Dieses Jahr ziehen wir aufgrund der hohen Wahrscheinlichkeit einer Rezession die konjunkturelle Entwicklung für unsere Goldpreis-Prognose heran. Wir denken, dass die rezessiven Tendenzen, die sich immer weiter verdichten – wie von uns ausführlich im Kapitel „Der geldpolitische Showdown“ analysiert – der Haupttreiber für Gold in der näheren Zukunft sein werden. **In diesem Zusammenhang eignet sich unser *Incrementum Rezessionsphasen-Modell* ideal, um die Goldpreisentwicklung in diesem Umfeld zu antizipieren.**

Wie bei jeder Prognose müssen zahlreiche Annahmen getroffen werden. Die Goldpreisprognose wurde auf Basis der **durchschnittlichen Gold-Performance in den einzelnen Phasen berechnet, und zwar unter der Annahme des Eintritts einer Rezession in den USA per Q4/2023.** Dies impliziert, dass wir uns seit dem Beginn von Q2/2023 bereits in Phase 1 unseres proprietären Rezessionsphasen-Modells befinden. Die Prognose erstreckt sich bis zum Jahresende 2024, zu dem Zeitpunkt, an dem unter von uns getroffenen Annahmen alle Rezessionsphasen abgeschlossen sein werden.

Als kurzfristiges Preisziel haben wir den Schlusskurs von Gold in US-Dollar am Ende des laufenden Jahres festgelegt, der gleichzeitig das Ende der zweiten Phase (Anfangsphase) markiert. **Gemäß unserer Prognose würde der Goldpreis zu diesem Zeitpunkt bei rund 2.300 USD notieren.**



Lässt man die Prognose bis zum Ende der letzten Phase des *Incrementum Rezessionsphasen-Modells* fortlaufen, ergibt sich schließlich ein **Goldpreis von knapp 2.500 USD zum Jahresende 2024.**

Es ist jedoch wichtig zu betonen, dass die Erfüllung der Rezessionsvoraussetzung von zentraler Bedeutung ist, um diese Kursentwicklung zu erreichen. Sollte es zu keiner Rezession kommen, besteht die Möglichkeit einer signifikanten Abweichung vom prognostizierten Preis.

*Keep the faith.*

**Bon Jovi**

*Now this is not the end. It is not even the beginning of the end. But it is, perhaps, the end of the beginning.*

**Winston Churchill**

## Update zur Goldpreisprognose bis zum Ende der Dekade

Treue Leser werden sich an das von uns im *In Gold We Trust*-Report 2020 veröffentlichte Goldpreisprognose-Modell<sup>110</sup> mit einem Kursziel bis zum Ende der Dekade erinnern können. **Damals hatten wir – mit dem Golddeckungsgrad als zentralem Input-Faktor – ein Kursziel von knapp 4.800 USD bis Ende 2030 berechnet.**

Wie im letzten Jahr wollen wir Ihnen den Zwischenstand unserer langfristigen Prognose nicht vorenthalten. **Um weiterhin exakt auf Kurs zu bleiben, müsste der Goldpreis bis Ende des Jahres auf knapp über 2.400 USD steigen.** Dies liegt knapp 4,6% oder rund 100 USD höher als das Kursziel unseres Rezessionsphasen-Modells von 2.307 USD. **Ausgehend vom April-2023-Schlusskurs von 1.990 USD würde dies einem Anstieg des Goldpreises um 21,3% bis Ende 2023 entsprechen.**

### Zwischenstand zur Goldpreisprognose bis 2030: Tatsächlicher und prognostizierter Goldpreis, in USD, 01/1970-12/2030



**Wir erkennen die ambitionierte Natur des prognostizierten Preisanstiegs bis zum Ende des Jahres an.** Ein derart rascher Preisanstieg innerhalb von 8 Monaten erfordert eine außerordentlich bullish gestimmte Marktsituation für Gold in der kurzfristigen Perspektive, die wir zwar nicht als Basisszenario betrachten, jedoch auch keineswegs ausschließen möchten. **Nichtsdestotrotz halten wir zumindest das Erreichen neuer Allzeithochs in USD in diesem Jahr für realistisch.**

*Die Karten sind neu gewürfelt.*

**Oliver Kahn**

Am Dekadenziel von etwa 4.800 USD halten wir weiterhin fest, da die geldpolitische Dynamik, die Konjunkturaussichten und insbesondere die geopolitische Lage den Goldpreis mittel- bis langfristig erheblich unterstützen sollten. **Denn sollte die Unsicherheit weiter zunehmen und eine Rezession im Laufe des Jahres vom Markt eingepreist werden, wird Gold sein volles Potenzial ausspielen.**

<sup>110</sup> „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2020

*The waiting is the hardest part  
Every day you see one more card  
You take it on faith, you take it to  
the heart*

*The waiting is the hardest part.*

**Tom Petty and the  
Heartbreakers**

**Für Sparer, Unternehmer und Investoren stehen in den kommenden Jahren zweifellos herausfordernde Zeiten bevor, da wir uns inmitten geldpolitischer und geopolitischer Showdowns befinden.** Analog zu einem Ass beim Pokern ist Gold für Sparer und Investoren Ausdruck einer starken Hand. Denn Gold fungiert nicht nur als sichere Anlage in unsicheren Zeiten, sondern auch als zuverlässiger Schutz vor Kaufkraftherosion und Volatilität an den Kapitalmärkten.

**Auch wenn es nicht immer leichtfällt, möchten wir optimistisch und hoffnungsfroh in die Zukunft blicken.** Die bevorstehenden *Enttäuschungen* werden wohl nicht schmerzfrei über die Bühne gehen, können aber letztlich auch faszinierende ökonomische und gesellschaftliche Dynamiken in Gang setzen.

In diesen spannenden Zeiten gilt für uns wie eh und je:

**IN GOLD WE TRUST**

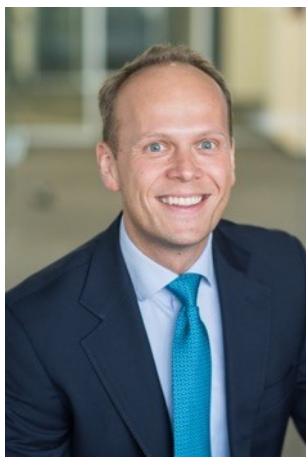
Seit 10 Jahren:

# Ihr Vermögen in verlässlichen Händen



# Über uns

## Ronald-Peter Stöferle, CMT



**Ronald-Peter Stöferle ist Managing Partner der *Incrementum AG* und zuständig für Research und Portfolio Management.**

Ronald-Peter Stöferle 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*“. Er ist „Member of the Board“ von „Tudor Gold“ und „Goldstorm Metals“. Zudem ist er seit 2020 Advisor für „Matterhorn Asset Management“.

## Mark J. Valek, CAIA



**Mark Valek ist Partner der *Incrementum AG*, zuständig für Portfolio Management und Research.**

Berufsbegleitend studierte Mark Valek 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.

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

**Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des *In Gold We Trust*-Reports 2023:**

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Florian Hulan, Theresa Kammel, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Peter Young, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Hans Fredrik Hansen, Julien Desrosiers, Elizabeth and Charley Sweet, Marc Waldhausen, Dietmar Knoll, Max Urbitsch, Trey Reik, James Eagle, Herwig Zöttl, Tavi Costa, Tom Pohnert, Brent Johnson, Grant Williams, Markus Hofstädter, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, David Schrottenbaum, dem World Gold Council, dem gesamten Incrementum-Team sowie unseren Familien!



**Gregor Hochreiter**  
Chefredakteur



**Richard Knirsch**  
Quantitative Analyse &  
Charts



**Jeannine Grassinger**  
Assistenz



**Stefan Thume**  
Webdesign & Medien



**Peter Árendáš**  
Autor



**Georg Bartel**  
Autor



**Ted Butler**  
Autor



**Julien Desrosiers**  
Autor



**James Eagle**  
Autor



**Fabian Grummes**  
Autor



**Florian Grummes**  
Autor



**Lois Hasenauer-Ebner**  
Quantitative Analyse &  
Charts



**Katrin Hatzl-Dürnberger**  
Lektorat Deutsch



**Handre van Heerden**  
Autor



**Philip Hurtado**  
Autor



**Nikolaus Jilch**  
Autor



**Emil Kalinowski**  
Autor



**Theresa Kammel**  
Autorin



**Ronan Manly**  
Autor



**Charley Sweet**  
Lektorat 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. Sämtliche Publikationen der Incrementum AG sind grundsätzlich Marketingmitteilungen oder sonstige Informationen und keine Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung. Marketingmitteilungen und sonstige Informationen werden nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Anlageempfehlungen erstellt und unterliegen nicht dem Verbot des Handelns im Anschluss an die Verbreitung von Anlageempfehlungen. Anlageempfehlungen werden von der Incrementum AG grundsätzlich nicht publiziert.

Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden. Sofern in der Publikation nichts Gegenteiliges vermerkt ist, erfolgt grundsätzlich keine Aktualisierung. 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 resultierende Haftungen oder Schäden gleich welcher Art.

**Copyright: 2023 Incrementum AG. All rights reserved.**

## Unsere Premium-Partner



### Agnico Eagle

Agnico Eagle ist ein führendes kanadisches Goldminenunternehmen und der drittgrößte Goldproduzent der Welt mit Minen in Kanada, Australien, Finnland und Mexiko sowie Explorationsaktivitäten in diesen Ländern und in den USA.

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



### Asante Gold

Asante Gold hat seine Produktionskapazität von 400.000 Unzen pro Jahr durch organisches Wachstum und gezielte Übernahmen entwickelt. Wir glauben an eine verantwortungsvolle Entwicklung und streben danach, Ghanas führender Goldproduzent und bevorzugter Arbeitgeber zu sein.

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



### Aurion Resources

Aurion ist ein kapitalkräftiges kanadisches Explorationsunternehmen, das in Zentrallapland (Finnland) tätig ist. Das Unternehmen macht neue Entdeckungen auf seinen Flaggschiffprojekten Risti und Launi und betreibt Joint Ventures gemeinsam mit B2Gold und Kinross.

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



### Caledonia Mining

Caledonia Mining ist ein profitabler, dividendenstarker Goldförderer mit einem starken Wachstumsprofil. Seit November 2021 hat das Unternehmen die Projekte Maligreen, Motapa und Bilboes erworben. Die Vision ist, ein auf Simbabwe fokussierter Multi-Asset-Goldproduzent zu werden.

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



### Dakota Gold

Dakota Gold (NYSE American: DC) ist ein in South Dakota ansässiges, verantwortungsbewusstes Goldexplorations- und Erschließungsunternehmen, das sich insbesondere auf die Wiederbelebung des Homestake-Distrikts in South Dakota konzentriert.

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



## EMX Royalty

EMX glänzt seit 20 Jahren mit einer Erfolgsbilanz smarter Deals. Mit mehr als 300 Royalties und Beteiligungen sieht EMX mit der Diversifikation in Gold, Kupfer, Batteriemetallen, starken Partnern wie Franco Nevada und rasant ansteigendem Cashflow einer rosigen Zukunft entgegen.

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



## Endeavour Mining

Als größter Goldproduzent in Westafrika hat sich Endeavour Mining den Grundsätzen eines verantwortungsvollen Bergbaus und der Schaffung nachhaltiger Werte für alle Beteiligten verschrieben. Endeavour ist an der LSE und der TSE unter dem Symbol EDV notiert.

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



## Endeavour Silver

Endeavour Silver ist ein mittelgroßer Edelmetallproduzent, der zwei unterirdische Silber-Gold-Minen in Mexiko besitzt und über eine überzeugende Pipeline an Explorations- und Erschließungsprojekten verfügt, um das Ziel zu erreichen, ein führender Silberproduzent zu werden.

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



## Hecla Mining Company

Hecla Mining Company (NYSE: HL) ist der größte primäre Silberproduzent in den Vereinigten Staaten und der sechstgrößte Goldproduzent in Quebec. Hecla ist außerdem der drittgrößte US-Produzent von Zink und Blei.

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



## Karora Resources

Karora ist ein an der TSX notiertes Goldminenunternehmen (TSX: KRR) mit Projekten in der Tier-1-Jurisdiktion Westaustraliens. Karora hat ein bewährtes Managementteam und will die Produktion bis 2024 auf 170–195 koz steigern.

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



## Matterhorn Asset Management AG

Die globale Kompetenz für Vermögenserhaltung durch den Erwerb und die Lagerung von Edelmetallen. Ein weltbekanntes Team bietet Anlegern persönlichen Service mit direktem Zugang zu den größten und sichersten privaten Tresoren der Welt.

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



## Minera Alamos

Minera Alamos ist ein neuer Goldproduzent, der derzeit seinen Santana Tagebau hochfährt und die Genehmigungsverfahren für sein zweites Vorzeigeprojekt, den Tagebau Cerro de Oro, versucht zu beschleunigen. Das Geschäftsmodell der Firma setzt auf niedrige Investitionskosten und bleibt somit vom Inflationsdruck weitgehend verschont.

[www.mineraalamos.com](http://www.mineraalamos.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 sowie Goldbarren.

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



## New Zealand Bullion Depository

Unsere Mission ist es, die beste Goldbarrenlagerung mit einmaligem Service und Diskretion zu bieten. Ihr Gold wird an unserem neuseeländischen Standort unter Einsatz modernster Sicherheitstechnologien allokiert und getrennt verwahrt, damit Sie sich keine Sorgen machen müssen.

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



## philoro EDELMETALLE

philoro ist einer der europäischen Marktführer im Bereich Edelmetallhandel und Ihr zuverlässiger Partner für die Veranlagung in Gold und Silber, Platin und Palladium.

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



## Reyna Gold

Reyna Gold konzentriert sich auf die Exploration von Gebieten in den wichtigsten Goldgürteln in Mexiko und verfügt über ein Grundstücksportfolio von über 57.000 Hektar, ein erstklassiges Explorationsteam und ein bewährtes Managementteam.

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



## SOLIT Group AG

Die SOLIT Gruppe zählt zu den führenden Edelmetall-Handelsunternehmen und bietet als zertifiziertes LBMA-Mitglied ihren Kunden ein vollständiges Anlageportfolio im Bereich der physischen Edelmetalle.

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



## Sprott

Sprott ist ein globaler Vermögensverwalter, der Anlegern Zugang zu führenden Edelmetall und Energiewendeinvestments bietet.

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



### Tudor Gold

TUDOR GOLD Corp. ist ein Explorationsunternehmen in der Golden Triangle-Region in B.C., Kanada. Das Flaggschiffprojekt Treaty Creek hat eine indicated (angezeigte) Ressource von 23,4 Moz AuEQ plus 7,4 Moz AuEQ (abgeleitet).

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



### Victoria Gold

Victoria Gold (VGX) ist der führende Goldentwickler und -produzent im Yukon. Zum 31.12.22 beträgt die Reserve der „Eagle Gold“-Mine 2,6 Mio. Unzen Au (124 Mio. Tonnen mit einem Gehalt von 0,65 g/t). Zu den vorrangigen Explorationszielen gehören Raven und Lynx.

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



### Ximen Mining

Ximen Mining (TSX.V XIM) konzentriert sich auf die verantwortungsvolle Erschließung, den nachhaltigen Abbau und die Exploration seiner Edelmetallgrundstücke im Süden von BC, Kanada, und treibt seine Goldmine Kenville voran.

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

