

**In Gold We Trust**  
Report

24. Mai 2022

# Stagflation 2.0



incrementum

Ronald-Peter Stöferle  
& Mark J. Valek

Wir bedanken uns herzlich bei unseren  
**Premium-Partnern** für die Unterstützung des  
*In Gold We Trust-Reports 2022*

Details zu unseren Premium-Partnern finden Sie auf Seite 418 f.



# Inhalt

<b>Einleitung: Von Wölfen und Bären</b>	<b>4</b>
<b>Status Quo von Gold</b>	<b>17</b>
<b>Status Quo von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen</b>	<b>25</b>
<b>Status Quo der Verschuldungsdynamik</b>	<b>46</b>
<b>Status Quo der Inflationstendenz</b>	<b>68</b>
<b>Status Quo der Goldnachfrage</b>	<b>92</b>
<b>Fazit: Status Quo</b>	<b>103</b>
<b>Stagflation 2.0</b>	<b>114</b>
<b>Stagflation und ein neuer Goldstandard – Exklusivinterview mit Alasdair Macleod</b>	<b>140</b>
<b>Eine neue Weltordnung entsteht</b>	<b>155</b>
<b>Energie, Krieg &amp; Inflation – Exklusivinterview mit Luke Gromen</b>	<b>179</b>
<b>China – am Scheideweg</b>	<b>195</b>
<b>Als Rom seine Reservewährung verlor</b>	<b>214</b>
<b>Warum das Fiat-Geld scheinbar funktioniert</b>	<b>232</b>
<b>Goldlagerung: Faktencheck für Deutschland, Kanada und das Vereinigte Königreich</b>	<b>251</b>
<b>Das synchrone Aktien-und-Goldpreismodell</b>	<b>269</b>
<b>Für ein besseres Verständnis des Goldangebots und der Goldnachfrage</b>	<b>288</b>
<b>Des Silbers Inflationsrätsel</b>	<b>302</b>
<b>Bitcoin: Bullenmarkt bei der Akzeptanz, Bärenmarkt beim Preis</b>	<b>315</b>
<b>Minenaktien – Fundamentaler und technischer Status quo</b>	<b>327</b>
<b>Die Herausforderungen des Goldminensektors</b>	<b>341</b>
<b>Royalty-und-Streaming-Unternehmen: Eine exzellente Art, in Gold zu investieren</b>	<b>355</b>
<b>Die neue emissionsarme Wirtschaft: Gold als Retter?</b>	<b>369</b>
<b>Technische Analyse</b>	<b>382</b>
<b>Quo vadis, aurum?</b>	<b>393</b>
<b>Über uns</b>	<b>414</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. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden.

Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Incrementum AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen).

# Einleitung: Von Wölfen und Bären

*„Die Warnsignale zu ignorieren und mit den bewährten Strategien der Vergangenheit fortzufahren, bedeutet, das dritte, entscheidende Wolfsgeheul zu ignorieren.“*

„Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?“, Incrementum Spezialreport, November 2020

## Key Takeaways

- In unserer Spezialanalyse aus dem Herbst 2020, „Der Junge, der Wolf rief“, hatten wir vor der unterschätzten Gefahr einer hohen Teuerung eindringlich gewarnt. Der Wolf ist nun hier und er ist gekommen, um zu bleiben. Der Krieg in der Ukraine verschärft die Inflationsdynamik nun zusätzlich.
- Die Hartnäckigkeit der Lieferkettenproblematik, die Kosten für die Sanktionen, eine restriktivere Geldpolitik sowie die Deglobalisierung bringen nun neben dem Wolf auch den Rezessions-Bären aufs Tapet.
- Der Großteil der Anleger wurde durch das Eintreten ins inflationäre Umfeld auf dem falschen Fuß erwischt. Gemischte Portfolios erleiden dieses Jahr bislang herbe Verluste.
- Neben der De-Globalisierung und der Dekarbonisierung gibt es noch eine Reihe weiterer struktureller Gründe, die für ein längerfristigeres stagflationäres Umfeld sprechen, in dem voraussichtlich mehrere Teuerungswellen auftreten werden.
- Das Einfrieren der russischen Währungsreserven sowie die neuen geopolitischen Realitäten machen Gold als neutrales, internationales Reserve-Asset zunehmend attraktiver.

## Von Wölfen und Bären

*Whether the bear beats the wolf, or the wolf beats the bear, the rabbit always loses.*

**Robert Jordan**

*The true investment challenge is to perform well in difficult times.*

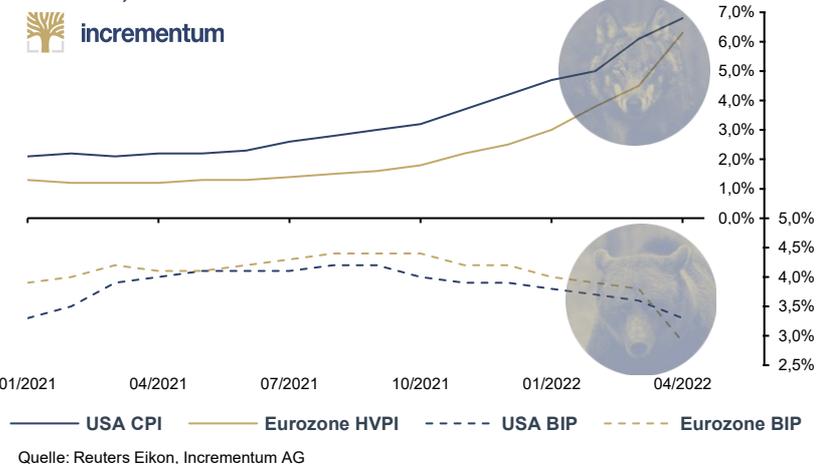
**Seth Klarman**

**Vor dem sich heranschleichenden Wolf warnten wir bereits im Herbst 2020, mitten in der zweiten Coronawelle. In der Spezialanalyse des In Gold We Trust-Reports „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?“ wiesen wir eindringlich auf die Gefahren der drohenden Inflation hin.** Dazu griffen wir auf die Wolfsparell von Äsop zurück. Einem Großteil der Marktteilnehmer war das als ausgestorben geglaubte Raubtier nicht mehr bekannt, lag doch die letzte Hochinflationsphase viele Jahrzehnte zurück.

**Nun ist der Wolf da – und er dominiert die Schlagzeilen.** Doch weiterhin ist vielen Investoren nicht bewusst, welche Bedrohungen für das Portfolio von ihm ausgehen. Vielfach versteckt man sich hinter der naiven Illusion, dass der Wolf bald wieder verschwinden wird – einfach so, und ohne Beute gemacht zu haben.

**Nun lauert bereits die nächste Gefahr: Hinter dem Wolf schleicht sich ein Bär heran,** der Bär, der einen markanten Wirtschaftsabschwung symbolisiert und mit seiner Tatze die Kurse nach unten drückt. Erneut wird die Mehrzahl der Ökonomen und Anleger auf dem falschen Fuß erwischt werden.

**Monatliche Inflations- und BIP-Umfragewerte für 2022, USA und Eurozone, 01/2021-04/2022**



**Nach den Verheerungen der Corona-Pandemie hofften alle auf Jahre des Aufschwungs.** Die rekordhohen Wachstumswahlen des Vorjahres schürten dieses Feuer der Hoffnung. Doch diese Zahlen waren vor allem der Rückkehr zu einer gewissen wirtschaftlichen Normalität und dem Basiseffekt geschuldet.

*For those properly prepared, the bear market is not only a calamity but an opportunity.*

**John Templeton**

**Was aber war der eigentliche Zunder, der dieses „Wachstumsfeuer“ zum Brennen brachte?** Im Zuge der globalen Lockdowns und dem Crash an den Aktienmärkten schrumpfte die US-Wirtschaft in Q2/2020 annualisiert um 9,1%, während das globale BIP um 3,1% einbrach. Es wurde mit einer nie dagewesenen Flut von geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen versucht, die durch die Lockdowns verursachten ökonomischen Schäden zu begrenzen und die drohende, deflationäre Schuldenimplosion zu verhindern.

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

**Edgar Fiedler**

*Many of us smile at old-fashioned fortune-tellers. But when the soothsayers work with computer algorithms rather than tarot cards, we take their predictions seriously and are prepared to pay for them.*

**Gerd Gigerenzer**

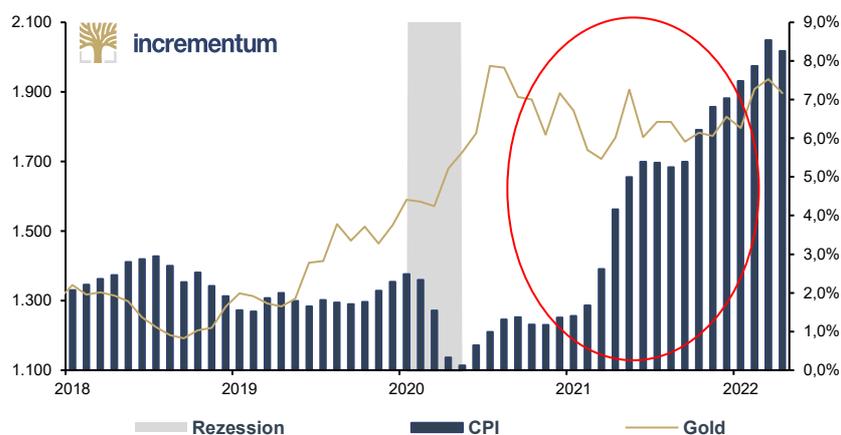
**Die Aktienmärkte reagierten mit Entzücken, die Deflation wurde verhindert und bereits wenige Monate danach waren die Finanzmärkte wieder in bester Feierlaune.** So rallierte der S&P 500 innerhalb von nur 5 Monaten von seinem Corona-Low auf ein neues Allzeithoch und der Nasdaq haussierte vom Tief- bis zum Höchststand um 134% und benötigte dafür nur 3 Monate.

**Doch die inflationären Nebenwirkungen der radikalen monetären und fiskalischen Wiederbelebensmaßnahmen manifestierten sich still und leise im Laufe des vergangenen Jahres.** Der Preis für die Rettung der Märkte waren stetig steigende Teuerungsraten, welche sowohl in den USA als auch in der Eurozone Mitte des Jahres 2021 die 2%-Zielmarke der Notenbanken durchbrachen.

**Doch die Zentralbanker beschwichtigten:** „Habt keine Angst vor dem Wolf, das Wolfsgeheul, das ihr zu vernehmen glaubt, ist nur eine Einbildung, der aktuelle Anstieg der Inflation ist bloß vorübergehend.“ Diese Beschwichtigung fand sich konsequenterweise auch in den Inflationsprognosen der Institutionen. Beispielhaft für die dramatische Fehleinschätzung der Lage ist die Entwicklung der Inflationsprognosen der EZB: Im September 2021 wurde für das Jahr 2022 eine Inflationsrate von 1,7% prognostiziert, im Dezember 2021 wurde die Prognose auf 3,2% und im März 2022 auf 5,1% erhöht. **Also selbst vor Ausbruch des Ukraine-Krieges musste die EZB ihre Inflationsprognose von einem Quartal zum nächsten fast verdoppeln.**

**Erst einmal enttäuschend auf den Inflationsanstieg im Vorjahr reagierte der Goldpreis.** Im Laufe des Jahres 2021 mussten sich Goldbesitzer mit einer bescheidenen Rendite von +3,6% in EUR bzw. -3,5% in USD zufriedengeben.

Gold (lhs), in USD, und CPI (rhs), 01/1970-04/2022



**Die maßgeblichen Gründe, wieso Gold vorübergehend sein „Mojo“ verlor, waren:**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

1. Eine starke vorangegangene Performance: 2019: +18,3% (USD), +21% (EUR) bzw. 2020: +24,6% (USD), +14,3% (EUR)
2. Der extrem feste US-Dollar
3. Hohe Opportunitätskosten in Folge haussierender Aktienmärkte
4. Krypto-Assets, die Gold medial die Show stahlen
5. **Vor allem aber glaubten die Marktteilnehmer an das Narrativ von der „vorübergehenden“ Inflation und fürchteten nicht, dass die Inflationsraten längerfristig hoch bleiben würden.**

Je länger die Inflation erhöht blieb, umso mehr Marktteilnehmer dachten, dass sich dies auf den Goldpreis auswirken müsse. **Erst Anfang 2022 fing der Preis allmählich an, auf die erhöhten Inflationsraten und die zunehmenden Turbulenzen an den Aktien- und Anleihenmärkten zu reagieren.**

## Der russische Bär

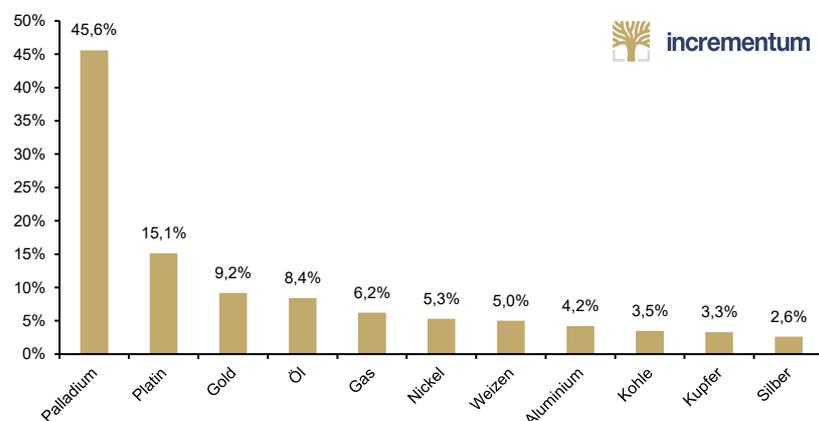
Der 24. Februar 2022 markiert einen historischen Wendepunkt in der Geschichte unseres Kontinents.

**Olaf Scholz**

**Dass sich der Angriff Russlands auf die Ukraine nochmals verschärfend auf die Inflationssituation auswirkt, liegt auf der Hand.**

Russland ist einer der wichtigsten Rohstoffexporteure, nicht nur im Bereich Energie. Was jedoch unserer Meinung nach stark unterschätzt wird, sind die desaströsen Kosten für die Volkswirtschaften im Zusammenhang mit der Substituierung der russischen Ressourcen. **Der deutsche Wirtschaftsminister Robert Habeck** brachte es in einer Diskussion über ein mögliches Ölembargo der EU gegen Russland auf den Punkt: *„Das ist nicht ohne Schmerzen zu haben!“* **JP Morgan schätzte Mitte April**, dass ein Ölembargo den Ölpreis auf 185 USD hinaufschmalzen würde. Das wäre ein Sprung um weitere 70–80%. Man braucht kein großer Prophet oder Starökonom zu sein, um die Auswirkungen eines solchen Preissprunges auf Konjunktur und Inflationsraten vorherzusagen. **Die Sanktionsspirale wird neben dem Wolf mit Sicherheit auch den Bären aus dem Winterschlaf holen.**

### Russlands Exporte, in % der globalen Produktion, 2021



Quelle: Bloomberg, JPMorgan, Incrementum AG

*Will hiking rates off the near-zero line make a difference in economic behaviors? Oh yes! Just not the behaviors that the Fed (and the White House) expect.*

**Ben Hunt**

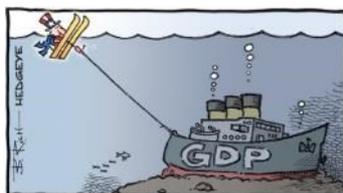
**Und er ist auch schon an den Kapitalmärkten zu erkennen, der Bär.**

Der S&P 500 gab seit Anfang des Jahres bis Mitte Mai mehr als 16% ab, der Nasdaq mehr als 25%. Der Bär hat somit das frühere Epizentrum des US-Bullenmarktes erreicht: die viel gehypten Technologietitel. **Aber auch an den Rentenmärkten ist der Bär los.** In Q1/2022 erzielten US-Staatsanleihen das schlechteste Ergebnis seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1973. **Und auch an den Währungsmärkten steppt der Bär.** Der US-Dollar-Index kletterte auf den höchsten Stand seit 2002. **Gold konnte sich in diesem widrigen Umfeld zunächst gut behaupten, knickte ab Mitte April jedoch ebenso ein.**

**US-Dollar-Index, Gold, Bloomberg-Global-Aggregate-Bond-Index, und MSCI-ACWI, in USD, 100 = 31.12.2021, 01/2022-05/2022**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

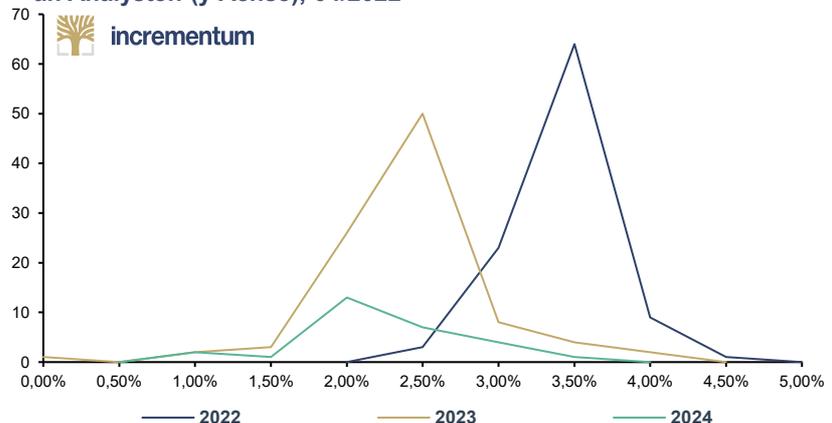


Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Auch konjunkturell macht sich der Bär langsam bemerkbar. Im Q1/2022 verzeichneten die USA bereits einen Rückgang der Wirtschaftsleistung.**

Nach einem annualisierten Quartalswachstum von 6,9% in Q4/2021 schrumpfte laut der letzten BIP-Schätzung des „Bureau of Economic Analysis“ (BEA) die Wirtschaft in Q1/2022 um 1,4%, und das, obwohl die Erstschatzung bei über 3% lag. Selbst wenn das Wachstum im laufenden Quartal nochmals leicht positiv sein sollte und eine (technische) Rezession vorerst noch vermieden werden kann, ist eine Rezession in den nächsten 12–18 Monaten deutlich wahrscheinlicher als vom Markt derzeit angenommen.

**US-BIP-Umfrage, Jährliches BIP-Wachstum (x-Achse), und Anzahl an Analysten (y-Achse), 04/2022**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*If we can't store [the Euro], acquire it, if the ability to settle in this currency with our counterparties, including those in Western Europe, is violated, then why should we trade for this currency? For us, this currency turns into candy wrappers. We have lost all interest in euros and dollars.*

**Pavel Zavalny**

*It is hard to overstate the importance of what the US and EU effectively announced: the US and EU effectively just declared that \$12 trillion in FX reserves globally (~\$7 trillion in USD) that are the result of prior economic surpluses are subject to political confiscation.*

**Luke Gromen**

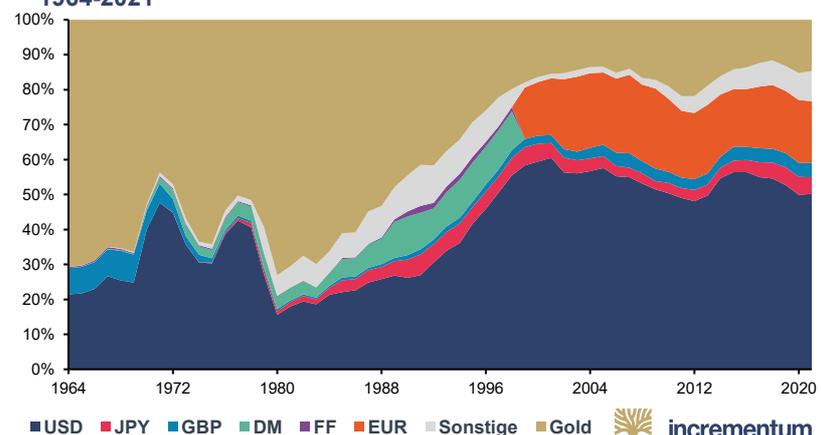
## Das folgenreiche Einfrieren der russischen Währungsreserven

**Der Status des US-Dollars als globale Leit-, Handels- und Reservewährung weist immer größere Risse auf.** Bereits seit vielen Jahren dokumentieren wir den Prozess der „De-Dollarization“. Wir sind nun Augenzeugen eines folgenreichen Vertrauensbruchs, der den Boden für eine Abkehr vom US-Dollar als Weltreservewährung bereitet und mittelfristig den Weg in eine neue globale Währungsordnung beschleunigt.

**Der Beschluss der G7 und der EU vom 26. Februar, die US-Dollar- und Euro-Währungsreserven der russischen Zentralbank, die ca. 60% ihrer gesamten internationalen Reserven ausmachen, einzufrieren, wird in die (Währungs-)Geschichte eingehen.** Zwar gab es bereits früher Sanktionen gegen Pariastaaten, wie z. B. Venezuela oder den Iran, doch noch nie gegen eine Vetomacht im UN-Sicherheitsrat, ein ehemaliges Mitglied der führenden Wirtschaftsnationen (G8), eine Atommacht und einen der weltweit bedeutendsten Rohstoffexporteure.

Mit der weiteren „Militarisierung des Geldes“ dürften sich die USA und die EU mittel- bis langfristig allerdings keinen Gefallen bereitet haben. Die Entscheidung führt vielen US-kritischen Nationen deutlich vor Augen, wie schnell sich US-Dollarreserven von einem hochliquiden Asset in nutzlose bedruckte Zettel verwandeln können. **De facto haben die USA und die Eurozone der Welt demonstriert, wie schnell sie ihre ökonomischen Verbindlichkeiten im Falle einer geopolitischen Auseinandersetzung streichen können.**

**Zusammensetzung der globalen Reservewährungen inkl. Gold, 1964-2021**



Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG

**Das Volumen, von dem wir sprechen, ist enorm:** Die weltweiten Devisenreserven der Notenbanken belaufen sich auf rund 12 Bill. USD, wovon ca. 60% auf den US-Dollar und 20% auf den Euro entfallen. Insbesondere China wird das Einfrieren von Russlands Reserven mit Argusaugen verfolgt haben und seine Bemühungen hinsichtlich währungspolitischer Souveränität verstärken. Zudem wirkt das Einfrieren der Währungsreserven potenziell (stark) deflationär.

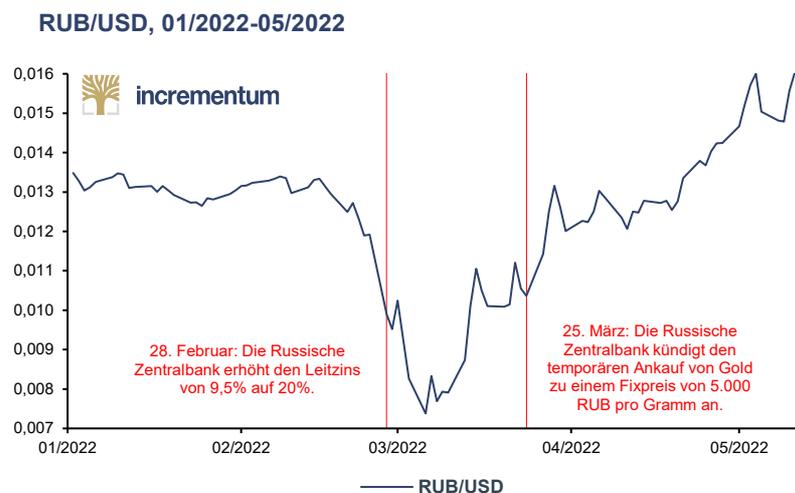
*This weaponization of the US dollar was no surprise to anyone - Trump had already weaponised it against Iran in particular.*

**Russell Napier**

**Um den kollabierenden Rubel zu stützen, wurden bemerkenswerte Gegenmaßnahmen gesetzt.** So kündigte die russische Zentralbank – nach der Verdopplung des Leitzinses auf 20% – an, dass sie ab dem 28. März und bis zum 30. Juni einen Festpreis von 5.000 Rubel pro Gramm Gold zahlen wird. Das entspricht rund 1.940 USD pro Unze. Damit wird eine Untergrenze für den Goldpreis in Rubel festgelegt, und da Gold in US-Dollar gehandelt wird, wird damit auch implizit eine Untergrenze für den Rubel in US-Dollar hergestellt.

**Von einigen Analysten wurde dieser Mechanismus fälschlicherweise als neuer Goldstandard bezeichnet.** Dies ist jedoch nicht der Fall, da sich die Zentralbank nicht zu einer Rücknahme von Rubel gegen Gold verpflichtet hat, sondern nur Rubel ausgibt und Gold annimmt. **Dennoch verdeutlicht dieses Beispiel höchst anschaulich, dass Gold jederzeit nicht nur als sprichwörtlicher, sondern auch als tatsächlicher Anker für eine Fiat-Währung eingesetzt werden kann.**

**Äußerst beeindruckend ist, wie sich der Außenwert des Rubels gegen den – selbst extrem starken – US-Dollar entwickelt hat.** So notiert der Rubel trotz bereits 6 harter Sanktionswellen gegenüber dem US-Dollar fester als zu Beginn des Jahres.



*It's one thing to make life uncomfortable for some oligarchs, but the decision to freeze Central Bank assets is in another league all together. With a stroke of a pen, the West took Russia's FX Reserves, and made them useless.*

**Kevin Muir**

**Maßgeblich mitverantwortlich für die unerwartete Rubel-Stärke dürfte neben der Goldpreis-Untergrenze auch der Beschluss sein, dass Russland keine Euro mehr als Zahlungsmittel für seine Exporte akzeptiert.** Der Vorsitzende des Energieausschusses in der russischen Duma, **Pavel Zavalny**, kommentierte diesen russischen Beschluss wie folgt: „Let them pay either in hard currency, **and this is gold for us**, or pay as it is convenient for us, this is the national currency.“ (Unsere Hervorhebung). Von den als „unfreundlich“ eingestuften Staaten wird Russland in Zukunft nur mehr die Bezahlung in Rubel oder in Gold akzeptieren, von allen anderen in einer frei verhandelbaren Währung und womöglich sogar in Bitcoin.

**Uns beschleicht die Sorge, dass der Westen seine Position hinsichtlich seines De-facto-Monopols auf internationale Währungsreserven**

**womöglich überschätzt.** Nicht zuletzt hat in den vergangenen 20 Jahren die ökonomische Bedeutung des Ostens – insbesondere Asiens – massiv zugenommen. Diese Macht wurde auch von Sergey Glazyev hervorgehoben. Er gilt als einer der einflussreichsten Ökonomen Russlands, ist Mitglied des Nationalen Finanzrats und ehemaliger Minister für Außenwirtschaftsbeziehungen. Zudem war er von 2012 bis 2019 Wirtschaftsberater von Präsident Putin. **Glazyev erläuterte die Rolle**, die Rohstoffe in der neu entstehenden multipolaren Währungsordnung spielen werden:

*„The third and the final stage on the new economic order transition will involve a creation of a new digital payment currency ... A currency like this can be issued by a pool of currency reserves of BRICS countries ... the basket could contain an index of prices of main exchange-traded commodities: gold and other precious metals, key industrial metals, hydrocarbons, grains, sugar, as well as water and other natural resources.“*

*If reserves can be negated overnight, are they even reserves? How many other countries must hedge against the possibility of similar sanctions?*  
**Doomberg**

**Wir halten es für plausibel, dass Gold als neutrale Währungsreserve als einer der Profiteure des beunruhigenden Krieges hervorgehen wird.** Denn in einer zunehmend polarisierten und sich in zwei Blöcke aufteilenden Welt kann Gold als neutraler, nicht-staatlicher monetärer Vermittler zwischen den beiden Blöcken fungieren. Der Trend, dass sich Gold bei den Zentralbanken zunehmender Beliebtheit erfreut, hält seit 2008 ungebrochen an. So haben die BRICS-Staaten ihre Goldreserven in den vergangenen Jahren erheblich aufgestockt, der Westen, insbesondere die Eurozone und die USA, hat jedoch in dieser Rangliste noch deutlich die Nase vorn.

Land	FX-Reserven, in Mio. USD	Gesamte Reserven, in Mio. USD	Goldreserven, in Tonnen	Goldreserven, in Mio. USD	Goldreserven/ Gesamte Reserven	Goldreserven/ BIP
Eurozone	499.850	1.141.117	10.270	641.267	56,20%	4,41%
USA	237.182	745.053	8.133	507.871	68,17%	2,00%
Russland	497.946	641.665	2.302	143.719	22,40%	7,86%
China	3.251.626	3.373.282	1.948	121.656	3,61%	0,61%
Schweiz	1.036.009	1.100.949	1.040	64.940	5,90%	7,71%
Japan	1.303.245	1.356.070	846	52.824	3,90%	1,08%
Indien	563.471	610.952	760	47.481	7,77%	1,44%
Taiwan	549.994	576.446	424	26.452	4,59%	3,14%
Saudi-Arabien	441.067	461.240	323	20.173	4,37%	1,94%
Singapur	424.839	434.439	154	9.600	2,21%	2,26%
Südkorea	455.833	462.355	105	6.522	1,41%	0,36%
Hong Kong	490.956	491.086	2	130	0,03%	0,04%

Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG (Daten per Q1/2022)

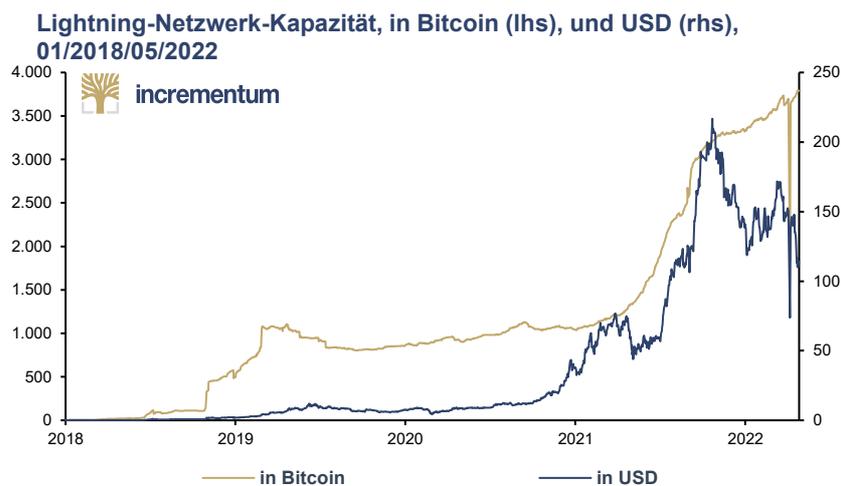
**Neben der einmaligen Eigenschaft, dass Gold kein Ausfalls- bzw. Konfiszierungsrisiko hat,** sofern es im eigenen Land sicher verwahrt wird, kommt nun auch für Zentralbanken ein weiteres Argument hinzu, das für Gold als Reserve-Asset spricht. Die markant jenseits des jeweiligen Inflationsziels liegenden Inflationsraten dürften das Vertrauen in die staatlichen Reservewährungen in den kommenden Jahren weiter untergraben. **Gold wird wohl in vielen Ländern**

**der Welt als Reservewährung weiter an Akzeptanz gewinnen und sich verstärkt als Vertrauens- und Kaufkraftanker etablieren.**

*I can't understand why people are frightened of new ideas. I'm frightened of the old ones.*

**John Cage**

Auch wenn Bitcoin in diesem Kontext am Rande von Russland erwähnt wurde – was bemerkenswert ist – spielt er im Konzert der Reservewährungen derzeit noch keine Rolle. Allerdings schreitet bei der ältesten aller Kryptowährungen die Akzeptanz ungeachtet des aktuellen Bärenmarktes weiter stetig voran. Erwähnenswert ist neben der zunehmenden Akzeptanz von Bitcoin bei traditionellen Finanzinstituten auch die steigende Nutzung des Protokolls zur Abwicklung von Zahlungen über das Lightning-Netzwerk.



*Bitcoin has moved beyond the experimentation phase. We're now into the implementation era.*

**Mark E. Jeftovic**

**Bitcoin wird von einem wachsenden Teil der Bevölkerung in Entwicklungsländern entdeckt und auch aktiv als Zahlungsmittel benutzt.** Hier ist also weiterhin eher eine Bottom-up-Dynamik zu erkennen. Zentralbanken wollen hingegen nach wie vor nichts mit der dezentralen digitalen Währung zu tun haben. Aber selbst dahingehend gibt es immer wieder interessante Initiativen. So wurde in der Generalversammlung der SNB im April 2022 ein Gesuch von einigen Aktionären der Bank gestellt, dass diese 1 Mrd. CHF ihrer Aktiva pro Monat von Eurobonds in Bitcoin umschichten solle. Die Anfrage wurde erwartungsgemäß von der SNB nicht goutiert. Konsequenterweise werden die Initiatoren die SNB von nun an jedes Jahr mit dem Thema konfrontieren.

*The technology undergirding bitcoin and other cryptocurrencies continues to develop. Like the laser, in its early days known as a „solution in search of a problem“, cryptocurrencies and the blockchain could solve all kind of problems for us.*

**John Authers**

**Aber auch auf staatlicher Ebene gibt es Berichtenswertes:** Medienwirksam hat El Salvador vergangenes Jahr Bitcoin zum offiziellen Zahlungsmittel neben dem US-Dollar eingeführt. Gleichgezogen ist zuletzt die Zentralafrikanische Republik. In beiden Fällen opponiert der IWF wortgewaltig dagegen und warnt vor erheblichen Risiken. Jene Institution, welche ihren Mitgliedstaaten verbietet, ihre Währung an Gold zu binden, ist offensichtlich mindestens genauso stark dagegen, dass Bitcoin zum offiziellen Geld aufsteigt. **Man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, dass der IWF im Kern der oberste Gralshüter des globalen, schuldenbasierten Geldsystems ist.**

## Vom monetären Klimawandel zur Stagflation 2.0

**Bevor wir uns dem diesjährigen Kernthema, der Stagflation, zuwenden, erlauben Sie uns noch einen kurzen Blick in den Rückspiegel.** Im *In Gold We Trust-Report 2021* haben wir über den von uns so genannten „monetären Klimawandel“ gesprochen. Mit diesem Begriff haben wir auf einen vielschichtigen Paradigmenwechsel angespielt, der durch die Pandemie und die politischen Reaktionen darauf ausgelöst wurde und durch die folgenden fünf Entwicklungen geprägt war:

1. Budgetäre Nonchalance
2. Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik
3. Neue Aufgaben der Geldpolitik
4. Digitale Zentralbankwährungen vs. dezentrale Kryptowährungen
5. Die neue Eiszeit zwischen Ost und West

*The root problem with conventional currency is all the trust that's required to make it work. The central bank must be trusted not to debase the currency, but the history of fiat currencies is full of breaches of that trust.*

**Satoshi Nakamoto**

*From a financial market standpoint, the situation remains the inverse of Goldilocks.*

**Christopher Wood**

*Stagflation isn't our baseline scenario presently.*

**Christine Lagarde,**

**7. Mai 2022**

**Diese Trends sind immer noch präsent und werden durch die Russlandkrise weiter verstärkt.** Die budgetäre Nonchalance setzt sich nach dem Abebben der Corona-Krise nahtlos fort. Es werden keine Kosten gescheut, um alternative Energiequellen zu erschließen, massiv aufzurüsten bzw. die Kosten der Sanktionen zu finanzieren, aber auch um die Teuerungswelle über Transferzahlungen abzufedern. Die Beziehungen zwischen Ost und West sind mittlerweile so stark abgekühlt, dass man schon von einem Kalten Krieg 2.0 sprechen kann. Es wird die Aufgabe der Geldpolitik sein, die zusätzlich aufklaffenden staatlichen Budgetlücken über Monetarisierung von Staatsschulden zu finanzieren. Dies sind allesamt strukturell inflationär wirkende Dynamiken, welche sich obendrein auf das Wachstum bremsend auswirken.

**Wolf und Bär – Inflation und Wirtschaftsabschwung – ergibt Stagflation.** Exakt diese Einsicht greift langsam, aber sicher um sich. Niemand Geringerer als der Präsident des renommierten deutschen ifo-Instituts, **Clemens Fuest**, überraschte bereits Ende April (!) mit folgender Aussage: „Wir sind mittendrin in der Stagflation, zumindest in Europa.“ Angesichts der angespannten geopolitischen Lage und der dunklen Wolken am Konjunkturhimmel erachten wir eine Stagflation in vielen Teilen der Welt, insbesondere in den USA und der EU, für sehr wahrscheinlich.

So wie wir 2020 die aktuelle Teuerungswelle vorhersagten und uns dabei nicht weit aus dem Fenster lehnten, so lehnen wir uns mit der Ankündigung einer hartnäckigen Stagflation ebenso wenig weit aus dem Fenster. **Wir werden gewiss keine Kopie der Stagflation der 1970er-Jahre durchleben, sondern eine Stagflation 2.0, mit zahlreichen Eigenheiten.** Wir wollen hier einige der wichtigen Charakteristika – mit Schwerpunkt auf die USA – vergleichen.

Faktor	Stagflationsphasen 1970 - 1983	Stagflation 2.0
<b>Auslöser</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1973: Ölembargo Jom-Kippur-Krieg</li> <li>• 1979: Iranische Revolution</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Corona-Pandemie &amp; Lockdowns/ massive Stimulus-Maßnahmen</li> <li>• Lieferkettenproblematik</li> <li>• Krieg in der Ukraine</li> </ul>
<b>Dauer</b>	Mehrere Phasen zwischen 1970 und 1983	?
<b>Jährlicher Geldüberhang</b>	Bis zu 4,9% (1982)	Bis zu 21,3% (2020)
<b>Realverzinsung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Teils positiv, teils negativ, meist innerhalb einer Bandbreite von +5%/-5%;</li> <li>• Starker Anstieg Anfang der 1980er-Jahre bis knapp +10%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Derzeit stark negativ</li> <li>• Positive Realzinsen b.a.w. nicht vorstellbar</li> </ul>
<b>Budgetdefizit</b>	Bis zu 5,7% (1983)	Bis zu 15,0% (2020)
<b>Verschuldung</b>	Gering (Daten 1970 und 1982) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Staat: 35,7%; 35,2%</li> <li>• Unternehmen: 47,0%; 53,1%</li> <li>• Private Haushalte: 44,0%;47,9%</li> </ul>	Hoch (Daten 2021) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Staat: 123,4%</li> <li>• Unternehmen: 77,2%</li> <li>• Private Haushalte: 76,4%</li> </ul>
<b>Arbeitsmarkt</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hoher Organisationsgrad</li> <li>• Wachsendes Arbeitskräftepotenzial</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Niedriger Organisationsgrad</li> <li>• Sinkendes Arbeitskräftepotenzial infolge des demographischen Wandels</li> </ul>
<b>Internationale Arbeitsteilung / Geopolitik</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Arbeitsteilung weitgehend stabil</li> <li>• Geopolitik: Kalter Krieg</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nach Jahrzehnten der Globalisierung nun De-Globalisierung</li> <li>• Abgleiten in Kalten Krieg 2.0</li> </ul>
<b>Ölpreisentwicklung (WTI)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jun. 1973–Feb. 1974: +184%</li> <li>• Dez. 1978–Mai 1980: +166%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dez. 2020–Apr. 2022: +116%</li> </ul>
<b>Währungsregime</b>	Wechsel von Gold-Devisen-Standard auf System flexibler Wechselkurse	Zunehmender Abschied vom unipolaren Währungssystem mit dem US-Dollar als Ankerwährung
<b>Ende</b>	Zinserhöhungen, Volcker-Schock, Rezessionen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Potenzielle Schuldenkrisen aufgrund hoher Verschuldungen</li> <li>• Neuordnung der internationalen Währungsordnung</li> </ul>

Quelle: Incrementum AG

Stagflationen und deren Konsequenzen für Wirtschaft, Gesellschaft und Veranlagung kennen die meisten Menschen wohl nur aus den Geschichtsbüchern, wenn überhaupt. **Die adäquate Vorbereitung auf das gleichzeitige Auftreten von Wolf und Bär, das noch seltener zu beobachten ist als ein deutscher Sieg beim Song-Contest, wird uns im diesjährigen *In Gold We Trust*-Report in allen Details beschäftigen.**

## Herzlichen Dank!

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

**Henry Hazlitt**

**Jahr für Jahr strebt der *In Gold We Trust*-Report danach, die weltweit anerkannteste, meistgelesene und vollumfänglichste Analyse zum Thema Gold zu sein.** Wir bedanken uns von ganzem Herzen bei unseren mehr als 20 fantastischen Mitarbeitern auf vier Kontinenten<sup>1</sup> für ihren tatkräftigen und unermüdlichen Einsatz!

**Unser Dank gilt natürlich auch unseren Premium-Partnern.**<sup>2</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. 2022 haben wir beispielsweise unseren „*Monthly Gold Compass*“ sowie eine spanische Ausgabe der Kompaktversion lanciert.

<sup>1</sup> Alle Mitarbeiter sind in der Mitarbeitergalerie am Ende des *In Gold We Trust*-Reports abgebildet.

<sup>2</sup> Am Ende des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie eine Übersicht über unsere **Premium-Partner**, inklusive einer Kurzbeschreibung der Unternehmen.

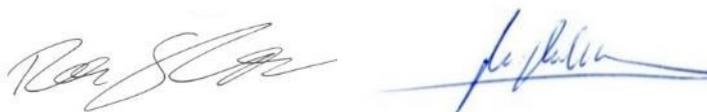
*Über kurz oder lang kann das nimmer länger so weitergehen, außer es dauert noch länger, dann kann man nur sagen, es braucht halt alles seine Zeit, und Zeit wär's, dass es bald anders wird.*

**Karl Valentin**

Die Vergangenheit zu studieren und zu würdigen, ist entscheidend für die Vorbereitung auf die Zukunft. **Den im Vorjahr beschriebenen „monetären Klimawandel“<sup>3</sup> sowie die „Stagflation 2.0“ zu verstehen und sich darauf vorzubereiten, sind unserer Meinung nach zentrale analytische Herausforderungen der Gegenwart. Wir freuen uns, Ihnen, geschätzte Leser, erneut eine umfassende, informative und kurzweilige Orientierungshilfe zum Thema Gold zur Verfügung stellen zu dürfen.**

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 16. *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**



<sup>3</sup> „Monetärer Klimawandel“, *In Gold We Trust*-Report 2021

**EINFACH.  
GOLD.  
RICHTIG.**

## **DER PHILORO EDELMETALLSPARPLAN**

Jetzt abschließen und mit philoro in  
eine goldige Zukunft starten!



**VIEL GOLD. VIEL ZUKUNFT.**



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

# Status Quo von Gold

*„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

## Key Takeaways

- Im Jahr 2020 hat sich Gold einmal mehr als Absicherung gegen Rezessionen, als Portfoliostabilisator in Zeiten hochvolatiler Aktienmärkte und als frühzeitiger Inflationsschutz bewährt.
- Nach zwei Jahren mit weit überdurchschnittlichen Zuwächsen und einem neuen Allzeithoch im August 2020, war es 2021 Zeit für eine Konsolidierung des Goldpreises.
- Gewinnmitnahmen, ein deutlich festerer US-Dollar, Opportunitätskosten im Zuge des Bitcoin-Bullenmarktes und steigende Anleiherenditen haben dem Goldpreis im Jahr 2021 erheblichen Gegenwind beschert.
- Von 2000 bis 2022 erzielte Gold im Durchschnitt eine Rendite von 9,3%. In diesem Zeitraum hat sich Gold besser entwickelt als praktisch jede andere Anlageklasse und vor allem jede andere Währung.
- Gold eignet sich besonders gut als Vermögensschutz in Ländern, in denen es eine stark negative Korrelation mit den lokalen Aktienmärkten aufweist.
- Der langfristige Aufwärtstrend von Gold ist eindeutig intakt. Die Basis für weitere Preissteigerungen scheint ausgezeichnet.

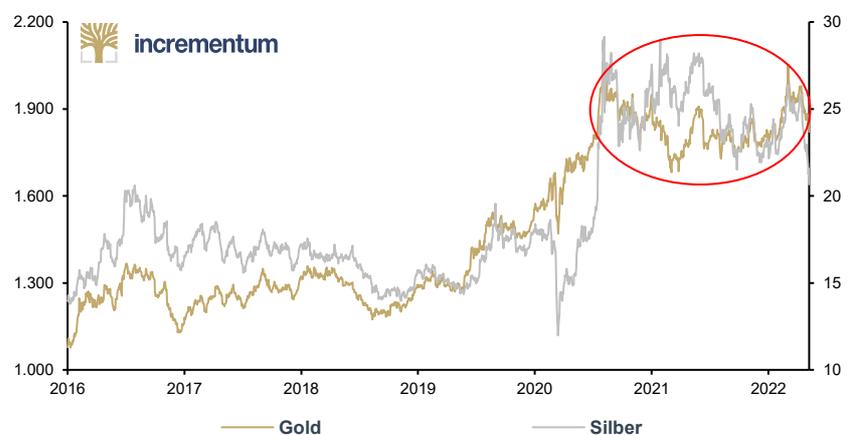
**Ihre Zeit ist kostbar; daher wollen wir nicht lange um den heißen Brei herumreden: 2021 war für Gold enttäuschend, insbesondere angesichts der stark gestiegenen Inflationsraten.**

*Take a deep breath, pick yourself up, dust yourself off, and start all over again.*

**Frank Sinatra**

**Was waren die Gründe für diese frustrierende Performance?** Nach den Rekordgewinnen in den Jahren 2019 und 2020 musste der Goldpreis tief durchatmen. Nach zwei Jahren mit weit überdurchschnittlichen Gewinnen von 18,9% und 24,6% auf USD-Basis sowie einem neuen Allzeithoch im August 2020 war es Zeit für eine Konsolidierung. Zumal der eindrucksvolle 80%-ige Anstieg des Goldpreises vom Tiefstand im August 2018 bis zum Höchststand im August 2020 den Anstieg des Verbraucherpreisindex im Jahr 2021 korrekt antizipierte.

Gold (lhs), in USD, und Silber (rhs), in USD, 01/2016-05/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*I Guess You Guys Aren't Ready For That Yet. But Your Kids Are Gonna Love It.*

**Marty McFly**

2020 tat Gold genau das, was es in einem diversifizierten Portfolio tun sollte: Es diente als verlässliche Absicherung gegen die Turbulenzen im Zuge der Corona-Pandemie, als Rezessions-Hedge, als Portfoliostabilisator in Zeiten hochvolatiler Aktienmärkte und als Inflations-Hedge. **Auf den Punkt gebracht: Gold hat bestätigt, dass es der Virgil van Dijk der Vermögenswerte ist – immer zur Stelle, wenn es wirklich haarig wird.**

*The best bulls in rodeo are unpredictable. Trying to outsmart them can lead cowboys to outsmart themselves.*

**Ty Murray**

**Doch nun zurück in die Gegenwart und die Zukunft.** Seit dem Jahreswechsel hat sich das Blatt gewendet. Gold startete fulminant. Das Allzeithoch von 2.075 USD vom 7. August 2020 wurde am 8. März mit 2.070 USD beinahe erreicht. Gold verzeichnete in Q1/2022 den höchsten Quartalsabschluss aller Zeiten. Im Gegensatz dazu **verzeichnete der US-Treasury-Index das schlechteste Quartal** seit Beginn der Datenreihe im Jahr 1973 mit einem Verlust von 5,58%, und **der S&P 500 wies die erste negative Quartalsrendite** seit Q1/2020 auf. Doch ab Mitte April setzte eine Korrektur ein, der Goldpreis musste dem rallierenden USD sowie der allgemeinen Risk-Off-Stimmung an den Märkten Tribut zollen.

**Zu Beginn wollen wir die Entwicklung des Goldpreises in den wichtigsten Währungen betrachten.** Das Gesamtjahr 2021 war für Gold in den unten genannten Währungen divergent. Während der Goldpreis in der (ehemaligen) Safe-Haven-Währung JPY ein Plus von 7,5% verbuchte, fiel Gold im

chinesischen Yuan um 6,1%. Im Gegensatz zum US-Dollar konnte der Goldpreis auf Euro-Basis um 3,6% zulegen, was die eklatante Schwäche des Euro einmal mehr schonungslos offenlegt. Im Durchschnitt verlor der Goldpreis 0,6%.

**Nach wie vor bleibt die durchschnittliche Performance in diesem säkularen Bullenmarkt beeindruckend.** So liegt der Mittelwert der jährlichen Performance von 2000 bis 2022 bei 9,2%. Gold konnte in dieser Zeit – trotz zwischenzeitlicher deutlicher Korrekturen – praktisch jede andere Anlageklasse und vor allem jede andere Währung in den Schatten stellen. Seit Anfang 2022 ist die Entwicklung klar positiv, im Schnitt liegt das Plus bei 5,4%.

#### Gold Performance seit 2000 in diversen Währungen (%)

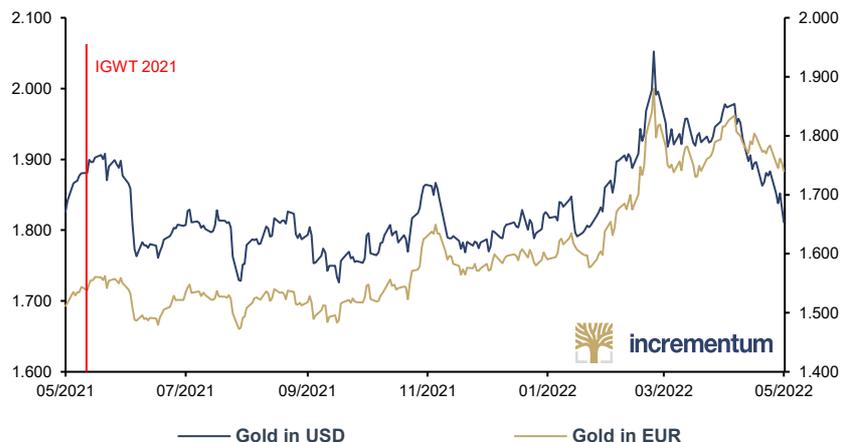
	USD	EUR	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Durchschnitt
2000	-5,3%	1,2%	2,4%	11,2%	-1,9%	-5,4%	5,8%	-4,2%	1,4%	0,6%
2001	2,4%	8,4%	5,3%	12,0%	8,8%	2,4%	18,0%	5,5%	5,8%	7,6%
2002	24,4%	5,5%	12,3%	13,2%	22,9%	24,4%	12,2%	3,5%	23,7%	15,8%
2003	19,6%	-0,2%	8,0%	-10,7%	-1,3%	19,6%	8,1%	7,4%	13,9%	7,2%
2004	5,6%	-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 YTD	-0,7%	7,9%	8,9%	3,7%	1,3%	5,6%	10,6%	7,5%	3,7%	5,4%
Durchschnitt	9,3%	9,1%	10,7%	8,6%	8,4%	8,3%	10,1%	6,9%	11,9%	9,2%

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG, Zahlen per 18.05.2022

*Selling gold because UST yields are rising sharply is 100% right in the short term but 100% wrong in the intermediate term.*  
**Luke Gromen**

**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 27. Mai 2021 setzte die mehrmonatige Konsolidierungsphase ein, die erst per Jahresbeginn 2022 beendet wurde. **Neben Gewinnmitnahmen, einem deutlich festeren US-Dollar und Opportunitätskosten im Zuge der Bitcoin-Hausse waren steigende Anleiherenditen ein wesentlicher Auslöser für den aufkommenden Gegenwind.**

**Gold, in USD (lhs) und EUR (rhs), Einjahresperformance, 05/2021-05/2022**



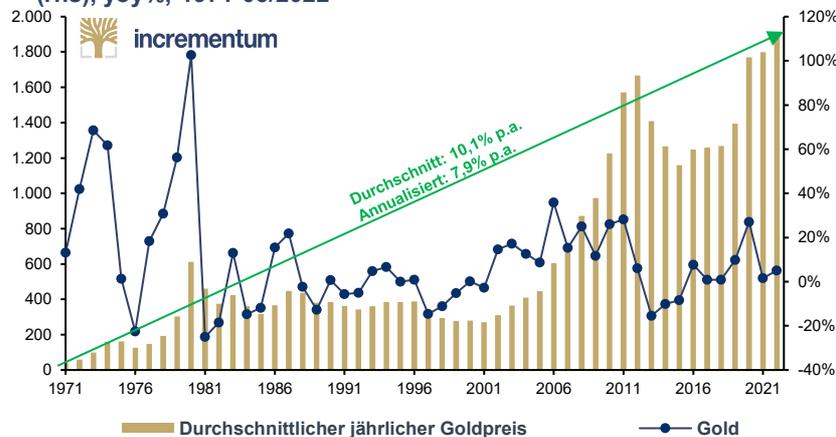
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Long-term consistency trumps short-term intensity.*

**Bruce Lee**

**Blättern wir nun noch weiter zurück in den Geschichtsbüchern.** Seit dem „**IPO von Gold**“ am 15. August 1971 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Steigerungsrate des Goldpreises in US-Dollar auf 10,1%. Die annualisierte Wachstumsrate (CAGR) beträgt 7,9%. **Im Vorjahr erreichte Gold mit einem Jahresdurchschnittspreis von 1.799 USD ein neues Allzeithoch.** Seit Jahresbeginn liegt der durchschnittliche Goldpreis bei 1.890 USD.

**Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis (lhs), in USD, und Gold (rhs), yoy%, 1971-05/2022**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Wenden wir uns nun wieder dem aktuelleren „Big Picture“ zu.** Der Weltgoldpreis, der den Goldpreis im handelsgewichteten Außenwert des US-Dollars darstellt, erreichte zuletzt wieder neue Allzeithochs. **Auch hier scheint es, als wäre der langfristige Aufwärtstrend eindeutig intakt.**

Gold, in USD, und Weltgoldpreis, in USD, 01/2008-05/2022



**Wieso beschäftigen wir uns eigentlich so intensiv mit der Goldpreisentwicklung in unterschiedlichen Währungen?** Seit Jahren verwundert es uns, dass sich ein Gros der Anleger primär auf die Goldpreisentwicklung in US-Dollar fokussiert. Unserer Erfahrung nach stellen sich zu wenige Anleger die Frage, ob sie ihre Währungsrisiken absichern oder nicht.

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

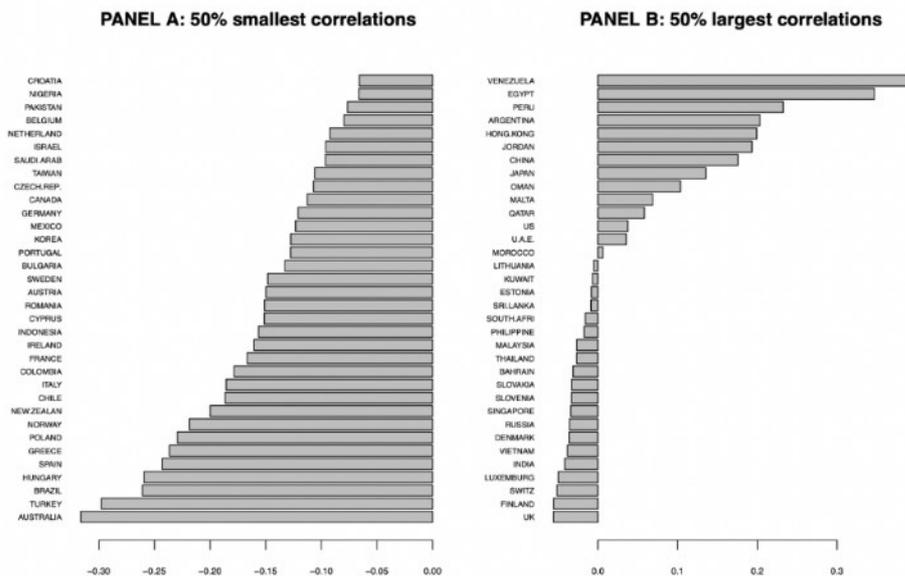
**Bridgewater Associates**

So kann Gold in einer Krise in US-Dollar steigen, in Schweizer Franken jedoch viel weniger, da der Schweizer Franken als klassische Safe-Haven-Währung gegenüber dem US-Dollar an Wert gewinnt und somit einen Teil der Gewinne, die Gold in US-Dollar erzielt, wieder einbehält. Für Investoren aus der Schweiz könnte es daher ratsam sein, in Schweizer Franken abgesichertes Gold zu besitzen, um von den Safe-Haven-Eigenschaften des Goldes auch voll zu profitieren. Für einen Euro-Investor hingegen besteht unserer Meinung nach keine Notwendigkeit, Goldanlagen abzusichern, da der Euro in Stress- und Krisenszenarien meist zur Schwäche neigt.

**In einer lesenswerten Studie hat Prof. Dirk Baur von der „University of Western Australia“ die Korrelation von Gold mit dem lokalen Aktienmarkt in 68 Ländern analysiert.**<sup>4</sup> Dazu hat er den Goldpreis in US-Dollar und den Goldpreis in der jeweiligen Landeswährung herangezogen. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Korrelationen zwischen den lokalen Aktienmärkten und dem Goldpreis in lokaler Währung. Man beachte, dass Venezuela die höchste positive Korrelation aufweist. Dies ist naturgemäß auf die Hyperinflation in Venezuela zurückzuführen, die zu einer Abwertung des venezolanischen Bolivar und damit zu einer erheblichen Aufwertung von Gold in Landeswährung führte. Aktien steigen in Zeiten der Hyperinflation naturgemäß stark an, und zwar nicht, weil es den Unternehmen so gut geht, sondern weil eine Flucht in Sachwerte stattfindet.

<sup>4</sup> Baur, Dirk G.: „Is Gold a Safe Haven in all Currencies?“, 21. Oktober 2021

Korrelationen Aktienmarkt in Landeswährung mit Gold in USD



Quelle: Baur (2021), S. 14

Man erkennt am Chart, dass für alle Länder bis zum Oman und zu den USA die Schutzwirkung von Gold deutlich geringer ist, da Gold tendenziell eine positive Korrelation zu den lokalen Aktienmärkten aufweist. In den Ländern ab Oman bis Israel oder Taiwan hat Gold im Wesentlichen eine Korrelation von null mit dem lokalen Aktienmarkt und eignet sich somit recht gut zur Diversifizierung. Bewohner der Länder am Ende der Liste – dazu zählen beinahe alle Länder der Eurozone, Schweden, Norwegen und Australien – sollten Gold aufgrund der deutlich negativen Korrelation mit dem lokalen Aktienmarkt als Vermögensschutz einsetzen.

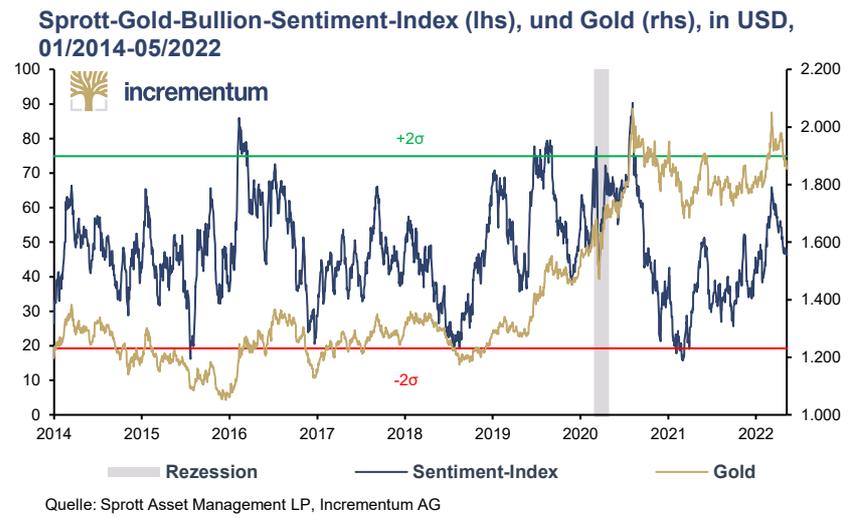
Fazit

*The primary trend is a law unto itself. It will continue until it dies of exhaustion.*  
**Richard Russell**

**Auch wenn sich der Goldpreis in den letzten Wochen schwächer als erwartet entwickelt hat, scheint der breite, langfristige Aufwärtstrend weiterhin intakt zu sein.**

Ein Blick auf den „Sprott-Gold-Bullion-Sentiment-Index“<sup>5</sup> zeigt, dass die Stimmungslage im März 2021 einen absoluten Tiefpunkt erreicht hatte. Der Indikator lag kurzfristig sogar jenseits seiner zweiten Standardabweichung. Seitdem haben sich der Index und der Goldpreis erholt, sind aber noch weit von den Euphorieniveaus entfernt, die beispielsweise im August 2020 vorherrschten. **Insofern scheint die Grundlage für weitere Kursanstiege aktuell hervorragend zu sein.**

<sup>5</sup> Die Daten wurden uns freundlicherweise von unserem Premium-Partner „Sprott Asset Management“ zur Verfügung gestellt.





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).



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

*„Perfect storms begin when overvalued assets meet unanticipated surprises which are difficult to price.“*

Larry Jeddelloh

## Key Takeaways

- Seinen wesentlichen Charakterzug als defensiver und stabilisierender Portfoliobaustein hat Gold nach 2020 auch 2022 im Zuge des Ukraine-Konfliktes unter Beweis gestellt.
- In den vergangenen 90 Jahren gab es lediglich vier Jahre, in denen sowohl US-Aktien als auch Anleihen im selben Jahr eine negative Jahresperformance auswiesen. 2022 könnte das fünfte Jahr werden.
- „Vom Überschuss zur Knappheit“, so könnte man die Lage am Rohstoffmarkt zusammenfassen. Wie im *In Gold We Trust*-Report 2020 prognostiziert, ist der Rohstoffsektor wie Phönix aus der Asche wiederauferstanden.
- Der Mangel an Investitionen im Rohstoffsektor, insbesondere in der Öl- und Gasindustrie, könnte mittel- und langfristig zu einem Versorgungsengpass führen. Dies wird erhebliche Auswirkungen auf den Inflationsdruck haben.

*The deeply negative correlation of stocks and bonds that has persisted for most of the last two decades is not a permanent feature of markets but in fact is contingent on a certain macro regime of low and not volatile inflation.*

**Inigo Fraser Jenkins**

**Robert F. Kennedy sagte in seiner „Day of Affirmation“-Rede 1966: „Es gibt einen chinesischen Fluch, der da lautet: ‚Möge er in interessanten Zeiten leben.‘ Ob wir es wollen oder nicht, wir leben in interessanten Zeiten.“** Heute, 56 Jahre später, könnten viele Investoren zum ersten Mal am eigenen Leib zu spüren bekommen, dass es sich bei dieser chinesischen Redewendung tatsächlich um einen Fluch handelt. Was Anleger in den vergangenen Jahrzehnten als Selbstverständlichkeit lieb gewonnen haben, verändert sich gerade fundamental. Alte Gewissheiten gehen verloren, neue müssen sich erst entwickeln.

Bei den Stärken und Schwächen der verschiedenen Anlageklassen und deren Wechselwirkungen zueinander ist es nicht anders. **Die letzten Monate haben gezeigt: Inflation ist die Achillesferse vieler Portfolios. Die Zeiten werden also interessant, auch für die Anleger.**

**Vor diesem Hintergrund wollen wir auf den folgenden Seiten unseren traditionellen Standortvergleich von Gold in Relation zu Anleihen, Aktien und Rohstoffen vornehmen, um so ein besseres Gefühl für die Goldpreisentwicklung zu bekommen.**

## Gold im Vergleich zu Aktien

*„The Fed is launching a triple faceted policy agenda of simultaneously ending QE4, commencing QT balance sheet runoff and hiking rates 25 or 50 basis points at seven consecutive FOMC meetings? And equity investors remain unconcerned? We have never observed a starker disconnect between indisputable liquidity fundamentals and detached market sentiment.“*

Trey Reik

**Im Vorjahr wiesen wir bereits darauf hin, dass sich die Märkte in einer hysterischen Mania-Phase befinden, die durch die ultralockere Geld- und Fiskalpolitik genährt wurde.**<sup>6</sup> Die Zuversicht unter den Marktteilnehmern schien nur wenige Wochen nach dem historischen Corona-Crash im Februar/März 2020 ebenso grenzenlos zu sein wie die Liquidität.

**Doch die Fundamental- und Marktdaten trübten sich im Vorjahr bereits sukzessive ein und die Luft wurde zunehmend dünner.** Auch wenn viele Marktteilnehmer von der Talfahrt an den Märkten überrascht waren, ähnlich wie Jahr für Jahr die Autofahrer von „unerwarteten“ Wintereinbrüchen im Dezember, so waren die Signale bereits gegen Ende 2021 eindeutig:

- Ein Shiller-KGV von fast 40 (vs. aktuell 34) bedeutete ein Ereignis mit einer 3-Standardabweichung. In den letzten 100 Jahren lag das Shiller-KGV bloß in

<sup>6</sup> Siehe „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021

2% der Zeit höher, zuletzt im November 2000. Im folgenden Jahr fiel der Markt um 18%.

- Im Vorjahr waren lediglich 5 Aktien (Microsoft, Google, Apple, Nvidia and Tesla) für 37% der Gesamtrendite des S&P 500 verantwortlich. Die Marktkonzentration war damit noch höher als in den Jahren 1969 und 1999. Die darauffolgenden Jahre waren in beiden Fällen diffizil. Der S&P 500 wies damals eine Jahresperformance von -0,1% bzw. -10,1% aus.
- Bei den Corporate-Bonds lagen die Spreads mit knapp über 300 Basispunkten weit unter der historischen Norm von 530 Basispunkten und waren in der Vergangenheit nur in 10% aller Fälle so niedrig. Diese geringe Renditespanne erscheint nur im Zusammenhang mit einem sich beschleunigenden Wirtschaftsboom plausibel. Dagegen spricht allerdings die flache, teilweise bereits invertierte Zinskurve.
- Zwischenwahljahre sind oftmals heikel und turbulent an den Aktienmärkten und gingen oftmals mit einer geldpolitischen Kehrtwende einher. 2010: Beendigung von QE1 im März 2010; 2014: Beendigung von QE3 im Oktober 2014; 2018: QT.
- Der folgende Chart veranschaulicht, dass die gesamte Marktkapitalisierung aller Unternehmen, die mit dem 10- oder 20-fachen des Umsatzes pro Aktie oder mehr gehandelt werden, von einer vernachlässigbaren Größe auf zuletzt fast 13 bzw. 5 Bill. USD angestiegen war. Das sind Niveaus, die die Dotcom-Blase wie eine Deep-Value-Party erscheinen lassen.

#### Marktkapitalisierung von Aktien mit KUV > 10x und KUV > 20x, in Bill., 01/1995-03/2022



Quelle: Kailash Capital, LLC, Reuters Eikon, Incrementum AG

What were you thinking?  
**Scott McNealy**

Der Blick auf diesen fantastischen Chart von „Kailash Concepts“ hat uns an die legendäre Aussage von Scott McNealy erinnert, dem ehemaligen CEO von „Sun Microsystems“, der in unnachahmlicher Art und Weise beschrieb, wieso es unvernünftig bis hirnrissig ist, das 10-fache des Umsatzes für eine Aktie zu bezahlen:

*„At 10 times revenues, to give you a 10-year payback, I have to pay you 100% of revenues for 10 straight years in dividends. That assumes I can get that by my shareholders. That assumes I have zero cost of goods sold, which is very hard for a computer company. That assumes zero expenses, which is really hard with 39,000 employees. That assumes I pay no taxes, which is very hard. And that assumes you pay no taxes on your dividends, which is kind of*

*The vacuum is nothing more than a space full of energy, and even if we empty it and there is nothing left, according to the Heisenberg uncertainty principle, that nothing has a weight.*

**Salvatore Garau**

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

**Mark Spitznagel**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

*illegal. And that assumes with zero R&D for the next 10 years, I can maintain the current revenue run rate. Now, having done that, would any of you like to buy my stock at \$64? Do you realize how ridiculous those basic assumptions are? You don't need any transparency. You don't need any footnotes. What were you thinking?"*

**Die für uns bezeichnendste Anekdote bezüglich des Spekulations-**

**Bonanzas am US-Aktienmarkt kam jedoch von „Rivian Automotive“,**

einem Autoproduzenten und angeblichen Tesla-Rivalen, der bis zu seinem Börsengang im November gerade einmal 156 Autos ausgeliefert hatte, und diese ausschließlich an eigene Mitarbeiter. Dennoch war Rivian vorübergehend der US-Autohersteller mit dem zweithöchsten Börsenwert. Mit einer Kapitalisierung von 100 Mrd. USD wurde das Unternehmen zeitweise höher als Ford oder General Motors bewertet.

**Und auch am Kunstmarkt spielte es Granada,**

so rieben wir uns die Augen über den Verkauf der unsichtbaren Skulptur „Io Sono“ von Salvatore Garau um wohlfeile 15.000 EUR. Als besonderes Service für Sie, geschätzter Leser, stellen wir die Skulptur linkerhand dar.

**Rund um den Jahreswechsel hat sich der Wind gedreht und sich das Markverhalten sukzessive von „buy the dip“ zu „sell the rally“**

**gewandelt.** Ehemalige Highflyer wie Peloton, Robinhood und auch der überaus erfolgreiche „ARK Innovation ETF“ von Cathie Wood, deren Tech-Aktien auch als „Wood Stocks“ bezeichnet werden, fielen plötzlich rasch und tief von ihren Höchstständen.

**Die Ausgangslage für Aktien zu Jahresbeginn war also bereits fragil.**

**Und es kam, wie es kommen musste.** In Q1/2022 verlor der S&P 500 4,9%, der MSCI World 5,5%, der Nasdaq 9,0% und der EuroStoxx 50 9,2%. Im April und Mai setzte sich die Talfahrt praktisch ungebremst fort. Zweifellos sind die Bewertungen vieler Märkte, Sektoren und Einzeltitel weiterhin weit weg von Schnäppchenniveaus. In einem Umfeld niedriger Zinsen und starken Wachstums wäre dies kein Problem. Doch der Gegenwind an den Aktienmärkten ist kein laues Lüftchen mehr, sondern eine steife Brise.

**Auf folgende Risikofaktoren möchten wir an dieser Stelle hinweisen:**

- „Don't fight the Fed“ – Die Federal Reserve ist nicht mehr des Anlegers Freund.
- Der fiskalische Rückenwind flaut zunehmend ab.
- Der feste US-Dollar drückt zusätzlich auf die Erträge der US-Konzerne im Ausland.
- Geopolitische Risiken rechtfertigen höhere Risikoprämien.
- Haushalte und Portfoliomanager sind nach wie vor voll investiert.
- Die Teuerung reduziert die Realeinkommen der Konsumenten und drückt auf die Gewinnspannen der Unternehmen.

**Insofern zweifeln wir daran, dass die makroökonomischen und politischen Rahmenbedingungen und insbesondere die**

**Gewinnwachstumsaussichten derart hohe Bewertungsniveaus – insbesondere an den US-Märkten – rechtfertigen.**

**Wilshire 5000/US-BIP, in %, 01/1971-05/2022**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

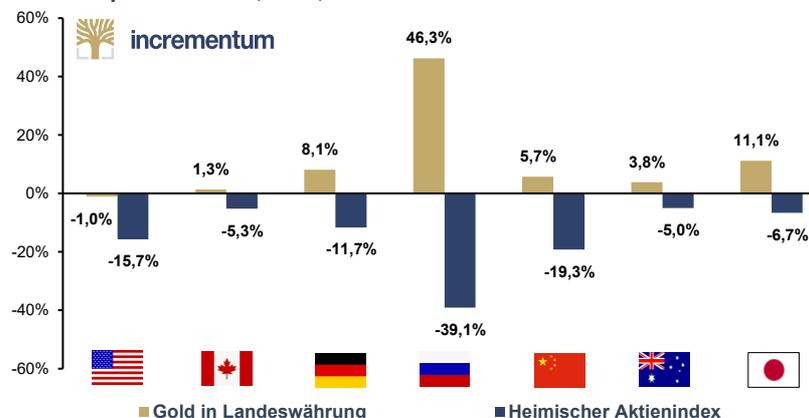
*A significant and recent recovery of equity inflows also is boosting shares due to 'fomo' (fear of missing out) for professional asset allocators: 'fomu' (fear of meaningfully underperforming).*

**Tobias Levkovich**

**Was bedeutet dieses Marktumfeld nun für Gold? Wir betrachten die Aktienmarktentwicklung als wesentliche Opportunitätskosten des Goldes.** 2021 waren Opportunitätskosten bei einem Investment in Gold aufgrund der haussierenden Aktienmärkte noch enorm hoch. Gold konkurrierte mit einem rasanten Anstieg des S&P 500 um 28%. Der Rekordlauf war so ausgeprägt, dass der S&P 500 an 70 der 252 Handelstage ein neues Allzeithoch markierte. Nach 77 Tageshöchstständen 1995 war dies der zweithöchste Wert der Geschichte. Wir halten es für nachvollziehbar, dass Gold wenig gesucht ist, wenn der weltweit bedeutendste Aktienindex im Schnitt alle 3,5 Tage ein neues Allzeithoch erreicht.

**Doch die Opportunitätskosten haben sich seit Jahresbeginn in Luft aufgelöst.** Seinen wesentlichen Charakterzug als defensiver und stabilisierender Portfoliobaustein, der als „Robert Pecl des Portfolios“<sup>7</sup> „hinten dicht macht“, hat Gold nach 2020 auch 2022 im Zuge des Ukraine-Konfliktes erneut bewiesen.

**Gold in Landeswährung, und heimischer Aktienindex, Jahresperformance, in %, 2022**



Quelle: Reuters Eikon (Stand: 12. Mai 2022), Incrementum AG

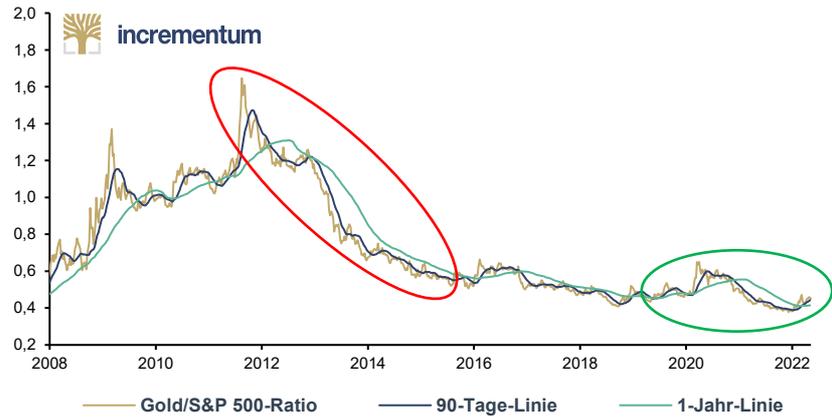
<sup>7</sup> Anmerkung: Robert Pecl war ein österreichischer Fußballer, dessen Spielweise auf Wikipedia treffenderweise wie folgt charakterisiert wird: „Der Verteidiger hatte auf Grund seiner schonungslosen Spielweise sich selbst und dem Gegner gegenüber den Spitznamen ‚Eisenfu‘ und ‚Roter Robert‘ inne.“ Wikipedia-Eintrag: [Robert Pecl](#)



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Der folgende Chart bildet das Gold/S&P 500-Ratio seit 2008 ab. Der Abwärtstrend, wonach eine Unze Gold immer weniger Anteile des S&P 500 kauft, wurde 2018 gebrochen, seitdem findet eine Bodenbildung des Ratios statt. 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.

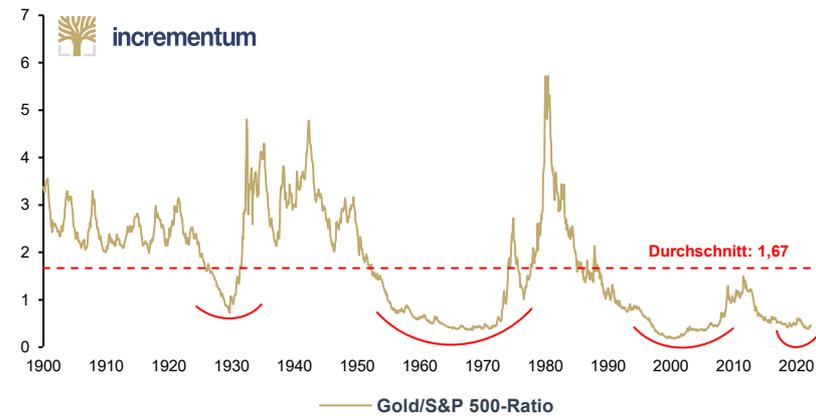
**Gold/S&P 500-Ratio, 01/2008-05/2022**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Sehen wir uns das Verhältnis nun längerfristig – und zwar seit 1900 – an. Gold sieht im Vergleich zu US-Aktien attraktiv aus und könnte 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 Gold/S&P 500-Ratio tendiert zu einem Mittelwert von 1,67, steht aktuell aber bei lediglich 0,46. Basierend auf den früheren Gegentrend-Rallyes könnte sich Gold gegenüber dem S&P 500 mehr als verdreifachen, falls es in den nächsten zehn Jahren seinen 122-jährigen Schnitt erreichen sollte.

**Gold/S&P 500-Ratio, 01/1900-05/2022**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

## Gold im Vergleich zu Anleihen

*„Oil is the wrecking ball that will crush every CUSIP, because the Fed will eventually panic. Look at bonds. They’re getting smashed along with equities today. This will blow up the Risk Parity boys. Their model says that bonds are supposed to hedge out risk-off periods in equities. As expected, their model stops working when inflation explodes.“*

Harris Kupperman (Kuppy)

*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

**Auch seitens der Renditen an den Anleihemärkten wehte Gold im Vorjahr noch Gegenwind entgegen.**

Die Rendite der 10-jährigen Treasuries legte 2021 um 65,07% von 0,92% (31.12.20) auf 1,51% (31.12.21) zu. Vielleicht noch wichtiger ist, dass die durchschnittliche Rendite 10-jähriger Treasuries 2021 bei 1,44% lag, was einem Anstieg von 62,49% gegenüber dem Durchschnitt von 0,88% im Jahr 2020 entspricht. Dies trug u. a. dazu bei, dass der DXY-Index im Vorjahr einen Zugewinn von 6,37% verbuchte. Seit Jahresbeginn wertete der US-Dollar gegenüber dem DXY-Währungskorb um weitere 8,95% auf.

**Der Chart zeigt das Ratio zwischen dem Goldpreis und dem Kurs der 10-jährigen Treasuries. Man erkennt, Gold brach zuletzt aus einer 10-jährigen Konsolidierungsphase aus.**

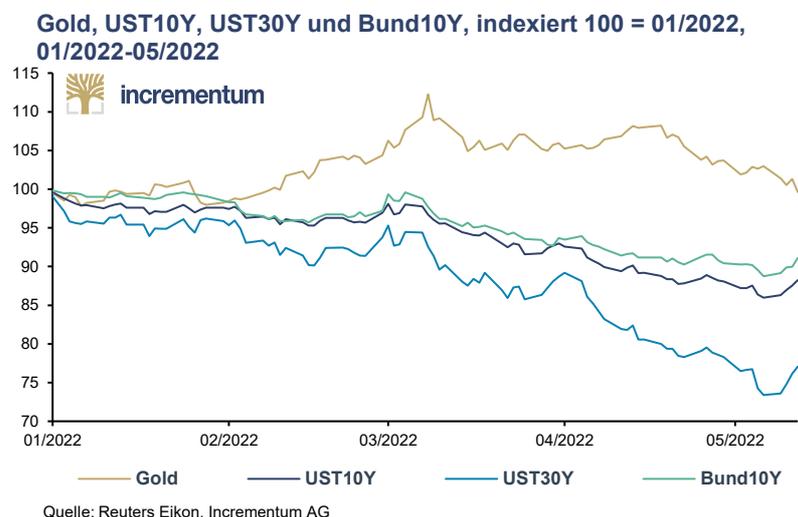
Gold/UST10Y Futures-Ratio, 01/1985-05/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Hat der große Bondbärenmarkt nun also begonnen? Die Vorzeichen stehen bereits seit Beginn des neuen Jahres auf Sturm.** Gemäß dem stets lesenswerten Jim Bianco, erlebten die Anleihemärkte in der ersten Jännerwoche ein Waterloo. Die 10-jährigen US-Treasuries beendeten ihre schlechteste Woche seit 42 (!) Jahren mit einem Gesamtverlust von 4,24%. Nur im Zuge des Volcker-Schocks und der Anhebung des Leitzinses auf 20% im Februar 1980 war der Verlust in einer Kalenderwoche noch größer. Der 30-jährige Long-Bond verlor 9,35%, das entspricht der schlechtesten Wochenperformance der letzten 49 (!) Jahre. Aktuell liegen die 30-jährigen US-Treasuries bereits 35,8% unter ihrem

Höchststand von 2020, die 10-jährigen 17,5% und die deutschen Bundesanleihen 14,9%. **Eine unserer zentralen Thesen der vergangenen Jahre dürfte sich nun bewahrheiten: (Staats-)Anleihen sind nicht mehr das antifragile Portfolio-Fundament, das sie in den letzten 40 Jahren waren.**



*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 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: Deflation bzw. Disinflation sind nicht mehr die größte Bedrohung für die Portfolios, Inflation ist die neue Realität.**



**Ein unterschätzter Grund für die Beschleunigung des Ausverkaufs 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>8</sup> Ob in Italien, Frankreich, Deutschland oder Kalifornien, der häufigste Vorschlag zur Bekämpfung der hohen Energiepreise sind Kraftstoffsubventionen oder Steuersenkungen, um den Schock**

<sup>8</sup> Siehe „The Fixed Income Market Meltdown“, GaveKal Research, 28. März 2022

*Bonds have never performed well in inflationary times, but it will become even more problematic if bonds are held as an equity hedge.*

**Paul Wong**

*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**

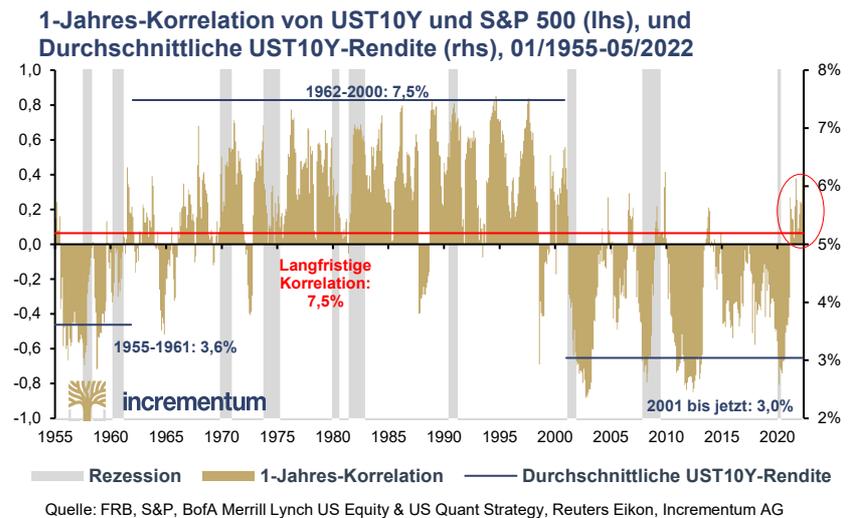
abzufedern, den die Wähler in ihren Brieftaschen spüren. Um diese Subventionen und Steuersenkungen zu finanzieren, fordern manche Politiker ein Steuer auf die Windfall-Gewinne der Energieunternehmen oder Sonderdividenden – allesamt Maßnahmen, die wohl kaum dazu dienen, Investitionen in die künftige Produktion bzw. alternative Energiequellen zu fördern. **Der Markt erkennt, dass die beschlossenen Maßnahmen zur Bekämpfung der Teuerung – egal ob fiskalisch, geldpolitisch, regulatorisch oder geopolitisch – garantieren, dass das inflationäre Umfeld weiter anhalten wird.**

**Was wären nun aber die Konsequenzen, z. B. für gemischte Portfolios oder „Risk-Parity“-Anlagestrategien, wenn die positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen weiter anhält?** Aktien-Anleihen-Korrelationsregimes sind lange Zeit stabil, können sich aber – meist als Reaktion auf höhere Inflationsraten - rasch umkehren. Das Gros der heutigen Marktteilnehmer kann sich die Auswirkungen einer möglichen Umkehr der Korrelation kaum vorstellen, denn viele Anlagekonzepte bauen auf einer geringen bzw. negativen Korrelation zwischen den beiden Hauptanlegeklassen auf.

**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.<sup>9</sup> Ausschlaggebend für die negative Korrelation in den letzten 30 Jahren war in erster Linie der geringe Inflationsdruck bzw. die abnehmende Inflationsvolatilität im Zuge der „Great Moderation“.

**Der nachfolgende Chart 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 hat. Seit 1955 beträgt der Korrelationskoeffizient zwischen Aktien und Anleihen in den USA rund 0,075, was beim Betrachten der gesamten Periode darauf hindeutet, dass praktisch eine Unkorreliertheit der beiden Asset-Klassen vorliegt. Wenn man sich hingegen einzelne Zeitabschnitte ansieht, stellt man fest, dass sich Aktien und Anleihen eher in Ausnahmefällen unkorreliert zeigten. Zwischen 1960 und 2000, wo über weite Strecken hohe (Nominal-)Zinsen das Marktgeschehen beeinflussten, lag der Korrelationskoeffizient meist über 0,2, während er im Umfeld niedriger Inflation und Zinsen meist unter -0,2 lag. **Derzeit beeinflusst die Inflation die Korrelationseigenschaften somit wieder positiv, was vermutlich für hitzige Diskussionen bei Asset-Allocation-Ausschüssen und schlaflose Nächte bei Portfoliomanagern sorgt.**

<sup>9</sup> Siehe „Portfolio for the high seas“, Variant Perception, Juli 2020



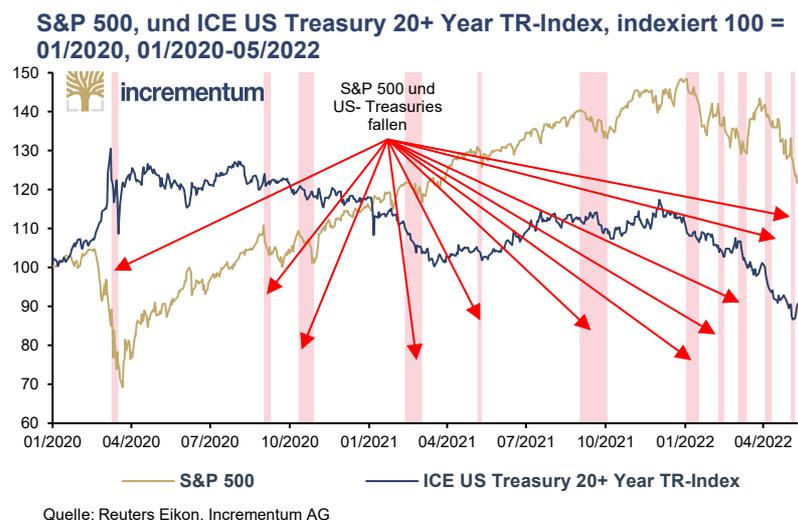
*In inflationary periods such as the US in the 1970s, the 60/40 portfolio greatly suffered. Nominal returns optically looked good, but real returns were abysmal.*

**Variant Perception**

**Sehen wir uns nun die Entwicklung von Gold relativ zu Treasuries genauer an.** Im Rahmen der Coronakrise, dem größten wirtschaftlichen Schock seit dem 2. Weltkrieg, gehörten beide Assetklassen zu den wenigen verlässlichen Zufluchtsorten. Sowohl Gold als auch US-Bonds erreichten am 9. März ihre zwischenzeitlichen Jahreshöchststände, wurden dann im Zuge der allgemeinen Panik kurzfristig abverkauft und rallierten bald darauf wieder. Am 4. August 2020 erreichten die 10jährigen US-Treasuries bei einer Rendite von 0,52% ihren Tiefststand, nur vier Tage später folgte der Goldpreis mit seinem Allzeithoch. **Beide haben also ihre antifragile Rolle – zumindest oberflächlich betrachtet – vorbildlich erfüllt.**

**Blicken wir aber etwas genauer unter die Oberfläche, so erkennen wir, dass Treasuries an den dunkelsten Tagen des März 2020 plötzlich stark positiv korreliert zu Aktien waren.<sup>10</sup>** Das stellt einen wesentlichen Unterschied zu vergangenen Zyklen dar, als Anleihen die Verluste auf der Aktienseite kompensierten und die Volatilität glätteten. **Anhand des Charts erkennt man weiters, dass die roten Balken immer häufiger werden.** Wenn sich die Beziehung nun tatsächlich umkehrt, wäre dem 60/40-Portfolio die Grundlage – nämlich eine negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen – entzogen. **Müssen Treasuries dann dem Gold das Zepter übergeben?**

<sup>10</sup> Siehe „Desperately Seeking Anti-Fragility: Part I“, GaveKal Research, 28. August 2020



## Gold und Rohstoffe

*„I’ve been doing this [for] 30 years and I’ve never seen markets like this. This is a molecule crisis. We’re out of everything, I don’t care if it’s oil, gas, coal, copper, aluminum, you name it—we’re out of it.“*

Jeff Currie, Head of Commodities Research, Goldman Sachs

**„Vom Überschuss zur Knappheit“, so könnte man die Lage am Rohstoffmarkt zusammenfassen. Wie im *In Gold We Trust*-Report 2020 prognostiziert, ist der Rohstoffsektor wie Phönix aus der Asche wiederauferstanden.<sup>11</sup>**

Es ist erstaunlich, wie widerstandsfähig die Rohstoffhaushalte waren, obwohl der chinesische Konjunkturmotor stottert und der US-Dollar so zur Stärke neigt. Der Hauptgrund dafür ist, dass dieser Bullenmarkt nicht so sehr von einer rasanten Nachfrage angetrieben wird, sondern von einem Mangel an Angebot, der durch die Russland-Krise noch weiter verschärft wurde.

	Bloomberg Industrial Metals-Subindex	Bloomberg Precious Metals-Subindex	Bloomberg Agriculture-Subindex	Bloomberg Energy-Subindex	Bloomberg Livestock-Subindex
<b>ATH</b>	266,76	306,85	143,33	516,66	131,99
<b>Datum ATH</b>	04/05/2007	22/08/2011	29/05/1997	29/09/2005	04/10/1993
<b>% vom ATH</b>	-32,9%	-30,6%	-45,7%	-89,4%	-83,4%
<b>Tief</b>	53,90	49,66	34,15	15,47	16,21
<b>Datum Tief</b>	07/11/2001	02/04/2001	26/06/2020	27/04/2020	13/04/2020
<b>% vom Tief</b>	232,1%	329,0%	128,0%	254,2%	34,8%
<b>YTD</b>	3,5%	-2,8%	28,1%	77,4%	-2,5%
<b>2021 Performance</b>	30,3%	-6,1%	26,6%	52,1%	8,6%

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG, Zahlen per 18.05.2022

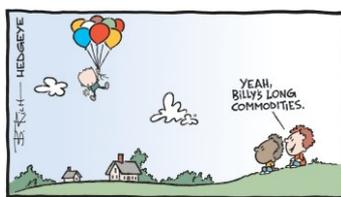
<sup>11</sup> Siehe „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, *In Gold We Trust*-Report 2021

*Those who know it best, love it least, because they have been hurt the worst.*

**Don Coxe**

**Das Blatt scheint sich nun tatsächlich zugunsten der Rohstoffe gewandelt zu haben. Es stellt sich die Frage: Stehen wir nun an der Schwelle zu einem neuen Rohstoff-Superzyklus? Einige Faktoren sprechen dafür:**

- Zehn Jahre lang befanden sich Commodities in einem Bärenmarkt, was zu einem erheblichen Mangel an Investitionstätigkeit und rückläufigen Produktionsvolumina führte.
- Der zunehmende Fokus auf fiskalische Stimuli und die Energiewende (Infrastrukturprojekte, ...) wird den Rohstoffsektor deutlich stärker stimulieren, als dies noch im reinen QE-Paradigma der Fall war.
- (Institutionelle) Investoren sind nach wie vor untergewichtet bzw. weiterhin gar nicht in Commodities investiert. Wir sind der festen Überzeugung, dass Rohstoffe – und Sachwerte generell – ihre historische Rolle als sicherer Hafen wieder einnehmen werden.
- Wachsende Inflationssorgen werden den Rohstoffen weiterhin Rückenwind verleihen.
- Russland und die Ukraine sind bedeutende Rohstoffproduzenten und –exporteure.
- Die geopolitischen Spannungen werden den Ressourcennationalismus weiter fördern und geopolitische Risikoprämien fordern.
- Der US-Dollar könnte unserer Meinung nach vor einem säkularen Bärenmarkt stehen, da der bislang unangefochtene Status als Reservewährung allmählich schwindet. Historisch betrachtet sind der US-Dollar und die Rohstoffpreise stark negativ korreliert (-0,86). Im Vorjahr konnten sich die Commodities von der Dollar-Stärke emanzipieren, was unserer Meinung nach ein klares Zeichen der Kraft dieses Rohstoffbullensmarktes ist.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

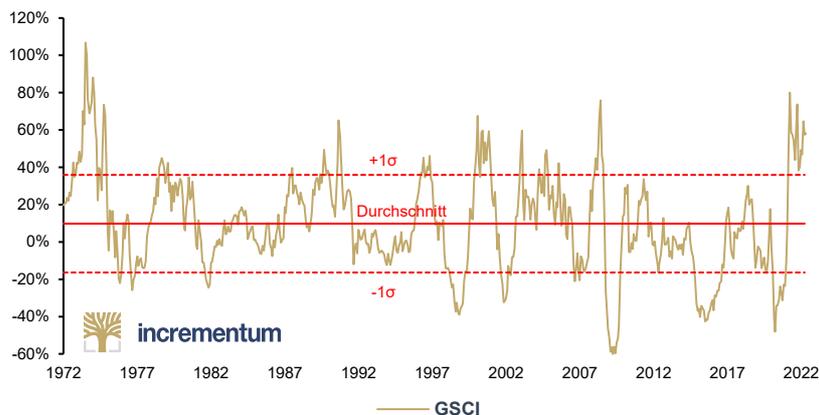
**Doch ist die Rohstoffe-Hausse kurzfristig nicht eventuell bereits überzogen?** Die Blicke sollten auch auf China gerichtet werden, das mittlerweile fast für die Hälfte des Rohstoffkonsums verantwortlich ist. Das sture Festhalten an der Zero-Covid-Politik, eine schwache Aktienmarktentwicklung, das schleppende Kreditwachstum und die zunehmenden Deleveraging-Bemühungen Pekings sollten bei aller Euphorie für den Rohstoff-Superzyklus keinesfalls außer Acht gelassen werden.

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

**Nathan Rothschild**

**Auch die Marktpositionierungen haben sich stark zugunsten des Commodity-Sektors geändert.** Laut der BofA-Umfrage erreichte die Rohstoffgewichtung der globalen Fondsmanager im März den höchsten Stand seit Beginn der Umfrage im Jahre 2006. Außerdem bestätigen der Terminmarkt, diverse Sentimentindizes und die nachfolgend gezeigte Veränderungsrate des GSCI diese Hypothese. **Insofern wäre ein kräftiges „Durchschnaufen“ des Rohstoffsegments unserer Meinung nach nicht verwunderlich.**

**GSCI, yoy%, 01/1972-05/2022**



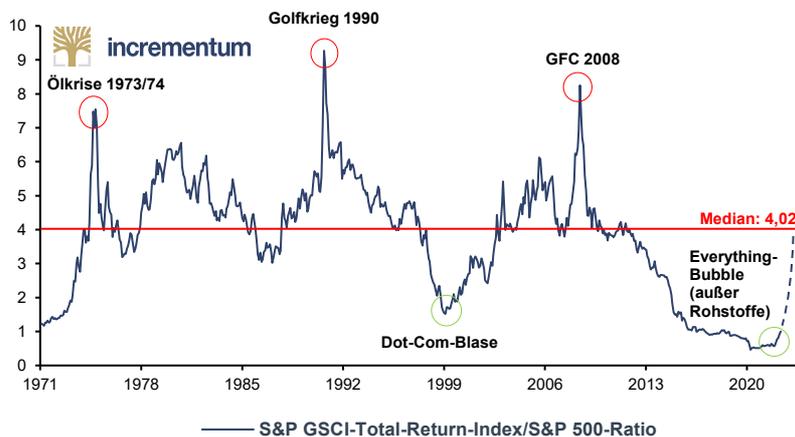
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

**Jim Grant**

**Sehen wir uns nun die Entwicklung der Rohstoffe relativ zum Aktienmarkt an. Treue Leser wissen, der folgende Chart war der mit Abstand meistzitierte Chart der *In Gold We Trust*-Reporte der vergangenen Jahre.**<sup>12</sup> Er zeigt eindrucksvoll, dass die relative Bewertung von Rohstoffen im Vergleich zu Aktien weiterhin historisch extrem günstig ist und sich gerade einmal stabilisiert hat. Im Vergleich zum S&P 500 liegt der „GSCI-Commodity-Index“ (TR) noch immer nahe dem niedrigsten Niveau seit 50 Jahren, welches aus dem April 2020 datiert. Das Ratio beträgt aktuell 0,87 und damit deutlich weniger als der langfristige Median von 4,02 und meilenweit von den Höchstständen entfernt.

**S&P GSCI-Total-Return-Index/S&P 500-Ratio, 01/1971-05/2022**



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

**Doch auch in der absoluten Betrachtung scheint es, als hätte der Rohstoff-Zyklus noch weiteres Potenzial.** Gemäß der langfristigen Analyse von Rohstoffbullenmärkten liegt das durchschnittliche Kursplus bei 202% und die durchschnittliche Dauer bei 13,9 Jahren. Insofern wären wir erst am Beginn der Entwicklung.

<sup>12</sup> Wir wollen uns an dieser Stelle erneut bei Prof. Dr. Torsten Dennin bedanken, der die Idee zu diesem Chart hatte.

Rohstoff-Bullenmärkte (NDR Commodity Composite)

	Prozentualer Gewinn	Dauer (Jahre)
1802-1814	68,5%	12,0
1843-1864	200,0%	21,4
1896-1920	267,6%	23,9
1933-1951	329,9%	18,0
1972-1980	168,4%	7,9
1999-2011	270,0%	12,1
2020-2022	125,0%	2,0
<b>Durchschnitt</b>	<b>202,9%</b>	<b>13,9</b>

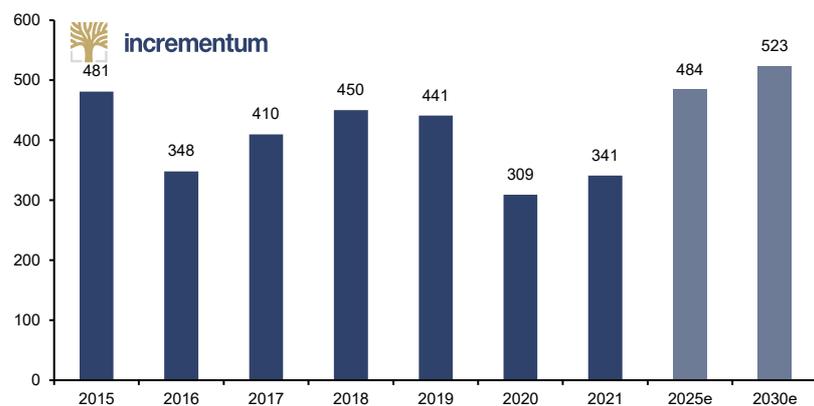
Quelle: Ned Davis Research Group, Incrementum AG, per März 2022

### Fehlende Investitionsausgaben (CAPEX) als Fundament der Rohstoffhaushalte

*As a man sow, shall he reap.*  
**Bob Marley**

**Ein Sprichwort besagt, dass man, bevor man ernten kann, säen muss. Im Rohstoffsektor wurde in den vergangenen Jahren deutlich zu wenig ausgesät, sprich investiert.** Dies gilt insbesondere für den Öl- und Gassektor, aber auch für das Segment der Basis- und Edelmetalle.

Globale Upstream-Investitionen in Öl und Gas, in Mrd. USD, 2015-2030e



Quelle: IEF, IHS Markit, Incrementum AG

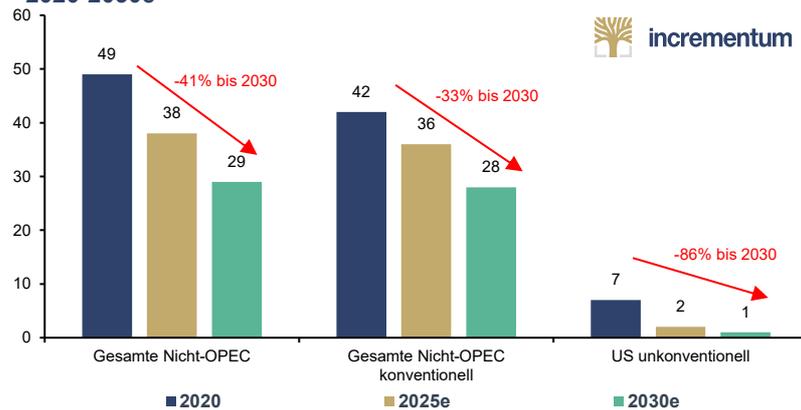
**In einem im Dezember 2021 veröffentlichten Report warnt das „International Energy Forum“ (IEF), dass die Investitionsausgaben im Öl- und Gassektor das zweite Jahr in Folge gesunken sind und fast 25% unter dem Niveau von 2019 liegen.** Und das, obwohl die Öl- und Gasnachfrage wieder den Höchststand von vor der Pandemie erreicht hat und die Nachfrage in den nächsten Jahren voraussichtlich steigen wird, insbesondere in den Entwicklungsländern.

*Hope is not a strategy. Luck is not a factor. Fear is not an option.*  
**James Cameron**

**Die nächsten beiden Jahre (2022 und 2023) werden für das Aufbringen von Kapital für neue Projekte von entscheidender Bedeutung sein, um sicherzustellen, dass in den nächsten fünf bis sechs Jahren ein angemessenes Öl- und Gasangebot verfügbar ist.**

In dem Maße, in dem dieser Mangel an Investitionen deutlich wird, könnten die Sorgen über eine geringere künftige Produktion und die zunehmende Ungewissheit über das Angebot die Preise in die Höhe treiben. Selbst falls die Nachfrage in den kommenden zehn Jahren stagnieren sollte, ist ein stetiger Investitionsstrom erforderlich, um den Rückgang der bestehenden Öl- und Gasfelder auszugleichen.

### Prognostizierter Rückgang der Nicht-OPEC-Produktion unter der Annahme keiner zusätzlichen Bohrungen, in Mio. Barrels/Tag, 2020-2030e



„Rystad Energy“ gab beispielsweise bekannt, dass 2021 weltweit so wenig neue Öl- und Gasvorkommen wie seit 75 Jahren nicht mehr entdeckt wurden. Die Analysten von Moody's erklärten, dass die weltweiten jährlichen Upstream-Ausgaben um bis zu 54% auf 542 Mrd. USD steigen müssen, wenn mittelfristig am Ölmarkt eine Versorgungskrise abgewendet werden soll. Greg Hill, Präsident des US-amerikanischen Ölproduzenten „Hess Corp.“ kritisierte, dass die Ölindustrie „massiv zu wenig“ in die Angebotsausweitung investiere, um die wachsende Nachfrage zu decken. Der Vorstandsvorsitzende von Aramco, Amin Nasser, erklärte, dass die geopolitische Lage, der Mangel an Investitionen in den Kohlenwasserstoffsektor und ein „völlig unrealistischer Plan für die Energiewende“ zu einem angespannten Markt führen.

### Kupfer und andere Basismetalle

Ähnlich ist die Situation in den anderen Rohstoffsektoren. In einem Report vom April 2022 warnen die Analysten von Goldman Sachs, dass Kupfer ebenfalls auf eine große Angebotsverknappung zusteuert. In dem Report heißt es dazu:

*„ESG, geopolitics and chronic underinvestment (are) all driving copper fundamentals far more than overall global growth“, und „while the near-term supply outlook may be weakening, more concerning is the near total absence of new investment in long-run mine supply.“*

Grüne Kupfernachfrage nach Technologie, in Kilotonnen

Grüne Nachfrage	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
<b>Solar</b>	<b>459</b>	<b>586</b>	<b>651</b>	<b>757</b>	<b>828</b>	<b>863</b>	<b>938</b>	<b>993</b>	<b>1.045</b>	<b>1.094</b>
yoy%		27%	11%	16%	9%	4%	9%	6%	5%	5%
<b>Wind</b>	<b>409</b>	<b>497</b>	<b>514</b>	<b>584</b>	<b>664</b>	<b>634</b>	<b>707</b>	<b>760</b>	<b>751</b>	<b>810</b>
yoy%		21%	3%	13%	14%	-4%	11%	8%	-1%	8%
<b>Stationäre Energiespeicher</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>55</b>	<b>64</b>	<b>75</b>
yoy%		39%	42%	30%	19%	22%	20%	18%	17%	16%
<b>Elektrische Fahrzeuge</b>	<b>465</b>	<b>816</b>	<b>1.046</b>	<b>1.270</b>	<b>1.518</b>	<b>1.832</b>	<b>2.158</b>	<b>2.458</b>	<b>2.729</b>	<b>3.044</b>
yoy%		75%	28%	21%	20%	21%	18%	14%	11%	12%
<b>Ladeinfrastruktur</b>	<b>19</b>	<b>29</b>	<b>40</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>86</b>	<b>106</b>	<b>128</b>	<b>153</b>	<b>180</b>
yoy%		49%	40%	33%	28%	26%	24%	21%	19%	18%
<b>Total</b>	<b>1.364</b>	<b>1.942</b>	<b>2.272</b>	<b>2.691</b>	<b>3.110</b>	<b>3.454</b>	<b>3.956</b>	<b>4.395</b>	<b>4.743</b>	<b>5.203</b>
yoy%		42%	17%	18%	16%	11%	15%	11%	8%	10%

Quelle: BNEF, ICA, Goldman Sachs Global Investment Research

In der Studie heißt es weiter, dass **im letzten Jahr keine neuen Greenfield-Projekte genehmigt wurden, dass die derzeitige Situation den Kupfermarkt für das nächste Jahrzehnt in einem dauerhaften Defizit belassen wird** und dass die wahrscheinlichste Konsequenz ein wesentlich höherer Kupferpreis wäre, um die Nachfrage zu dämpfen und die Förderung zu erhöhen. Goldman setzte das Preisziel für Kupfer auf 13.000 USD pro Tonne in 12 Monaten, verglichen mit dem derzeitigen Preis von rund 9.000 USD.

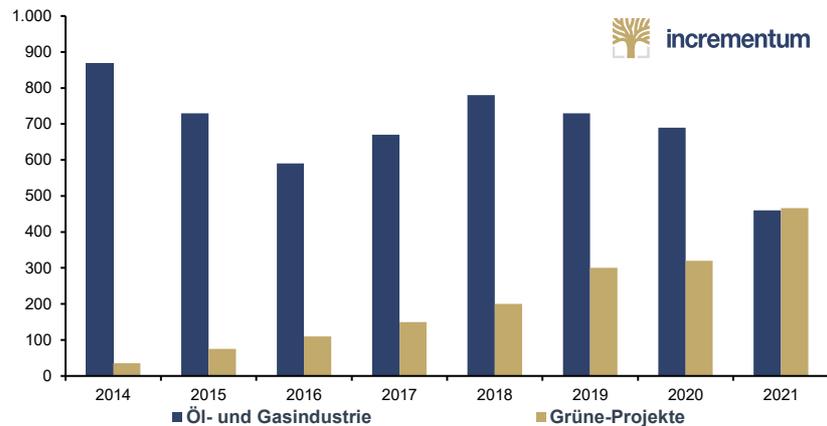
*I'm trying to be as green as I can. As an airline pilot, I have a carbon footprint that's a size 10, so it's pretty hard.*

**Bruce Dickinson**

**ESG, Geopolitik und öffentliche Meinung.**

**Doch nicht nur die mangelnden Investitionen, sondern auch der erschwerte Kapital(markt)zugang aufgrund von ESG nähren die Rohstoffhausse.** Die von der UNO ins Leben gerufene „**Net Zero Banking Alliance**“ bringt Banken aus aller Welt zusammen, die mehr als 40% der globalen Bankaktiva repräsentieren und sich verpflichtet haben, ihr Kredit- und Anlageportfolio bis 2050 auf Netto-Null-Emissionen auszurichten. Zu den Mitgliedern gehören u. a. JP Morgan Chase, Wells Fargo, Bank of America, Morgan Stanley, Goldman Sachs und insgesamt 93 globale Institutionen, die zusammen 66 Bill. USD verwalten. Diese haben sich verpflichtet, „[to] reinforce, accelerate and support the implementation of decarbonization strategies“. Sie zielen darauf ab, einen internationalen Rahmen und Leitlinien für ihre Tätigkeit zu entwickeln, und erkennen die entscheidende Rolle der Banken bei der Unterstützung des globalen Übergangs der Realwirtschaft zu Netto-Null-Emissionen an. Die Finanzinstitute haben sich selbst verpflichtet, die Emissionen zu reduzieren, indem sie den Öl- und Gasproduzenten das Kapital entziehen. Und die „International Energieagentur“ (IEA) veröffentlichte letztes Jahr ihren Bericht „**NET ZERO BY 2050**“. Eine der Empfehlungen lautet, nach 2021 keine neuen Öl- und Gasfelder mehr zur Entwicklung zu genehmigen.

### Von Banken emittierte Anleihen und Darlehen, in Mrd. USD, 2014-2021



Quelle: IEF, Bloomberg, Incrementum AG

Es scheint, dass das eigentliche Ziel dieser Maßnahmen darin besteht, **den Preis für fossile Brennstoffe so hoch zu treiben, dass die Umstellung auf andere Energieformen gefördert wird.** Die Gesellschaft scheint zu versuchen, den Klimawandel zu lösen, indem sie **sich auf das Angebot und nicht auf die Nachfrage konzentriert.** Das Ignorieren der ökonomischen Folgen zugunsten sozialer und ökologischer Ziele wird weitreichende Auswirkungen auf die globalen Energiemärkte haben.

### Folgewirkungen

**Die wahren Kosten der Ignorierung der ökonomischen Realität liegen oft in den unbeabsichtigten Folgen.** Die weltweiten Düngemittelpreise sind in die Höhe geschneit. Landwirte in Kenia, Nigeria, Kamerun, Ghana, Senegal, Mexiko, Guatemala, Peru und Griechenland, um nur einige zu nennen, berichten von Preissteigerungen von bis zu 500%, sofern Düngemittel überhaupt verfügbar sind. Das wird wiederum schwerwiegende Auswirkungen auf die Lebensmittelpreise in diesen Ländern haben.

Düngemittel sind ein direktes Nebenprodukt fossiler Brennstoffe, und viele Länder sind bzw. waren von Phosphor und anderen Düngemittelkomponenten aus Russland, der Ukraine und Weißrussland abhängig. Diese Abhängigkeit ist zumindest teilweise auf einen längerfristigen Mangel an Kapitalinvestitionen in anderen Teilen der Welt zurückzuführen. Die derzeitige Russlandkrise wird mit Sicherheit nicht dazu beitragen, die Situation zu entschärfen.

### Das Heilmittel für hohe Preise sind hohe Preise

Wir sehen den Exodus von Kapital im Energiesektor beispielhaft für den gesamten Rohstoffsektor. Die Ausgaben für „Exploration und Produktion“ (E&P) in den USA erreichten **mit 140 Mrd. USD 2014 ihren Höhepunkt.** Von da an nahmen diese sukzessive ab. Vor der Corona-Pandemie lagen diese bei nur noch 70 Mrd. USD, und fielen 2020 auf nur mehr 30 Mrd. USD, was den niedrigsten Stand seit Jahrzehnten und einen Rückgang um 80% gegenüber dem Höchststand bedeutet. Die US-amerikanischen E&P-Unternehmen planen, 2022 nur noch 45 Mrd. USD

*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**

*The world is going to end in twelve years if we don't address climate change.*

**Alexandria Ocasio-Cortez**  
**22.01.2019**

*Pessimism sells. For reasons I have never understood, people like to hear that the world is going to hell, and become huffy and scornful when some idiotic optimist intrudes on their pleasure.*

**Deirdre McCloskey**

*There is no training, classroom or otherwise, that can prepare for trading the last third of a move, whether it's the end of a bull market or the end of a bear market.*

**Paul Tudor Jones**

auszugeben. Zum Vergleich: 2014 lag der Ölpreis im Durchschnitt bei 90 USD, und in jenem Jahr beliefen sich die E&P-Investitionsausgaben auf 140 Mrd. USD, also auf fast das Vierfache des für heuer erwarteten Betrags.

**Der Rohstoffsektor steht nun vor einer bedeutenden dreifachen Herausforderung.** Die mehrjährige Baisse bei den Rohstoffen hat zu einem erheblichen Investitionsrückstand und einem Mangel an Investitionsausgaben geführt. Das muss durch verstärkte Investitionen ausgeglichen werden, insbesondere in die Exploration und die Entwicklung neuer Projekte. **Der Markt braucht mehr Angebot, aber der normale Marktmechanismus wird durch die restriktive ESG-Politik erschwert.**

Der weltweite Fokus auf ESG – insbesondere seitens der Regierungen und des Bankensektors –, die Lieferkettenprobleme und die den Ukrainekrieg verursachte Angebotsverknappung – verstärkt durch Sanktionen und Exportverbote – haben zu einer noch nie dagewesenen Unsicherheit geführt und viele Risiken erhöht. Das erschwert den Rohstoffunternehmen den Zugang zu dem für die Entwicklung erforderlichen Kapital. **Mangelndes Interesse von Großbanken und Regierungen wird die Produzenten zwingen, alternative Finanzierungsquellen zu finden, was zu höheren Kapitalkosten und damit zu höheren Rohstoffpreisen führen wird.**

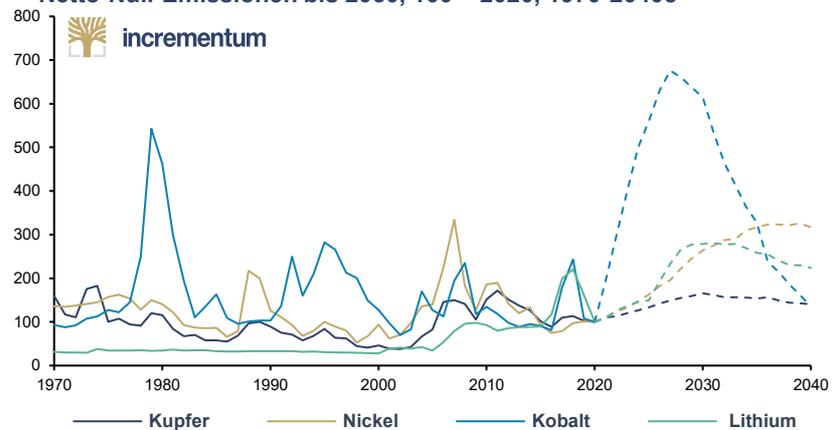
## Fazit

**Im Vorjahr hatten wir noch formuliert: „Der zermürbende Rohstoff-Bärenmarkt dürfte im Vorjahr sein Ende gefunden haben. Wir stehen nicht nur vor der Renaissance des Sektors, mittlerweile befinden wir uns bereits inmitten dieser.“<sup>13</sup>** Guten Gewissens können wir diese Aussage bekräftigen und betonen, dass die Ukraine-Krise lediglich ein Brandbeschleuniger einer fundamentalen Trendwende darstellt. Selbst wenn der Krieg bald beendet und die Sanktionen aufgehoben würden, so würde dies keinesfalls ein Ende des Bullenmarktes bei den Rohstoffen bedeuten.

Die weltweiten Bemühungen zur Erhöhung der Versorgungssicherheit bei Rohstoffen sowie zur Dekarbonisierung nehmen weiter Fahrt auf und werden die Nachfrage nach Rohstoffen definitiv erhöhen. Der IWF hat im „**World Economic Outlook – October 2021**“ eine Schätzung veröffentlicht, wie sich die Preise wichtiger Rohstoffe entwickeln werden, einmal auf Grundlage der bereits beschlossenen Vorhaben und einmal für eine Umsetzung von „Netto Null“ bis zum Jahr 2050.

<sup>13</sup> „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021, S. 39

### Kupfer-, Nickel-, Kobalt- und Lithiumpreise für das IEA-Szenario Netto-Null-Emissionen bis 2050, 100 = 2020, 1970-2040e



Quelle: IEA, Schwerhoff und Stuermer, BLS, USGS, Incrementum AG

*If you don't have sustainable energy, you have unsustainable energy. The fundamental value of a company like Tesla is the degree to which it accelerates the advent of sustainable energy faster than it would otherwise occur.*

**Elon Musk**

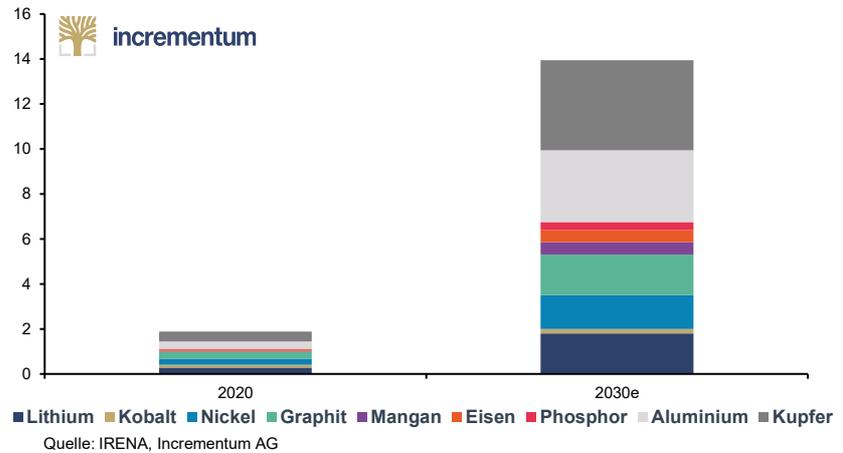
*We cannot allow countries to use their market position in key raw materials, technologies, or products to have the power to disrupt our economy or exercise unwanted geopolitical leverage.*

**Janet Yellen**

Der Kobaltpreis soll sich laut IWF fast versiebenfachen, wobei der Höhepunkt des Preisauftriebs mit 2027 bereits in wenigen Jahren erreicht werden soll. Der Preis für Nickel soll erst 2039 seinen Höhepunkt erreichen und sich bis dahin mehr als verdreifachen. Für Lithium wird nahezu eine Verdreifachung prognostiziert, mit 2031 als dem Jahr des Höchstpreises. Der Kupferpreis soll mit einem Plus von 65% bis 2030 deutlich schwächer zulegen. Diesen Preisschätzungen wird unterstellt, dass sich die Nachfrage nach Kupfer fast verdoppelt, die nach Nickel fast vervierfacht, jene nach Kobalt mehr als vervierfacht und die nach Lithium fast verzwanzigfacht.

Nach Angaben der Internationalen Agentur für erneuerbare Energien (IRENA) werden die in der Entwicklung befindlichen Lithium-Projekte bis 2027 rund 1,7 Mio. t liefern. Bei den derzeitigen Prognosen für den Absatz von Elektrofahrzeugen fehlen 0,5 bis 1,0 Mio. t an Produktionskapazität. Zwar sind die Prognosen für die Nachfrage nach Elektrofahrzeugen noch unbestimmt und es besteht weiterhin eine gewisse Unsicherheit darüber, welcher Lithium-Rohstoff benötigt wird (Karbonat oder Hydroxid), aber für längerfristige Investoren gilt nach wie vor, dass die strukturelle Nachfrage nach Lithium steigen wird. Es ist jedoch nicht nur Lithium, das sich als Engpass erweisen könnte, wenn die Nachfrage nach Batteriematerialien steigt. Bloomberg schätzt, dass die Nachfrage nach allen Batteriematerialien um das Siebenfache von 2 Mio. Tonnen im Jahr 2020 auf über 14 Mio. Tonnen im Jahr 2030 steigen wird.

### Nachfrage nach Batteriestoffen, 2020-2030e



*In a world of ongoing pressure for policymakers across the globe to print and spend, zero interest rates, tectonic shifts in where global power lies, and conflict, gold has a unique role in protecting portfolios. It's wise to hold some gold.*

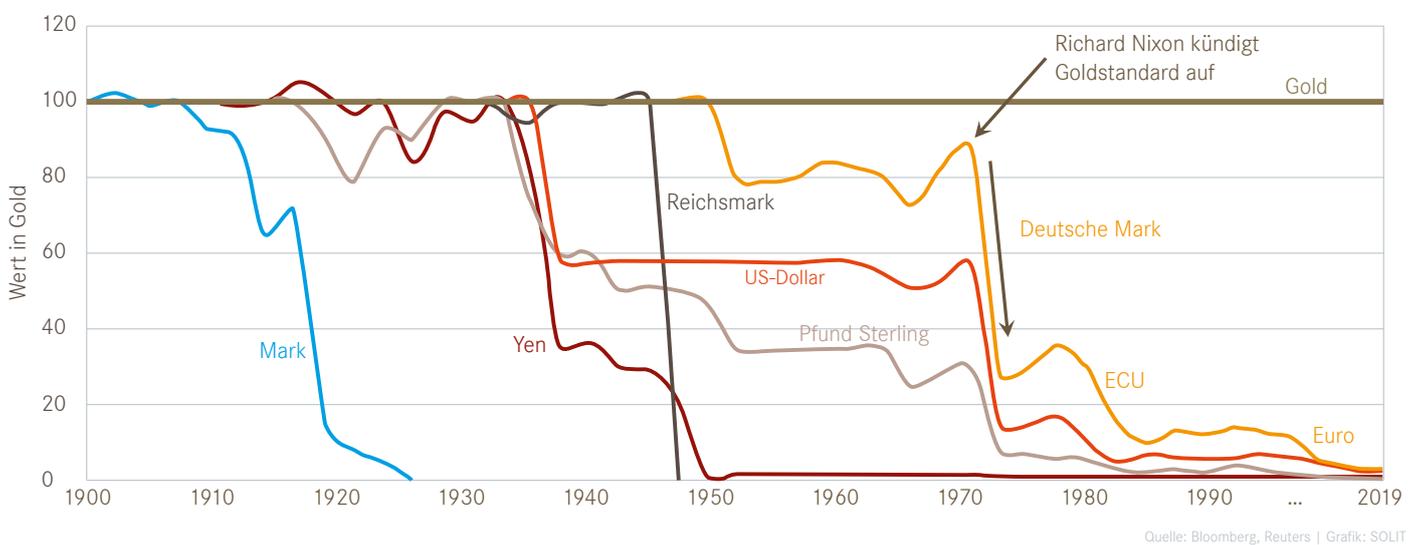
**Ray Dalio**

**Unserer Meinung nach werden Dekarbonisierung und ESG-konformes Investieren zu strukturellen Treibern für das Angebot und die Nachfrage von vielen „grünen“ Rohstoffen.** Die „Grüne Welle“ ist unserer Meinung nach nicht der zentrale Grund für unseren positiven Ausblick auf den Rohstoffsektor. Zweifellos handelt es sich bei diesem **Trend um einen zusätzlichen Faktor, der nun das Pendel zugunsten der Rohstoffe (und der Inflation) umschlagen lässt.**

# Freiheit geht über Silber und Gold.

Bauen Sie Ihren persönlichen Goldstandard mit Ihrem professionellen All-in-One-Vermögensschutz-Partner!

Die goldene Konstante



## GIFT

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



Wladimir Lenin

## ANTISERUM

**Ohne Goldstandard gibt es keine Möglichkeit, Ersparnisse vor der Enteignung durch Inflation zu schützen.**



Alan Greenspan, Fed-President 1987-2006 (Aufsatz "Gold and Economic Freedom", 1966)

Zeit zum Handeln – Informieren Sie sich jetzt unter:

[www.goforgold.de](http://www.goforgold.de)

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



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



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



Solit

# Status Quo der Verschuldungsdynamik

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

Nassim Taleb

## Key Takeaways

- Auf den ersten Blick mag es so aussehen, als habe sich die globale Verschuldungssituation zum Besseren gewendet, doch dies ist größtenteils auf das außergewöhnlich hohe nominale Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr zurückzuführen.
- Der Basiseffekt beim Wirtschaftswachstum stellt die Dinge kurzfristig wesentlich besser dar, als sie tatsächlich sind. Denn in Wirklichkeit haben wir die Wirtschaftsleistung kaum wieder auf das Niveau vor der Pandemie zurückgeführt.
- Speziell für hochverschuldete Staaten sind höhere Inflationsraten ein Mittel zur Schuldenreduktion. Dies geht zu Lasten bestehender Anleihegläubiger und der Bevölkerung, vor allem von Beziehern von Transferleistungen.
- All diese Faktoren in Verbindung mit niedrigen realen Wachstumsraten und permanent hohen Defiziten in den Staatshaushalten lassen den Schluss zu, dass es höchst unwahrscheinlich ist, dass wir im kommenden Jahrzehnt nennenswerte Zinserhöhungen erleben werden.
- Es ist wahrscheinlich, dass weitere Zentralbanken neben der klassischen Zinspolitik auch die Renditekurve steuern werden, um den Schuldenstand in den Griff zu bekommen.

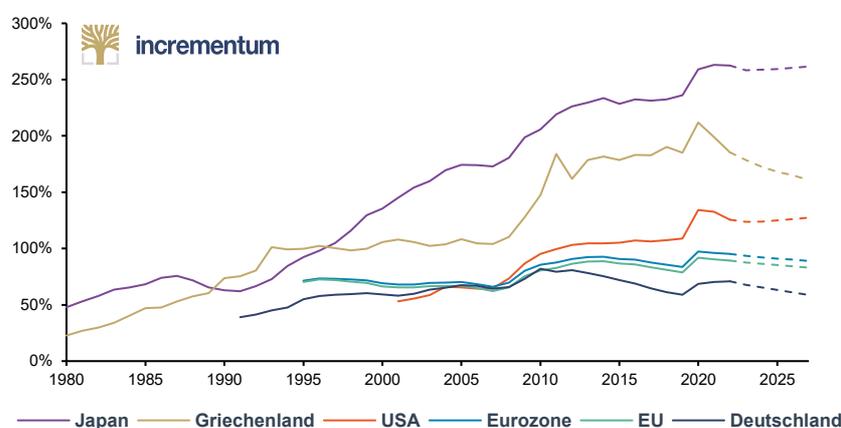
*Die Statistik ist wie eine Laterne im Hafen. Sie dient dem betrunkenen Seemann mehr zum Halt als zur Erleuchtung.*

**Hermann Josef Abs**

**Der Schein trägt – so kann in aller Kürze die Entwicklung der Verschuldungssituation im Jahr 2021 zusammengefasst werden.** Daten des „Institute of International Finance“ (IIF) zufolge gab die globale Verschuldungsquote um rund 10 Prozentpunkte auf 351% nach, nachdem sie 2020 noch um 13,3% des globalen BIP sprunghaft angestiegen war. Und so wie 2020 der markante Wirtschaftseinbruch des globalen BIP um 3,3% durch die außergewöhnliche Minderung des Nenners die Erhöhung der Staatsschuldenquote zusätzlich befeuert hat, so kehrte sich im vergangenen Jahr der Effekt wegen des außergewöhnlich hohen nominellen Wirtschaftswachstums von 13,0% um.

Dieser Effekt war 2021 auch bei der Staatsverschuldung zu beobachten. In den Industriestaaten sank 2021 die Staatsschuldenquote von 123,2% auf 119,8%, 2022 soll sie auf 115,5% weiter zurückgehen.

### Staatsverschuldung, in % des BIP, 1980-2027e



Quelle: IWF, Incrementum AG

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

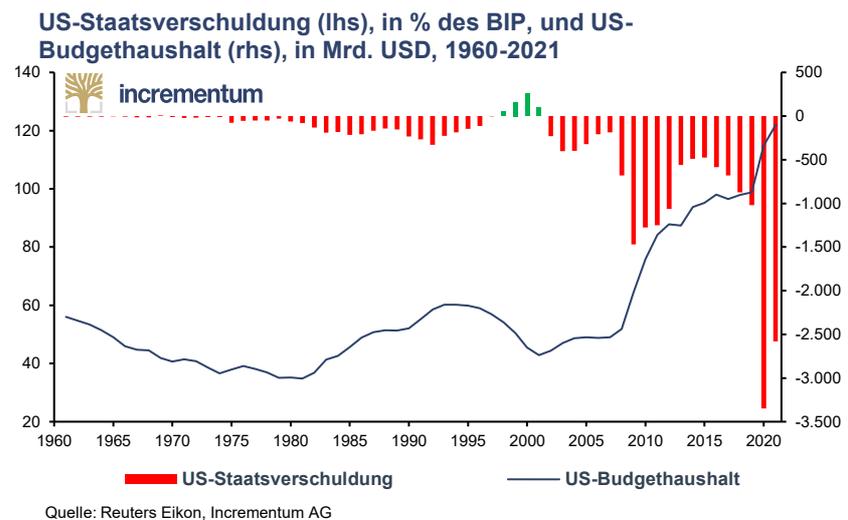
**George W. Bush**

**Doch ist dieser Rückgang nicht auf nachhaltige Einsparungen in den Staatshaushalten zurückzuführen.** Sie ist, wie bereits erwähnt, weitestgehend dem überdurchschnittlich hohen nominellen BIP-Wachstum im vergangenen Jahr geschuldet. In den USA legte das nominelle BIP 2021 um 10,1% zu und verzeichnete damit den höchsten Anstieg seit 1984. Doch dieses außergewöhnliche Wachstum ist ebenfalls nicht das Resultat struktureller Reformen, sondern nahezu ausschließlich mit der schrittweisen und mit einigen Aussetzern verbundenen Rückkehr zum gewöhnlichen Leben nach den scharfen Corona-Restriktionen zu erklären.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Aufgrund unzähliger weiterer pandemiebedingter Unterstützungsmaßnahmen** waren 2021 die Staatsdefizite noch immer hoch bis extrem hoch. So verbuchten die USA nach 14,9% im Fiskaljahr 2020 mit 12,4% im Fiskaljahr 2021 erneut ein Defizit im zweistelligen Prozentbereich. In absoluten Zahlen verminderte sich der Fehlbetrag von 3,1 Bill. USD auf 2,8 Bill. USD. Die entsprechenden Zahlen vor Corona lagen mit „nur“ 4,7% bzw. 984 Mrd. USD rund zwei Drittel niedriger.



**In absoluten Zahlen ist die nominelle Gesamtverschuldung aller Wirtschaftssektoren 2021 jedoch noch weiter angestiegen.** Zum ersten Mal wurde im vergangenen Jahr die Marke von 300 Bill. USD durchbrochen.

## Der – weitgehend ignorierte – Basiseffekt beim Wirtschaftswachstum

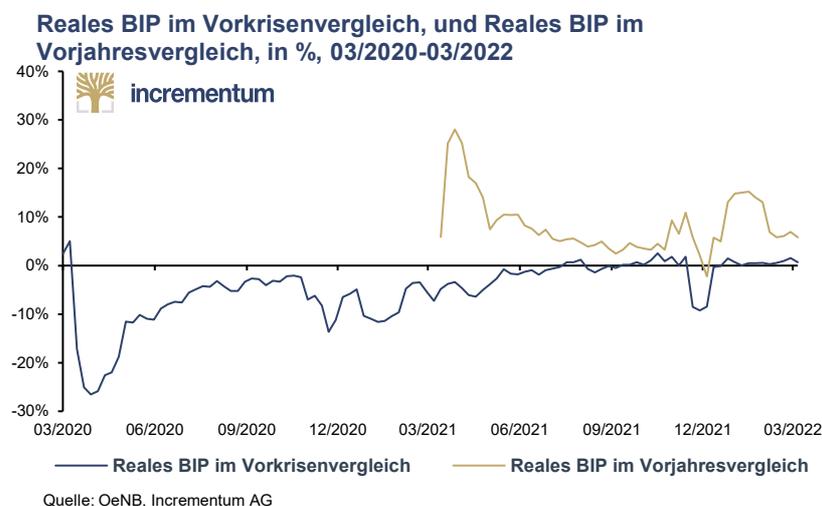
*Facts are stubborn things, but statistics are pliable.*

**Mark Twain**

Das Wirtschaftswachstum des vergangenen und auch dieses Jahres ist maßgeblich auf den Basiseffekt bei den Wachstumszahlen zurückzuführen. Schließlich konnten aufgrund der Lockdowns, Kontaktbeschränkungen, Veranstaltungsabsagen und ähnlicher nicht pharmazeutischer Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie viele Umsätze schlicht nicht getätigt werden. Dies traf insbesondere den Dienstleistungssektor. Die Lockerung und erst recht die Rücknahme der Maßnahmen ermöglichen den von den Maßnahmen betroffenen Branchen einen – annähernden – Normalbetrieb, was naturgemäß die Wirtschaftsleistung erhöht. Dieses Wirtschaftswachstum ist allerdings kein neuer, zusätzlicher Wohlstand, sondern weitgehend nur der Wiedereröffnung geschuldet, also der Rückkehr zum „Status quo ante“. Salopp formuliert: **Auf den negativen Angebotsschock des erzwungenen Türenschießens, folgt der positive Angebotsschock des Türenöffnens. Beide Schocks sind jedoch tatsächlich nur „vorübergehender“ Natur.**

**Doch weil sich Politiker gerne in hohen Wachstumszahlen sonnen und diese als ihren Erfolg verkaufen wollen, wurde auf das Wirken des Basiseffekts beim Wirtschaftswachstum im Unterschied zum Basiseffekt bei den Inflationszahlen weitestgehend „vergessen“.** Das mag man als gelungene PR erachten. Mehr ist es dann aber auch nicht. Anders gesagt: Ein Unfallauto ist nach der Reparatur in keinem besseren Zustand als vor dem Unfall. Mit dem von Russland verursachten Ukraine-Krieg und der dadurch ausgelösten Sanktionsspirale ist angebotsseitig bereits der nächste „Unfall“ passiert.

Wie sehr der Basiseffekt die Wachstumswahlen seit März 2021 nach oben verzerrt, zeigt der nächste Chart für Österreich.



**Der wirklichkeitsnahe Blick auf die Wirtschaftsentwicklung ist daher ernüchternd.** Unbeschadet weiterer Teil-Lockdowns, die in Österreich verhängt wurden, bewegt sich die Wirtschaftsentwicklung im Vorkrisenvergleich lediglich im leicht positiven Terrain seitwärts. Die deutsche Wirtschaft liegt trotz eines realen Wirtschaftswachstums von 3,7% im Jahresvergleich (Q1/2022) gar noch immer 0,9% unter dem Vorkrisenniveau (Q4/2019). Besonders stark ist etwa der Autosektor von den Lieferkettenproblemen bei Chips betroffen, seit dem Angriff Russlands auf die Ukraine mussten weitere wichtige Zulieferbetriebe geschlossen werden. Seit 2017 sinkt die inländische Autoproduktion und lag 2021 mit etwas über 3 Millionen Stück knapp 50 Prozent unter dem Wert von 2017.

*Italy, and the spring and first love all together should suffice to make the gloomiest person happy.*

**Bertrand Russell**

Daher ist es auch keine Überraschung, dass das im Vorjahr hochgejubelte Italien – der „Economist“ wählte Italien gar zum „Country of the Year“ – 2022 wieder deutlich zurückfallen wird. Laut der aktuellen Prognose des „World Economic Outlook“ überholen Spanien und Portugal dieses Jahr Italien, dessen Wachstum mit 2,3% sogar deutlich unter jenem der Eurozone mit prognostizierten 2,8% liegen soll. 2021 war Italien dagegen mit einem Wachstum von 6,6% für die Eurozone mit einem Wachstum von 5,5% noch eine – statistische – Wachstumslokomotive.

## Entschuldung durch Inflation?

Neben der kurzfristigen Wirkung des dem Basiseffekt geschuldeten kräftigen nominellen Wirtschaftswachstums zur Reduktion der Schuldenlast wird auch die markant anziehende Teuerung zur realen Entschuldung der Staaten, ja sämtlicher Schuldner beitragen, und zwar so lange wie das nominale Wirtschaftswachstum – bzw. die nominalen Unternehmens- und Haushaltseinkommen – stärker wächst als die Schulden bzw. die Neuverschuldung. Erhöhungen der Transferzahlungen unterhalb der Inflationsrate sind somit ein einfaches und naheliegendes Instrument, das allerdings zu Lasten der Schwächeren in der Gesellschaft geht.

**Pointiert ausgedrückt: Transferbezieher sanieren den Staatshaushalt**

### **durch erzwungenen Konsumverzicht infolge real sinkender Transferleistungen.**

*Das Wichtigste ist, zu verstehen, dass Inflation kein Akt Gottes ist, dass sie keine Naturkatastrophe ist und keine Krankheit. Inflation ist eine politische Strategie.*

**Ludwig von Mises**

Dieser Automatismus ist jedoch nicht so stark, wie er auf den ersten Blick scheinen mag. Eine gesetzlich vorgeschriebene Inflationsanpassung von Ausgaben schmälert diesen Effekt. In den USA ist etwa die automatische Erhöhung der Zahlungen aus der Alters-, Hinterbliebenen- und Invalidenversicherung (OASDI, Social Security) in der Höhe des CPI gesetzlich vorgeschrieben. Ebenso schmälern zusätzliche Ausgaben oder Steuersenkungen zur Bekämpfung der Inflationsfolgen den Schuldenabbaueffekt der Inflation. **So hat beispielsweise Italien Anfang Mai ein 14 Mrd. EUR schweres Paket beschlossen**, das Geringverdiener und die Industrie von den erheblichen Mehrbelastungen durch die stark anziehende Inflation entlasten soll.

Ab einer gewissen Höhe der Inflationsraten kehrt sich der Entschuldungseffekt der Inflation auf die Staatshaushalte sogar um. Denn mit zunehmender Inflation erodieren die realen Steuereinnahmen, da der Zeitpunkt der Feststellung der Steuerschuld und die Begleichung derselbigen bei einigen ertragreichen Steuerarten wie der Einkommensteuer deutlich auseinanderliegen kann. **Dieser fiskalisch bedeutsame Effekt ist als „Tanzi-Effekt“ bekannt.**<sup>14</sup>

**Berechnungen der „DZ Bank“ zeigen**, dass unter Heranziehung des BIP-Deflators als Inflationskennzahl eine Inflation von 3% pro Jahr die Schuldenquote in jenen Ländern deutlich reduzieren würde, die ein geringes Primärdefizit oder womöglich sogar einen Primärüberschuss sowie eine vergleichsweise hohe Schuldenquote aufweisen. Die italienische Staatsverschuldung könnte so bis 2026 um 20 Prozentpunkte oder 13% auf 136% des BIP zurückgehen. Bei einer Inflationsrate von 5%, die mehr der aktuellen Realität entspricht, würde der Rückgang sogar 32 Prozentpunkte oder rund 20% betragen. Die entsprechenden Zahlen für Deutschland ergeben im 3%-Szenario einen Rückgang von 69% auf 58% im Jahr 2026, im 5%-Szenario auf 53%. Damit läge die deutsche Staatsverschuldung wieder deutlich unter der 60%-Schuldenobergrenze.

*I have tried to lift France out of the mud. But she will return to her errors and vomitings. I cannot prevent the French from being French.*

**Charles de Gaulle**

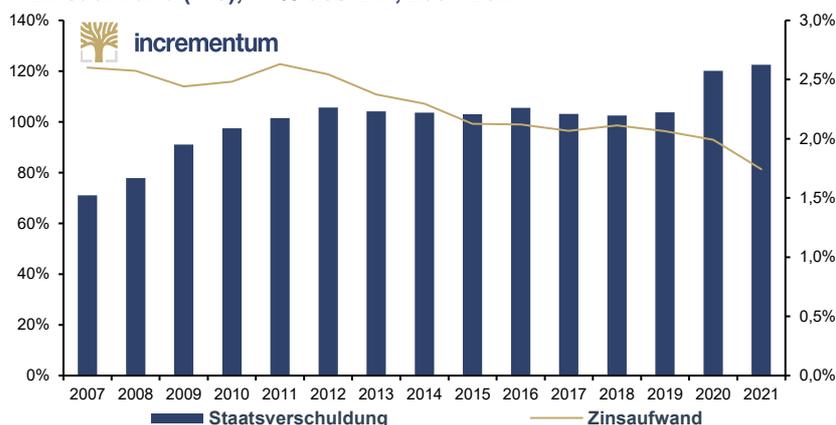
**Das große Sorgenkind in der Eurozone ist jedoch Frankreich.** Denn im Unterschied zum viel gescholtenen Griechenland und dem nicht minder stark kritisierten Italien verzeichnet Frankreich hartnäckige Primärdefizite, also ein laufendes Defizit sogar unter Ausklammerung der Aufwendungen für den Schuldendienst (Zinszahlungen und Nettokreditaufnahme), und zwar schon vor der Corona-Pandemie. Der Rückgang um 6% im 3%-Szenario kann angesichts der französischen Staatsverschuldung von 117,8% (2021) als unbedeutend bezeichnet werden.

Für die USA, deren Staatsverschuldung in den beiden Corona-Jahren 2020 und 2021 von 105,2% auf 124,8% angeschwollen ist, **berechnet das CRFB**, dass die Inflationsrate für fast ein Jahrzehnt 12% betragen müsste, um die US-Staatsverschuldung wie nach dem 2. Weltkrieg zu halbieren. Alternativ wäre ein reales Wirtschaftswachstum von 6% oder kumulierte Ausgabeneinsparungen von mehr als 20 Bill. USD, d. h. 61% des BIP, vonnöten.

<sup>14</sup> Siehe „Hyperinflation: viel diskutiert, wenig verstanden“, In Gold We Trust-Report 2019

**Ein weiteres zentrales Werkzeug, um eine Entschuldung durch Inflation zu bewerkstelligen, ist das künstliche Niedrighalten der Zinsen, wie es die Zentralbanken rund um den Globus in den vergangenen Jahren praktizierten.** Dadurch konnten die Zinsausgaben für die Staatsschulden kontinuierlich vermindert werden, sogar in Zeiten steigender Staatsschuldenquoten.

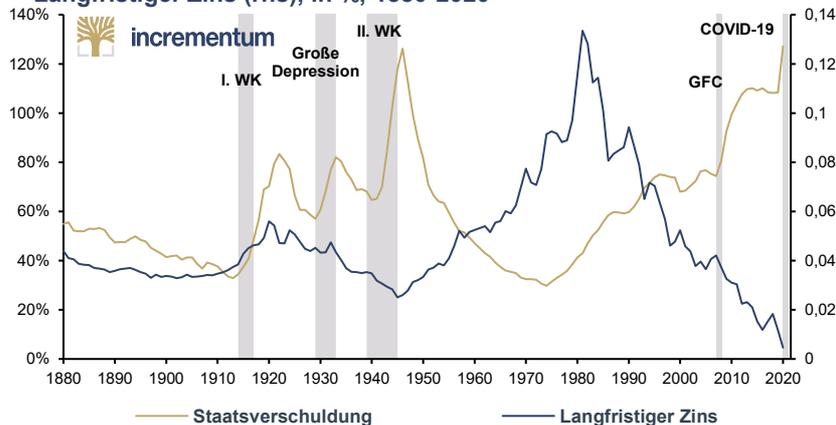
**Industriestaaten, Staatsverschuldung (lhs), in % des BIP, und Zinsaufwand (rhs), in % des BIP, 2007-2021**



Quelle: IMF, Incrementum AG

**Auf welchem historisch niedrigem Niveau die Zinsen aktuell liegen, zeigt der folgende Langfristchart.** Bemerkenswert scheint, dass bis Mitte der 1930er-Jahre Zinsniveau und Staatsverschuldung positiv korreliert waren. Seitdem besteht eine negative Korrelation, was die These unterstützt, dass künstlich niedrig gehaltene Zinsen eine Einladung zum Schuldenmachen darstellen. Während sich nämlich die Langfristzinsen seit dem Volcker-Schock Anfang der 1980er-Jahre im freien Fall befanden, ist die Staatsverschuldung in den Industriestaaten steil nach oben gegangen. In den USA wurde 2020 mit 127,1% der bisherige Rekordwert von 126,1% aus dem Jahr 1946 übertroffen, und das, obwohl wir in relativ friedlichen Zeiten leben, während 1946 die Industriestaaten von den Verheerungen des 2. Weltkriegs – hohe Militärausgaben, Nachkriegsrezession – extrem stark in Mitleidenschaft gezogen waren.

**Industriestaaten, Staatsverschuldung (lhs), in % des BIP, und Langfristiger Zins (rhs), in %, 1880-2020**



Quelle: IMF, Incrementum AG

## „Yield Curve Control“ als neues Standardinstrumentarium der Zentralbanken?

*Von einem ausgeglichenen Budget sind die USA so weit entfernt wie Joe Biden von der Pubertät.*

*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**

*The faster interest rates rise today, the more financial repression will be required in the coming decades and the more the United States will come to resemble Japan. I see no other way out of the current situation. All the other paths lead to a US government default and with it a global economic meltdown that will make that of the COVID-19 pandemic and the Great Depression look like child's play.*

**Joachim Klement**

**Ein Instrument, das die Federal Reserve damals einsetzte, um die Kriegsfinanzierung zu erleichtern, war das der Zinskurvenkontrolle („Yield Curve Control“ (YCC)).** Nach dem 2. Weltkrieg wurde diese Politik bis zum „Treasury-Federal-Reserve-Abkommen“ 1951 fortgesetzt, was die Reduktion der Staatsverschuldung deutlich erleichterte.<sup>15</sup> Tatkräftig unterstützt wurde die finanziell repressive Geldpolitik der Federal Reserve in der damaligen Zeit: nahezu ausgeglichene Budgets und ein starkes Wirtschaftswachstum. Doch von einem ausgeglichenen Budget sind die USA so weit entfernt wie Joe Biden von der Pubertät. Bereits vor Ausbruch der Coronavirus-Pandemie lag die **Prognose des CBO** für das US-amerikanische Budgetdefizit ab 2022 bei jeweils über 1 Bill. USD bzw. mindestens 4,4% des BIP.

**Die Zinsdeckelungspolitik der Zentralbanken zur Begrenzung des Nominalzinsniveaus führt jedoch dazu, dass infolge einer zu geringen Inflationsprämie die Nachfrage am Markt nach Anleihen zurückhaltend ist.** Daher sind signifikante Anleihekäufe durch die Zentralbanken in einem derartigen Szenario unumgänglich, mit der entsprechenden Auswirkung auf die Bilanzsumme. Die Deckelung der Anleihezinsen war das explizite Ziel der Federal Reserve in den 1940er-Jahren, das ist seit September 2016 das Ziel der Bank of Japan (BoJ). Ende März bekräftigte die BoJ ihre YCC-Politik. Der Anlass dafür war, dass am 28. März die Yields der 10-jährigen japanischen Staatsanleihe (JGB) die von der BoJ als Obergrenze ausgegebene Marke von 0,25% zu durchbrechen drohten. **Als Reaktion darauf kündigte die BoJ an, JGBs in unbegrenzter Menge aufzukaufen.**

**Angesichts einer Staatsverschuldung Japans von mehr als 250% kommt diese Entscheidung nicht überraschend.** Der Versuch durch diese Deckelung den japanischen Staatshaushalt vor höheren Zinszahlungen zu schützen, hat jedoch einen Preis. Auf der Inflationsfront ist das Risiko noch überschaubar, auch wenn die Inflationsrate in Japan mit aktuell 2,5% (April 2022) zum ersten Mal nach 7 Jahren das Inflationsziel der BoJ von 2% überschritten hat. Um dieses Überschreiten zu erreichen, hat die BoJ 2016 neben der „Quantitativen und Qualitativen Lockerung“ (QQE) noch die YCC eingeführt. Wenig überraschend schwächt die YCC-Politik den Außenwert des Yen, und zwar dramatisch. Allein im März und April hat der Yen mehr als 10% verloren.

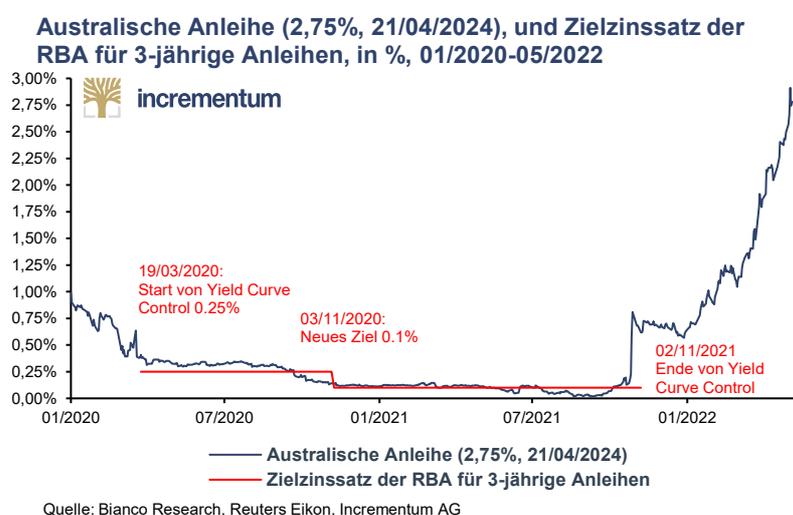
**Mitte April, als die Renditen wiederum am 0,25%-Deckel kratzten, betonte die BoJ erneut, dass sie zur Verteidigung des Zinsdeckels bereit sei, JGBs in unbegrenztem Ausmaß anzukaufen.** In den drei Wochen zwischen diesen beiden Bekanntmachungen hat Goldpreis um 5% zugelegt. In den 2 ½ Monaten von Anfang Februar bis Mitte April beträgt das Plus sogar satte 21,7%.

<sup>15</sup> „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021, S.44–74

*Don't worry about the world ending today, it's already tomorrow in Australia.*

**Charles M. Schulz**

**Vor dem Druck der Märkte kapituliert hat hingegen die „Reserve Bank of Australia“ (RBA), die australische Zentralbank.** Ende Oktober 2021 gab sie die zu Beginn der Corona-Pandemie eingeführte YCC auf. Zunächst deckelte sie die Rendite der 3-jährigen australischen Staatsanleihe bei 0,25%, am 3. November 2020 senkte sie die Obergrenze sogar auf 0,10%. Als die RBA ihre YCC-Politik am 2. November 2021 beendete, hatte sie die Kontrolle über die Renditen bereits verloren. Ende Oktober 2021 rallierte der Yield auf 0,775%, Mitte April wurde dann schon die 3%-Marke überschritten. Wie zu erwarten war, explodierte aufgrund der YCC die Bilanzsumme der RBA. Innerhalb von weniger als 2 Jahren erhöhte sich die Bilanzsumme um mehr als das Dreifache, der Anteil der von der RBA gehaltenen australischen Staatsanleihen stieg um mehr als das 15-fache auf über 35%.

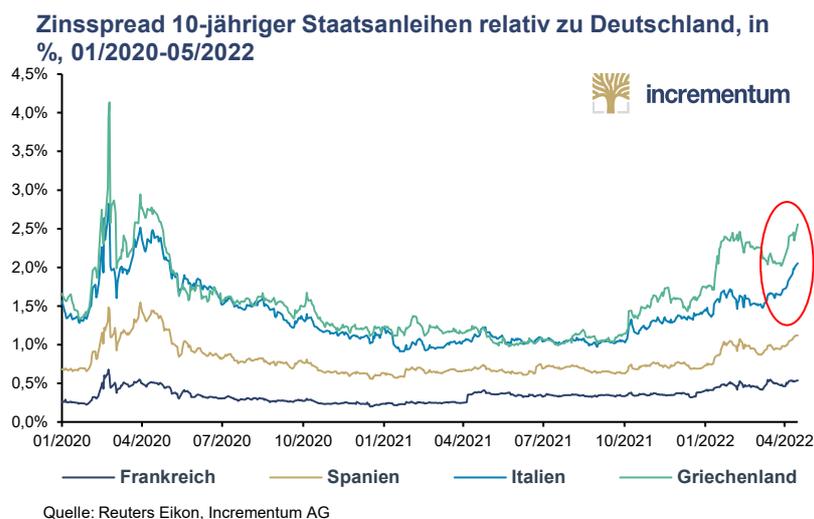


**Eine besondere Form der Zinsdeckelung betreibt die EZB, indem sie den unterschiedlich hoch verschuldeten und im Schuldenabbau höchst unterschiedlich ambitionierten Euro-Mitgliedsstaaten allesamt „günstige Finanzierungsbedingungen“ verspricht.**

*I'm not in the business of reading tea leaves. I don't have a crystal ball.*

**Christine Lagarde**

**Die Frage, ob die EZB die Spreads in einem gewissen Rahmen halten soll, kam im März 2020, also zu Beginn der Corona-Pandemie, aufs Tapet.** In der Frage-und-Antwort-Runde im Anschluss an die Bekanntgabe der Ergebnisse der Sitzung des EZB-Rates vom 12. März 2020 sorgte EZB-Präsidentin Christine Lagarde für einen Eklat. Sie führte – inhaltlich korrekt – aus, dass „to close spreads“ nicht die Aufgabe der EZB sei. Die italienische Politik reagierte auf diese Aussage empört. Schließlich schoss nach Lagardes Aussage der ohnehin schon hohe Spread zwischen deutschen und italienischen 10-jährigen Staatsanleihen von 191 bps auf 252 bps oder um 32,0% in die Höhe. Erschwerend kam hinzu, dass diese Diskussion vor dem Hintergrund der ersten Corona-Welle stattfand, in der Italien früh und besonders hart getroffen wurde.



In einem Interview für CNBC im Anschluss an die Pressekonferenz vollzog Lagarde jedoch umgehend eine 180-Grad-Wende:

*„I am fully committed to avoid any fragmentation in a difficult moment for the euro area. High spreads due to the coronavirus impair the transmission of monetary policy. We will use the flexibility embedded in the asset purchase programme, including within the public sector purchase programme. The package approved today can be used flexibly to avoid dislocations in bond markets, and we are ready to use the necessary determination and strength.“*

Markets love volatility.  
**Christine Lagarde**

**Damit erklärte Lagarde öffentlich, dass die EZB eine Kontrolle über die Spreads ausüben will.** Nur wenige Tage nach diesem regulären Treffen des EZB-Rates wurde in einer Not-Sitzung des EZB-Rates am 18. März 2020 die Einführung des „Pandemie-Notfallankaufprogramms“ (PEPP) beschlossen und der Öffentlichkeit vorgestellt. Sowohl in der Präsentation des PEPP als auch in unzähligen weiteren Pressekonferenzen und Reden wurde die besondere Flexibilität des PEPP hervorgehoben, die es der EZB ermöglicht, Anleihekäufe nicht strikt nach dem Kapitalschlüssel vorzunehmen, sondern davon – vorübergehend – abzuweichen.

Many economists (including Fed Vice-Chairman Lael Brainard) promote yield curve control as a legitimate policy tool. The problem is it works until it blows up.  
**Jim Bianco**

**Dass die Kontrolle der Anleihespreads zu einer zentralen Zielgröße der Geldpolitik geworden ist, bekräftigt ein Anfang April 2022 an Bloomberg gelecktes Vorhaben.** Laut Informationen eines anonym bleiben wollenden EZB-Mitarbeiters soll die EZB an einem Kriseninstrument arbeiten, das im Falle eines starken Anstiegs der Anleihespreads aktiviert werden soll. Dieses Notinstrument soll bei einem exogenen Schock zum Einsatz kommen, der außerhalb der Kontrolle der nationalen Regierungen liegt.

**Drei Schlussfolgerungen ergeben sich aus dieser Nachricht:**

- Die EZB kokettiert mit der Idee einer offenen YCC.
- Nur die (ultra-)laxe Geldpolitik hält die Eurozone zusammen.
- Die EZB wird die nächste Krise dazu nutzen, die institutionelle Architektur der Eurozone weiter zu stärken, d. h. zu zentralisieren.

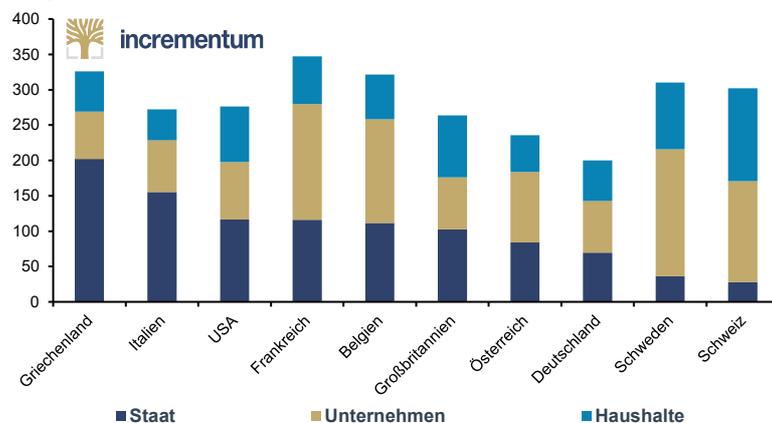
## Nicht nur die Staaten sind (hoch) verschuldet

Da Staatschulden die Basis der Geldschöpfung sind, wäre die staatliche Entschuldung deflationär.

**Rahim Taghizadegan**

**Zinserhöhungen treffen allerdings nicht nur den Staat, sondern alle überschuldeten Wirtschaftssubjekte.** Für die wirtschaftliche Stabilität eines Landes sind daher nicht nur die Staatsschulden relevant, sondern auch die Verschuldungsquote des Unternehmenssektors und der privaten Haushalte. Und der relative Verschuldungsgrad der einzelnen Sektoren schwankt von Land zu Land markant. Im nächsten Chart sind die Länder nach der Staatsverschuldung geordnet. Die Verschuldung der Unternehmen und der privaten Haushalte wird der Staatsverschuldung zusätzlich aufgesetzt.

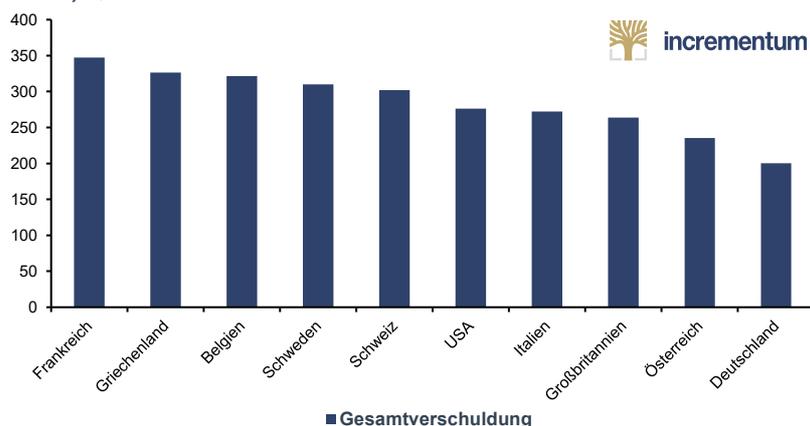
**Gesamtverschuldung (Staat, Unternehmen, Haushalte), in % des BIP, Q3/2021**



Quelle: BIZ, Incrementum AG

Ordnet man die oben angeführten Staaten nun nach der gesellschaftlichen Gesamtverschuldung, ergibt sich ein deutlich anderes Bild.

**Gesamtverschuldung (Staat, Unternehmen, Haushalte), in % des BIP, Q3/2021**



Quelle: BIZ, Incrementum AG

Für die Eurozone und die Interpretation der Geldpolitik der EZB nicht unwesentlich ist der Umstand, dass Frankreich den höchsten gesamtgesellschaftlichen Verschuldungsgrad aufweist, insbesondere aufgrund der hohen Verschuldung des Unternehmenssektors. Das oft gescholtene Italien steht in dieser Gesamtbetrachtung relativ gut da, und weist sogar eine geringere Verschuldung als Schweden und die Schweiz auf, die in der öffentlichen

Diskussion mit ihrer starken Fokussierung auf die Staatsverschuldung häufig als Vorbilder präsentiert werden. Doch sind in diesen Ländern die beiden anderen Wirtschaftssektoren weit überdurchschnittlich verschuldet, sodass der gesamtgesellschaftliche Verschuldungsgrad über 300% des BIP liegt, jener Italiens hingegen deutlich darunter.

*To understand Europe, you have to be a genius - or French.*

**Madeleine Albright**

*Christian Lindner ist der David Copperfield der deutschen Finanzpolitik. Er jongliert mit den Staatsschulden derart virtuos, dass das Publikum zwischen Sein und Schein kaum mehr unterscheiden kann.*

**Gabor Steingart**

Bezüglich der Verschuldungsquoten in der EU ist anzumerken, dass diese seit dem Beschluss zur Aufnahme von EU-gemeinschaftlichen Schulden im Umfang von 750 Mrd. EUR im Rahmen von „Next Generation EU“ nach unten verzerrt sind. Denn in den Staatsschuldenquoten nicht enthalten ist der Anteil des jeweiligen Staates an den Gemeinschaftsschulden. **Clemens Fuest, Präsident des in München angesiedelten „ifo Instituts“, und Florian Dorn schätzen, dass „NextGen EU“ die Staatsschuldenquote um 5,5 Prozentpunkte erhöhen wird.**

Die Deutsche Bundesbank, an deren Spitze nach dem überraschenden Rückzug von Jens Weidmann seit dem 1. Jänner der von der neuen deutschen Ampel-Koalition nominierte Joachim Nagel als Präsident fungiert, hat sich ebenfalls äußerst kritisch zu der statistischen Behandlung der EU-Schulden geäußert. **Bereits im Dezember 2020 forderte sie, die neuen Schulden nicht aus den nationalen Verschuldensstatistiken herauszustreichen. Doch viel mehr als die Rolle als mahrender Rufer in der Wüste wird der Bundesbank nicht verbleiben.**

Doch scheinen Umgehungsstrategien – wenig überraschend – neuerlich an Bedeutung zu gewinnen. Bei der Einführung der Maastricht-Kriterien wurde so manches staatliche Unternehmen formal privatisiert, mit dem Staat als Allein- oder Mehrheitseigentümer. Durch diese formale Privatisierung wurden auch die Schulden „privatisiert“ und belasteten nicht mehr die Maastricht-Schuldenquote. Auf einen ähnlichen Trick will nun die deutsche Bundesregierung zurückgreifen, um die marode Bundeswehr angesichts des russischen Angriffs auf die Ukraine und die Verpflichtung zur Erreichung des Nato-Ziels eines Verteidigungsbudgets von 2% des BIP zu erreichen. Es soll ein „Sondervermögen Bundeswehr“ im Umfang von 100 Mrd. EUR eingerichtet werden. Die bisherigen 27 Sondervermögen weisen zusammen einen Schuldenstand von 132 Mrd. EUR auf. Das Praktische für Finanzminister Lindner (FDP) ist, dass bei entsprechender rechtlicher Ausgestaltung Sondervermögen weder von den Maastricht-Kriterien noch von der deutschen Schuldenbremse erfasst würden. Neuverschuldung ohne sich offiziell neu zu verschulden – fiskalpolitische Alchemie, für die am Ende aber doch der Steuerzahler den Kopf hinhalten muss.

## Maastricht-Regeln vor der Aufweichung?

Die Bemühungen der Vertreter einer laxeren Fiskal- und Schuldenpolitik, die Verschuldungs- und Defizitregeln des „Stabilitäts- und Wachstumspakt“ (SWP) aufzuweichen, haben in den letzten Monaten wieder zugelegt. Schließlich hatte sich die EU-Kommission 2020 zum Ziel gesetzt, bis 2023 eine Reform der mittlerweile extrem komplexen Regeln auszuarbeiten. **Oliver Blanchard et al. schlagen etwa vor, die starren fiskalischen Regeln durch fiskalische Standards zu**

*The enormous debts that now oppress all the great nations of Europe will, probably in the long run, ruin all these great nations.*  
**Adam Smith, 1776**

ersetzen. Diese sollen es den Mitgliedsstaaten ermöglichen, flexibler auf die jeweilige ökonomische Lage zu reagieren.

Im Zuge dieser Diskussion haben etwa hochrangige Vertreter des ESM inklusive dessen geschäftsführendem Direktor, Klaus Regling, in der Öffentlichkeit **auf eine Anhebung der Verschuldungsobergrenze auf 100% des BIP plädiert**. Schließlich, so ein Argument, das stark an das von Larry Summers aus dem Herbst 2020 erinnert,<sup>16</sup> wäre wegen der stark gesunkenen Realverzinsung der Schuldendienst heute bei einer Verschuldung von 100% des BIP geringer als bei 60% in früheren Zeiten. Dass Klaus Regling und seine Mitarbeiter von einem langfristig so niedrigem Zinsniveau ausgehen, ist – gelinde gesagt – sehr naiv.

**Eine große, vermutlich sogar unbewältigbare fiskalische Herausforderung für die EU-Mitgliedsstaaten ist das politische Ziel einer grünen und digitalen Transformation der Wirtschaft.** Diese würde enorme Investitionen von zumindest 650 Mrd. EUR bedingen. Diese sollten, **so ein weiterer Vorschlag**, aus der Defizitberechnung ausgeklammert werden. Der renommierte Ökonom Barry Eichengreen plädiert in einem Beitrag mit dem vielsagenden Titel „**Greening Europe's Fiscal Rules**“ ebenfalls dafür. Er verweist darauf, dass es in einigen Staaten erlaubt ist, Investitionen bei der Defizitberechnung unberücksichtigt zu lassen. Eine „grüne Investition“ sollte ebenso behandelt werden, denn *„[e]ven if it does not boost economic growth, it could avert a climate-related disaster in which GDP plummets and the debt burden becomes unmanageable.“*

*Politics is the art of looking for trouble, finding it everywhere, diagnosing it incorrectly and applying the wrong remedies.*  
**Groucho Marx**

**Dass es sich bei diesem und ähnlichen Vorschlägen um politische Hütchenspielertricks handelt, liegt auf der Hand.** Denn ökonomisch macht es naturgemäß keinen Unterschied, ob Schulden oder Defizite in nach politischen Vorgaben geschönte Statistiken einfließen oder nicht. Bedient werden müssen die Schulden so oder so, und das allein zählt. Die von der EU angewandte Verschleierungstaktik wird jedenfalls dazu führen, dass die künftige Schulden- und Defizitdynamik unterschätzt wird.

**Noch ist völlig offen, wie die Maastricht-Kriterien tatsächlich reformiert werden. Definitiv auszuschließen ist auf jeden Fall eine Verschärfung.** Ob es zu einer als Reform getarnten Aufweichung kommen wird, hängt maßgeblich von der Positionierung Deutschlands ab, dem politischen Schwergewicht unter den frugalen Staaten des früheren D-Mark-Blocks. Im laufenden Jahr 2022 ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt wegen der Corona-Pandemie ohnehin noch ausgesetzt. Angesichts der massiven ökonomischen Verwerfungen, die aufgrund des Ukraine-Krieges und der Sanktionsspirale zu erwarten sind, ist eine Verlängerung der Aussetzung 2023 im Bereich des Möglichen, wenn nicht mittlerweile sogar wahrscheinlich.

<sup>16</sup> Furman, Jason and Summers, Lawrence: „A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates“, Discussion Draft, 30. November 2020; Siehe auch „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021

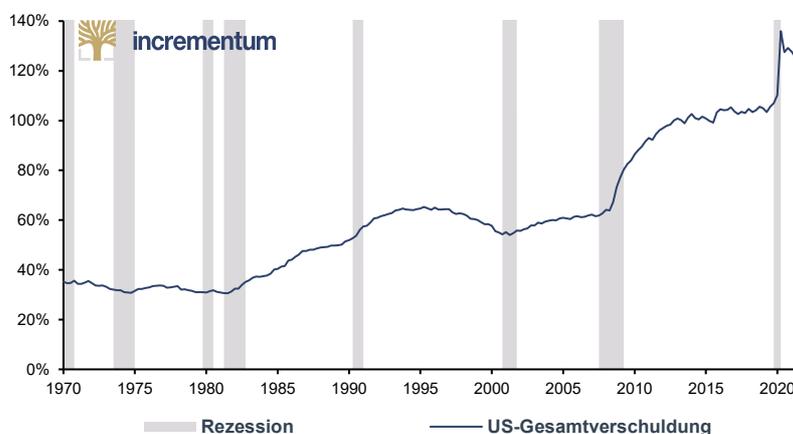
## Warum der Vergleich mit den 1970er-Jahren (teilweise) hinkt

*Believe me when I say that how the Fed under Arthur Burns helped accommodate the LBJ "Great Society" spending binge in the late 1960s was going to unleash the inflation of the 1970s was on nobody's mind as the population lived in the moment and in the glory of the monetary boom...There are lags involved.*

**Dave Rosenberg**

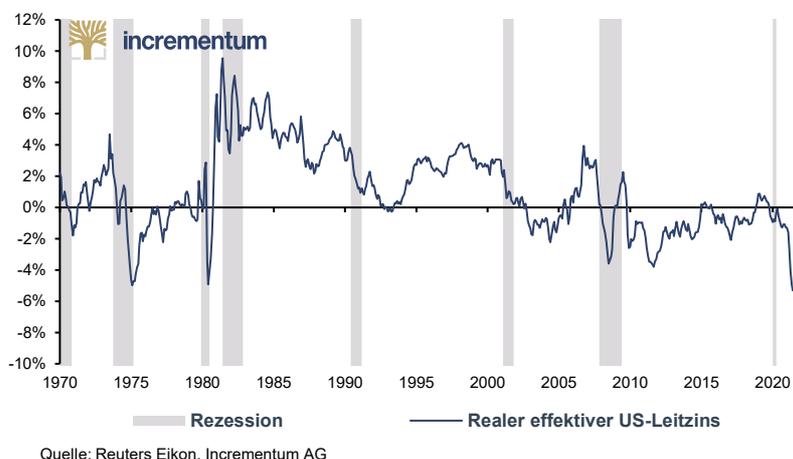
**Häufig wird die aktuelle Lage mit den 1970er-Jahren verglichen. Doch in einem entscheidenden Punkt gibt es eine erhebliche Divergenz.** So wurden die insgesamt drei Inflationswellen – 1967–1972, 1972–1976, 1976–1983 – mit Spitzenwerten bei der Jahresinflation (CPI) von 5,8%, 11,0% bzw. 13,5% im Jahresvergleich jeweils mit signifikanten Zinserhöhungen bekämpft. Die Zinsen stiegen von 2,00% auf 10,50% bzw. von 3,25% auf 13,60% bzw. von 4,20% auf 20,60%. Derartige Zinserhöhungen sind heutzutage aber völlig undenkbar, schließlich beträgt die Staatsschuldenquote der USA aktuell rund das Vierfache des Niveaus in den 1970er-Jahren.

### US-Staatsverschuldung, in % des BIP, Q1/1970-Q1/2022



Daher ist es nicht verwunderlich, dass die Realverzinsung aktuell stark negativ ist, während sich die Realzinsen in den 1970er-Jahren zunächst innerhalb einer Bandbreite von -5% bis 5% bewegten und Anfang der 1980er-Jahre nach oben bis knapp unter +10% ausbrachen.

### Realer effektiver US-Leitzins, in %, 01/1970-05/2022



*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**

*Talk is cheap—except when Congress does it.*

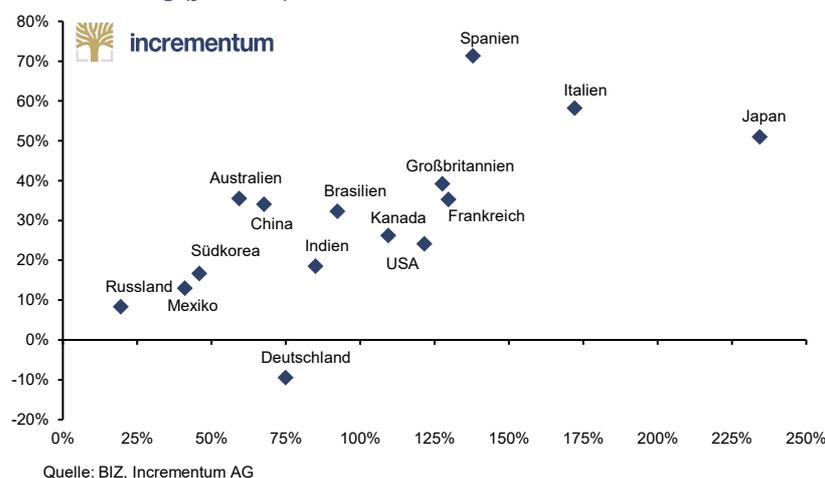
**Cullen Hightower**

Ein Powell-Moment als zeitgenössisches Pendant zum historischen Volcker-Moment, also ein radikaler Zinserhöhungszyklus zur Bekämpfung der Inflation, ist angesichts der hohen US-amerikanischen Staatsverschuldung höchst unwahrscheinlich, auch wenn Jerome Powell Mitte März seiner Bewunderung für seinen Vorvorvorgänger mit den Worten Ausdruck verlieh: „I think he was one of the great public servants of the era – the greatest economic public servant of the era“. Denn ein Anstieg des Zinsniveaus um 5% würde den Zinsdienst der USA um jährlich rund 1,5 Bill. USD erhöhen, was ziemlich genau dem Doppelten des aktuellen Verteidigungsetats entspricht.

**Die Unmöglichkeit einer markanten Erhöhung des Zinsniveaus bestätigte auch einmal mehr das „Congressional Budget Office“ (CBO).**

In Beantwortung einer Anfrage des Kongressabgeordneten Jason Smith berechnete das CBO, wie sich ein stärkerer Anstieg des Zinsniveaus als im „The 2021 Long-Term Budget Outlook“ prognostiziert auf die Verschuldungsquote der USA auswirken würde. Das CBO setzt in diesem Szenario eine Erhöhung der Verzinsung der Staatsverschuldung pro Jahr um jeweils 5 Basispunkte an. Statt bei 4,6% würde der durchschnittliche Zinssatz für die Staatsverschuldung im Jahr 2051 dadurch bei 6,6% liegen. Damit einher ginge eine Erhöhung der Staatsverschuldung auf 260% des BIP, während diese im erweiterten Basisszenario 202% des BIP betragen würde. Aktuell liegt die Staatsschuldenquote (exkl. der von Bundesbehörden und der Federal Reserve gehaltenen Schulden) bei knapp unter 100%.

**Staatsverschuldung (x-Achse), in % des BIP, und ihre 10-jährige Veränderung (y-Achse), in %, 2021**



**Der demographische Wandel als massiver Ausgabentreiber**

**Auf die Schuldenentwicklung großen Einfluss wird der signifikante demographische Wandel haben, der sich mit Ausnahme von Afrika und einigen asiatischen Ländern in allen Teilen der Welt vollzieht.** Ein Effekt einer auf den Kopf gestellten Bevölkerungspyramide ist, dass die Anzahl der

*Everyone wants to live at the expense of the state. They forget that the state wants to live at the expense of everyone.*

**Frédéric Bastiat**

*International investors will be collateral damage as the free movement of capital ends across the eurozone.*

**Russell Napier**

Erwerbstätigen zurückgeht, also jenes Bevölkerungsteils, der durch seine Produktivität jene Mittel erschafft, aus denen die Schulden zurückgezahlt werden können. Anders formuliert: Die Verschuldung pro Kopf, insbesondere pro erwerbstätigem Kopf, wird in den kommenden Jahren schon allein aufgrund der ständigen Erhöhung des Durchschnittsalters der Bevölkerung zunehmen.<sup>17</sup>

Zudem wird die Alterung markante Zusatzkosten verursachen. In einer umfassenden Studie mit dem Titel „**The 2021 Ageing Report**“ hat die EU-Kommission den Anstieg altersbedingter Ausgaben in der EU und den einzelnen Mitgliedsstaaten berechnet. Die Kostensteigerungen schwanken zwischen den einzelnen Mitgliedsstaaten stark. Für die EU als Ganzes wird im Basisszenario bis 2070 ein Anstieg der altersbedingten Ausgaben als Anteil am BIP um 1,9 Prozentpunkte auf 25,9% prognostiziert. Allerdings divergiert die Entwicklung zwischen den einzelnen Mitgliedsstaaten stark. An einem Ende findet sich die Slowakei, Luxemburg und Slowenien mit einem Anstieg der altersbedingten Ausgaben um 10,8%, 10,4% bzw. 8,9%, am anderen Ende Griechenland, Estland und Portugal mit einem Rückgang um 3,7%, 1,6% bzw. 1,3%.

**Eine Steigerung um 1,9 Prozentpunkte klingt auf den ersten Blick sehr gering.** Vom aktuellen Niveau von 24,0% aus berechnet beträgt der Anstieg fast 8%. Bei einer Staatsquote von 50% würde das auf die Steuereinnahmen bezogen bedeuten, dass die altersbedingten Ausgaben um rund 16% im Vergleich zu heute zulegen. Zudem würde im selben Zeitraum bis 2070 das „Wirtschaftliche Abhängigkeitsratio“ (Inaktive Bevölkerung/Beschäftigte) von derzeit 125,5% auf 142,2% deutlich erhöhen. **Muss heute ein Beschäftigter 1,26 wirtschaftlich Abhängige, d.h. Junge und Alte, finanzieren, werden es in fünfzig Jahren 1,42 sein.**

**Eine aktuelle Studie der OECD kommt zu ähnlich besorgniserregenden Ergebnissen.** Die meisten OECD-Länder müssten ihre Steuern deutlich erhöhen, nur um zu verhindern, dass der öffentliche Schuldenstand bis 2060 steigt. Das Medianland müsste seine strukturellen Primäreinnahmen, also unter Ausklammerung konjunktureller Sondereffekte und sonstiger einmaliger Einnahmen, zwischen 2021 und 2060 um fast 8 Prozentpunkte des BIP erhöhen, in 11 Staaten müssten die Anstrengungen sogar mehr als 10 Prozentpunkte betragen. Wiederum ist es Griechenland, das am besten dasteht, und sogar die Steuern senken könnte, wiederum ist es die Slowakei, die am schlechtesten dasteht und die Steuern um mehr als 15 Prozentpunkte anheben müsste.

## Die Zukunft: Finanzielle Repression als Dauerzustand?!

**Zur Finanzierung des Schuldenabbaus besitzen die Regierungen ein reiches Repertoire an Instrumenten.** Die Auswahl und relative Gewichtung der Instrumente werden von Land zu Land variieren, aber ohne eine Erhöhung der

<sup>17</sup> Siehe „Die Demographie als Inflationstreiber“, In Gold We Trust-Report 2021

Abgabenlast und eine Intensivierung der finanziellen Repression wird kein Staat der Welt auskommen.<sup>18</sup>

**Wesentliche Instrumente der finanziellen Repression sind:**

Relative Begünstigung von Staatsanleihen: Die für den Anleger entscheidende Rendite einer Anlage ist die reale Rendite nach Steuern. Daher kann der Staat durch die Ausgestaltung der steuerlichen Behandlung die Attraktivität einer Anlageklasse deutlich beeinflussen. Regulatorisch sind z. B. Staatsanleihen insofern bevorzugt, als Geschäftsbanken für das Halten von Staatsanleihen kein Eigenkapital vorhalten müssen. So wäre es denkbar, dass die Nachfrage nach Staatsanleihen durch steuerliche Begünstigungen beim Erwerb von Staatsanleihen oder durch steuerliche Verschlechterungen für andere Anlageklassen künstlich stimuliert wird.

*We do not merely destroy our enemies; we change them.*

**George Orwell, 1984**

Verbot privater Wallets: Seit einigen Jahren beschäftigen sich die Institutionen der EU mit der Frage, wie der Krypto-Sektor reguliert werden soll. Der Gesetzgebungsprozess der „**Transfer of Funds Regulation**“ (TFR) befindet sich noch in einem frühen Stadium. Eine Abstimmung im zuständigen Ausschuss Ende März zeigt allerdings, wohin die Reise vermutlich gehen wird. Sogenannten „unhosted wallets“ droht nämlich de facto das Aus. Denn ab einem Betrag von 1.000 EUR unterliegen diese den strengen AML-Meldepflichten, zudem würde bei einer strengen Auslegung der geplanten Regulierung der Transfer von einem unhosted wallet zu einem anderen de facto verboten werden. Das wäre letztlich so, als ob Barzahlungen zwischen Privatpersonen gesetzwidrig oder zumindest meldepflichtig wären. Diese Vorlage bedarf noch der Zustimmung des Plenums des EU-Parlaments sowie des Europäischen Rats.

Vermögensabgabe/Vermögenssteuer: Eine einmalige Vermögensabgabe im Unterschied zu einer dauerhaften Vermögenssteuer ist ein tiefgreifender Übergriff des Staates auf die Eigentumsrechte der Bürger. Historisch hat es derartige Übergriffe immer wieder gegeben. Zu nennen wäre etwa die deutsche Hauszinssteuer aus der Weimarer Republik oder das deutsche Lastenausgleichsgesetz von 1952.

Für die Einhebung einer Vermögensabgabe bzw. einer Vermögenssteuer ist die behördliche Erfassung von Vermögenswerten unabdingbar. Immobilien- und Grundeigentum wird durch das Grundbuch bereits erfasst und ist daher leicht besteuert.

**In ganz neue Dimensionen vorstoßen möchte nun offensichtlich die EU durch die mögliche Einführung eines EU-weiten Vermögensregisters.**

Eine diesbezügliche Machbarkeitsstudie wurde im Dezember 2021 in Auftrag gegeben. Mit der Machbarkeitsstudie unter dem sperrigen Titel „**Machbarkeitsstudie für ein Europäisches Vermögensregister in Hinblick auf die Bekämpfung von Geldwäsche und Steuerhinterziehung**“ wurden von der EU-Kommission beauftragt: das „Centre for European Policy Studies“ (CEPS), ein in

<sup>18</sup> Siehe „Finanzielle Repression – Das Coronavirus greift auch das Bargeld an“, In Gold We Trust-Report 2020; „Finanzielle Repression: Die Schrauben wurden wieder fester gezogen“, In Gold We Trust-Report 2018; „Finanzielle Repression“, In Gold We Trust-Report 2016

Brüssel beheimateter Think Tank, die „VVA“, ein in Mailand und Brüssel angesiedeltes Consultingunternehmen, und „Infeurope SA“, ein in Luxemburg beheimateter Dienstleistungsanbieter. Mit der Veröffentlichung der Ergebnisse der Machbarkeitsstudie ist Anfang 2023 zu rechnen.

**Die Ausschreibung für die Machbarkeitsstudie liest sich wie ein Totalangriff auf die finanzielle Privatsphäre der EU-Bürger:**

*„Im Rahmen dieses Projekts sollen verschiedene Möglichkeiten für die Erhebung von Informationen zur Einrichtung eines Vermögensregisters geprüft werden, das anschließend in eine künftige politische Initiative einfließen kann. Es soll untersucht werden, wie aus verschiedenen Quellen des Vermögenseigentums (z. B. Landregister, Unternehmensregister, Trust- und Stiftungsregister, zentrale Verwahrstellen von Wertpapieren usw.) verfügbare Informationen gesammelt und miteinander verknüpft werden können, und der Entwurf, der Umfang und die Herausforderungen für ein solches Vermögensregister der Union analysiert werden. Die Möglichkeit, Daten über das Eigentum an anderen Vermögenswerten wie Kryptowährungen, Kunstwerken, Immobilien und Gold in das Register aufzunehmen, ist ebenfalls zu berücksichtigen.“*

**Schon auf nationaler Ebene wäre ein Vermögensregister eine höchst problematische Angelegenheit.** Wenn allerdings auf EU-Ebene ein derartiges Vermögensregister eingerichtet werden sollte, würde das die Ausweichmöglichkeiten für Otto Normalanleger deutlich verringern und den Weg der EU in ein Hochsteuergefängnis verfestigen.

Zudem kann man sich nicht des Verdachts erwehren, dass die von einigen wenigen Kriminellen begangene und zu bekämpfende Geldwäsche (AML) wieder einmal nur als Vorwand genutzt wird, um Zugriff auf die finanziellen Vermögenswerte der gesamten Bevölkerung zu erhalten. Anders formuliert: Die EU stellt die gesamte Bevölkerung unter Generalverdacht, um an die für eine breite Besteuerung notwendigen Daten zu gelangen. Die Erwähnung der Bekämpfung der Steuerhinterziehung spricht ebenfalls einen Generalverdacht aus, sodass die Bürger ihre Gesetzkonformität beweisen müssen. Diese Beweislastumkehr lag auch diversen gesetzlichen Regelungen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie zugrunde, und zwar immer dann, wenn Bürger ohne irgendein Krankheitssymptom belegen mussten, gesund zu sein, um am gesellschaftlichen Leben teilnehmen zu dürfen. Letztlich soll durch das Vermögensregister die EU Zugriff auf alles und alle erhalten, was mehr an eine Dystopie eines totalen Überwachungsstaats mit gläsernen Menschen erinnert als an eine Demokratie mit freien Bürgern, die auf wechselseitigem Vertrauen beruht.

*I'm kind of in a position that FDR was (...) What in fact FDR did was not ideological, it was completely practical.*

**Joe Biden**

Goldverbot: Die Auftragsbeschreibung für die Machbarkeitsstudie zu einem möglichen EU-weiten Vermögensregister nennt auch explizit Gold als einen der Vermögenswerte, deren behördliche Erfassung geprüft werden soll. Damit werden Erinnerungen an ein Goldverbot geweckt. Im *In Gold We Trust-Report 2021* haben wir uns ausführlich mit historischen Goldverboten auseinandergesetzt.<sup>19</sup> Ein

<sup>19</sup> Siehe „Eine kurze Geschichte der Goldkonfiszierungen“, *In Gold We Trust-Report 2021*

Goldverbot erachten wir schon allein aufgrund des enormen bürokratischen Aufwands für unwahrscheinlich. Doch wurden in den vergangenen Jahren die Schrauben für den An- und Verkauf von Gold selbst in den liberaleren Staaten wie der Schweiz und Österreich durch die Herabsetzung der Höchstgrenze für den anonymen Verkauf deutlich enger gezogen. In Deutschland liegt diese seit einiger Zeit überhaupt nur mehr bei 1.999,99 EUR, was gerade noch den anonymen Kauf einer Unze ermöglicht.<sup>20</sup>

*Cash combined with courage in a time of crisis is priceless.*

**Warren Buffett**

**Bargeldverbot:** Noch sind digitale Zentralbankwährungen Zukunftsmusik, doch deren Implementierung wird immer intensiver vorangetrieben.<sup>21</sup> In überraschender Offenheit werden in dem im Jänner 2020 von der EZB publizierten Artikel „**Tiered CBDC and the financial system**“ folgende Eigenschaften als Vorteile der Einführung einer digitalen Zentralbankwährung erwähnt:

- Bessere Kontrolle illegaler Zahlungen und Ersparnisbildung, von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung, wobei als mögliche weitere Voraussetzung Banknoten (in hoher Stückelung) verboten werden und das digitale Zentralbankgeld (CBDC) nicht anonym ausgestaltet wird.
- Ermöglicht die Überwindung der nominalen Zinsuntergrenze (ZLB), da negative Zinssätze auf CBDC angewendet werden können, sofern Banknoten (in hoher Stückelung) verboten werden.
- Leichtere Möglichkeit der Bereitstellung von Helikoptergeld
- Höhere Seignorage-Einnahmen für den Staat (und die Bürger), da der Staat die Geldschöpfung von den Banken zurücknimmt.<sup>22</sup>

Ein nicht anonymes digitales Zentralbankgeld wäre das Ende der (finanziellen) Privatsphäre, insbesondere dann, wenn zusätzlich das Bargeld verboten würde.

**Angesichts der immer wiederkehrenden Staatsschuldenmiseren ist es an der Zeit, folgenden grundsätzlichen Gedanken Milton Friedmans aufzuwerfen:**

*„There are four ways in which you can spend money. You can spend your own money on yourself. When you do that, why then you really watch out what you're doing, and you try to get the most for your money. Then you can spend your own money on somebody else. For example, I buy a birthday present for someone. Well, then I'm not so careful about the content of the present, but I'm very careful about the cost. Then, I can spend somebody else's money on myself. And if I spend somebody else's money on myself, then I'm sure going to have a good lunch! Finally, I can spend somebody else's money on somebody else. And if I spend somebody else's money on somebody else, I'm not concerned about how much it is, and I'm not concerned about what I get. And that's government. And that's close to 40 percent of our national income.“*

<sup>20</sup> Siehe „Eine kurze Geschichte der Goldkonfiszierungen“, In Gold We Trust-Report 2021

<sup>21</sup> Siehe „De-Dollarization 2021: Europa kauft Gold, China eröffnet die digitale Front“, In Gold We Trust-Report 2021

<sup>22</sup> Bindseil, Ulrich: „Tiered BCDC and the financial system“, ECB Working Paper Series, No. 2351, Jänner 2020, S. 5

Zugegeben, Friedmans Ansichten zum Geschenk kann – und sollte man vermutlich – sehr kritisch hinterfragen. Dass Politiker jedoch dazu tendieren, mit Steuerzahlergeld besonders großzügig umzugehen, insbesondere für die eigene Wählerklientel, lässt sich nur schwer von der Hand weisen.

## Fazit

**Der ökonomische Scherbenhaufen der Corona-Pandemie ist noch nicht einmal ansatzweise weggeräumt und schon stehen mit der Energiekrise und dem Ukraine-Krieg zwei weitere Krisen auf der Bildfläche, die das Potenzial haben, die Verwerfungen der Corona-Pandemie wie eine Petitesse ausschaun zu lassen.**

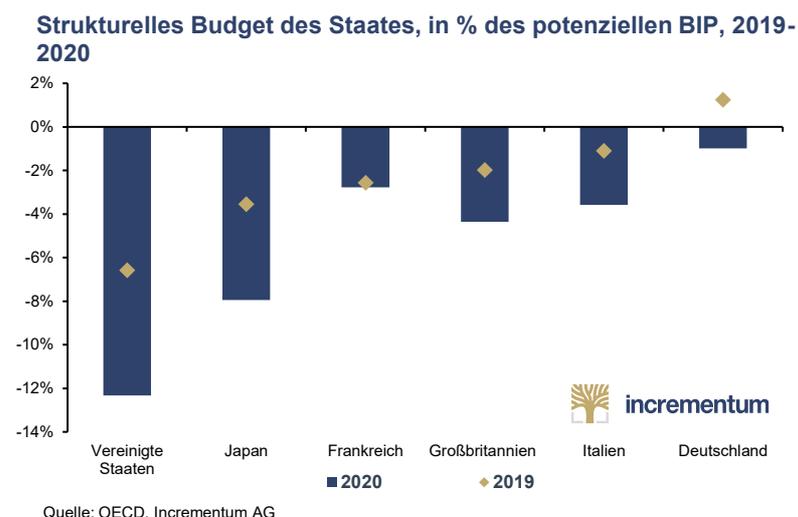
Aufgrund des historisch niedrigen und nahezu beständig sinkenden Zinsniveaus war der hohe (gesamtesellschaftliche) Verschuldungsgrad bislang kaum ein Problem, sieht man von einzelnen Ausnahmefällen unter den Industriestaaten wie Griechenland einmal ab. 2021 sanken **nach Berechnungen von „Janus Henderson Investors“** die Ausgaben aller Staaten für den Schuldendienst auf ein Rekordtief von 1,0 Bill. USD. Das entspricht einem Effektivzinssatz von nur 1,6%. Das extrem niedrige Zinsniveau zeigt sich auch daran, dass 2021 die globalen Staatsanleihemärkte eine Gesamtrendite von -1,9% erzielten. Die Anlage in Staatsanleihen war also ein „sicheres Verlustgeschäft“.

*What is important that will constrain how far the Fed can go is the extreme level of debt. At a record \$83 trillion of public and private debt, if the Fed goes as much as what is priced in, we are talking about \$330 billion being drained out of the economy for debt servicing charges or about 1.5% out of GDP.*

**Dave Rosenberg**

**Diese Zeiten sind wegen der stark anziehenden Inflation vorbei.** Weil sich kaum ein Staat einen markanten Anstieg des Zinsniveaus leisten kann, wird die finanzielle Repression zunehmen, ja zunehmen müssen. Ebenso wird das Verlangen des Staates nach höheren Steuereinnahmen wachsen, wodurch die verbliebenen Überreste der (finanziellen) Freiheit unter Druck geraten werden. Dass es sich dabei bloß um eine vorübergehende Episode handeln wird, darf angesichts der Ausgabenträume weiter Teile der Politik – Stichwort Energiewende, grüne Transformation der Wirtschaft – dem Verlust der Friedensdividende infolge der russischen Invasion in der Ukraine sowie dem tiefgreifenden demographischen Wandel als ausgeschlossen erachtet werden.

Zudem ist zu bedenken, dass viele Staaten schon vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie und vor den schwerwiegenden Auswirkungen des Ukraine-Krieges und den Sanktionen gegen Russland und den Gegensanktionen bereits erhebliche strukturelle Defizite auswiesen. D. h., selbst ohne die exogenen negativen Schocks der Corona-Pandemie und des Ukraine-Krieges wäre die fiskalische Lage in vielen namhaften Staaten (höchst) problematisch, insbesondere auf mittel- und langfristige Sicht. Schließlich sind tiefgreifende und schmerzhaft strukturelle Reformen politisch besonders schwierig durchzusetzen und kommen so selten wie der Halley'sche Komet.



*In an ideal state of society perhaps the intrinsic quality of money might entirely disappear and be replaced by the value derived from the control of the state. But for that to occur the control of the state would need to be perfect in authority and god-like in intelligence.*

**Aristoteles**

**Eine nachhaltige Zinswende ist daher unwahrscheinlicher denn je. Vermutlich ist es sogar wahrscheinlicher, dass Österreich einmal Fußball-Weltmeister wird, als dass die Realzinsen in der nächsten Dekade deutlich im positiven Terrain liegen werden.** Das liegt auch daran, dass sich die Zentralbanker zunehmend als Finanziers der Staaten und nicht mehr als Währungshüter sehen. Speziell im Euroraum ist die Politisierung der Zentralbank deutlich zu erkennen. Das ist im Grunde nicht weiter verwunderlich, steht der EZB mit Christine Lagarde doch eine Politikerin vor.

**Substanzielle Realzinserhöhungen würden auch die anderen beiden Wirtschaftssektoren – Unternehmen bzw. private Haushalte – hart treffen.** Die ohnehin lange hinausgezögerte Konkurswelle bei den Unternehmen würde durch Zinserhöhungen verschärft werden. In jenen Staaten mit einer hohen Verschuldung der Privathaushalte wie in Skandinavien und in der Schweiz wäre die finanzielle Solvenz speziell von Haushalten mit variabel verzinsten Hypothekarkrediten ernsthaft gefährdet. In den USA ist, wie anderswo, das absolute Niveau der 30-jährigen Festzins-Hypothek mit rund 5,50% noch überschaubar – 2001 betrug sie im Jahresschnitt 6,97%, 1991 mehr als 9%, 1981 am Höhepunkt der dritten Inflationswelle 16,64% – der Anstieg seit Sommer 2021 ist jedoch rasant. Am Zwischentief Anfang August notierte sie bei lediglich 2,77%. Das ist ein Anstieg von fast 100% innerhalb weniger Monate.

US 30-jährigen Festzins-Hypothek, in %, 01/1991-05/2022



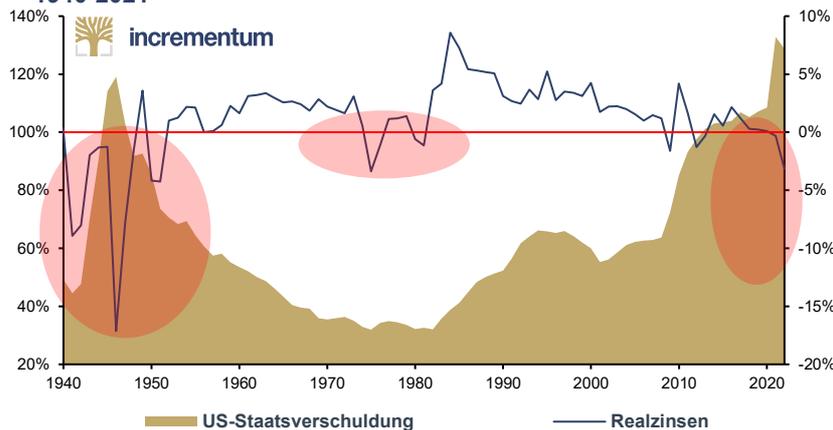
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Wir müssen gewinnen. Alles andere ist primär.*

**Hans Krankl**

**Der Schein trügt, so haben wir zu Beginn dieses Kapitels mahnd festgestellt. Denn es gibt keinen Grund zur Annahme, dass die (Staats-) Verschuldungsdynamik aufgrund des letztjährigen Rückgangs der (Staats-)Schuldenquote gebrochen wurde.** Und die Aussichten auf eine rasche Konsolidierung, insbesondere der Staatsschulden, stehen denkbar schlecht. Denn im Unterschied zum gewaltigen Schuldenabbau nach dem 2. Weltkrieg sind in vielen Ländern zwei Grundvoraussetzungen heute nicht mehr gegeben: zumindest ausgeglichene Budgets und hohe reale Wachstumsraten. **Deshalb sind wir der festen Überzeugung, dass eine Rückkehr zu nachhaltig positiven Realzinsen ähnlich unwahrscheinlich ist, wie eine neuerliche Eheschliessung zwischen Johnny Depp und Amber Heard.**

US-Staatsverschuldung (lhs), in % des BIP, und Realzinsen (rhs), 1940-2021



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

# 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

**asante**  
GOLD CORPORATION

Asante Gold Corporation | [asantegold.com](http://asantegold.com)

Canada : ASE | Germany : 1A9

# Status Quo der Inflationstendenz

*„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

## Key Takeaways

- Die Preisentwicklung bei Gütern mit starren Preisen wie Mieten, medizinischer Versorgung und öffentlichen Verkehrsmitteln deutet darauf hin, dass die Inflation nicht nur vorübergehend erhöht sein wird. Das Märchen von der vorübergehenden Inflation sollte daher allerspätestens jetzt endgültig ad acta gelegt werden.
- Der Anstieg der Geldmenge M2 korreliert gut mit dem Anstieg der Inflation in der Vergangenheit. In Verbindung mit den niedrigen Zinssätzen wird damit die Grundlage für eine hohe Inflation gelegt.
- Beschleunigt wird dies durch Lieferkettenprobleme, die durch die Corona-Pandemie, den Ukraine-Krieg und die angestrebte Energiewende verursacht werden.
- Wir scheinen uns im Anfangsstadium einer Preissteigerungs-Angebotsverknappungs-Spirale und der Preis-Lohn-Spirale zu befinden.
- Strukturelle deflationäre oder disinflationäre Faktoren sind rar gesät.
- Dies lässt den Schluss zu, dass die Inflationsrate, selbst wenn sie aufgrund des vorübergehenden Auslaufens des Basiseffekts wieder zurückgeht, noch einige Zeit weit über dem Zielniveau der Zentralbanken liegen wird.

*In my 24 years in the business, I've never seen anything like it, not even close. Across the board we are faced with crazy increases. There's no model that can handle this kind of inflation. It's kind of off the charts.*

**Dolf van den Brink,**  
**CEO, Heineken**

**Im Sommer 2021 begann in den USA eine Rally, die keine Jubelstürme auslöst. Im Gegenteil, diese Rally treibt den Menschen mit Fortdauer immer mehr Schweiß auf die Stirn.** In der Eurozone setzte die Hausse zeitgleich ein, von etwas niedrigerem Niveau ausgehend und (noch) etwas verhaltener. Diese Rally führte in kürzester Zeit zu einer Reihe von Mehrjahrzehntehochs, Hochs, die aber niemanden erfreuen. **Sie wissen es sicher schon: Wir reden von der Inflationsrally.**

**Mittlerweile liegen die Inflationsraten deutlich näher an der Schwelle zur Zweistelligkeit als am Inflationsziel der Zentralbanken.** In den USA lag der CPI im März mit 8,6% so hoch wie seit Jänner 1982 nicht mehr. Im April gab der CPI leicht auf 8,3% nach, und damit weniger als erwartet. Zur zeitlichen Einordnung: Im selben Jahr 1982 feierte Steven Spielbergs „E.T. – Der Außerirdische“ seine Premiere in den US-Kinos

**In Deutschland ist die Inflationsrate mit 7,4% (VPI) am höchsten Stand seit 1981.** Damals war Helmut Schmidt Bundeskanzler einer sozialliberalen Koalition und ABBA lächelten mit „Souper Trouper“ von Platz 1 der Hitparade. **Einen gravierenden Unterschied zu heute gab es jedoch: Der Leitzins in Deutschland lag damals bei 7,5%, jener in den USA im Schnitt bei 16,5%.**

## Die „vorübergehende“ Teuerung



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**„Vorübergehend“ – das war das meistgenutzte Wort der Notenbanker für viele, viele Monate.** Denn bloß „vorübergehend“ sei der Anstieg der Inflationsrate, es bestünde kein Grund zur Beunruhigung, so der Tenor. Das wohl berühmteste „vorübergehend“ sprach US-Präsident Richard Nixon am 15. August 1971 aus, als er die Goldeinlöseverpflichtung des US-Dollar „vorübergehend“ aussetzte. Diese Aussetzung dauert nun schon „vorübergehend“ mehr als 50 Jahre an.

*First it was 'transitory,' then 'inflation is good,' then we went to 'corporate greed,' now we're at 'Putin.'*

**Rick Santelli**

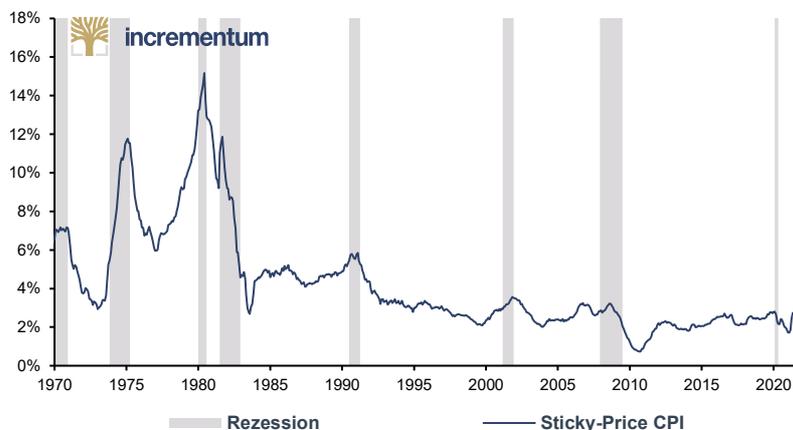
**„Hartnäckig“ – so ist die Realitätsverweigerung zu bezeichnen, die sich im zweiten Halbjahr 2021 abspielte, als die Inflationsraten so richtig anzuziehen begannen.** Zentralbanker dies- und jenseits des Atlantiks übten sich zunächst in Beschwichtigungen, deren gebetsmühlenartiges Wiederholen zunehmend einen tragikomischen Zug erhielt. So vertrat am 29. November 2021 Isabel Schnabel, Mitglied des EZB-Direktoriums, **in einem Interview** im deutschen Fernsehen gar noch folgende Position:

*„Aber wir gehen davon aus, dass im November der Höhepunkt der Inflationsentwicklung erreicht ist und dass die Inflation im kommenden Jahr wieder allmählich zurückgehen wird, und zwar in Richtung unseres Inflationsziels von 2%. Tatsächlich gehen die meisten Prognosen sogar davon aus, dass die Inflation unter diese 2% fallen wird. Insofern kann man keine Hinweise darauf sehen, dass die Inflation außer Kontrolle gerät.“*

**Während den Notenbankern in den USA zumindest zum Jahresende 2021 klar war, dass die Teuerung nicht bloß „vorübergehend“ erhöht sein würde, sahen die „Währungshüter“ der EZB im Frühjahr 2022 dagegen noch immer keinen Grund, an der Zinsschraube zu drehen.** Bei der EZB-Sitzung am 9./10. März befand eine „große Zahl an Mitgliedern“ allerdings doch, dass die hohen Teuerungsraten und deren Hartnäckigkeit sofort weitere Schritte in Richtung Normalisierung verlangten. Mit reichlich Verspätung hat schlussendlich die EZB die nur mehr als stur zu bezeichnende Verteidigung des Narrativs von den bloß „vorübergehend“ erhöhten Inflationsszahlen aufgegeben. **In nennenswertem Maße gehandelt hat die EZB allerdings bis heute weiterhin nicht.**

**Eine Indikation dafür, dass die Inflation nicht vorübergehend bleiben wird, ist die Preisentwicklung der Güter mit rigiden Preisen.** In den USA zeigt der von der Federal Reserve of Atlanta erstellte „Sticky-Price-CPI“ einen kräftigen Preisanstieg bei diesen Gütern. Dazu zählen etwa Mieten, die Kosten für medizinische Behandlungen und den öffentlichen Verkehr. Besonders flexibel sind die Treibstoffpreise, die Mietpreise für Leihautos sowie für frisches Obst und Gemüse. Im Jahresvergleich legte dieser Teilindex im April um 4,9% im Jahresvergleich zu und damit so kräftig wie seit 30 Jahren nicht mehr.

Sticky-Price CPI, yoy%, 01/1970-04/2022



Quelle: Federal Reserve Atlanta, Incrementum AG

Mit einem Plus 20,0% markierten die flexiblen Preisen im März überhaupt ein Allzeithoch, kamen im April aber leicht auf 18,0% zurück. **Diese Preise steigen also kräftiger als in der Hochinflationphase zu Beginn der 1980er-Jahre.**

## Monetäre und psychologische Dimensionen der Teuerung

**Bereits in den vergangenen beiden Publikationen hatten wir betont, dass zahlreiche strukturelle Gründe für ein Ende des Zeitalters niedriger Inflationsraten sprechen.** Im Herbst 2020 fühlten wir uns berufen

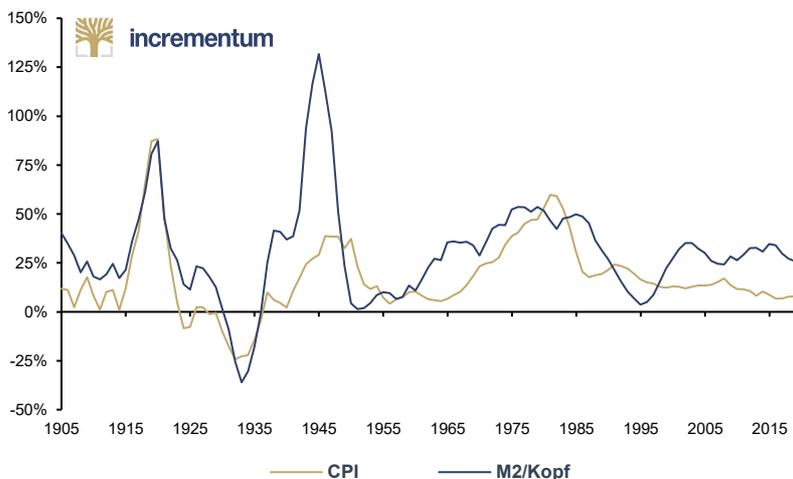
erstmalig eine eigene Sonderpublikation zum Thema der Inflationsgefahr zu publizieren, mit dem Titel „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?“.

Der Titel des *In Gold We Trust*-Report 2021 „Der monetäre Klimawandel“ weist ebenfalls auf diese schwerwiegende Veränderung hin, die durch die politischen Reaktionen auf die Corona-Krise initiiert wurden, und nun durch den Krieg in der Ukraine noch *beschleunigt* werden. Dass die lange Zeit mantraartig wiederholten Behauptungen, wonach die Inflation nur „vorübergehend“ erhöht sein würde, von vornherein unzutreffend war, darauf haben wir im vergangenen Jahr bereits hingewiesen. So schrieben wir an dieser Stelle:

„...dass es sich entgegen den Aussagen der Notenbanker beim aktuellen Inflationsstieg nicht um ein ‚vorübergehendes‘ Phänomen handelt. So hat im vergangenen Jahr die 5-jährige rollierende Wachstumsrate von M2/Kopf kräftig angezogen. Wie der nächste, langfristige Chart belegt, sollte die Inflation in Bälde nachziehen.“<sup>23</sup>

Eine nachhaltige Beruhigung an der Inflationsfront ist unter monetären Gesichtspunkten allerdings weiterhin höchst unwahrscheinlich:

**CPI, und M2/Kopf (5-jährige rollierende Wachstumsrate), 1905-2022**



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

*Continued inflation inevitably leads to catastrophe.*

**Ludwig von Mises**

**Den Zentralbanken ist es jedoch vielfach gelungen, die Aufmerksamkeit in der Inflationsdebatte auf die Güterseite zu lenken,** und die monetäre Dimension des Preisauftriebs auszublenden. Während die Federal Reserve mit der Einleitung der Zinswende spät, aber doch begonnen hat, Verantwortung für die monetäre Dimension der Inflationsrally zu übernehmen, verharret die EZB in ihrem Tunnelblick auf die Angebotsschocks und schiebt den schwarzen „Inflations-Peter“ dem Ukraine-Krieg bzw. dem russischen Präsidenten Vladimir Putin persönlich zu.

**Doch ohne die ultra-lockeren Geldpolitik der vergangenen beiden Jahre, und der in weiten Teilen lockeren Geldpolitik seit der „Großen**

<sup>23</sup> Siehe „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, *In Gold We Trust*-Report 2021, S. 70

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

**Edgar Fiedler**

**Finanzkrise**“ könnten die Angebotsschocks nicht das allgemeine Preisniveau derart kräftig nach oben treiben. Schließlich hätten die Mehrausgaben für Energie und Lebensmittel zur Folge, dass für andere Ausgaben weniger Geld zur Verfügung steht. In diesen Sektoren würden demnach die Preise sinken und dadurch den allgemeinen Preisauftrieb dämpfen. Zur Untermauerung der Behauptung, dass der Inflationsanstieg nur vorübergehend sei, wurde das Argument angeführt, dass der Teuerungsschub vornehmlich dem Basiseffekt bei den Energiepreisen, sowie den gestörten Lieferketten geschuldet sei.

**Diese Sicht haben die großen Institutionen geteilt.** Daher ist die folgende Aufstellung der Inflationsprognosen für Q4/2021 ein Zeugnis des Scheiterns der Prognosemodelle aller namhaften Institutionen.

2021 (Q4/Q4) Inflationsprognosen	Wert	Q1	Q2	Q3	Actual
Survey of Professional Forecasters	Core PCE	1,8%	2,3%	3,7%	4,6%
Federal Open Market Committee	Core PCE	2,2%	3,0%	3,7%	4,6%
Congressional Budget Office	Core PCE	1,5%		2,4%	4,6%
Federal Reserve Bank of New York GSGE	Core PCE	1,4%	2,2%	3,8%	4,6%
IWF	CPI		2,3%		7,0%
Marktbasiert	CPI	2,7%	2,9%		6,7%

Quelle: Furman, Jason: „Why Did (Almost) No One See the Inflation Coming?“, *Intereconomics*, Vol 57 (2), 2022, S. 79–86, Incrementum AG



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

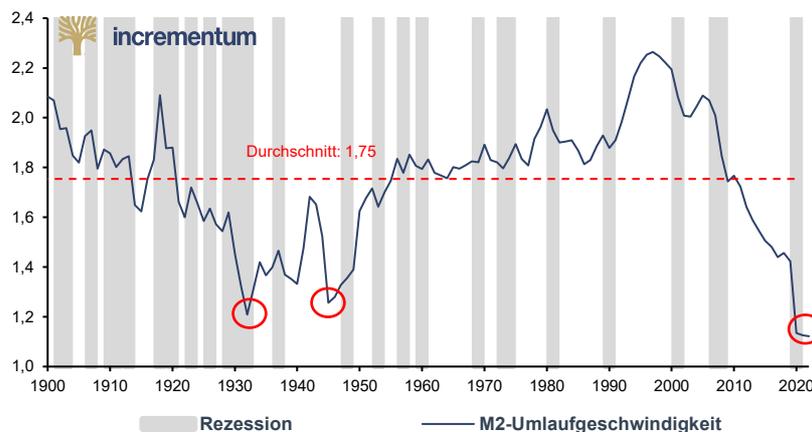
**Auch wenn es in der Wurzel monetäre Gründe sind, ohne die es keine anhaltende Teuerung, und keinen allgemeinen Anstieg der Konsumentenpreise geben kann, so spielen in der eigentlichen Inflationsphase psychologische Faktoren ebenfalls eine bedeutende Rolle.** Setzt sich in der Bevölkerung nämlich die *Erwartung* durch, dass morgen die Preise spürbar höher sind als heute, also dass morgen die Kaufkraft des Geldes merkbar niedriger ist als heute, dann sinkt die Bereitschaft zur Geldhaltung. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes legt zu, was wiederum preistreibend wirkt. Wenn sich diese selbsterfüllende, selbstverstärkende Inflationsspirale erst einmal in Gang gesetzt hat, ist sie nur mit einem harten Eingriff, d. h. mit signifikanten Zinserhöhungen zu stoppen. Erschwerend kommt hinzu, dass Zinserhöhungen erstmals inflationäre Auswirkungen haben, wird doch der Preis für Finanzierungen nach oben mandatiert.

*People concerned about inflation today tend to buy big houses and nice cars.*

**Robert Kiyosaki**

**Aktuell verharnt die Umlaufgeschwindigkeit in den USA allerdings weiterhin auf historisch niedrigem Niveau.** Dies ist auch dem starken Wachstum des nominalen BIP um 10,1% im Jahresvergleich geschuldet. Sollte sich die Umlaufgeschwindigkeit beschleunigen, schlummert hier noch erhebliches Teuerungspotenzial.

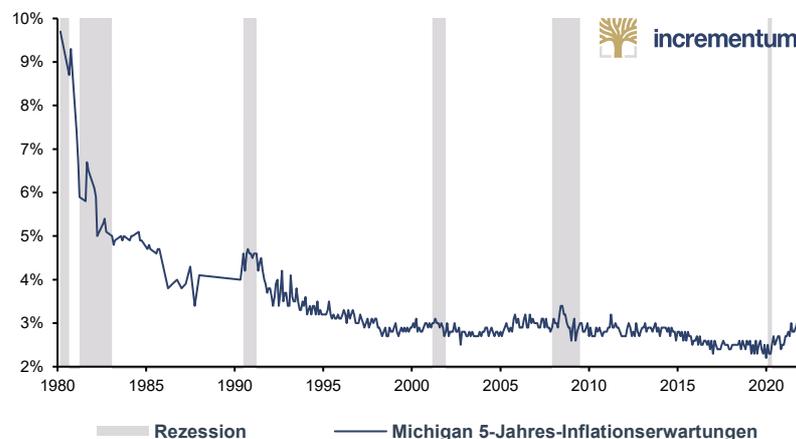
### M2-Umlaufgeschwindigkeit, 1900-Q1/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Nun wollen wir noch einen Blick auf die Inflationserwartungen werfen. Diese haben, wenig überraschend, deutlich angezogen.** Die kurzfristigen Inflationserwartungen schwanken dabei deutlich stärker als die langfristigen, weswegen diese mit einer Portion Vorsicht zu genießen sind. Wir blicken daher auf die längerfristigen Inflationserwartungen, welche in diesem Fall erhöht, aber dennoch nicht dramatisch hoch sind.

### Michigan 5-Jahres-Inflationserwartungen, in %, 01/1980-05/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Inflation ist, wenn weniger mal mehr war.*

**Thom Renzie**

### Welche Preise haben auf die Herausbildung der Inflationserwartungen einen besonders hohen Einfluss?

Dieser Frage geht die vor kurzem erschienene Studie „Determinants of Inflation Expectations in the Euro Area“<sup>24</sup> nach. Einen großen Einfluss haben die Lebensmittel-, Öl-, und globalen Rohstoffpreise sowie eine etwaige Abwertung der Währung. Ein Anstieg der Lebensmittelpreise um 10% erhöht die kurzfristigen Inflationserwartungen um rund 0,5%. Somit besteht aufgrund der angekündigten und zum Teil schon realisierten kräftigen Preiserhöhungen bei Lebensmitteln die ernsthafte Gefahr, dass die lange Zeit sehr niedrigen Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung gerissen werden.

<sup>24</sup> Moessner, Richhild: „Determinants of Inflation Expectations in the Euro Area“, *Intereconomics*, Vol. 57 (2), 2022, S. 99–102

## Der Angriff Russlands und seine Folgen

Die Invasion Russlands in der Ukraine hat das Potenzial, die durch die Corona-Maßnahmen ohnehin angeschlagene Weltwirtschaft – Stichwort Lieferketten, Energiepreisanstieg – noch stärker aus den Angeln zu heben, wobei die Auswirkungen auf Europa wesentlich folgenreicher sein werden als auf die USA. Der Krieg an sich treibt die Inflation durch Produktionsausfälle, Schwierigkeiten beim Export und die Zerstörung von Produktionsstätten.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Die Welt ist nach den unzähligen Corona-Lockdowns, der zwischenzeitlichen Verstopfung des Suez-Kanals nunmehr mit dem nächsten schwerwiegenden inflationsbefeuernden Angebotsschock konfrontiert.** Im Unterschied zu den Corona-Lockdowns wird nun aber nicht vorrangig der Dienstleistungssektor betroffen sein, sondern der industrielle Sektor und die Landwirtschaft. Anders formuliert: Verhinderten die Corona-Maßnahmen das Vergnügen, droht nun ein veritabler Preisschub und Angebotsmangel bei Lebensmitteln und den wertschöpfenden Sektoren der Wirtschaft.

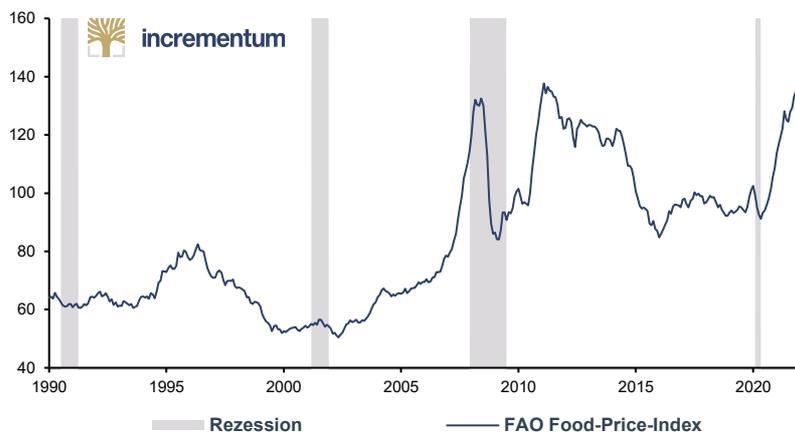
**Erste und unmittelbare Auswirkungen hat es bei den Gas- und Ölpreisen gegeben.** Diese setzten ihre kräftige Aufwärtsbewegung seit dem Coronacrash im Frühjahr 2020 fort. In der Zwischenzeit habe sich die Preise auf sehr hohem Niveau und mit hoher Volatilität eingependelt.

*Food is an essential part of a balanced diet.*

**Frank Lebowitz**

**Abhängig von der Dauer der Kampfhandlungen werden die Konsequenzen für die Weltwirtschaft erheblich sein.** So zählen Russland und die Ukraine zu den wichtigsten Getreideexporteuren der Welt, insbesondere bei Weizen, Hafer und Mais sowie bei Sonnenblumenöl, dessen wichtigster Exporteur die Ukraine ist. Die Ukraine nimmt auch Platz 1 beim Export von Roggen ein. Für jene Staaten, insbesondere in Nordafrika, die von Getreidelieferungen aus Russland und der Ukraine abhängig sind, droht eine spürbare Verschärfung der Versorgungslage. Infolge des Ausfalls dieser beiden Produzenten, sei es wegen der Kriegshandlungen selber, wegen der Sanktionen oder wegen Exportbeschränkungen, ist in den kommenden Monaten mit weiteren Preissprüngen zu rechnen. Diese werden auf weitere Bereiche der Landwirtschaft ausstrahlen, benötigt doch die Fleischzucht große Mengen an Getreide und die Landwirtschaft große Mengen an Dünger.

FAO Food-Price-Index, 01/1990-04/2022



Quelle: FAO, Incrementum AG

Inwiefern sich die im Augenblick abzeichnende Blockbildung – ein Kalter Krieg 2.0 – zwischen dem Westen auf der einen Seite, und einer Achse China-Indien-Russland-Arabische Halbinsel auf der anderen Seite, nicht nur in Worten, sondern auch in handfesten Taten zeigen wird, ist noch offen. Anhand der Abstimmungsvoten der UNO Vollversammlung bzgl. der Resolution gegen Russland, lassen sich jedenfalls schon die zwei Blöcke erahnen. **Während die absolute Anzahl der Staaten, die gegen die Resolution gestimmt haben bzw. sich der Stimme enthielten recht gering ist, ist bemerkenswert, dass außerordentlich bevölkerungsreiche und geostrategisch höchst relevante Länder sich der Stimme enthalten haben.**

Voting Started		02-Mar-22	11:55:12
<b>Item 5 - Draft resolution A/ES-11/L.1</b>			
<b>Aggression against Ukraine</b>			
<input type="checkbox"/> AFGHANISTAN	<input type="checkbox"/> CAMEROUN	<input type="checkbox"/> KUWAIT	<input type="checkbox"/> NEPAL
<input type="checkbox"/> ALBANIA	<input type="checkbox"/> CANADA	<input type="checkbox"/> KYRGYZSTAN	<input type="checkbox"/> NETHERLANDS
<input type="checkbox"/> ALGERIA	<input type="checkbox"/> CENTRAL AFR REP...	<input type="checkbox"/> LAO PDR	<input type="checkbox"/> NEW ZEALAND
<input type="checkbox"/> ANDORRA	<input type="checkbox"/> CHAD	<input type="checkbox"/> LATVIA	<input type="checkbox"/> NICARAGUA
<input type="checkbox"/> ANGOLA	<input type="checkbox"/> CHILE	<input type="checkbox"/> LEBANON	<input type="checkbox"/> NIGER
<input type="checkbox"/> ANTIQUA-BARBUDA	<input type="checkbox"/> CHIRIA	<input type="checkbox"/> LESOTHO	<input type="checkbox"/> NIGERIA
<input type="checkbox"/> ARGENTINA	<input type="checkbox"/> COLOMBIA	<input type="checkbox"/> LIBERIA	<input type="checkbox"/> NORTH MACEDONIA
<input type="checkbox"/> ARMENIA	<input type="checkbox"/> COMOROS	<input type="checkbox"/> LIBYA	<input type="checkbox"/> NORWAY
<input type="checkbox"/> AUSTRALIA	<input type="checkbox"/> CONGO	<input type="checkbox"/> LIECHTENSTEIN	<input type="checkbox"/> OMAN
<input type="checkbox"/> AUSTRIA	<input type="checkbox"/> COSTA RICA	<input type="checkbox"/> GUATEMALA	<input type="checkbox"/> SOLOMON ISLANDS
<input type="checkbox"/> AZERBAIJAN	<input type="checkbox"/> COTE D'IVOIRE	<input type="checkbox"/> GUINEA	<input type="checkbox"/> SOMALIA
<input type="checkbox"/> BAHAMAS	<input type="checkbox"/> CROATIA	<input type="checkbox"/> GUYANA-BISSAU	<input type="checkbox"/> SUDAN
<input type="checkbox"/> SAUDI ARABIA	<input type="checkbox"/> CUBA	<input type="checkbox"/> GUYANA	<input type="checkbox"/> SOUTH AFRICA
<input type="checkbox"/> BANGLADESH	<input type="checkbox"/> CYPRUS	<input type="checkbox"/> HAITI	<input type="checkbox"/> SOUTH SUDAN
<input type="checkbox"/> BARBADOS	<input type="checkbox"/> CZECH REPUBLIC	<input type="checkbox"/> HONDURAS	<input type="checkbox"/> SPAIN
<input type="checkbox"/> BELARUS	<input type="checkbox"/> DEM PR OF KOREA	<input type="checkbox"/> HUNGARY	<input type="checkbox"/> SRI LANKA
<input type="checkbox"/> BELGIUM	<input type="checkbox"/> DENMARK	<input type="checkbox"/> ICELAND	<input type="checkbox"/> SUDAN
<input type="checkbox"/> BELIZE	<input type="checkbox"/> DJIBOUTI	<input type="checkbox"/> INDIA	<input type="checkbox"/> SURINAME
<input type="checkbox"/> BENIN	<input type="checkbox"/> DOMINICA	<input type="checkbox"/> IRAN (ISLAMIC REP...)	<input type="checkbox"/> SWEDEN
<input type="checkbox"/> BHUTAN	<input type="checkbox"/> DOMINICAN REP...	<input type="checkbox"/> IRAQ	<input type="checkbox"/> SWITZERLAND
<input type="checkbox"/> BOLIVIA	<input type="checkbox"/> ECUADOR	<input type="checkbox"/> IRELAND	<input type="checkbox"/> SYRIAN ARAB REP...
<input type="checkbox"/> BOSNIA-HERZEGOV...	<input type="checkbox"/> EGYPT	<input type="checkbox"/> ISRAEL	<input type="checkbox"/> TAJIKISTAN
<input type="checkbox"/> BOTSWANA	<input type="checkbox"/> EL SALVADOR	<input type="checkbox"/> ITALY	<input type="checkbox"/> THAILAND
<input type="checkbox"/> BRAZIL	<input type="checkbox"/> EQUATORIAL GUINEA	<input type="checkbox"/> JAMAICA	<input type="checkbox"/> TIMOR-LESTE
<input type="checkbox"/> BRUNEI DARUSSAL...	<input type="checkbox"/> ERITREA	<input type="checkbox"/> JAPAN	<input type="checkbox"/> TOGO
<input type="checkbox"/> BULGARIA	<input type="checkbox"/> ESTONIA	<input type="checkbox"/> JORDAN	<input type="checkbox"/> TONGA
<input type="checkbox"/> BURKINA FASO	<input type="checkbox"/> ETHIOPIA	<input type="checkbox"/> KAZAKHSTAN	<input type="checkbox"/> TRINIDAD-TOBAGO
<input type="checkbox"/> BURUNDI	<input type="checkbox"/> ETHIOPIA	<input type="checkbox"/> KENYA	<input type="checkbox"/> TUNISIA
<input type="checkbox"/> CABO VERDE	<input type="checkbox"/> ETHIOPIA	<input type="checkbox"/> KIRIBATI	<input type="checkbox"/> TURKEY
<input type="checkbox"/> CAMBODIA	<input type="checkbox"/> ETHIOPIA	<input type="checkbox"/> KIRIBATI	<input type="checkbox"/> TURKMENISTAN
			<input type="checkbox"/> TUVALU
			<input type="checkbox"/> UGANDA
			<input type="checkbox"/> UZBEKISTAN
			<input type="checkbox"/> VANUATU
			<input type="checkbox"/> VENEZUELA
			<input type="checkbox"/> VIET NAM
			<input type="checkbox"/> YEMEN
			<input type="checkbox"/> ZAMBIA
			<input type="checkbox"/> ZIMBABWE
<input checked="" type="checkbox"/> IN FAVOUR:141	<input type="checkbox"/> AGAINST:5	<input checked="" type="checkbox"/> ABSTENTION:35	

Quelle: Tagesschau

Auch an Alternativen zur Einrichtung von nicht-westlichen Zahlungssystemen und Abwicklungsplattformen wird weiter intensiver gearbeitet.<sup>25</sup> **Jedenfalls wird ein verstärktes Auseinanderdriften und der damit einhergehende Versuch, Importe aus dem jeweils „feindlichen“ Block zu reduzieren, den Inflationsdruck noch weiter erhöhen.**

<sup>25</sup> Siehe Kapitel „Eine neue Weltordnung entsteht“ in diesem In Gold We Trust-Report

*When goods are not allowed to cross borders, armies will.*

**Frédéric Bastiat**

*Krieg, Handel und Piraterie, Dreieinig sind sie, nicht zu trennen.*

**Johann Wolfgang von Goethe**

**Andererseits bestehen wechselseitige Abhängigkeiten, die ein komplettes Auseinanderbrechen der Weltwirtschaft unwahrscheinlich machen.** Die Wirtschaftsstruktur sowohl der Staaten mit einem strukturellen Leistungsbilanzdefizit als auch mit einem strukturellen Leistungsbilanzüberschuss ist auf rege Handelsströme ausgerichtet. Diese umzugestalten, benötigt viel Zeit und noch mehr Geld. Zudem haben selbst in Zeiten des Kalten Krieges die Sowjetunion und Westeuropa Handel getrieben, und sowohl die Sowjetunion als auch Russland haben die Öl- und Gaslieferverträge stets eingehalten.

**So ist beinhaltet der Versuch der EU, die Abhängigkeit vom russischen Öl und Gas durch die grüne Transformation zu reduzieren, gewissermaßen ein inhärentes Paradoxon.** Russland exportiert in erheblichem Maße Rohstoffe wie Nickel, die für die grüne Transformation unumgänglich sind. Und in Ermangelung eigener Rohstoffvorkommen würde sich die Union verstärkt in die Abhängigkeit anderer Staaten begeben, insbesondere in größere Abhängigkeit Chinas.

**Eines steht jedenfalls fest: Die Epoche der Globalisierung scheint nun für längere Zeit vorbei zu sein.** Und so wie die Globalisierung lange Zeit disinflationär gewirkt hat, wird die De-Globalisierung inflationär wirken.

## Die Preissteigerungs-Angebotsverknappungs-Spirale

Die hohen Energiepreise sowie die extreme Volatilität der Preise haben bereits einige Unternehmen dazu veranlasst, ihre Produktion einzuschränken oder vorübergehend sogar gänzlich einzustellen, da ein profitabler Betrieb angesichts der markant gestiegenen Preise nicht mehr möglich wäre. Aktuell betrifft dies speziell energieintensive Sektoren, wobei besonders Unternehmen hart getroffen sind, die den Preisanstieg nicht weitergeben können. Einige Beispiele:

- [Lech-Stahlwerke stoppen Produktion – wegen hohen Strompreisen](#)
- [U.K. Factories Halt Some Production as Energy Prices Surge](#)
- [Papierfabrik Norske Skog muss Produktion stoppen](#)
- [Spanish industry halts production over sky-high energy prices](#)
- [Bauernverband: Viele Gewächshäuser bleiben leer](#)
- [Größter deutscher Alu-Hersteller muss Produktion halbieren](#)

**Dieses Phänomen kann als „Preissteigerungs-Angebotsverknappungs-Spirale“ bezeichnet werden.** Der (sprunghafte) Anstieg der Produktionskosten zwingt Unternehmen aus dem Markt, wodurch das Angebot schrumpft, was den Preisauftrieb zusätzlich befeuert. Ein genereller Stopp der Energieimporte aus Russland würde sich angesichts des Mangels an kurzfristig verfügbaren Alternativen speziell im Euroraum verheerend auswirken.

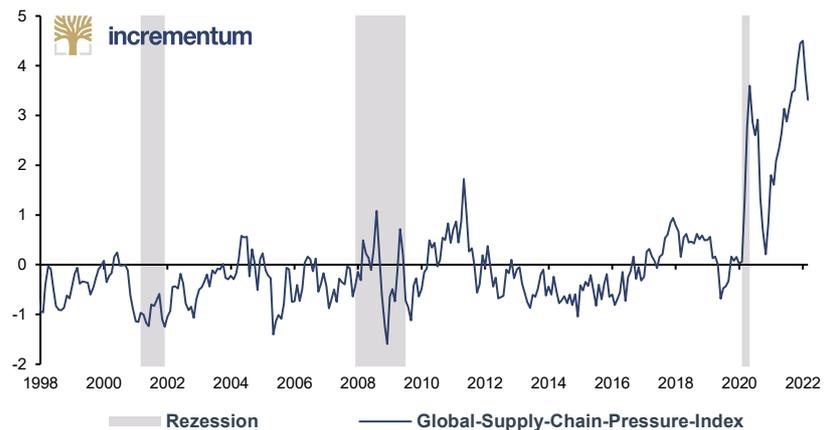
**Derselbe Effekt droht infolge des Preisanstiegs bei und des Mangels an Düngemitteln bei Lebensmitteln aufzutreten.** Bereits vor Ausbruch des Ukraine-Krieges war die Preisentwicklung am Düngemittelmarkt

besorgniserregend. Der starke Anstieg der Gaspreise sowie die Sanktionen gegen den belarussischen Düngemittelproduzenten „Belaruskali“ hatten die Preise für Düngemittel deutlich nach oben getrieben. Und höhere Preise für Düngemittel bedeuten letztlich höhere Lebensmittelpreise, aber auch Lebensmittelknappheit.

**Als Antwort auf die drohende Lebensmittelknappheit haben einige Staaten bereits Exportbeschränkungen oder sogar Exportverbote erlassen.**

**Zur Angebotsverknappung haben zudem die zum Teil hartnäckigen Lieferkettenprobleme beigetragen.** Diese haben seit Ausbruch der Coronapandemie zum Teil erheblich zugenommen. Scharfe Quarantänemaßnahmen insbesondere in China, der Containermangel infolge sich selbst aufschaukelnder Verspätungen und mangelnde Lösch- und Transportkapazitäten in den Zielhäfen führen seit vielen Monaten zu Verzögerungen und Ausfällen im internationalen Handel. Die tagelange Blockade des Suezkanals im März 2021 hatte die Lage zwischenzeitlich noch weiter verschärft und die Anfälligkeit der Lieferketten einer breiten Öffentlichkeit vor Augen geführt.

#### Global-Supply-Chain-Pressure-Index, 01/1998-02/2022



*Going forward companies will be thinking less „just in time, and more just in case.“*

**Paul Singer**

**Dass sich die Lieferketten entspannen werden, davon ist schon seit Herbst 2020 die Rede.** Damals gab es zwischenzeitlich eine deutliche Entspannung, die aber mit den neuerlichen Lockdownwellen schnell wieder vorüber war. Alles in allem ist nicht mit einer baldigen Rückkehr zu ungestört funktionierenden Lieferketten zu rechnen, zu groß waren und sind die Verwerfungen, und zu sehr nehmen die (geo-)politischen Spannungen und Unsicherheiten zu. So wird angesichts der Nichtnutzbarkeit der ukrainischen Häfen **der Export des ukrainischen Weizens zur Herkulesaufgabe.**

## Die anstehende Welle der Preiserhöhungen

**Für Deutschland erhebt das „ifo Institut“ regelmäßig, ob die Unternehmen ihre Preise erhöhen, senken oder unverändert belassen wollen.** Mit Stand April erreichte die Anzahl der Unternehmen in Deutschland, die in den kommenden drei Monaten ihre Preise anheben wollen, mit einem

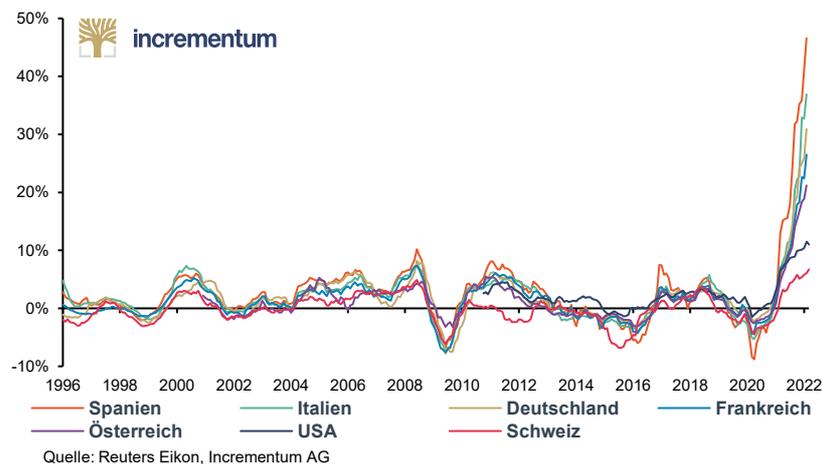
Saldowert von 62,0 einen neuen Höchststand, nachdem bereits im März mit 55,0 Punkten und im Februar mit 47,6 jeweils ein neuer Rekordwert erzielt worden war. Dieser Wert ergibt sich durch die Differenz der Unternehmen, die ihre Preise erhöhen wollen, von jenen, die eine Preissenkung planen. Wenn alle Unternehmen die Preise erhöhen wollen, beträgt der Saldo 100 Punkte. **Mit +94,0 Punkten haben die Preiserwartungen in der Lebensmittelbranche im März diesen Extremwert fast erreicht.**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Generell ist in den konsumnahen Branchen in den kommenden Wochen und Monaten mit anziehenden Preisen zu rechnen. **Damit sind genau jene Preise besonders stark betroffen, die vom Verbraucherpreisindex erfasst werden.** Dass der Wunsch nach Preiserhöhungen so weit verbreitet ist, bedeutet aber auch, dass die Unternehmen eine realistische Chance sehen, höhere Preise am Markt durchzusetzen. **Dieser neue Rekordstand verwundert angesichts des rasanten Anstiegs der Produzentenpreise nicht.**

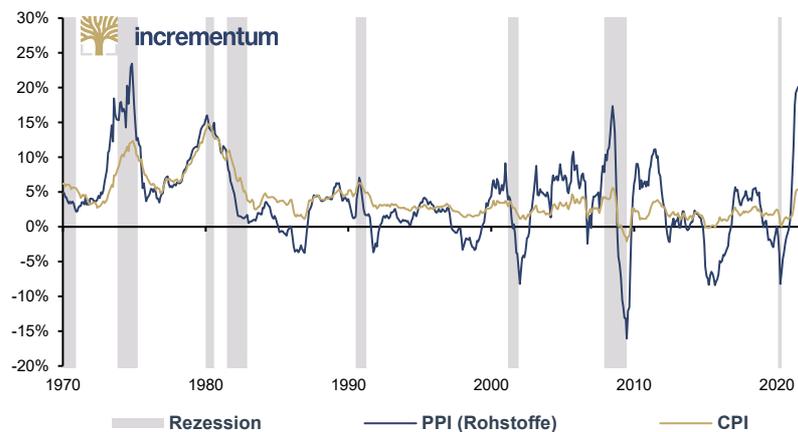
#### PPI, yoy%, 01/1996-04/2022



**Die Großhandelspreise steigen in der Eurozone mitunter so stark wie seit einem halben Jahrhundert nicht mehr.** Der Kosten- und Inflationsdruck wird somit enorm hoch bleiben. Denn können die Preise in der Produktionskette und damit letztlich an den Konsumenten nicht weitergegeben werden, geraten die Unternehmen unter erheblichen Margendruck.

**In den USA befindet sich der Anstieg der Produzentenpreise ebenfalls auf einem Mehr-Jahrzehnte-Hoch.** Der Aufwärtsdruck auf die Konsumentenpreis-inflation wird auf absehbare Zeit erhöht bleiben, selbst wenn seit den 1990er-Jahren u. a. aufgrund der Globalisierung die Preisschwankungen bei den Produzentenpreisen deutlich milder auf die Konsumentenpreise durchschlagen. **Unsere Berechnungen zeigen, dass ein Anstieg des PPI um 1% den CPI um rund 0,6% erhöht.**

### PPI (Rohstoffe), and CPI, yoy%, 01/1970-04/2022



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

## Die Preis-Lohn-Spirale wird sich unweigerlich zu drehen beginnen

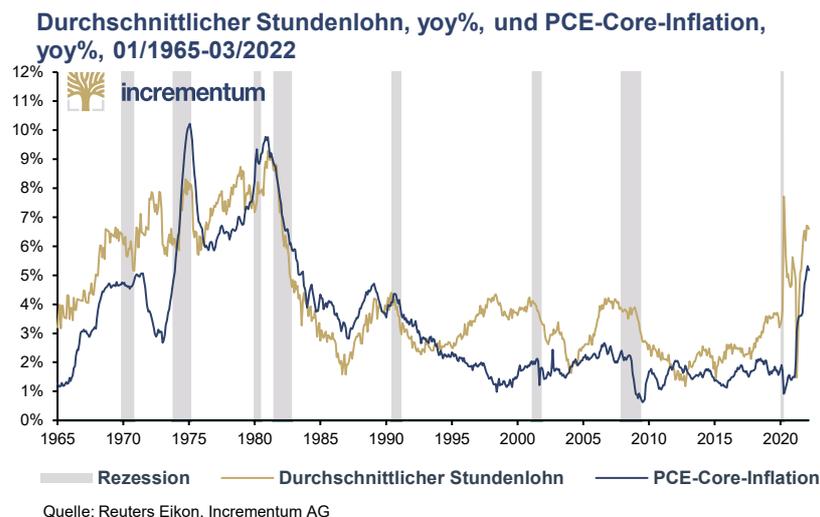
**Ein Gespenst aus den 1970er-Jahren ist nun plötzlich zurück, das Gespenst der Lohn-Preis-Spirale.** Wie realistisch ist es, dass wir in diese ökonomische Teufelsspirale geraten?

*The early signs of a wage-price spiral are all present... And we could see much higher inflation readings over the next few quarters.*

**David Elfrig**

**Zunächst gehen wir der Frage nach, ob es ökonomisch korrekt(er) ist, von einer Lohn-Preis- oder einer Preis-Lohn-Spirale zu sprechen.** Sind es höhere Löhne, die den Preisauftrieb befeuern, der erst in weiterer Folge die Löhne erhöht? Oder führt ein Anziehen der Teuerung und der damit einhergehende Reallohnverlust dazu, dass die Arbeitnehmer ihre Lohnforderungen anheben, um den Reallohnverlust auszugleichen, was die Lohnkosten und in weiterer Folge die Produktionskosten ansteigen lässt. **Eine Studie von Moody's legt nahe**, dass die Kausalität nur in eine Richtung verläuft, und zwar *von den Konsumentenpreisen zu den Löhnen*.

**Anzumerken ist, dass eine-Preis-Lohn-Spirale als typischer Zweitrundeneffekt nur möglich ist, sofern die Geldmenge deutlich ausgeweitet wurde bzw. wird.** Denn bei einer (relativ) konstanten Geldmenge würde die signifikante Verteuerung eines Gutes als Ausdruck seiner gestiegenen relativen Knappheit dazu führen, dass die nominelle Nachfrage nach allen anderen Gütern zurückgeht, ja zurückgehen muss. Das allgemeine Preisniveau bliebe davon unberührt. Doch mit ihrer ultra-expansiven Geldpolitik haben die Notenbanken das Fundament für die Kaufkrafterosion des Geldes gelegt, und damit das Unterfutter für die drohende Preis-Lohn-Spirale.

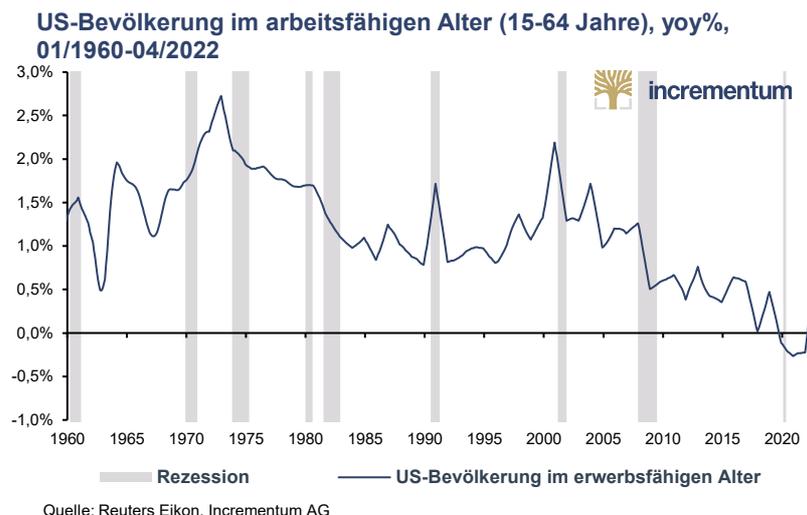


*When union membership goes down, so do wages.*

**Ed Schultz**

**Der deutlich geringere Organisationsgrad – in den USA hat sich dieser in den vergangenen Jahrzehnten auf rund 10% gedrittelt – würde die Verhandlungsmacht des Faktors Arbeit mindern**, was wiederum markante Lohnanstiege in der aktuellen Situation höchst unwahrscheinlich macht. So lautet die Argumentation jener, dass aktuell keine Preis-Lohn-Spirale droht. Schließlich haben in den 1970er-Jahren die Gewerkschaften in Europa zum Teil sogar durch Streiks ihre hohen Lohnforderungen durchgesetzt. Die Streiks der mächtigen Gewerkschaft für öffentlich Bedienstete (ÖTV) in Deutschland während der zweiten Inflationswelle brachte den Arbeitnehmern nicht nur eine Lohnerhöhung von 11% für das laufende Jahr 1974, sondern leitete auch das Ende von Bundeskanzler Willy Brandt (SPD) ein, der sich mehrfach gegen einen derart hohen Lohnabschluss aussprach. Wenige Monate nach dem Streik trat er zurück. Die Tarifautonomie wurde gegen den staatlichen Eingriffsversuch verteidigt, und so wurden auch in Zukunft die Lohnverhandlungen traditionell bei Maultaschensuppe und Butterbrezeln eröffnet.

**Doch ein wichtiger Faktor spricht dagegen, dass die Verhandlungsmacht des Faktors Arbeit tatsächlich geschwächt wurde:** der demographische Wandel, der das Arbeitskräfteangebot zurückgehen lässt. Zum ersten Mal sank 2019 sogar in den USA mit ihrer relativ jungen Bevölkerung die Zahl der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter (15-64 Jahre).



*Demography and the reversal of globalization mean that a great deal of it [i.e. inflation] is likely to be permanent – clearly not all. There will be structural forces raising inflation for probably the next two to three decades.*

**Charles Goodhart**

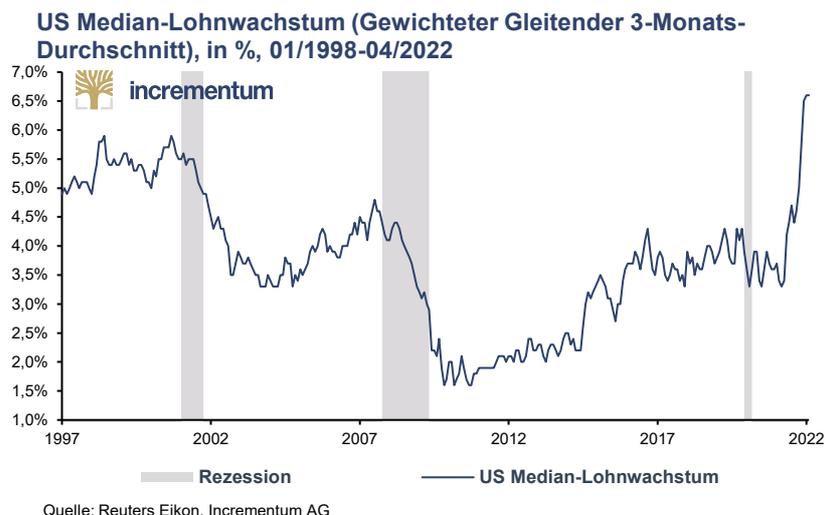
**Insofern sind zur Durchsetzung höherer Löhne die Gewerkschaften gegenwärtig lange nicht mehr so bedeutend wie in Zeiten, in denen Jahr für Jahr das Arbeitskräfteangebot zugelegt hat.** Die demographisch bedingte Verknappung am Arbeitsmarkt erhöht gleichsam von selbst die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer. Es ist daher nicht davon auszugehen, dass der Rückgang des Organisationsgrades der Arbeitnehmer die Preis-Lohn-Spirale verhindern wird. In weiten Teilen Europas ist der demographisch bedingte Rückgang der arbeitsfähigen Bevölkerung wesentlich ausgeprägter als in den USA, was die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer noch kräftiger steigern sollte.

**Dieser alterungsbedingte Trend zu einem Rückgang des Arbeitskräfteangebots ist in weiten Teilen der Welt zu beobachten,** mit besonders starker Ausprägung in China, Japan, Russland und weiten Teilen Europas.<sup>26</sup> Mittlerweile gibt es auch immer mehr Beispiele für erste Lohnabschlüsse bzw. Lohnforderungen, die die stark gestiegenen Inflationsraten berücksichtigen, und somit sehr wohl auf eine erneute Preis-Lohn-Spirale deuten:

- John Deere Workers End Month-Long Strike After Approving To New Contract Offering 10% Raise
- New GM union in Mexico seeks 19.2% wage hike in historic talks
- 'You cannot treat us like this': Austin ISD employees demand higher pay raises
- Rekordforderung: Elektroindustrie will sechs Prozent Lohnplus
- Restaurants und Hotels müssen deutlich höhere Löhne zahlen
- IG Metall fordert für Stahlkocher 8,2 Prozent mehr Lohn

**Auch der „Wage Growth Tracker“ der Federal Reserve Bank of Atlanta belegt eindrucksvoll, dass die Nominallöhne in den USA bereits kräftig anziehen.** Die Konsumentenpreis-inflation ist aber mittlerweile so hoch, dass trotz rekordhoher Nominallohnsteigerungen der inflationsbedingte Kaufkraftverlust nicht zur Gänze wettgemacht werden kann.

<sup>26</sup> Siehe „Die Demographie als Inflationstreiber“, In Gold We Trust-Report 2021

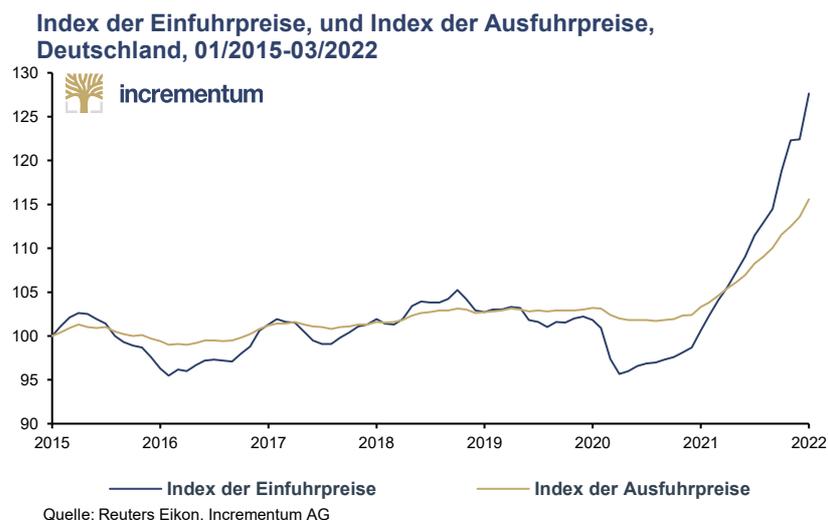


**In einer Gesamtbetrachtung besteht aufgrund des strukturellen Arbeitskräftemangels ein weiterer Grund zur Sorge, dass die Inflation weiter angefacht wird.** Schließlich wurde in weiten Teilen der westlichen Welt durch einen überzogenen Fokus auf die Akademisierung – und innerhalb der Akademisierung durch die Betonung zweifelhafter Studienzweige und gleichzeitiger Vernachlässigung der MINT-Fächer – dieser Facharbeitermangel verstärkt.

Abschließend lässt sich feststellen, dass die Zentralbanken schon lange im Vorhinein hätten wissen müssen, dass sich mit der Wiedereröffnung der Wirtschaft mit dem Ende der Lockdowns der Arbeitsmarkt rasch erholen wird. Dass dies offensichtlich ignoriert wurde, ist ein schweres Versäumnis der Notenbanken, die damit die Dynamik der Inflation verstärkt haben.

## Schwache Währung, steigende Inflation

**Die wichtigsten Währungen haben seit Jahresbeginn etwa um 9% gegen den US-Dollar abgewertet (DXY Index).** Diese Abwertung erhöht den Inflationsdruck im Rest der Welt noch zusätzlich, schließlich werden Rohstoffe – zumindest noch – im Regelfall in US-Dollar bepreist. Wie im nächsten Chart für Deutschland zu sehen ist, steigen die Importpreise deutlich schneller als die Exportpreise, gerade auch wegen des schwächelnden Euro. Gegenüber dem US-Dollar hat er seit Jahresbeginn mehr als 8% verloren.



**Das wachsende Zinsdifferential zwischen dem US-Dollar und dem Euro spielt eine Rolle bei der Wechselkursentwicklung.** Diese grundlegende ökonomische Beziehung scheint in Frankfurt in Vergessenheit geraten zu sein. So stellte **Christine Lagarde beim jährlichen Hearing vor dem EU-Parlament** Anfang Februar zunächst die rhetorische Frage: „Würde die EZB Zinsen anheben und Anleihekäufe zurückfahren, würde sich das auf die Energiepreise auswirken.“ Um darauf zu antworten: „Ich glaube nicht.“ Der bekannte deutsche Ökonom und ehemalige Direktor des ifo-Instituts, **Hans-Werner Sinn,** kommentierte diese Aussage bei einem Vortrag in Wien scharf: „Wie kann die Präsidentin der EZB so einen Unsinn von sich geben“. Schließlich würde eine Zinserhöhung den Euro aufwerten lassen, wodurch die Importe günstiger würden und den Inflationsdruck mildern könnten.

## Greenflation – die Energiewende als Inflationstreiber

*Die Verschmelzung von Klima- und Geldpolitik stärkt die politische Macht der Zentralbanker und schafft ihnen Entlastung für das absehbare Scheitern ihrer Niedrigzinspolitik.*  
**Thomas Mayer**

Die von immer mehr Regierungen im Westen angestrebte Umstellung der Wirtschaft auf umwelt- und klimafreundliche Technologien wird den Inflationsdruck ebenfalls strukturell erhöhen. Zumal bei vielen Regierungen die Devise „nachhaltig teuer“ vorzuherrschen scheint, allerdings mit der Betonung auf „teuer“, während der Aspekt der Nachhaltigkeit häufig ideologisch und weniger sachgerecht behandelt wird. So sind die massiven menschenrechtliche Vorbehalte gegen das Emirat Katar über Nacht einem regen Besuchstreiben gewichen. Vor wenigen Monaten noch wollten noch Parteien, nationale Fußballverbände und NGOs aus dem Westen Katar die im Dezember stattfindende Fußball-WM entziehen, nun reisen höchstrangige Delegationen an den Golf, um katarisches Flüssiggas zu kaufen. **„Erst kommt das Fressen, dann die Moral“ – so hat es Bertolt Brecht in der „Dreigroschenoper“ auf den Punkt gebracht.**

Jedenfalls sind die für die Energiewende benötigten Rohstoffe nicht so reichlich vorhanden, insbesondere dann, wenn viele Staaten in sehr kurzer Zeit diese Transformation zu erneuerbaren Energien bewerkstelligen wollen. Dass eine derartige Steigerung der Abbaumengen überhaupt möglich ist, darf bezweifelt

werden. Der Geschäftsführer des „Instituts der deutschen Wirtschaft“ (IW), **Karl Lichtblau merkte vor kurzem an**, dass die Energiewende am Rohstoffmangel scheitern könnte. **Denn gleich bei 22 chemischen Elementen sieht er ernsthafte Versorgungsprobleme, insbesondere bei Kupfer, Platin und Lithium.**

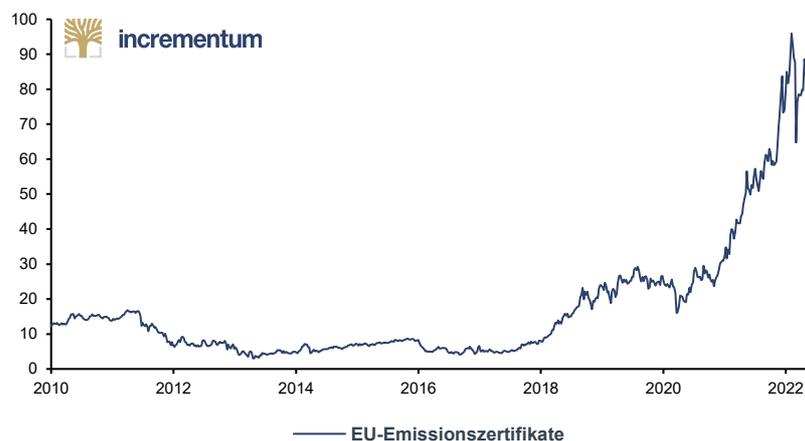
**Zudem führt die Errichtung neuer Lagerabbaustätten häufig zu Protesten von Umweltschützern vor Ort**, was die nötigen, ohnehin schon viele Jahre in Anspruch nehmenden Genehmigungsverfahren zusätzlich in die Länge zieht oder Projekte sogar zum Stoppen bringt. So hat nach anhaltenden Protesten die serbische Regierung die Genehmigung für das Jadar-Projekt von „Rio Tinto“ Anfang Jänner verweigert. Dort hätte Lithium für bis zu 1 Million E-Autos abgebaut werden sollen. Derartige Verknappungen des Angebots wirken naturgemäß ebenfalls inflationstreibend. Der Facharbeitermangel speziell im europäischen und nordamerikanischen Minensektor ist ein weiterer Hemmschuh für die Ausweitung des Angebots.

*You should be attacking the carbon emissions, period, and whether it's cap-and-trade or carbon tax or whatever, that's the realm in which we should be playing.*

**Joe Biden**

**Ein wesentliches Instrument zur Umsetzung der grünen Transformation der Wirtschaft sind CO<sub>2</sub>-Zertifikate.** In der EU wurden diese 2005 eingeführt, um CO<sub>2</sub>-Emissionen zu bepreisen, die für den menschengemachten Klimawandel verantwortlich gemacht werden. Zertifikate benötigen derzeit rund 11.000 Unternehmen wie Kraftwerksbetreiber, Zementfabriken, Raffinerien, Stahlhöfen und seit 2012 auch der innereuropäische Flugverkehr für jede emittierte Tonne CO<sub>2</sub>. In Zukunft sollen auch der Verkehr und Gebäude in einem zweiten Emissionshandel erfasst werden.

**EU-Emissionszertifikate, in EUR, 01/2010-05/2022**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Um die Wettbewerbsfähigkeit der vom Emissionshandel erfassten Länder – die 27 EU-Mitgliedsstaaten sowie Norwegen, Island und Liechtenstein – nicht zu gefährden, haben sich die EU-Finanzminister Mitte März über die Einführung eines „CO<sub>2</sub>-Grenzausgleichs“ grundsätzlich verständigt. Nun stehen die Verhandlungen mit dem EU-Parlament an. Mit diesem Klimazoll soll ein Ausweichen auf importierte Güter, die nicht dem Emissionshandel unterworfen sind und daher günstiger produziert werden können, verhindert werden. Zunächst

*Unless we take action on climate change, future generations will be roasted, toasted, fried and grilled.*

**Christine Lagarde**

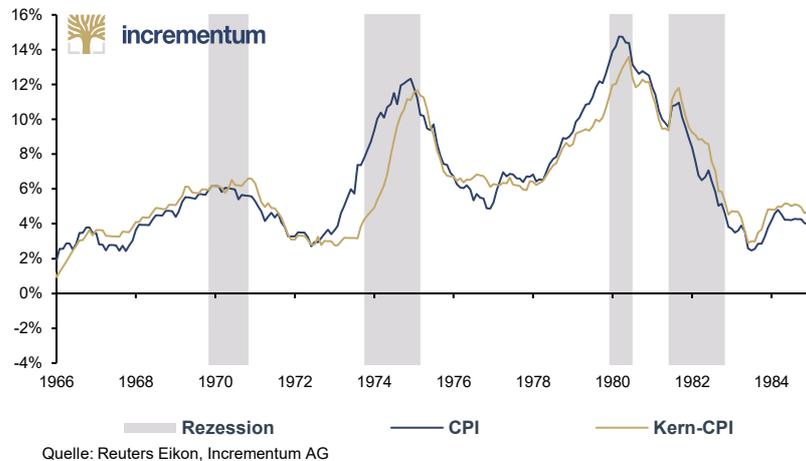
sollen Zement, Eisen, Stahl, Aluminium, Düngemittel und Strom erfasst werden. Diese erste Stufe eines Klimazolls soll ab 2026 gelten.

Aufgrund der zunehmenden Priorisierung des Kampfes gegen den Klimawandel durch immer mehr Institutionen wäre es alles andere als eine Überraschung, falls in Bälde die Forderung erhoben würde, diverse „grüne“ Preissteigerungen aus der Inflationsrate herauszurechnen, um zu verhindern, dass zu hohe offizielle Inflationsraten den Kampf gegen den Klimawandel gefährden. Schließlich würden erhöhte Inflationsraten nicht nur die politische Durchsetzbarkeit gefährden, weil den Wählern Monat für Monat vermeldet würde, wie kräftig die Kaufkraft ihrer Einkommen und Vermögen schmilzt. Höhere Inflationsraten und das damit zu erwartende höhere Zinsniveau würden auch die Finanzierungskosten der Transformation zu einer klimafreundlichen Wirtschaft verteuern.

**Eine derartige Forderung wäre eine Wiederholung jenes kapitalen Fehlers, den der damalige Vorsitzende der Federal Reserve, Arthur F. Burns, in den 1970er-Jahren gleich zwei Mal beging.** Als Vater des Konzepts der Kerninflation strich er nach dem ersten Ölpreisschock im Gefolge des Jom-Kippur-Krieges 1973 die Öl- und Energiekosten aus der Inflationsberechnung. Als im selben Jahr auch noch die Lebensmittelpreise stark anzogen, wurden auch diese aus der Inflationsberechnung ausgeblendet. Burns Argumentation war, dass es sich bei beiden Preisphänomenen um externe Schocks gehandelt habe, die von der Federal Reserve und ihrer Geldpolitik nicht beeinflussbar gewesen wären. Derartiges exogenes, d. h. unbeeinflussbares „Rauschen“, sage nichts über den Trend aus.

**Für die Bürger und ihre schwindende Kaufkraft ist eine derartige Argumentation natürlich irrelevant.** Gleiches träfe auf die mögliche Ausklammerung der Preiseffekte der grünen Transformation zu. Nur weil die offiziellen Statistiken gewisse Preisanstiege nicht berücksichtigen (sollen), heißt das nicht, dass diese Preisanstiege nicht den Wohlstand der Bevölkerung schmälern. Anders und weniger diplomatisch ausgedrückt: Wer mit geschlossenen Augen durch die Stadt geht, schützt sich damit nicht davor, eine blutige Nase zu holen, sondern genau das Gegenteil ist der Fall. **Sollte eine derartige Maßnahme getroffen werden, wäre dies auch gleichbedeutend mit einer weiteren Politisierung der Zentralbanken.**

CPI, und Kern-CPI, yoy%, 01/1966-12/1984



Dass die Zentralbanken mit hoher Wahrscheinlichkeit in dieser Hinsicht werden agieren müssen, zeigt der folgende Vergleich zwischen dem Ölpreisschock in den 1970er-Jahren und der geplanten grünen Transformation. Der Ölpreisschock von 1974, als der Ölpreis aufgrund des OPEC-Embargos in kürzester Zeit von 3,3 auf 11,6 USD/Barrel explodierte, belief sich auf 3,6 Prozentpunkte des globalen BIP von 1973. Je nach der Preisentwicklung der CO<sub>2</sub>-Zertifikate könnte der „grüne“ Anpassungsschock 3,1–4,1 Prozentpunkte des globalen BIP ausmachen.

*An expert is one who knows more and more about less and less until he knows absolutely everything about nothing.*

**Nicholas Butler**

**Eine intellektuelle Vorarbeit in Richtung möglicher Herausrechnung der Transformationskosten leistete Isabel Schnabel, Mitglied des EZB-Direktoriums.** In einer Rede Mitte März vor den „Watchern“ der EZB, die sie mit dem Verweis einleitete, dass Europa und die Welt vor einem „Wendepunkt“ stünden, unterschied sie zwischen „Climateflation“, Preissteigerungen verursacht durch den Klimawandel, „Fossilflation“, Preissteigerungen verursacht durch die Abhängigkeit von im Preis stark angestiegenen fossilen Energieträgern, und der „Greenflation“, Preissteigerungen verursacht durch den Wechsel auf sogenannte „grüne Technologien“.

Diese Unterscheidung ist – unter Einsatz einer gehörigen Portion Denkakrobatik - irgendwie noch nachvollziehbar. Doch angesichts der offenen Befürwortung der „grünen Transformation“ durch die EZB bereitet sie die Grundlage für künftige „grüne“ Anpassungen der Inflationsberechnungen. **Daran ändert nichts, dass diese Befürwortung außerhalb des Mandats der EZB liegt.** Vielmehr spiegelt diese die zunehmende Politisierung der EZB, was angesichts der Tatsache, dass mit Christine Lagarde eine Politikerin an der Spitze steht, allerdings wenig überraschend ist.

Zu guter Letzt erhöhen neu eingeführte CO<sub>2</sub>-Abgaben, die zudem meist noch schrittweise über viele Jahre hinweg angehoben werden, die Preisinflation. Dieser Aufwärtsdruck auf die Inflation wirkt gänzlich unabhängig von den durch den Ukraine-Krieg ausgelösten *zusätzlichen* Preisschüben.

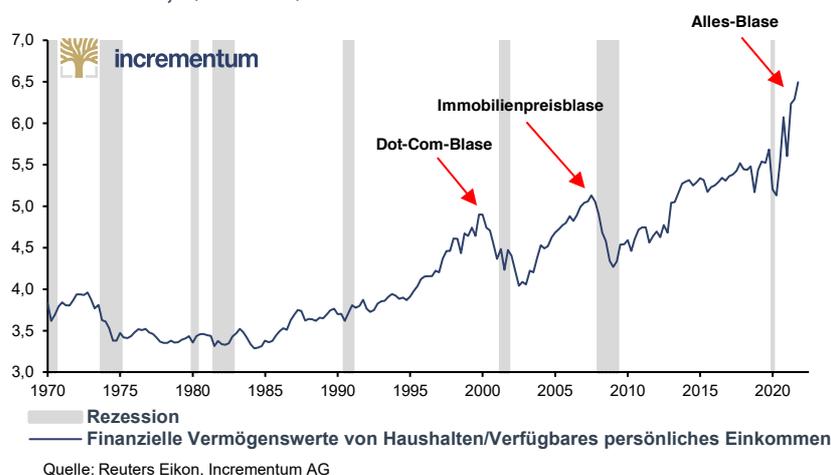
## Aktuelle Tendenz der Inflationsentwicklung

*Is there a risk of inflation? I think there's a small risk and I think it's manageable...I don't think it's a significant risk, and if it materializes, we'll certainly monitor for it but we have the tools to address it.*

**Janet Yellen**

**Wie wir umfangreich dargelegt haben, spricht die Datenlage aus unserer Sicht eindeutig für ein längerfristig anhaltendes inflationäres Umfeld.** Rückblickend gesehen haben disinflationäre Kräfte wie z. B die Globalisierung und die Digitalisierung in den vergangenen Jahrzehnten mit dazu beigetragen, dass sich die erhöhte monetäre Inflation bislang verstärkt in einer Vermögenspreisinflation niedergeschlagen hat. Bereits mehrfach haben wir auf die oftmals sogenannte „Alles-Blase“ hingewiesen. Nun sieht es so aus, als würde es diese Vermögenspreisinflation gebremst bzw. umgekehrt werden und Finanzkapital vermehrt in Sachwerte umgeschichtet werden.

**Alles-Blase, Q1/1970-Q4/2021**



*Central banks are fighting a deflation boogie man that does not even exist, creating a debt deflation monster in the process. The tail risk is the Fed goes too far down the rabbit hole unleashing a different kind of monster.*

**Tyler Durden**

**Üblicherweise besteht eine Korrelation zwischen dem Goldpreis und den Renditen der inflationsgeschützten Anleihen.** Vergleicht man den Goldpreis mit den realen Renditen der 5-jährigen inflationsgeschützten US-Staatsanleihen (TIPS), so erkennt man, dass der Ausbruch des Goldpreises Anfang 2016 von einem Einpreisen steigender Inflationserwartungen begleitet war. Ab Anfang 2019 entwickelten sich die Renditen der TIPS und Gold im Gleichlauf, seit Mitte August 2020 divergieren sie jedoch. Die erwartete Realverzinsung stieg zuletzt und ist im 10-jährigen Bereich mittlerweile sogar leicht positiv.



Seit ihrem Tiefststand am 19. März bei 0,14% ist die Breakeven-Rate, d. h. die Renditedifferenz zwischen nominellen Staatsanleihen und inflationsgeschützten Anleihen (TIPS), auf knapp 3% – und damit den höchsten Stand seit 2 Jahrzehnten – raliert. **Das Momentum des Anstiegs war enorm, weswegen uns eine Phase des „Durchschnaufens“ nicht überraschen würde.**



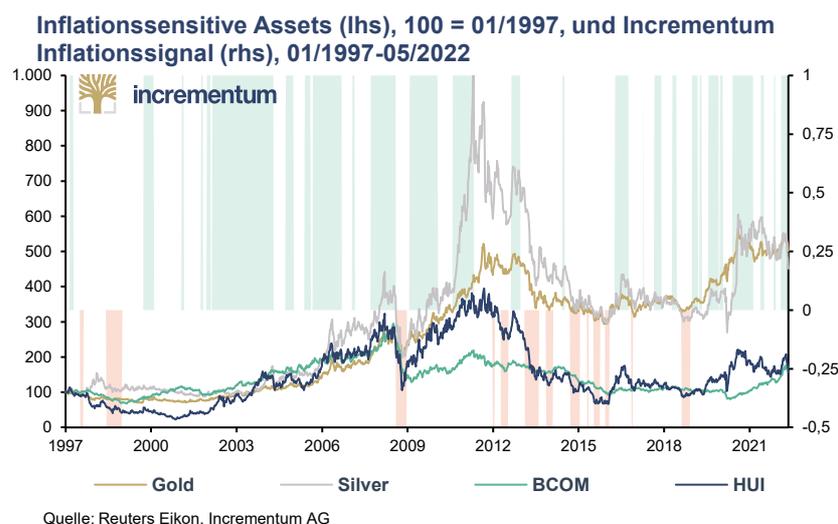
### Das Incrementum-Inflationssignal

**In einem erhöhtem Inflationsumfeld traten Teuerungen historisch gesehen oftmals in Wellen auf.** Auch an den Finanzmärkten wird die Teuerung nicht stetig ein- und wieder ausgepreist, sondern unterliegt entsprechenden Marktschwankungen. Um die Gezeiten der Teuerungswellen besser lesen zu können, haben wir, wie unsere treuen Leser bereits wissen, ein proprietäres Inflationssignal entwickelt. Mit Hilfe dessen beobachten wir seit vielen Jahren das Marktgeschehen der inflations sensitiven Assets.

*The first whiffs of either commodity inflation or wage inflation may cause a self-reinforcing set of market events which may include a sharp fall in bond prices, fall in stock prices, rapid increase in commodities...*

**Paul Singer**

**Das Incrementum-Inflationssignal ist auch ein wesentlicher Inputfaktor für unsere Inflationsschutz-Strategien und dient uns als Leitlinie für die Investitionsgradsteuerung, wenn es um inflationssensitive Anlagen geht.<sup>27</sup> Die Trendwende in der inflationären Bewegung fand gemäß dem Signal wohl bereits vor der Corona-Krise statt.** Nach vier Jahren tendenziell disinflationären Signalen begann unser Indikator 2016 vermehrt steigende Inflation zu signalisieren. Insbesondere nach der kurzen, aber kräftigen deflationären Bewegung in H1/2020 zeigt das Signal überwiegend steigende Inflationstendenz an.



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

**Russell Napier**

**In näherer Zukunft könnte sich an den Märkten eine kurze Abkühlungsphase der Teuerungstendenzen andeuten.** Die Rohstoffpreise, welche als Subindikator ins Signal einfließen, scheinen ein temporäres Hoch auszubilden. Auch die Edelmetallpreise verloren zuletzt deutlich an Momentum. Das für unser Modell wichtige Gold/Silber-Ratio stieg stark an, was ebenfalls für eine sich leicht abschwächende Inflationstendenz spricht. **Gut möglich, dass es erst eines Auspreisens des hawkischen Kurses der Federal Reserve bedarf, um die nächste Welle der Teuerung den nächsten Schub zu geben.**

## Fazit

Letztes Jahr haben wir an dieser Stelle geschrieben:

**„Die aktuell anziehenden Inflationsraten läuten eine fundamentale Trendwende ein. Zwar macht eine Schwalbe tatsächlich noch keinen Sommer, doch am Himmel sind mittlerweile unzählige Schwalben zu sehen. Sie kündigen einen Wandel an, einen monetären Klimawandel.“<sup>28</sup>**

<sup>27</sup> Siehe „Die Früchte unserer Saat. Unsere Investmentfonds“, Incrementum AG

<sup>28</sup> „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021, S. 57

*Central banks are starting to question whether reliance on the U.S. dollar is a good idea since the United States has been extremely trigger-happy when it comes to the use of sanctions and other economic punishments.*

**Institute for the Analysis of Global Security**

**Nach diesem heftigen Inflationsgewitter kehren wir nicht mehr zu einem disinflationären Schönwettergleichgewicht zurück, das in den vergangenen 40 Jahren durch Globalisierung, Freihandel, eine demographische Dividende, den Aufbau von internationalen Lieferketten und die Reduktion der Lagerhaltung (Just-in-time-Lieferung) gekennzeichnet war.** Wir treten in eine Phase der Etablierung eines neuen Gleichgewichts ein, das durch Deglobalisierung, d. h. Autarkiebestrebungen, die Rückholung von Produktionsstätten und den Aufbau von Lagern kritischer Lebensmittel und Rohstoffe sowie die Absicherung bestehender Lieferketten auch durch militärische Interventionen gekennzeichnet sein wird. **Dies alles wirkt fundamental preistreibend.**

**Strukturellen Deflations- bzw. Disinflationfaktoren sind aktuell wenige wahrnehmbar.** An erster Stelle wäre eine markante Straffung der Geldpolitik zu nennen. Wir gehen aber nicht davon aus, dass die Zentralbanken diese lange werden durchhalten können. Vorreiter bei der geldpolitischen Straffung sind Schwellenländer, aber auch entwickelte europäische Volkswirtschaften wie Großbritannien, Norwegen, Polen oder Ungarn und natürlich die USA. Diese werden als erste die unweigerlichen Auswirkungen einer strafferen Geldpolitik auf die Real- und Finanzwirtschaft zu spüren bekommen, und deren Zentralbanken einen Glaubwürdigkeitstest bestehen zu haben.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Der technologische Fortschritt ist ein einflussreicher disinflationärer, wenn nicht sogar deflationärer Faktor, der noch lange seine dämpfende Wirkung auf die Inflation ausüben wird.** Kurzfristig dürfte auch der Technologiesektor aber eher preistreibend wirken. So müssen in China aufgrund der Zero-Covid-Politik immer wieder Fabriken schließen. **Der chinesische Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe (PMI) fiel im April weiter.** Mit 46 Punkten liegt er abgesehen vom Corona-Schock im Spätwinter 2020 so niedrig wie noch nie und damit nun deutlich unter der 50-Punkte-Marke, die zwischen Wachstum und Schrumpfung trennt. **Weiter abgerutscht ist auch der Einkaufsmanagerindex für Dienstleistungen mit einem April-Wert von nur mehr 36,2, nach 42,0 im März.** Das ist der zweitniedrigste Wert seit der Einführung dieses Index im November 2005. Der Gesamtindex fiel mit 37,2 ebenfalls unter die 40-Punkte-Marke. Und weil rund die Hälfte des für die Chipproduktion nötige Neon aus der Ukraine kommen und die dortige Produktion kriegsbedingt eingestellt werden musste, sieht der Technologiesektor ebenfalls bis auf Weiteres schwierigeren Zeiten entgegen.

**Unser Basisszenario ist, dass dieser Inflationsaufschwung nicht die erste und letzte Welle in dieser Hochinflationszeit sein wird.** In der letzten Hochinflationsphase gab es insgesamt drei Inflationswellen, wobei die nachfolgende jeweils ein höheres Hoch markierte als die vorherige – 6,4% im Februar 1970, 12,2% im November 1974, 14,6% im März 1980. Die beiden Ölpreisschocks verstärkten damals – wie heute? – die ohnehin schon bestehende Teuerungsdynamik.

*The arithmetic makes it plain that inflation is a far more devastating tax than anything that has been enacted by our legislatures... If you feel you can dance in and out of securities in a way that defeats the inflation tax, I would like to be your broker – but not your partner.*

**Warren Buffett**

*Inflation is not a bug. Inflation is the feature.*

**Louis Gave**

**Nicht unerwähnt bleiben sollte, dass in den 1970er-Jahren die erste Inflationswelle in einer Zeit erheblicher Veränderungen im Weltwährungssystem auftrat.** Das Bretton-Woods-System mit seiner rudimentären Goldbindung ging in mehreren Etappen unter, das reine Fiatgeld in Kombination mit dem System flexibler Wechselkurse mit dem US-Dollar als Fiat-Ankerwährung setzte sich durch. Ein derart epochaler Wandel beginnt sich bereits vor unseren Augen vollziehen. Angekündigt hat sich das Ende des globalen US-Dollar-Fiatstandards schon längere Zeit, auch wenn Mangels ernsthafter Alternativen der US-Dollar weiterhin fest im Sattel saß. **Mit der Sanktionierung der russischen Währungsreserven durch den Westen wurde der erste große Umbau des Weltwährungssystems seit 50 Jahren nun offiziell eingeläutet.**<sup>29</sup>

Wir sind überzeugt: Auch wenn aufgrund des zwischenzeitlichen Auslaufens des Basiseffekts und des Wegfalls von Sonderfaktoren die Inflationsraten zurückkommen werden, so wird das Inflationsniveau auf längere Zeit erhöht bleiben, d. h. sich (weit) über dem Zielniveau der Zentralbanken bewegen. **Das Narrativ der „vorübergehenden“ Inflation sollte nun endgültig zu Grabe getragen werden.**

<sup>29</sup> Siehe Kapitel „Eine neue Weltordnung entsteht“ in diesem In Gold We Trust-Report

# Status Quo der Goldnachfrage

*„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

## Key Takeaways

- Die Renaissance des Goldes als Reservewährung der Zentralbanken hat sich im vergangenen Jahr fortgesetzt und scheint sich weiter zu beschleunigen.
- Immer mehr Zentralbanken entscheiden sich dafür, ihr Gold im Inland zu verwahren. Dies deutet auf einen Vertrauensbruch zwischen den Zentralbanken hin.
- Die Investmentnachfrage nach Gold hat in Q1/2022 erheblich zugenommen. Angesichts der aktuellen weltwirtschaftlichen Aussichten ist das keine Überraschung.
- Künftig werden vor allem Zentralbanken und institutionelle Anleger verstärkt Gold nachfragen. Pensionsfonds und Versicherungen, die normalerweise einen hohen Anteil an Anleihen haben, werden ihre Anlagepolitik wg. der gestiegenen Inflationsraten grundlegend überdenken müssen. Gold könnte dabei eine wichtige Rolle spielen.
- Nachholeffekte bei der Schmucknachfrage, sobald die Coronavirus-Pandemie in Asien – insb. China – endgültig zurückgedrängt ist, werden die Goldnachfrage maßgeblich unterstützen.

**Wir werden uns nun den wichtigsten Entwicklungen auf der Nachfrageseite zuwenden, wobei wir uns auf die Goldnachfrage der Zentralbanken und der Anleger konzentrieren.** Diesbezüglich empfehlen wir den „Gold Demand Trends“-Report des „World Gold Council“ (WGC).

## Goldnachfrage der Zentralbanken

*The seizure of Russia's FX (foreign currency) reserves will likely be a wake-up call for FX reserve managers at all central banks. Gold as "outside money" in the global central banking system will become more attractive to almost any central bank but especially for to any country with an adversarial relationship with the U.S. or the EU.*

**Paul Wong**

Bevor wir beginnen, sollten wir uns daran erinnern, warum die Zentralbanken Gold halten. Der folgende Text stammt von der Website der [Banca d'Italia](#) (unsere Hervorhebung):

*„Gold has traditionally been used to measure the value of goods and as a means of payment in almost every ancient society. It serves as an excellent hedge against adversity. **Its price tends to rise when operators perceive the level of risk to be high, for instance during military escalation or in times of financial crisis.** Holding large positions in gold is an excellent hedge against high inflation. **Unlike foreign currencies, gold cannot depreciate or be devalued as a result of a loss in confidence.** When a foreign exchange crisis erupts, central banks are able to use gold as an official foreign exchange reserve in order to shore up confidence in their currency by using gold as collateral for loans or selling it to buy national currency and uphold the latter's value. **Gold gives a central bank room to maneuver to preserve confidence in the national finance system.**“*

**Die Renaissance des Goldes als Reservewährung der Zentralbanken hat sich im vergangenen Jahr fortgesetzt und scheint sich weiter zu beschleunigen.** Nach Angaben des [World Gold Council](#) beliefen sich die Nettozuflüsse der Zentralbanken im vergangenen Jahr auf 463 Tonnen. Dies ist ein Anstieg um 82% gegenüber den Nettozuflüssen von 255 Tonnen im Jahr 2020. Auf das Rekordjahr 2019 mit 668 Tonnen fehlt allerdings noch einiges. **Die gesamten globalen Reserven sind nun nahe einem 30-Jahres-Hoch.**

### Die wichtigsten Entwicklungen im Jahr 2021 waren:

- Thailand war mit 90 Tonnen der größte Käufer, gefolgt von Indien (77 Tonnen), Ungarn (63 Tonnen) und Brasilien (62 Tonnen).
- 15 Zentralbanken haben eine Tonne oder mehr gekauft.
- Nur sechs Zentralbanken haben ihre Bestände im vergangenen Jahr reduziert, allen voran die Philippinen (31 Tonnen). Dies war der größte Verkauf einer Zentralbank seit 2016, als Venezuela 86 Tonnen verkaufte.
- Kirgisistan (7 Tonnen), Sri Lanka (4 Tonnen), Deutschland (3 Tonnen) und die VAE (2 Tonnen) waren die einzigen anderen nennenswerten Verkäufer.
- Die offiziellen Goldreserven belaufen sich derzeit auf 35.600 Tonnen. Das ist der höchste Stand seit 1992.

**Der größte Goldkäufer im Jahr 2021 war Thailand, das seine Reserven um 90,2 Tonnen bzw. 60% erhöhte.** Damit erreichen die thailändischen Goldreserven mit 224 Tonnen bzw. 6% der Gesamtreserven den höchsten Stand

*Managing new risks arising from the coronavirus pandemic also played a key role in the decision. The appearance of global spikes in government debts or inflation concerns further increase the importance of gold in national strategy as a safe-haven asset and as a store of value.*

**Ungarische Nationalbank**

*Trust is like a mirror, you can fix it if it's broken, but you can still see the crack in that mother\*\*\*\*r's reflection.*

**Lady Gaga**

*I think I've seen this film before. And I didn't like the ending. You're not my homeland anymore, so what am I defendin' now?*

**Taylor Swift, Exile**

aller Zeiten. **Der Gouverneur der thailändischen Zentralbank erklärte**, dass Gold die wichtigsten Ziele des Reservenmanagements erfüllt: Sicherheit, Rendite, Diversifizierung und Absicherung gegen Tail-Risk. **Indien war der zweitgrößte Abnehmer** und stockte seine Reserven um 77 Tonnen auf. Das war der größte Zuwachs seit Indien 200 Tonnen vom IWF im Jahr 2009 erwarb.

**Ungarn hat seine Goldbestände 2021 um 63 Tonnen aufgestockt und damit seine Goldreserven verdreifacht.** In einer Erklärung verwies die Ungarische Nationalbank (MNB) auf die explodierende weltweite Staatsverschuldung im Zuge der Corona-Pandemie als Grund dafür, weshalb Ungarn seine Goldbestände erhöht. Infolgedessen stiegen die ungarischen Goldreserven pro Kopf der Bevölkerung von 0,1 Unzen auf 0,31 Unzen. **Damit verfügt Ungarn derzeit über die höchsten Goldreserven pro Kopf in Mittel- und Osteuropa.** Ungarns Geldgeschichte ist – wie die Deutschlands – vom Trauma einer Hyperinflation geprägt. In der Tat führt Ungarn die unrühmliche Hitparade der Hyperinflationen sogar an. Auf dem Höhepunkt der Hyperinflation von 1946 betrug die monatliche Inflationsrate des Pengő 4,2 Milliarden Prozent und die Preise verdoppelten sich alle 15 Stunden.<sup>30</sup>

**Brasilien fügte seinen Goldreserven 62 Tonnen hinzu und kaufte damit zum ersten Mal seit 2012 in größerem Umfang Gold, wodurch sich die Goldreserven auf insgesamt 130 Tonnen erhöhten. Usbekistan und Kasachstan stockten um 30 Tonnen bzw. 15 Tonnen auf.**

**Die Lagerung von Gold im Inland erfreut sich offenbar zunehmender Beliebtheit.** Die Tresore der Bank of England führen nach wie vor unangefochten die Rangliste der beliebtesten Goldlagerorte an. **63% der befragten Zentralbanken** lagern zumindest einen Teil ihrer Goldreserven in London, wie aus einer Umfrage zu den Goldreserven der Zentralbanken 2021 hervorgeht. Dies ist ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Vorjahr und könnte auf die wachsende Bedeutung hinweisen, die der Lagerung von Gold an liquiden Handelsplätzen beigemessen wird. **39% der Befragten bevorzugen nun die Lagerung im Inland**, was ebenfalls mehr ist als in den Vorjahren.

Es ist erwähnenswert, dass in den letzten zehn Jahren ein zunehmender Trend zu beobachten war, dass die Zentralbanken ihr Gold ins Inland zurückführen und dort lagern. Wir haben das seit 2012 in mehreren unserer *In Gold We Trust*-Reporten erörtert.<sup>31</sup> **Besonders bemerkenswert ist, dass Frankreich zwischen 2013 und 2016 221 Tonnen Gold repatriert hat und sein gesamtes Währungsgold nun in La Souterraine in Paris lagert.** Dies geschah, nachdem **die Deutsche Bundesbank angekündigt hatte, dass sie Gold** von der Bank of France und der Federal Reserve Bank of New York **zurückführen würde.** Deutschland wird schließlich 50% seines Goldes in deutschen Tresoren lagern. **Polen führte ebenfalls 100 Tonnen** aus London zurück, was etwa der Hälfte seiner Gesamtreserven entspricht. Andere Länder, die in den letzten zehn Jahren nennenswerte Rückführungen vorgenommen haben, sind Belgien, die Schweiz,

<sup>30</sup> Siehe „Hyperinflation: viel diskutiert, wenig verstanden“, *In Gold We Trust*-Report 2019; Grossman, Peter Z. und Horváth, János: „The Dynamics of the Hungarian Hyperinflation, 1945-6: A New Perspective“, *Scholarship and Professional Work – Business*. 29, Butler University, 2000

<sup>31</sup> Siehe das *Archiv* des *In Gold We Trust*-Report

Österreich, Indien, Mexiko, Thailand, Sri Lanka, Bolivien und Bangladesch. Auch China und Russland haben ihr gesamtes Gold im eigenen Land eingelagert.

Und schließlich **schickte die australische Zentralbank** im April dieses Jahres einen Beamten nach London, um ihre in den Tresoren der Bank of England gelagerten Reserven zu überprüfen. Dies ist ein weiterer Beweis für das mangelnde Vertrauen zwischen den Zentralbanken in Bezug auf die Lagerung ihrer Goldreserven.

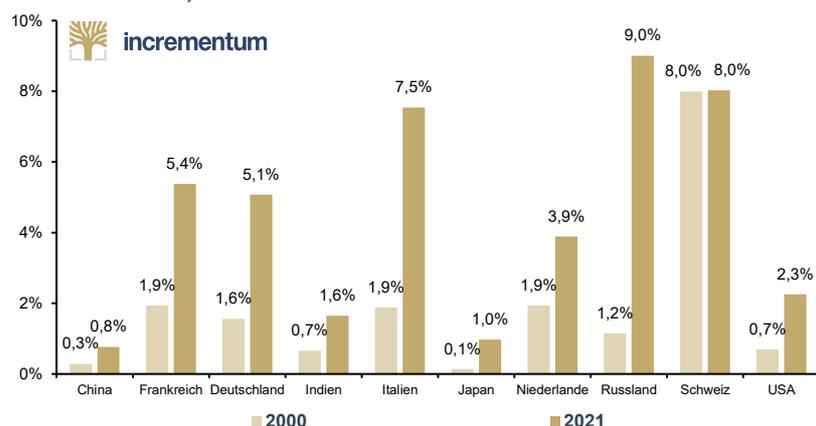
*Gold is scarce. It's independent. It's not anybody's obligation. It's not anybody's liability. It's not drawn on anybody. It doesn't require anybody's imprimatur to say whether it's good, bad, or indifferent, or to refuse to pay. It is what it is, and it's in your hand.*

**Simon Mikhailovich**

**Die Zahl der Zentralbanken, die Gold kaufen, wird voraussichtlich hoch bleiben.** 21% der Zentralbanken beabsichtigen, ihre Goldreserven in den nächsten 12 Monaten zu erhöhen. Im Vergleich dazu waren es 20% im Jahr 2020 und 8% im Jahr 2019. Dies ist besonders bemerkenswert, wenn man bedenkt, dass die Zentralbankkäufe in den letzten Jahren bereits ein Rekordniveau erreicht haben. Insbesondere die Goldnachfrage der Zentralbanken in Schwellen- und Entwicklungsländern dürfte weiter steigen: 31% der insgesamt 155 Zentralbanken der Schwellen- und Entwicklungsländer (EMDE) gaben an, dass sie ihre Goldreserven aufstocken wollen, gegenüber 21% im Jahr 2020 und nur 11% im Jahr 2019.

Im März **kündigte die russische Zentralbank an, dass sie ihre Goldkäufe auf dem Inlandsmarkt wieder aufnehmen werde.** Vor zwei Jahren hatte Russland nach dem Ankauf von 1.900 Tonnen zwischen 2006 und 2020 seine Goldkäufe ausgesetzt. Russlands Goldreserven beliefen sich Ende Jänner auf knapp 2.300 Tonnen, was 21% seiner Gesamtreserven entsprach. Angesichts der Tatsache, dass Russlands Devisenreserven in US-Dollar und Euro aufgrund der vom Westen verhängten Sanktionen – zumindest vorübergehend – im Wesentlichen wertlos geworden sind, ist es bemerkenswert, dass Gold mehr als 20% der russischen Devisenreserven ausmacht.

#### Goldreserven, in % des BIP in den 10 Ländern mit den größten Goldreserven, 2000 vs. 2021



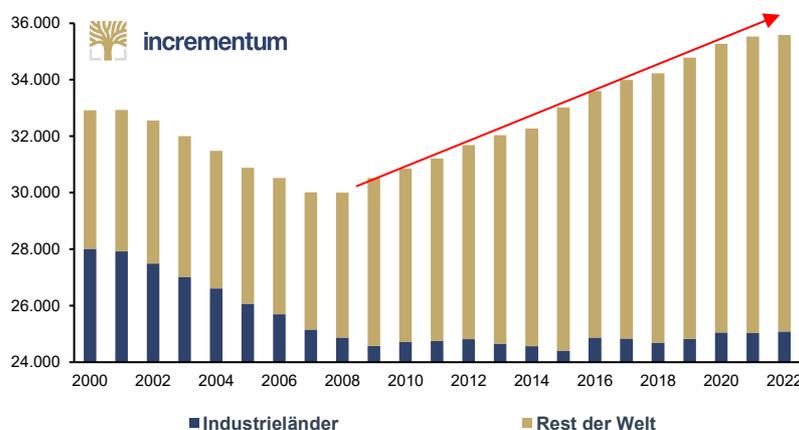
Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG

**Von 1989 bis 2008 waren die Zentralbanken Netto-Goldverkäufer und stellten mit durchschnittlich 400 Tonnen pro Jahr einen wichtigen Teil des weltweiten Goldangebots dar. Seit der großen Finanzkrise von 2008/2009 sind die Zentralbanken zu einem verlässlichen Faktor auf der Nachfrageseite geworden, und es sieht so aus, als ob dies auch so bleiben würde.** Diese Verschiebung könnte darauf hindeuten, dass die Rolle des

Goldes angesichts der anhaltenden finanziellen und wirtschaftlichen Unsicherheit neu bewertet wird, und spiegelt die langfristigen Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen wider.

**Die derzeitigen geopolitischen Unruhen und die weltweite finanzielle Unsicherheit dürften den Appetit der Zentralbanken auf Gold weiter anregen.** Mit dem Einfrieren der russischen Goldreserven hat der Westen dem Rest der Welt im Wesentlichen signalisiert, dass etwa 80% der globalen Devisenreserven davon bedroht sind, eingefroren oder sogar beschlagnahmt zu werden. **Heute liegen die gemeldeten offiziellen Goldreserven nur noch 8% unter dem Allzeithoch von 38.491 Tonnen im Jahr 1966.**

Globale Zentralbanken-Goldreserven, in Tonnen, Q4/2000-Q1/2022



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

## Nachfrage der Anleger nach Gold

*O Gold! I still prefer thee unto paper, which makes bank credit like a bark of vapour.*

**Lord Byron**

**Wir werden nun die Anlegernachfrage näher betrachten. Dabei werden wir uns insbesondere auf die Nachfrage nach privaten Anlagen und ETFs konzentrieren.** Die ETFs mussten 2021 Abflüsse im Umfang von 173 Tonnen hinnehmen, verglichen mit einem Rekordzufluss von 874 Tonnen im Jahr davor. Dies führte dazu, dass die Gesamtanlegernachfrage für 2021 im Vergleich zum Vorjahr um 43% zurückging. **Wir haben im Jänner 2022 einen Artikel veröffentlicht**, in dem wir die verschiedenen möglichen Gründe für diesen zwischenzeitlichen Einbruch dargelegt haben.

**Dagegen erreichte die Nachfrage nach Barren und Münzen mit 1.180 Tonnen 2021 ein Achtjahreshoch.** Die Barrennachfrage stieg um 50% auf 804 Tonnen, während die offizielle Münz- und Medaillennachfrage geringfügig auf 376 Tonnen zurückging.

**Auf China entfielen 285 Tonnen an Barren- und Münzkäufen**, was einem Anstieg von 44% gegenüber den Zahlen für 2020 entspricht und durch die außergewöhnlich starke Nachfrage in Q4/2021 begünstigt wurde. Die **Investitionen in Indien stiegen um 43% auf 186 Tonnen**, während US-

*All that is gold does not glitter,  
not all those who wander are  
lost; the old that is strong does  
not wither, deep roots are not  
reached by the frost.*

**J. R. R. Tolkien**

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

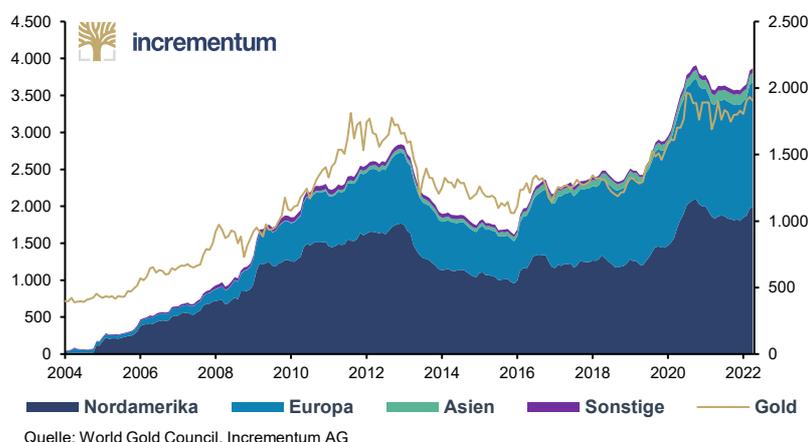
**FOFOA**

**Anleger insgesamt 117 Tonnen kauften**, was einem Anstieg von 69% gegenüber 2020 entspricht. Deutschland führte die starke Nachfrage nach Barren und Münzen in Europa an. **Europäische Investoren kauften 264 Tonnen, 6% mehr als im Vorjahr.** Dies ist ein erheblicher Nachfrageanstieg gegenüber den Vorjahren und rund 20% mehr als die durchschnittliche Nachfrage nach Barren und Münzen seit 2014.

**Es ist interessant festzustellen, dass nicht nur Zentralbanken und Verbraucher Gold kaufen, um sich gegen Krisen abzusichern, sondern auch Unternehmen.** Das Softwareunternehmen „Palantir Technologies“ gab vergangenes Jahr bekannt, dass es Goldbarren im Wert von 50,7 Mio. USD gekauft hat, um sich „auf eine Zukunft mit mehr schwarzen Schwänen vorzubereiten“. Das Wort Palantir bedeutet „sehender Stein“ und ist Teil des Fantasy-Universums von J.R.R. Tolkien, zu dem auch „Herr der Ringe“ gehört. Zu den Kunden von Palantir zählen CIA, FBI, NSA, verschiedene andere Regierungsbehörden und zahlreiche Kunden aus der Privatwirtschaft, darunter Chrysler, Airbus und JP Morgan Chase. Im Jahr 2022 könnten weitere Unternehmen diesem Beispiel folgen, wenn die finanzielle Unsicherheit zunimmt.

**Die Abflüsse aus dem ETF-Markt konzentrierten sich stark auf Q1/2021 und fielen mit einem Anstieg der Risikobereitschaft der Anleger zusammen, als neu entwickelte Covid-Impfstoffe auf den Markt gebracht wurden.** Ein Blick auf diese Abflüsse aus einer längerfristigen Perspektive liefert nützliche Erkenntnisse. In den vorangegangenen fünf Jahren verzeichneten die börsengehandelten Fonds kumulative Zuflüsse von mehr als 2.200 Tonnen, wodurch sich der Gesamtbestand auf fast 4.000 Tonnen mehr als verdoppelte. Die Abflüsse von 173 Tonnen im Jahr 2021 sind daher im Vergleich dazu relativ gering. Die weltweiten ETF-Bestände liegen weiterhin deutlich über dem Niveau vor der Pandemie.

**Kumulierte ETF-Bestände nach Region (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs) in USD, 01/2004-04/2022**



**Die ETF-Abflüsse im Jahr 2021 waren auf nordamerikanische Fonds zurückzuführen**, die die in Q1/2021 aufgelaufenen Verluste nie wieder aufholen konnten. **Die europäischen ETF-Bestände waren wesentlich stabiler**, erholten sich von den Abflüssen in Q1/2021 und reinvestierten die 44 Tonnen, die

sie im restlichen Jahr verloren hatten, vollständig. **Asiatische ETFs schnitten erneut besser ab**, wobei der Großteil der Zuflüsse im Laufe des Jahres auf diese Region entfiel. Die Gesamtbestände in der Region stiegen um mehr als 20% und nahmen im Laufe des Jahres um 25 Tonnen zu. Damit bestätigte Asien einmal mehr seine Vorliebe für Goldkäufe in Zeiten eines schwächelnden Goldpreises. **Die in Gold-ETFs investierten Vermögenswerte sind im Vergleich zum gesamten US-Aktienmarkt nach wie vor winzig**. Derzeit beträgt diese Allokation lediglich 0,5%.



In Q1/2022 gab es erhebliche Zuflüsse, wobei der nordamerikanische Markt in diesem Zeitraum um 10% oder 170 Tonnen zulegte, Europa um 7,5% oder 110 Tonnen. Asien verzeichnete hingegen Abflüsse von 14,8 Tonnen oder 10,5%. Zusammengenommen ergibt dies einen Gesamtzufluss von 8%.

## Schmucknachfrage nach Gold

*All you need is love . But a little Jewelry never hurt anybody.*  
**Abby Lowery**

**Die weltweite Schmucknachfrage stieg im vergangenen Jahr um 52% auf insgesamt 2.124 Tonnen und machte damit die Verluste wett, die 2020 durch die Corona-Pandemie entstanden waren.** Die Erholung in den ersten drei Quartalen war größtenteils auf Basiseffekte zurückzuführen – eine extreme Schwäche im Jahr 2020 – aber im vierten Quartal 2021 gab es ein starkes Nachfragewachstum, angeführt von Indien, das in Q4/2021 einen neuen Quartalsrekord verzeichnete. **Wertmäßig erreichte die Jahresnachfrage 123 Mrd. USD** und damit fast den Rekord von 2013.

**Im vergangenen Jahr stieg Chinas Nachfrage nach Goldschmuck um 63% auf 675 Tonnen.** Dies ist mit dem Niveau vor der Pandemie im Jahr 2019 zu vergleichen, was einem Anstieg von 6% entspricht. **Indiens Schmucknachfrage verdoppelte sich gegenüber 2020 auf 611 Tonnen**, ein Sechsjahreshoch. **Die US-Nachfrage war mit 149 Tonnen die stärkste seit 12 Jahren.** Die **europäische Nachfrage stieg um 21% auf 69 Tonnen**, blieb aber immer noch hinter dem Niveau vor der Pandemie zurück. **Es wird**

**erwartet, dass die weltweite Schmucknachfrage im Jahr 2022 stark bleiben wird, da der Nachholbedarf nach der Pandemie abgebaut wird.**

*Gold goes where the money is, and it came to the United States between World Wars I and II, and it was transferred to Europe in the postwar period. It then went to Japan and to the Middle East in the 1970s and 1980s, and currently it is going to China and also to India.*

**James Steel**

Erwähnenswert sind auch die Entwicklungen auf dem chinesischen Markt. Die chinesische Wirtschaft verzeichnete im zweiten Halbjahr 2021 einen deutlichen Wachstumsrückgang, verbunden mit einer höheren Inflation. Angesichts des zunehmenden Stagflationsdrucks und der nach wie vor niedrigen Realzinsen gehen **die Analysten des World Gold Council** davon aus, dass chinesische Anleger ihr Vermögen und ihre Kaufkraft mit Gold schützen werden.

**Eine chinaweite Umfrage über den Goldschmuckmarkt im Jahr 2021** ergab, dass Goldschmuckprodukte zu einem wichtigen Verkaufsschwerpunkt in den lokalen Juweliengeschäften in China geworden sind. Der zunehmende Fokus auf den finanziellen Aspekt von Goldschmuckprodukten bei jungen Menschen und die größere Preistransparenz im Rahmen des neuen „Pro-Gramm“-Preismodells dürften das weitere Wachstum fördern. Die derzeitigen Beschränkungen für Goldprodukte im Einzelhandel werden dafür sorgen, dass die chinesische Nachfrage nach physischem Gold in Form von Barren und Münzen hoch bleiben wird.

**In Indien spielt Gold eine einzigartige kulturelle und wirtschaftliche Rolle.** Die Inder verwenden Gold gerne als Wertaufbewahrungsmittel und als Finanzierungsinstrument, indem sie Gold als Sicherheit „verpfänden“. Dies bedeutet, dass der Goldpreis einen einzigartigen Einfluss auf die indische Wirtschaft hat. **Eine vor kurzem publizierte Studie** untersuchte die Gewohnheiten der indischen Goldkonsumenten. Sie kam zu dem Schluss, dass die Inder bei einem Anstieg des Goldpreises dazu neigen, ihr erhöhtes Vermögen für mehr Konsum zu nutzen. Dieser Effekt lässt sich sogar bei den Gewinnen von Unternehmen des Einzelhandelssektors beobachten. Dies bestätigt frühere Erkenntnisse, wonach sich der Stellenwert von Gold in Indien trotz demografischer Veränderungen und des Aufkommens neuer Technologien und Innovationen einschließlich digitaler Vermögenswerte wie Bitcoin kaum verändert hat.

### **Entsteht ein neuer Goldlieferstandard in den VAE?**

Am 18. November 2021 kündigten die Vereinigten Arabischen Emirate auf der **Edelmetallkonferenz in Dubai** an, in Kürze den „**UAE Good Delivery Standard**“ für Gold einzuführen. Dieser neue Standard wird dem „**LMBA Good Delivery Standard**“ ähnlich sein. Diese Ankündigung ist insofern von Bedeutung, als der „**LMBA Good Delivery Standard**“ die Regeln dafür vorgibt, welche Raffinerien in den Geltungsbereich der „**Good Delivery Lists**“ fallen.

*The crisis of today is the joke of tomorrow.*

**H. G. Wells**

Der Kampf zwischen Dubai und den Vereinigten Arabischen Emiraten und der Achse London-Schweiz dauert an, da der Nahe Osten um mehr Unabhängigkeit bemüht ist. **Im November 2020 drohte die LMBA** damit, die VAE auf die schwarze Liste zu setzen, wenn sie die neuen Regulierungsstandards nicht erfüllen. Die Reaktion der VAE auf diese Drohung, nämlich die Ausweitung ihres eigenen Standards für Goldlieferungen, könnte erhebliche Auswirkungen auf den weltweiten Goldhandel haben. Dubai behauptet, dass **25% des weltweiten**

Goldhandels innerhalb der Freihandelszone „Dubai Multi Commodities Centre“ (DMCC) abgewickelt werden.

Die Einführung des „UAE Gold Delivery Standard“ wurde am 18. November 2021 angekündigt. Weitere Details dazu wurden bislang noch nicht bekanntgegeben.

## NSFR – Angekündigte Katastrophen finden selten statt

*Liquidity is a coward, it disappears at the first sign of trouble.*

**Barton Biggs**

*Stability might not be everything, but everything is nothing without stability.*

**Steve Hanke**

Wie wir im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report<sup>32</sup> erwartet hatten, hat die verpflichtende Einführung der „Net Stable Funding Ratio“ (NSFR) nicht zu Störungen auf dem Goldmarkt geführt. Die Vorschriften wurden in der EU am 28. Juni 2021, in den USA am 1. Juli 2021 und im Vereinigten Königreich am 1. Januar 2022 eingeführt, nachdem die sechsmonatige Aufschiebungsfrist abgelaufen war. Die Finanzinstitute hatten diese regulatorische Anforderung zur Reduzierung des Liquiditätsrisikos bereits im Vorfeld erfüllt.

Der am 28. Juni 2021 veröffentlichte Bericht der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) mit dem etwas sperrigen Titel „[EBA report on the impact of the NSFR on the functioning of the precious metals market under the mandate in Article 510 \(11\) of Regulation \(EU\) No 2019/876](#)“ konnte daher bereits ein erstes Zwischenfazit ziehen. Es wurde keine signifikante Beeinträchtigung der Funktionsweise der Edelmetallmärkte festgestellt. Eine Herabsetzung des RSF-Faktors für Gold von derzeit 85% wird daher nicht als notwendig erachtet. Der RSF-Faktor bestimmt den Prozentsatz, zu dem ein Vermögenswert stabil finanziert sein muss.

Die LBMA hingegen hält an ihrer Forderung fest, den RSF-Faktor für Gold auf 0% zu senken und damit nicht zugewiesenes Gold mit Banknoten, Münzen und Zentralbankeinlagen gleichzustellen sowie Gold als „hochwertige liquide Anlage“ (HQLA) einzustufen.

## Fazit: Q1/2022 Trends – der bisherige Jahresverlauf

Gemäß [World Gold Council](#) markierte Q1/2022 einen starken Jahresauftakt auf der Goldnachfrageseite, wobei die Goldnachfrage (ohne OTC) im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 34% stieg. Dies, während der Goldpreis in USD um 8% anstieg. Die Gesamtnachfrage von 1.234 Tonnen ist die höchste seit Q4/2018 und liegt 19% über dem Fünfjahresdurchschnitt von 1.039 Tonnen.

Die Gesamtnachfrage nach Anlagen hat sich mehr als verdreifacht: von 182 Tonnen im ersten Quartal 21 auf 551 Tonnen im ersten Quartal 22. Dies wurde hauptsächlich durch Käufe von börsengehandelten Fonds in Höhe von 269 Tonnen angeheizt, die die Abflüsse von 2021 mehr als umkehrten, und durch

<sup>32</sup> Siehe „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, *In Gold We Trust*-Report 2021

Zentralbanken, die 84 Tonnen hinzufügten, was mehr als das Doppelte des Vorquartals ist.

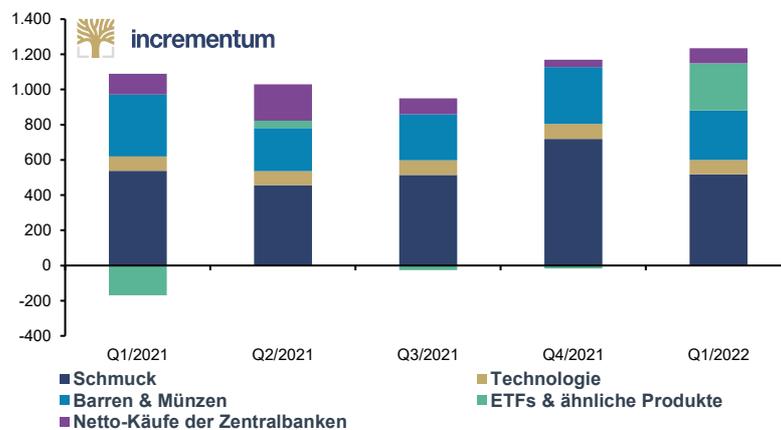
Die Investitionen in Barren und Münzen blieben im Vergleich zu den langfristigen Trends hoch und lagen mit 282 Tonnen um 11% über dem Fünfjahresdurchschnitt. Diese relative Stärke ist außergewöhnlich, wenn man bedenkt, dass sich die Lockdowns in China und die historisch hohen Preise in der Türkei negativ auswirkten.

*Denial aint just a river in Egypt.*  
**Mark Twain**

**Bei den Notenbanken war Ägypten im ersten Quartal der größte Käufer und meldete im Februar einen Anstieg seiner Goldreserven um 44 Tonnen (+54 %).** Damit stiegen die Gesamtgoldreserven auf 125 t oder 19% der Gesamtreserven, was im Vergleich zu den regionalen Mitbewerbern des Landes einen höheren Anteil darstellt. Die Türkei war der andere große Käufer im Quartal und erhöhte ihre Goldreserven um 37 Tonnen. Damit stiegen die Gesamtgoldreserven auf über 430 Tonnen, was 28% der Gesamtreserven ausmacht.

Die Schmucknachfrage hat im ersten Quartal an Schwung verloren und ist im Vergleich zum Vorjahr um 7% auf 474 Tonnen gesunken, was auf höhere Preise und einen Rückgang des Verbrauchs in China und Indien zurückzuführen ist.

**Globale Goldnachfrage nach Sektor, in Tonnen, Q1/2021-Q1/2022**

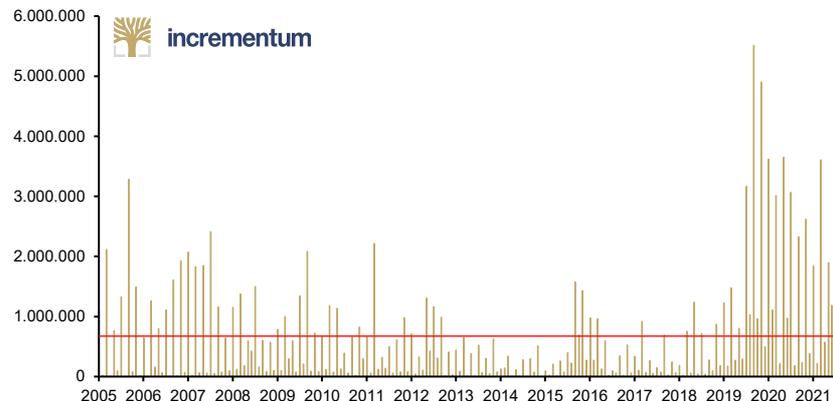


Quelle: Metals Focus, World Gold Council, Incrementum AG

*Let's get physical, physical  
I wanna get physical.  
Let's get into physical.*  
**Olivia Newton-John**

**Ein weiterer interessanter Trend, den wir bereits im letzten Jahr erwähnt haben, ist der starke Anstieg der physischen Lieferungen an der COMEX.** In den vergangenen 24 Monaten lagen die Lieferungen im Durchschnitt bei knapp 1,93 Mio. Unzen und damit weit über dem langfristigen Durchschnitt von knapp 673.000 Unzen. Ähnliche Entwicklungen sind auf dem Markt für Silber-Futures zu beobachten.

### Comex Gold-Lieferung, in Feinunzen, 01/2006-04/2022



Quelle: CME Group, Goldchartsrus.com, Incrementum AG

Was könnten die Gründe für diesen zunehmenden Wunsch nach physischer Lieferung sein?<sup>33</sup>

- Angesichts vorübergehender Versorgungsengpässe wurde der Terminmarkt für den Kauf von physischem Gold gleichsam „herangezogen“.
- Eine wachsende Zahl von Marktteilnehmern zieht physisches Gold dem „Papiergold“ vor, nachdem das Vertrauen in die Institutionen und die Goldversorgungskette im Zuge der Schließungskrise geschwächt wurde.

**Künftig werden vor allem Zentralbanken und institutionelle Anleger Gold verstärkt nachfragen.** Pensionsfonds und Versicherungen, die normalerweise einen hohen Anteil an (Staats-)Anleihen haben, werden ihre Anlagepolitik grundlegend überdenken müssen. Gold könnte dabei eine wichtige Rolle spielen. Nachholeffekte bei der Schmucknachfrage, sobald die Coronavirus-Pandemie in Asien – insb. China – endgültig zurückgedrängt ist, werden die Goldnachfrage ebenfalls unterstützen.

<sup>33</sup> Siehe Polleit, Thorsten: „Auf physisches Gold und Silber setzen. Dazu ist es noch nicht zu spät“, *Degussa Marktreport*, 30. Juli 2020

# Fazit: Status Quo

## „Alle Wege führen zu Gold.“

Kiril Sokoloff

### Key Takeaways

- Wie wir in unserem letztjährigen *In Gold We Trust*-Report prognostiziert haben, hat die Inflation deutlich angezogen. Der Goldpreis entwickelte sich allerdings weniger erfreulich und entgegen unserer Erwartungen.
- Die Rohstoffhausse ist in vollem Gange, beflügelt durch fehlende CAPEX im Zuge des Bärenmarktes, den Krieg in der Ukraine und die Covid-Krise.
- Substanzielle Zinserhöhungen sind nicht zu erwarten. Dies liegt vor allem an der drohenden Schuldenkrise und der entlastenden Wirkung der Inflation auf die öffentlichen Haushalte.
- Gold erfreut sich auf staatlicher Ebene weiter an Beliebtheit. Wir erwarten, dass die Goldnachfrage der Zentralbanken in der zweiten Jahreshälfte 2022 ihren historischen Höchststand erreichen wird, gerade auch aufgrund der sich verschärfenden geopolitischen Spannungen.
- Ist Gold nun bereits „zu teuer“? Trotz des deutlichen Nominalpreisanstiegs im Vorjahr darf nicht vergessen werden, dass in einer inflationsbereinigten Betrachtung das reale Allzeithoch aus dem Jahr 1980 von mehr als 2.400 USD noch weit entfernt liegt.
- Das beliebte Gold/Wiesnbier-Ratio ist trotz massiver Preissteigerungen beim Oktoberfestbier mit 121 Maß Bier pro Unze Gold konstant geblieben. Gold konnte die „Bierkaufkraft“ auf der Wiesn problemlos konservieren. Auf dem Trockenen sitzt der goldaffine Bierliebhaber selbst in Zeiten der Inflation also nicht.

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

Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle geschrieben:

*„Wir fühlen uns in dieser Prognose bestätigt, wobei wir uns aktuell noch innerhalb der „Komfortzone“ der Inflation befinden, die Betonung liegt allerdings auf „noch“. ... Wir erachten eine Verfestigung der Inflation über dem Niveau der vergangenen Jahre für sehr wahrscheinlich.“<sup>34</sup>*

*It's been 40 years since inflation was on radars. Most boomers only experienced the raging inflation of the 70s through the lens of their struggling parents.*

**Dave Collum**

*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**

*There is a difference between gold and tin as commodities. The difference is that central banks don't hold tin in their reserves.*

**Geoffrey Bell**

**Diese Verfestigung der Inflation fand definitiv statt. Die Teuerung ist kein Exotenthema mehr, sondern im Mainstream angekommen.** Dieser

Part der Prognose war somit korrekt, doch der Goldpreis entwickelte sich angesichts der kräftig anziehenden Inflationsrate eher enttäuschend. Gegen Beginn des Jahres war der Frust bei Goldinvestoren noch groß, viele Goldbullen hinterfragten ihr Vertrauen in Gold. Doch wie in unserem im Herbst 2020 verfassten Artikel **„Hat Gold sein Mojo verloren?“** geschrieben, gab es für diesen Verschnauffer triftige Gründe. Schließlich lag der Goldpreis noch im Mai 2019 bei lediglich 1.300 USD. Der anschließende Rekordlauf auf 2.063 USD mit einer Steigerung um fast 60% in 15 Monaten war rasant. Zudem lasteten der haussierende US-Dollar, die Kehrtwende hin zu einer restriktiveren Geldpolitik sowie auch die Konkurrenz des digitalen Goldes, d. h. der Kryptowährungen, auf dem Goldpreis. Dieser Gegenwind drehte sich zum Jahresbeginn in einen Rückenwind, getrieben von volatilen Aktien- und Anleihenmärkten, die nervös auf das zunehmend stagflationäre Umfeld reagieren. In den vergangenen Wochen drehte sich der Wind allerdings neuerlich.

**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 während der Zuspitzung der Krise in der Ukraine mit dem Kriegsausbruch am 24. Februar erfüllt. Seit Jahresbeginn ist es eines der wenigen Assets mit positivem Vorzeichen.** Mit ihrer zögerlichen Inflationsbekämpfung riskieren die Notenbanken, ihr Vertrauenskapital endgültig aufzubrechen. Dies trifft in besonderem Maße auf die EZB zu, untergeordnet aber auch auf die Federal Reserve und viele andere Notenbanken.

**Die Renaissance des Goldes als Reservewährung der Zentralbanken setzte sich im vergangenen Jahr mit Nettokapitalzuflüssen der Zentralbanken in Höhe von 463 Tonnen fort.** Dies ist ein Anstieg um 82% gegenüber 255 Tonnen im Jahr 2020. Die gesamten globalen Reserven befinden sich nun in der Nähe eines 30-Jahres-Hochs. **Umfangreiche Käufe wurden seitens Indien, Brasilien und Thailand getätigt.**

<sup>34</sup> „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021, S. 86

*China has just been sent soft notice that their \$3 trillion may or may not be there when they need it.*

**Douglas Pollitt**

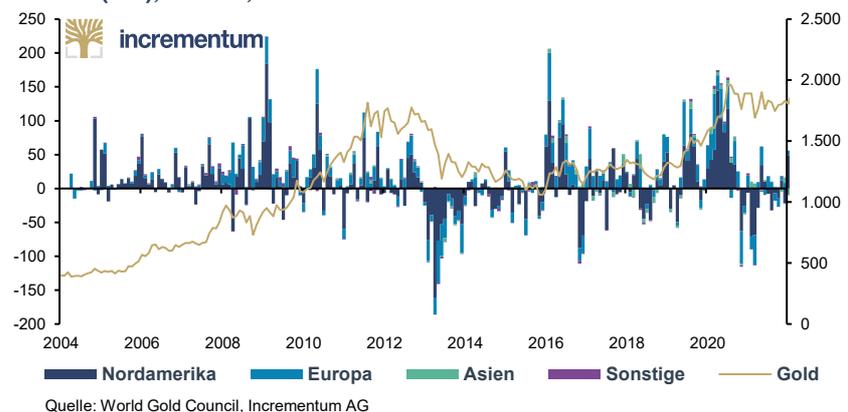
**Das Einfrieren der russischen Zentralbankreserven wird massive Konsequenzen für den Goldmarkt haben.** Wir halten es für gut möglich, dass die russische Goldproduktion von rund 370 Tonnen pro Jahr von der Notenbank oder staatsnahen Institutionen weitestgehend aufgekauft werden wird. Zudem werden zahlreiche weitere Notenbanken aus Ländern, die gewisse Kontroversen mit den USA hegen, ebenfalls vorziehen, ihre Goldreserven gegenüber dollardenominierten Assets aufzustocken.

**Wir erwarten deshalb, dass die Goldnachfrage der Zentralbanken in der zweiten Jahreshälfte 2022 ihren historischen Höchststand erreichen wird.** Die Zentralbanken weltweit haben sowohl starke Diversifizierungs- als auch geopolitische Gründe, ihre Reserven in Gold umzuschichten.

Die Nachfrage nach Barren und Münzen stieg 2021 an, wobei die Barrennachfrage zum Jahresende um 54% zunahm, was vor allem auf die gestiegene Nachfrage in China und Indien zurückzuführen war. Die Schmucknachfrage stieg um 52% und erholte sich vom Corona-Einbruch. **Wir erwarten, dass die Verbrauchernachfrage in den Schwellenländern durch einen Mangel an alternativen Anlagemöglichkeiten angekurbelt werden wird.** In China sinken die Immobilienpreise, Aktien befinden sich in einem Bärenmarkt. Gleichzeitig bleiben die Zinssätze sowohl in China als auch in Indien in einem Umfeld hoher Inflation auf historisch niedrigem Niveau.

**Die ETFs verzeichneten 2021 Abflüsse in Höhe von 45%, was vor allem auf ein außergewöhnlich starkes Jahr 2020 zurückzuführen ist. Seit Jahresbeginn befindet sich die ETF-Nachfrage deutlich im Aufwind.** Wir gehen davon aus, dass für die weitere Preisentwicklung die Investorennachfrage das Zünglein an der Waage sein wird.

Monatliche Gold-ETF-Flows nach Regionen (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2004-04/2022



*The rapid surge in price levels since 2021 fits the classic profile of a war-related bull run in commodity prices.*

**Alpine Macro**

**Bereits 2019 haben wir uns bezüglich einer Renaissance des Rohstoffsektors zunehmend positiver gezeigt. Der Rohstoffbullenmarkt ist nun voll im Gange. Ein Blick in die Geschichtsbücher zeigt:** Kriege sind ein häufiger Katalyst für Rohstoffzyklen. Dies hat zahlreiche Gründe: einerseits als Konsequenz einer anziehenden Gesamtnachfrage, getrieben durch die Rüstungsindustrie, andererseits durch

Unterbrechungen der Lieferketten, der allgemeinen Wahrnehmung der Geldentwertung und im Extremfall durch eine Flucht in Sachwerte.

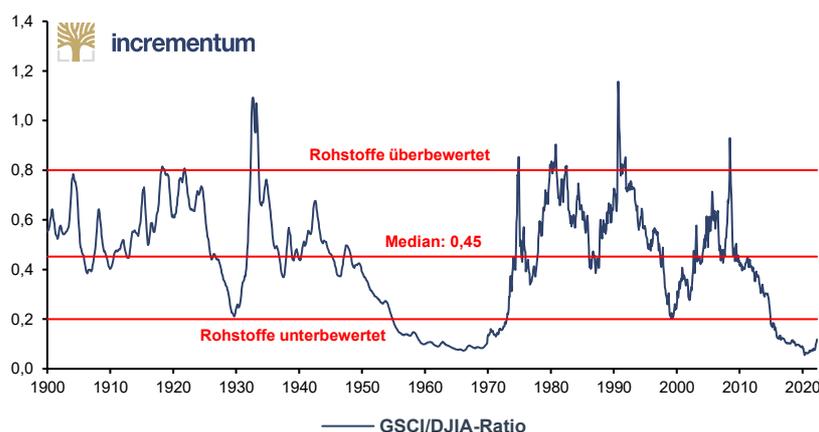
Seit dem Beginn der Corona-Pandemie im Spätwinter 2020 hat die Welt mit kriegsähnlichen Störungen zu kämpfen. Die Angebotsseite ist durch die Lockdown-Maßnahmen eingeschränkt, zudem herrscht ein vorübergehender, mitunter auch struktureller Mangel an Materialien, Transportmitteln und Arbeitskräften, während die Nachfrage durch monetäre und fiskalische Anreize stimuliert wurde. **Insofern entspricht der rasche Anstieg der Commodities einer kriegsbedingten Hausse.**

*The mining industry has been a hard industry to operate in for the last 30 years. And the aura of respect surrounding mining is somewhere below that surrounding garbage collection. And the consequence of that is that many competent people would choose a job in any career other than mining.*

**Rick Rule**

**Ein Argument, das unserer Meinung nach zu wenig diskutiert wird, ist der Desinvestitionszyklus und Kapazitätsabbau im Rohstoffsektor, der sich nun in Form von Versorgungsengpässen manifestiert. Der Anteil der Gesamtinvestitionen im Bergbausektor am weltweiten BIP ist nach wie vor niedrig und beträgt weniger als die Hälfte dessen, was er Anfang der 2010er-Jahre war.**<sup>35</sup> Die Trends in anderen wichtigen rohstoffproduzierenden Ländern sind ähnlich. Sowohl in Kanada als auch in den USA sind die Mineninvestitionen seit 2015 drastisch zurückgegangen und haben den niedrigsten Stand seit knapp 30 Jahren erreicht, als die säkulare Baisse bei den Rohstoffen fast an ihrem Tiefpunkt angekommen war. Das Minen-Angebot ist von einem langfristigen Investitionszyklus geprägt, während die Nachfrage von kürzeren, konjunkturellen Schwankungen abhängt. **Dies ist der Hauptgrund dafür, dass Boom-Bust-Zyklen im Commoditysektor so ausgeprägt sind.**

GSCI/DJIA-Ratio, 01/1900-04/2022



Quelle: <http://blog.gorozen.com/blog/commodities-at-a-100-year-low-valuation>, Reuters Eikon, Incrementum AG

*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**

**Die globale Gesamtverschuldung ist 2021 um rund 10 Prozentpunkte auf 351% gesunken.** Dies ist allen voran auf das außergewöhnlich hohe nominelle Wirtschaftswachstum und damit auf den Basiseffekt zurückzuführen. Schließlich waren die Maßnahmen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie 2021 deutlich milder als 2020. In absoluten Zahlen wurde der Aufwärtstrend jedoch fortgesetzt. Zum ersten Mal wurde die Marke von 300 Bill. USD durchbrochen. Das hohe Wirtschaftswachstum hat auch die Staatsschuldenquoten sinken lassen,

<sup>35</sup> Siehe „Commodity Surge: Secular or Cyclical“, Alpine Macro, 25. April 2022

*Last time US debt was this high, US real rates were negative for most of the next 35 years...*

**Luke Gromen**

*You must only be patient. Because on your side you have reason ... and against you, you have just a vague, fat, blind inertia.*

**Ayn Rand**

trotz zum Teil weiterhin exzessiver Defizite. Insbesondere die USA stechen mit einem zweiten Defizit jenseits der 10%-Marke negativ hervor. **Substanzielle Zinserhöhungen sind daher so gut wie ausgeschlossen, da ansonsten eine veritable Schuldenkrise droht.**

**Obwohl die nominellen Zinsen in den letzten Monaten gestiegen sind, bleiben sie historisch betrachtet niedrig und real meist negativ. Einer lesenswerten Analyse des „World Gold Council“ zufolge** müssten die Realzinsen in den USA auf über 2,5% steigen, um einen bedeutenden langfristigen negativen Einfluss auf den Goldpreis zu haben. Dies bestätigen auch unsere quantitativen Auswertungen im *In Gold We Trust*-Report 2019.<sup>36</sup> In einem Umfeld negativer Realzinsen liegt die durchschnittliche annualisierte Performance von Gold nominell bei 19,3% und real bei 11,4%. **Aufgrund der erreichten Schuldenstände kennen Sie, geschätzte Leser, vermutlich unsere Meinung: Negative Realzinsen sind die „neue Normalität“.**

**Angesichts der derzeitigen turbulenten Gemengelage ist es für uns schwer vorstellbar, dass wir am Ende eines Gold-Bullenmarktes stehen.** Diese Einschätzung erhärtet sich, wenn wir verschiedene Makro- und Marktkennzahlen zum Zeitpunkt der letzten beiden säkularen Allzeithochs 1980 und 2011 mit der aktuellen Situation vergleichen. Aus diesem Blickwinkel wird deutlich, dass der Goldpreis weiterhin viel Luft nach oben hat.

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

	1980	2011	Aktuell
Goldpreis in USD	835	1.900	1.811
Monetäre Basis in Mrd. USD	157	2.637	6.135
M3 Geldmenge in Mrd. USD	1.483	9.526	21.810
US-Staatsschulden in Mrd. USD	863	14.790	30.382
BIP/Kopf	12.303	50.056	73.277
US-Median-Hauspreis in USD	63.700	228.100	428.700
S&P 500	111	1.174	4.023
US-Arbeitslosenrate	6,3%	9,0%	3,6%
US-Dollar-Index	86,1	75,2	104,6

Quelle: treasury.gov, Federal Reserve St. Louis, Reuters Eikon, Incrementum AG, per 13.05.2022

**Ist Gold die eierlegende Wollmilchsau und damit die Lösung für alle unsere Probleme? Nein. Definitiv nicht.** Doch Gold weist einzigartige Portfolioeigenschaften auf, und es wird im Rahmen des neuen Inflationsregimes eine Renaissance als zentraler Portfoliobaustein erleben. **Lassen Sie uns die wichtigsten Vorteile von Gold noch einmal zusammenfassen:**<sup>37</sup>

- Verstärkte Portfoliodiversifizierung: Die Korrelation von Gold mit anderen Vermögenswerten liegt im Durchschnitt bei 0,1.
- Wirksamer Hedge gegen Tail-Risk-Ereignisse.

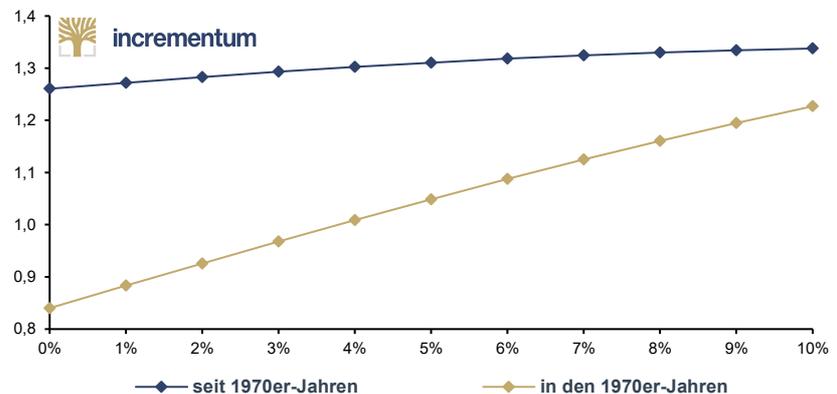
<sup>36</sup> Vgl. „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen“, *In Gold We Trust*-Report 2019

<sup>37</sup> Über die besonderen Portfolio-Eigenschaften von Gold, vgl. „Gold im Portfoliokontext“, *In Gold We Trust*-Classic

- Hochliquide Anlage: Die Liquidität von Gold ist deutlich höher als die von deutschen Bundesanleihen, britischen Gilts, US-Treasuries und den liquidesten Aktien.
- Portfolio-Absicherung in Zeiten steigender Preisinflationsraten sowie in stark deflationären Zeiten, jedoch nicht in Zeiten der Disinflation!
- Währungsabsicherung: Gold korreliert negativ mit Fiat-Währungen, insbesondere dem US-Dollar.

**Insbesondere in den stagflationären 1970er-Jahren konnten Anleger von ihrem Gold-Exposure profitieren.** Das ist angesichts des aktuellen Hineinrutschens vieler Volkswirtschaften in die Stagflation 2.0 von besonderer Relevanz. Das zeigt auch der nächste Chart, der das Sharpe-Ratio eines klassischen Portfolios mit unterschiedlichen Gold-Gewichtungen als Beimischung *ab* den 1970ern und *in* den 1970ern vergleicht.

**Sharpe-Ratio eines klassischen Portfolios\* mit unterschiedlicher Gold-Beimischung, Gold-Anteil (x-Achse), und Sharpe-Ratio (y-Achse), 1970-2021**



Quelle: Reuters Eikon, goldchartsrus.com, Incrementum AG  
 \*60% Aktien (S&P 500 TR)/ 40% IG-Anleihen

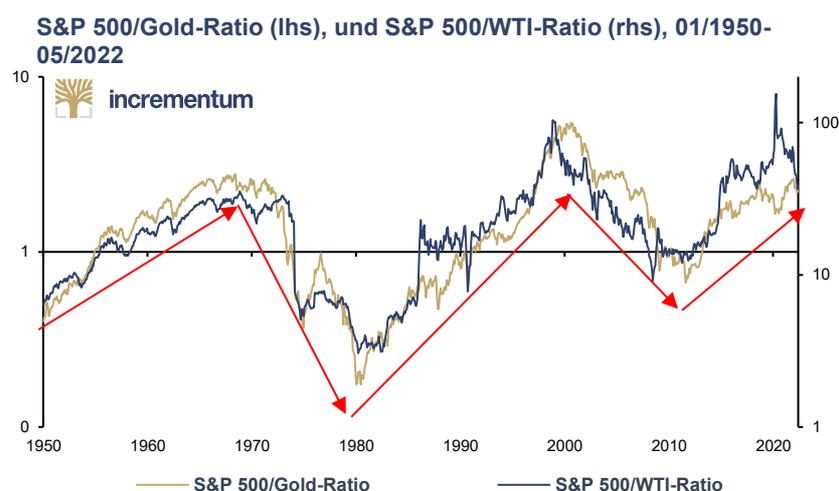
So ist der marginale Nutzen von Gold bis zu einer Portfolio-Beimischung von 10% zwar in beiden beobachteten Zeitperioden stetig positiv, der Anstieg ist jedoch in den 1970er-Jahren deutlich steiler, was auf einen relativ höheren marginalen Nutzen hinweist.

**Anhand der nachfolgenden Tabelle sieht man, dass Gold bei einem Einbruch des Aktienmarktes von über 20% antizyklisch wirkt.** Sowohl die absolute als auch die relative Performance von Gold zum S&P 500 ist in den meisten Fällen positiv. Nur in der Zeit zwischen 1980 bis 1982 wies Gold eine schlechtere Performance als der S&P 500 auf. Diese Outperformance in marktschwachen Phasen zeigt die stützende Rolle von Gold als Teil eines Portfolios.

Datum des Höchststandes	Datum des Tiefstandes	S&P 500 Return	Gold Return	Gold relativ zum S&P 500
16.09.1929	01.06.1932	-86,19%	0,29%	86,48%
02.08.1956	22.10.1957	-21,63%	-0,11%	21,52%
12.12.1961	26.06.1962	-27,97%	-0,06%	27,91%
09.02.1966	07.10.1966	-22,18%	0,00%	22,18%
29.11.1968	26.05.1970	-36,06%	-10,50%	25,56%
11.01.1973	03.10.1974	-48,20%	137,47%	185,67%
28.11.1980	09.08.1982	-27,27%	-45,78%	-18,51%
25.08.1987	20.10.1987	-35,94%	1,38%	37,32%
16.07.1990	11.10.1990	-20,36%	6,81%	27,17%
17.07.1998	08.10.1998	-22,29%	1,71%	24,00%
24.03.2000	10.10.2002	-50,50%	11,18%	61,68%
11.10.2007	06.03.2009	-57,69%	25,61%	83,30%
21.09.2018	26.12.2018	-20,21%	5,59%	25,80%
19.02.2020	23.03.2020	-35,41%	-3,63%	31,78%
03.01.2022	12/05/2022*	-18,07%	1,36%	19,43%
	Mittelwert	-35,33%	8,75%	44,09%
	Median	-27,97%	1,36%	27,17%

Quelle: Cornerstone Macro, Bloomberg, Reuters Eikon (\*Niedrigster Schlusskurs seit 03.01.2022), Incrementum AG

**Eine Rückkehr in die Zeit der Great Moderation, in die vier Jahrzehnte sukzessive fallender Inflationsraten scheint ausgeschlossen.** Angesichts der zunehmenden Stagflationsgefahren, auf welche wir im nachfolgenden Kapitel im Detail eingehen werden, dürfte eine nachhaltige Straffung der Geldpolitik nahezu ausgeschlossen sein. Die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen wird weiter positiv bleiben und viele Portfoliomanager auf dem falschen Fuß erwischen. **Angesichts der nächsten Grafik könnten wir uns eine Outperformance von Gold und Öl gegenüber dem S&P in den nächsten Jahren vorstellen.**



**Ist Gold nun bereits „zu teuer“?** Diese Frage hören wir häufig, von Kunden, Journalisten und Privatanlegern. 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 2.427 USD noch weit entfernt liegt.



*Gold will be repriced once in life; that will be much more than enough.*

„Another“

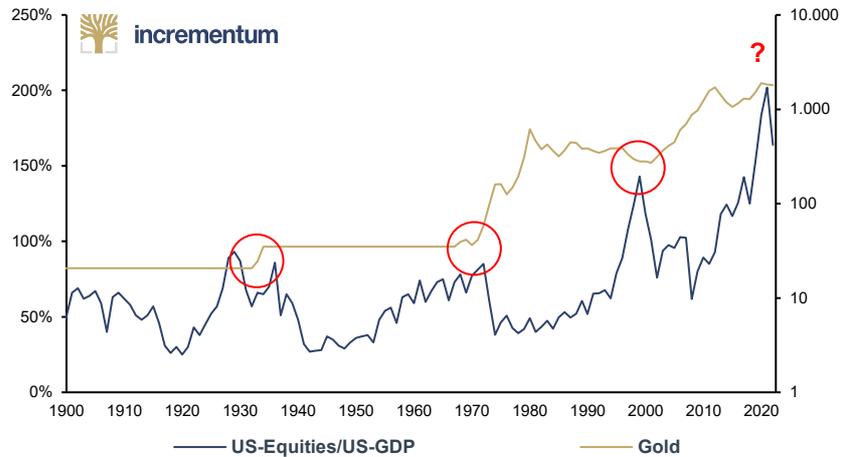
*Writing is like mining for gold hidden in the hillsides of your mind.*

David Baboulene

**Wohin kann die Preisreise nun gehen?** Historische Entwicklungen wiederholen sich nie deckungsgleich, weisen aber hinsichtlich ihrer Ursachen und ihrer Abläufe meist frappierende Ähnlichkeiten auf. **Der nachfolgende Chart zeigt die letzten 3 Neubewertungen von Gold.** Die erste Neubewertung fand statt, als Präsident Franklin D. Roosevelt 1934 im Nachgang der „Großen“ Depression den US-Dollar gegenüber Gold von 20,67 auf 35,00 USD/Feinunze Gold abwertete, um die Inflation und die Wirtschaft anzukurbeln. Die nächste Neubewertung fand 1971 statt, als Richard Nixon die Einlöseverpflichtung aufhob und die Welt in eine stagflationäre Phase schlitterte. Der Startschuss für die 3. Phase war schließlich das Platzen der Dot.com-Blase und das darauffolgende Absenken der Zinsen auf 1,00%. Der Goldpreis begann seinen Marsch von rund 260 USD im Jahr 2000 auf 1.900 USD im Jahr 2011, ein Anstieg um 640% in 11 Jahren.

**Die Stabilität des Geldwertes ist stets Maßstab für das Vertrauen in die wirtschaftliche Zukunft und die Glaubwürdigkeit der Institutionen.** Wie wir heuer und in den letzten Jahren ausgeführt haben, führten fundamentale ökonomische Verwerfungen häufig zu Währungskrisen oder sogar Währungsreformen. **Wir halten es für gut möglich, dass Gold im Zuge einer solchen Vertrauenskrise seine 4. Aufwertungsphase vollzieht.**

**Marktkapitalisierung US-Equities / US-BIP (Ihs), in %, und Gold (rhs, log), in USD, 01/1900-05/2022**



Quelle: Jan Nieuwenhuijs, The Gold Observer, FRED, Fraser, IMF, Wilshire, Incrementum AG

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

**Wir sind deshalb – mehr denn je – der festen Überzeugung, dass Gold ein vieldimensionaler Portfoliobaustein mit antifragilen Eigenschaften ist, der in der mittlerweile angebrochenen goldenen Dekade seine Stärken voll ausspielen wird – und erst recht in der Stagflation 2.0.**

## In Gold We Trust-Extra: Das Gold/Wiesnbier-Ratio<sup>38</sup>

*Zu Münchens schönsten  
Paradiesen zählt ohne Zweifel  
seine Wiesn.  
Eugen Roth*

Es findet wieder statt, das traditionelle Oktoberfest, nachdem es in den beiden vergangenen Jahren wegen der Corona-Pandemie abgesagt werden musste. Am 17. September wird es wieder „O’zapft is“ heißen. **Die Corona-Maßnahmen gehen, die Maß-Nahme kommt zurück.**

**Doch auch auf der Wies’n werden die Folgen der Inflation zu spüren sein.** Aufgrund der stark gestiegenen Rohstoffpreise und der erwarteten Zusatzausgaben für Corona-Sicherheitsmaßnahmen – in Deutschland wird fix mit einer nächsten Corona-Welle im Herbst gerechnet – **dürfte die Maß dieses Jahr 14,90 EUR kosten.** Das wäre im Vergleich zu 2019 ein Anstieg um 25% (!). Massive Preissteigerungen sind auch bei den sonstigen Getränken und für das Essen zu erwarten, was selbst die durch zwei Absagen entwöhnten Gäste von einem Besuch abschrecken könnte.

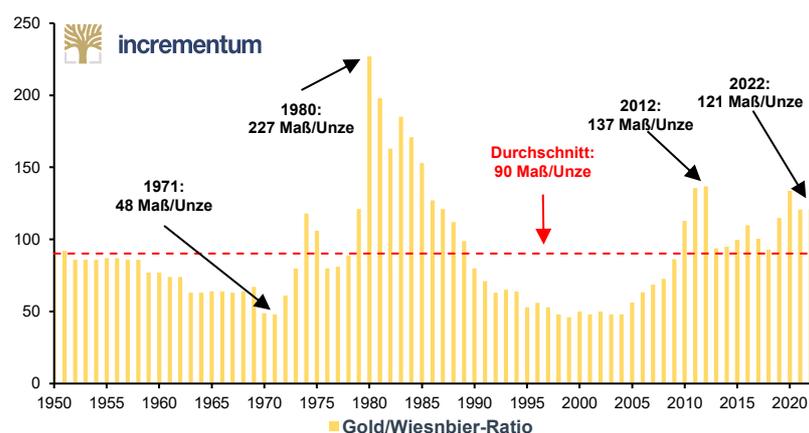
*To alcohol! The cause of – and  
solution – to all of life’s  
problems.  
Homer Simpson*

In unserer Kalkulation steigt der Preis für die Maß dieses Jahr allerdings „nur“ um 20,2%. In den vergangenen beiden Jahren hatten wir zur Berechnung der Gold/Wiesnbier-Ratio den Preisanstieg von 2018 auf 2019 um 2,6% fortgeschrieben. Das ergab für das virtuelle Oktoberfest 2021 einen Preis für die Maß von 12,40 EUR.

*24 hours in a day, 24 beers in a  
case. Coincidence?  
I think not.  
Paul Newman*

**Doch der Goldpreis hat die massive Preissteigerung zur Gänze aufgefangen. So wie im vergangenen Jahr kauft eine Unze Gold 121 Maß Bier.** Auf dem Trockenen sitzt der goldaffine Bierliebhaber selbst in Zeiten der Inflation also nicht.

Gold/Wiesnbier-Ratio, 1950-2022



Quelle: Reuters Eikon, Statista, Incrementum AG

<sup>38</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. *Siehe „O’zapft is! – Das Gold/Wiesnbier-Ratio 2021“, In Gold We Trust-Spezial, Oktober 2021*

# Aurion

TSXV: AU; OTCQX: AIRRF



**DISCOVERING THE NEXT  
MAJOR GOLD CAMP**

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

# Stagflation 2.0

*„It was the biggest inflation and the most sustained inflation that the United States had ever had.“*

Paul Volcker

## Key Takeaways

- Historisch traten die letzten ausgeprägten Stagflationsphasen zwischen 1970 und 1983 auf. Diese wurden durch einen Liquiditätsüberhang, der seinen Ursprung in einer zu lockeren Geldpolitik hatte, ermöglicht und durch Ölschocks infolge geopolitischer Spannungen ausgelöst.
- Während heute geld- und geopolitisch einige Parallelen zum damaligen Umfeld existieren, so unterscheiden sich gewisse Umstände doch signifikant. Insbesondere die höhere Verschuldung macht eine rigorose geldpolitische Bekämpfung der Teuerung so gut wie unmöglich.
- Unser Basisszenario ist, dass wir in den kommenden Jahren mehrere Stagflationswellen durchleben werden, welche das Investmentumfeld maßgeblich verändern werden.
- Das jahrzehntelang vorherrschende, disinflationäre Umfeld hat die Asset-Allokation der Anleger stark geprägt. Stagflation ist der „blinde Fleck“ der meisten breit gestreuten Portfolios. Edelmetall- und Rohstoffinvestments können in diesem Umfeld eine hervorragende Ergänzung im Portfolio sein, wenngleich einige Fallstricke zu beachten sind.

**Mitte des Jahres 2021 war es so weit. Das geldpolitische Elysium, eine Inflationsrate von 2%, wurde dies- und jenseits des Atlantiks endlich erreicht.** Doch die Inflationsraten machten bei der 2%-Marke nicht Halt. Ohne Pause wurde eine Prozentmarke nach der anderen durchbrochen, zahlreiche neue Jahrzehnte-Hochs bei den Inflationsraten erreicht. Das Ketchup war aus der Flasche.

*We are more worried about the inflation rate being too low in the medium term rather than too high.*

**Isabel Schnabel, Mitglied des EZB-Direktoriums, August 2021**

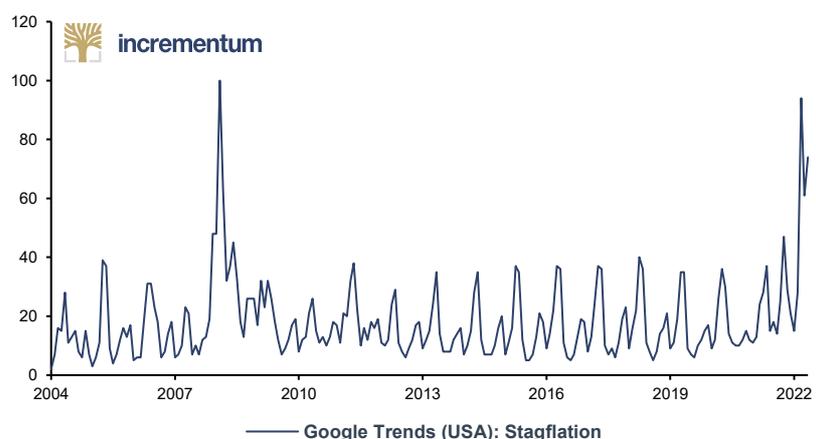
**Doch die Notenbanker wiegelten zunächst ab und sprachen gebetsmühlenartig davon, dass die Inflation bloß „vorübergehend“ sei.**

Wer dies anders sah, wurde als Crashprophet oder Panikmacher abgekanzelt. Doch das Narrativ von der bloß vorübergehend erhöhten Inflation begann unweigerlich zu bröckeln, je länger dieses „vorübergehend“ andauerte. Nur in Frankfurt hat man sich von diesem Narrativ noch nicht vollends trennen können, insbesondere in Taten.

Um der steigenden Teuerung doch noch eine positive Konnotation zu geben, wurde zuletzt auf das starke Wirtschaftswachstum verwiesen, welches für die Teuerung mitverantwortlich sein soll. Die Wachstumszahlen waren jedoch vor allem aufgrund des coronabedingten Basiseffekts überdurchschnittlich hoch und haben sich nun bereits merklich eingetrübt, während die Inflationsraten weiter nach oben schnellen.

**Der russische Einmarsch in die Ukraine stellt nach der Corona-Krise nun den nächsten fundamentalen „game changer“ dar.** Es scheint, als würde die Welt von einer Ausnahmesituation nahtlos in die nächste schlittern. Droht in Folge des Krieges nun eine stagnierende Wirtschaft bei steigender Inflation? **Wie die Häufigkeit der Google-Suche nach dem Begriff „Stagflation“ vermuten lässt, befürchten immer mehr Menschen genau dieses Szenario.**

Google Trends (USA): Stagflation, 01/2004-05/2022



Wir wollen uns daher in diesem Kapitel ausgiebig mit dem Thema Stagflation befassen, einen Abriss über Präzedenzfälle aus der jüngeren Vergangenheit liefern, einen Blick in die Zukunft wagen und anschließend die konkreten Konsequenzen für die Portfoliokonstruktion analysieren.

## Stagflation – Begriffsdefinition und wirtschaftspolitische Ansichten

*We now have the worst of both worlds – not just inflation on the one side or stagnation on the other, but both of them together. We have a sort of 'stagflation' situation. And history, in modern terms, is indeed being made.*

**Iain Macleod**

**Der Begriff „Stagflation“ bezeichnet jenen ökonomischen Zustand, in dem eine wirtschaftliche Stagnation und eine spürbare Inflation zusammentreffen.** Geprägt wurde dieser Begriff vom britischen Abgeordneten und späteren Finanzminister Iain Macleod, der den Begriff Stagflation 1965 zum ersten Mal verwendete. Im Sommer 1970 griff er ihn wieder auf, als in Großbritannien die Inflation die 6%-Marke erreicht hatte und die Wirtschaft in Q1/1970 um 0,9% schrumpfte. Im Laufe der stagflationären 1970er-Jahre ging der Begriff in den allgemeinen Sprachgebrauch ein.<sup>39</sup>

### Die klassische Stagflations-Definition beruht auf vier Säulen:

- Hohe Inflation
- Geringes oder negatives Wirtschaftswachstum
- Hohe Arbeitslosigkeit
- Wachstum unterhalb des Potenzialwachstums

Das Zusammentreffen einer wirtschaftlichen Stagnation mit einer erhöhten Teuerung galt gemäß damals vorherrschender Theorie – einer simplistischen Sichtweise auf die Philipskurve, die eine gegenläufige Abhängigkeit zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation postuliert – als unmöglich. Denn eine Abkühlung der Wirtschaft würde Beschäftigte freisetzen, wodurch die Löhne und die Inflation zu sinken begännen. Dagegen würde nur eine boomende Wirtschaft mit steigenden Löhnen und dauerhaft hoher Inflation einhergehen, so die damals allgemein akzeptierte These.

**Kritik an dieser keynesianisch geprägten Sichtweise wurde bereits in den späten 1960er-Jahren von Edmund Phelps<sup>40</sup> und Milton Friedman<sup>41</sup> geäußert.** Sie argumentierten, dass es keinen langfristigen Ausgleich zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit gibt. Vielmehr schaffe eine lockere Zentralbankpolitik im Laufe der Zeit die Voraussetzungen für ein geringeres reales Wirtschaftswachstum und eine höhere Inflationsrate, d. h. für eine Stagflation. Denn die Niedrigzinspolitik würde den Aufbau des Kapitalstocks erschweren und damit das Wirtschaftswachstum schwächen.

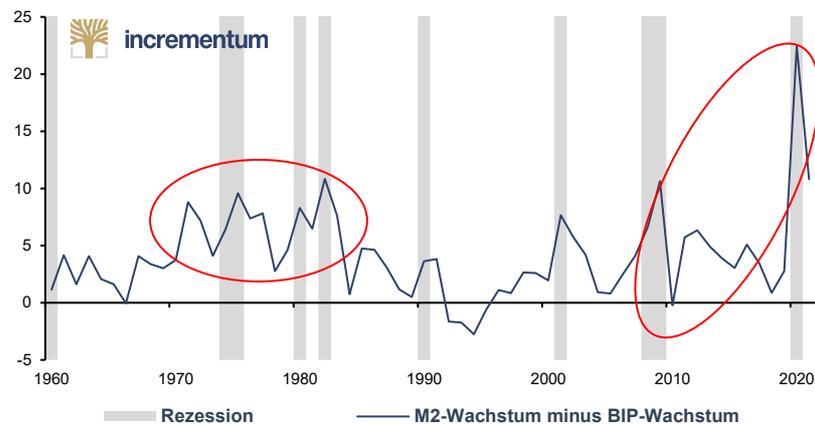
**Vertreter der „Österreichischen Schule der Nationalökonomie“** sahen in der expansiven Geldpolitik – in den 1960er-Jahren erhöhte sich die jährliche Wachstumsrate von M2 von 3,7% im Jahr 1961 auf 8,3% im Jahr 1968 – den Hauptgrund dafür, dass die dadurch ausgelösten „Booms“ unweigerlich in einem „Bust“ münden müssen. Die positive Diskrepanz zwischen Geldmengenwachstum und realem Wirtschaftswachstum verursachte einen „Geldüberhang“, der sich in mehreren Inflationswellen in den 1970er- und Anfang der 1980er-Jahre entlud.

<sup>39</sup> Siehe unser Interview mit Iain Macleods Neffen, Alasdair Macleod, unter „Stagflation und ein neuer Goldstandard“ in diesem *In Gold We Trust*-Report.

<sup>40</sup> Phelps, Edmund S.: „PCs, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment Over Time“, *Economica*, Vol. 34, August 1967, S. 254-81; Phelps, Edmund S.: „Money-wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium“, *Journal of Political Economy*, Vol. 76, Juli-August 1968, S. 678-711

<sup>41</sup> Friedman, Milton: „The Role of Monetary Policy“, *American Economic Review*, 58, Mai 1968, S. 1-17

### M2-Wachstum minus BIP-Wachstum, in %, 1960-2021



*Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon.*

**Milton Friedman**

**Die Stagflation der 1970er-Jahre läutete auf wirtschaftstheoretischer Ebene den Siegeszug des Monetarismus ein.** Eine der wesentlichen Erkenntnisse der „Chicago School“ rund um den charismatischen Ökonomen Milton Friedman, der 1976 den Wirtschaftsnobelpreis verliehen bekam, war, dass die Notenbanken eine rigorose Kontrolle über das Geldmengenwachstum ausüben müssen, um Inflation zu verhindern bzw. eine hohe Teuerung zu bändigen. Erst auf Grundlage dieser „Quantitätstheorie des Geldes“ mit der bekannten Gleichung „ $MV = PQ$ “, gelang es der Federal Reserve unter Paul Volcker Anfang der 1980er-Jahre, die hohe Inflation unter Kontrolle zu bringen und somit das Fundament für das Wiedererstarken der US-Wirtschaft zu legen.

**Das Bremsen des Geldmengenwachstums geschah freilich nicht schmerzfrei.** In Folge der stark angehobenen Zinsen stürzte die US-Wirtschaft Anfang der 1980er-Jahre gleich in zwei starke aufeinanderfolgende Rezessionen. Die hohen Zinsen waren derart unbeliebt, dass **Paul Volcker sogar mit dem Tod bedroht wurde**. Dennoch hielt er an seinem harten Kurs fest und wurde dafür später von Investoren gefeiert und von geldpolitischen Falken bis heute verehrt.

*Paul Volcker was the greatest American hero that I have known.*

**Ray Dalio**

**Trotz dieses Erfolges gerieten monetaristische Ideen im Laufe der Jahre ins Hintertreffen.** Ein bemerkenswertes Beispiel hierfür ist die Evolution der geldpolitischen Strategie der EZB. Auf Betreiben der Deutschen Bundesbank erhielt die EZB eine Zwei-Säulen-Strategie, deren eine Säule das Inflationsziel und deren andere ein Geldmengenziel war. Die Geldmenge M3 solle höchstens um 4,5% p.a. wachsen. **Doch dieser Geldmengenfokus verlor im Laufe der Zeit immer mehr an Bedeutung.**

*Un-anchoring is the loss of central bank credibility and a loss of control of the yield curve.*

**Pascal Blanqué**

**Auch die keynesianisch geprägten Ökonomen wendeten sich nach den 1970er-Jahren teilweise von der Philippskurve ab. Stattdessen erhielten die Inflationserwartungen der Bevölkerung einen hohen Stellenwert.** Solange die Inflationserwartungen im niedrigen Bereich verankert sind, besteht gemäß heute weitverbreiteter Ansicht keine Gefahr, dass Arbeitnehmer durch hohe Lohnforderungen zum Ausgleich des erwarteten Reallohnverlustes eine Preis-Lohn-Spirale auslösen.

*I have never believed that central banks should have rigid inflation targeting. That is not a good thing to stabilize. There is nothing in economic theory to back this.*

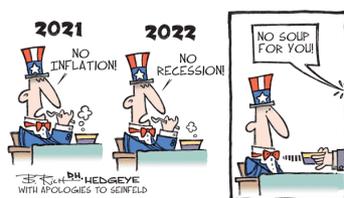
**Robert Mundell**

Niedrige Teuerungsraten werden demnach zu einer sich selbsterfüllenden Prophezeiung. **Zugespitzt formuliert: Solange niemand daran glaubt, dass die Preise auf breiter Front steigen werden, werden sie auch nicht steigen.** Die monetäre Seite der Inflationsgleichung wird dadurch nahezu irrelevant, die Erwartungen sind (fast) alles.

Früh begann auch schon die akademische Debatte über den adäquaten fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen-Mix zur Bekämpfung einer Stagflation. Diesen hat der spätere Nobelpreisträger Robert A. Mundell bereits 1971 (!) vorgelegt (Hervorhebung im Original), also unmittelbar nach Ende der ersten Stagflationsperiode im Jahr 1970: „*The correct policy mix was a reduction in the rate of monetary expansion (perhaps best achieved by a credit ceiling) combined with a tax reduction. This would have stopped the inflation rate without causing a depression.*“<sup>42</sup> Zumindest geldpolitisch wurden aber viel zu lange die Zügel zu locker gehalten.

**In der Gegenwart ist die Anwendung dieses Maßnahmen-Mixes – Zinserhöhungen und Budgetdefizite – aufgrund der deutlich höheren Verschuldung wohl kaum umsetzbar.** So war die Gesamtverschuldung (Staat + Unternehmen + private Haushalte) bezogen auf die Wirtschaftsleistung in den USA in den 1970er-Jahren nicht einmal halb so hoch wie heute. Signifikante Zinserhöhungen würden heutzutage daher nicht nur eine scharfe (Bereinigungs-) Rezession, sondern auch eine veritable Schuldenkrise verursachen.

## Stagflation 2.0 – eine proprietäre Definition



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Die klassischen Definitionen einer Stagflation sind weitgehend qualitativ und damit vage gehalten.** Zum Zweck der besseren Operationalisierbarkeit wollen wir eine eigene objektiv messbare, quantitative Definition vornehmen, die wir mit der Einbeziehung von den zwei Hauptfaktoren – Wirtschaftswachstum und Inflation – zudem bewusst schlank halten.

**Das Wachstum einer Volkswirtschaft definieren wir als „stagnierend“, sofern das reale Wirtschaftswachstum im Jahresvergleich weniger als 1% beträgt. Die Inflation erachten wir als erhöht, sofern sie im Jahresvergleich die 3%-Marke überschreitet.** Die Daten erheben wir auf Quartalsbasis. Beide Bedingungen müssen zumindest in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen erfüllt sein, um eine Stagflation ausrufen zu können.

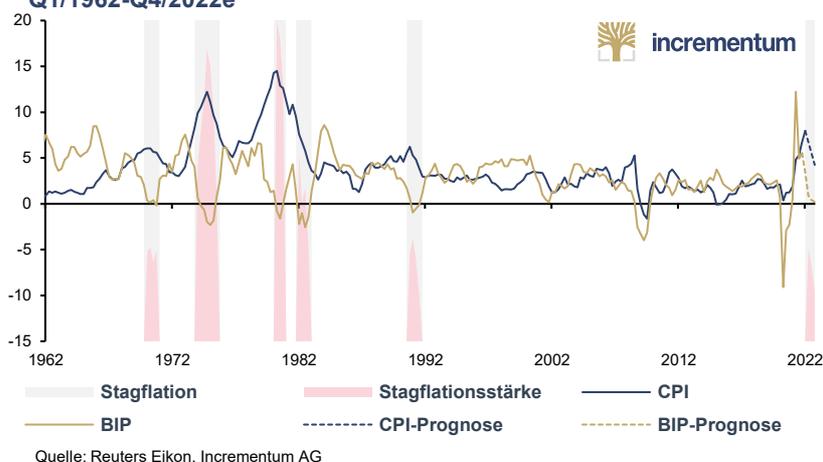
*The beginning of wisdom is the definition of terms.*

**Socrates**

**Zudem haben wir eine „Stagflationsstärke“ berechnet.** Hierbei kalkulieren wir die Stärke der Stagflation als Summe der Abweichung der zwei Variablen Inflation und BIP-Wachstum zu ihren jeweiligen Zielmarken, unter der Bedingung, dass die proprietäre Stagflationsdefinition hält. Die Skala wurde anschließend normalisiert, sodass der maximale Wert der Stagflationsstärke 1 beträgt.

<sup>42</sup> Mundell, Robert A.: „The Dollar and the Policy Mix“, *Essays in International Finance*, No. 85, Mai 1971, S. 4

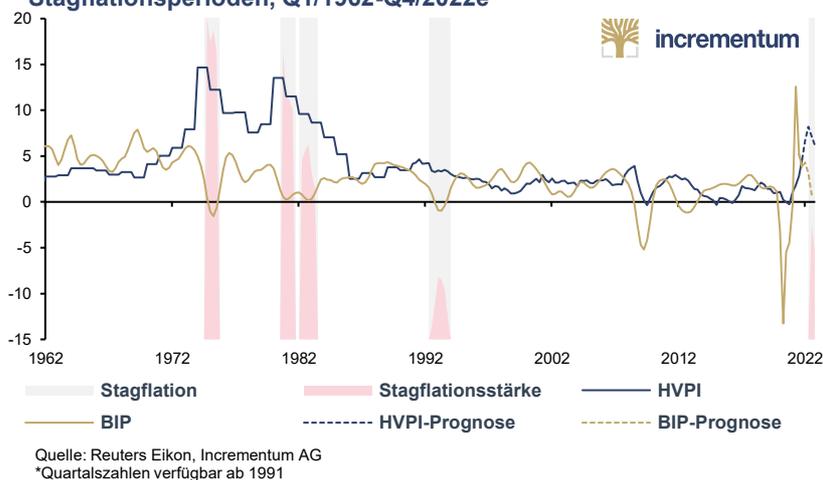
### US-BIP, US-CPI, und Prognosen, yoy%, und Stagflationsperioden, Q1/1962-Q4/2022e



**Auf Grundlage dieser Definition gab es in den USA in den vergangenen 60 Jahren insgesamt fünf stagflationäre Phasen.** Vier davon fanden in einem Zeitraum von 14 Jahren zwischen 1970 und 1983 statt, eine weitere schwache Stagflation trat Anfang der 1990er-Jahre auf.

**Auch innerhalb der heutigen Eurozone (EA-19) ist das Bild recht ähnlich.** Drei Stagflationsphasen registrieren wir zwischen 1974 und 1983, in eine weitere schwach ausgeprägte Stagflation fiel die Eurozone ebenfalls Anfang der 1990er-Jahre.

### BIP Eurozone, HVPI\* Eurozone, und Prognosen, yoy%, und Stagflationsperioden, Q1/1962-Q4/2022e



*Those who are easily shocked should be shocked more often.*  
**Mae West**

**Die ausgeprägten Stagflationsperioden in den 1970er- und Anfang der 1980er-Jahre wurden durch Angebotsschocks ausgelöst.** Die für jedermann offensichtlichen geopolitischen Spannungen hatte damals – wie auch heute – zur Folge, dass sich der Fokus der öffentlichen Debatte zunächst ausschließlich auf die Angebotsschocks als Ursache der Stagflation richteten. Der monetären Dimension wurde kaum Aufmerksamkeit geschenkt. Fakt ist jedoch, dass ohne markanten Geldüberhang infolge einer vorherigen exzessiven Ausweitung der Geldmenge ein Anstieg des allgemeinen Preisniveaus in dem extremen Ausmaß nicht denkbar wäre. Die Stagflationsphase 1991/1992 folgt

ebenfalls diesem Schema, denn vorausgegangen war ihr der Ölpreisschock 1990 infolge der irakischen Invasion Kuwaits.

## Stagflation vs. Stagflation 2.0 – eine Gegenüberstellung

*Most people currently involved in economic life do not know what inflation is and have not been faced with any sustained period of rising prices and interest rates. This is a process of memory awakening and adaptive expectations.*

**Pascal Blanqué**

„Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich!“. In diese Worte hat Mark Twain die Einsicht gegossen, dass sich viele Dinge im Laufe der Menschheit wiederholen, aber niemals exakt eins zu eins. Denn jede Zeit hat trotz mancher Gemeinsamkeiten ihre Eigenheiten. Was die Stagflationsphasen der 1970er-Jahre und der frühen 1980er-Jahre mit der herausziehenden Stagflation 2.0 gemeinsam haben, abgesehen vom Zusammentreffen einer schwächelnden Wirtschaft und einer erhöhten Inflationsrate, und was das historische Original von der Neuauflage fünfzig Jahre später trennt, stellen wir in folgender Tabelle für die USA gegenüber:

Faktor	Stagflationsphasen 1970 - 1983	Stagflation 2.0
<b>Auslöser</b>	Öl embargo 1973, Jom-Kippur-Krieg, 1979 Iranische Revolution	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Corona-Pandemie &amp; Lockdowns/ massive Stimulus-Maßnahmen</li> <li>• Lieferkettenproblematik</li> <li>• Krieg in der Ukraine</li> </ul>
<b>Dauer</b>	4 Phasen zwischen 1970 und 1983	?
<b>Jährlicher Geldüberhang</b>	Bis zu 4,9% (1982)	Bis zu 21,3% (2020)
<b>Realverzinsung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Teils positiv, teils negativ, meist innerhalb einer Bandbreite von +5%/-5%;</li> <li>• Starker Anstieg Anfang der 1980er-Jahre bis knapp +10%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Derzeit stark negativ -</li> <li>• positive Realzinsen bis auf Weiteres nicht vorstellbar</li> </ul>
<b>Budgetdefizit</b>	max. 5,7% (1983)	max. 15,0% (2020)
<b>Verschuldung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gering (1970;1982)</li> <li>• Staat: 35,7%; 35,2%</li> <li>• Unternehmen: 47,0%; 53,1%</li> <li>• Private Haushalte: 44,0%;47,9%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hoch (2021)</li> <li>• Staat: 123,4%</li> <li>• Unternehmen: 77,2%</li> <li>• Private Haushalte: 76,4%</li> </ul>
<b>Arbeitsmarkt</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hoher Organisationsgrad</li> <li>• Wachsendes Arbeitskräftepotenzial</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Niedriger Organisationsgrad</li> <li>• Sinkendes Arbeitskräftepotenzial infolge des demographischen Wandels</li> </ul>
<b>Internationale Arbeitsteilung / Geopolitik</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Arbeitsteilung weitgehend stabil</li> <li>• Geopolitik: Kalter Krieg</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nach Jahrzehnten der Globalisierung nun De-Globalisierung</li> <li>• Abgleiten in Kalten Krieg 2.0</li> </ul>
<b>Lebensmittelpreise</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Missernte 1972 führte zu einem starken Anstieg der Lebensmittelpreise in den USA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Düngemittelkrise durch Preisanstieg</li> <li>• Sanktionen gegen Belarus und Russland.</li> <li>• Drohende Lebensmittelkrise aufgrund des Ukraine-Krieges.</li> </ul>
<b>Ölpreisentwicklung (WTI)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jun 1973-Feb 1974: +184%</li> <li>• Dez 1978-Mai 1980: +166%</li> </ul>	Dez 2020-Apr 2022: 116%
<b>Preiskontrollen</b>	Lohn- und Preiskontrollen endeten 1974 und lösten Nachholeffekte aus	In manchen Staaten Einführung von Preiskontrollen vor allem bei Energie-, aber auch bei Lebensmittelpreisen sowie massive Subventionen als Inflationsausgleich
<b>Währungsregime</b>	Wechsel von Gold-Devisen-Standard auf System flexibler Wechselkurse	Zunehmender Abschied vom unipolaren Währungssystem mit dem US-Dollar als Ankerwährung
<b>Ende</b>	Zinserhöhungen, Volcker-Schock-Rezessionen	Potenzielle Schuldenkrisen aufgrund hoher Verschuldungen

Quelle: Incrementum AG

## Wo stehen die USA und die Eurozone?

**Lassen Sie uns noch einmal rekapitulieren:** Für das Auftreten einer Stagflation müssen gemäß unserer Definition die beiden Kriterien einer Inflationsrate von über 3,0% und eines Wirtschaftswachstums von unter 1,0% über einen Zeitraum von zwei Quartalen gleichzeitig erfüllt sein.

**Was die jüngsten Wachstumsraten anbelangt, so sind diese weiterhin stark vom (coronabedingten) Basiseffekt beeinflusst, der sowohl die Inflationsraten als auch das Wirtschaftswachstum im Jahr 2021 nach oben verzerrt hat.** Bei den Inflationsraten ist der Basiseffekt, der allen voran auf den markanten Rückgang der Energiepreise in den ersten drei Quartalen 2020 zurückzuführen war, weitestgehend überwunden. Der Basiseffekt beim Wirtschaftswachstum wurde hingegen kaum thematisiert und wirkt aufgrund der zahlreichen Lockdowns im Jahr 2021 immer noch nach.

**Werfen wir nun einen genaueren Blick auf die aktuelle Stagflationssituation in den USA und in der Eurozone:**

*The situation right now is the most difficult that Jay Powell has seen, or any Fed chair in a while, because the stock market is basically in a bear market. And yet the inflation rate is going up, and the economy is likely to slow down with all of these price increases curtailing demand.*

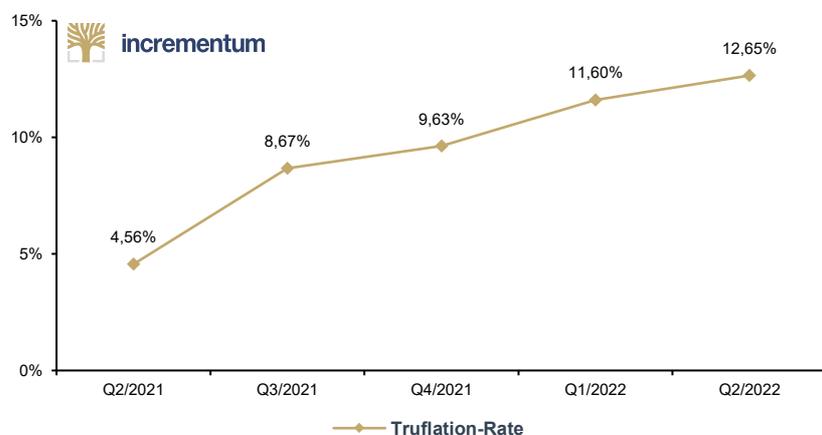
**Jeff Gundlach**

**USA**

Die Inflationsrate liegt mit 8,3% (CPI; April 2022) signifikant über unserer 3%-Marke, und zwar durchgehend seit April 2021. Damit ist die Mindestlänge von 2 Quartalen erfüllt. Selbst die Kernrate für den PCE-Index, der von der Federal Reserve bevorzugte Inflationsindikator, befindet sich mit 5,2% deutlich über dieser Marke, und zwar ebenfalls seit April 2021. **Zudem sind die einjährigen Inflationserwartungen** innerhalb eines Jahres von 3,4% auf 5,4% angestiegen, die deutlich weniger volatilen **fünfjährigen Inflationserwartungen** auf 3,0%. Ein rasches Abebben des Inflationsdrucks ist damit nicht zu erwarten.

Sind schon die offiziellen Inflationsraten hoch, so könnten die von vielen Bürgern im Alltag wahrgenommenen Preissteigerungen von den offiziellen Daten (deutlich) abweichen, und zwar nach oben. „Truflation“, ein Anbieter, der auf Grundlage von Echtzeit-Daten die Inflation berechnet, weist bedeutsam höhere Teuerungsraten aus. Mitte April stand die Truflation-Inflationsrate bei 12,7% im Jahresvergleich, wobei der Anstieg der Lebensmittelpreise mit 26,4% im Jahresvergleich gravierend war.

**Truflation-Rate, Q2/2021-Q2/2022e**



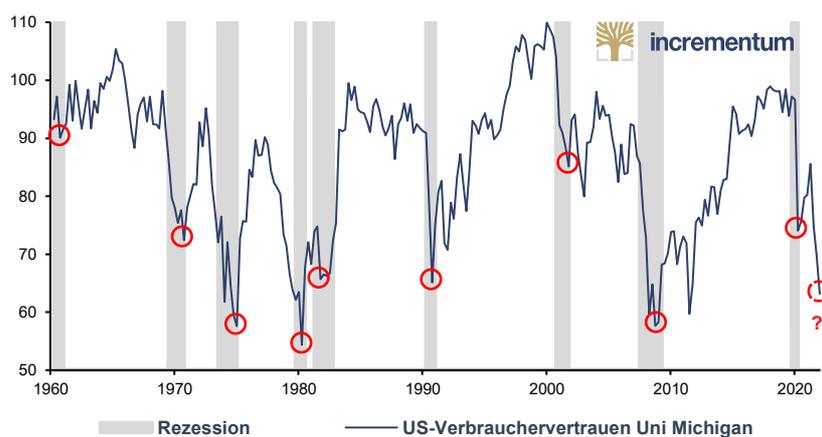
Quelle: Truflation, Incrementum AG

*The last decade-plus of Fed monetary policy has given us this, the worst stretch of labor productivity growth in the history of the United States of America, not coincidentally occurring alongside the greatest stretch of financial asset appreciation in the history of the United States of America.*

**Ben Hunt**

**Aufgrund der erodierenden Kaufkraft ist es wenig überraschend, dass sich das Konsumentenvertrauen seit einigen Monaten im Sinkflug befindet.** Die hohen Inflationsraten machen sich in den Portemonnaies der Bürger bemerkbar. Auf die Frage nach den finanziellen Aussichten für das kommende Jahr gaben im März mehr Haushalte als jemals zuvor in der Geschichte dieser Umfrage an, dass sie eine Verschlechterung ihrer Finanzen erwarten. Angesichts der hohen Bedeutung des Konsums für das US-amerikanische BIP sind die Konjunkturaussichten alles andere als rosig.

**US-Verbrauchervertrauen Uni Michigan, Q1/1960-Q1/2022**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Die Konsumfreude trüben wird wohl auch der „umgekehrte Vermögenseffekt“ („reverse wealth effect“).** Der gewöhnliche Vermögenseffekt tritt auf, wenn sich Anleger infolge steigender Aktienkurse und Immobilienpreise aufgrund der erzielten Buchgewinne wohlhabend wähnen, und dementsprechend ihre Konsumausgaben erhöhen. Bei sinkenden Kursen wirkt sich der „umgekehrte Vermögenseffekt“ entsprechend negativ auf die Konsumausgaben aus. **Im laufenden Kalenderjahr verloren US-Aktien bereits über 10 Bill. USD an Marktkapitalisierung,** Anleihen befinden sich in einem veritablen Bärenmarkt und auch am Immobilienmarkt sind erste Turbulenzen zu erkennen.

**Jerome Powell hat zuletzt mehrfach darauf hingewiesen, dass das Hauptaugenmerk der Federal Reserve derzeit auf der Bekämpfung der Inflation liegt.** Wenn diesen Ankündigungen auch die entsprechenden Taten folgen, würde das implizit das Ende des „Fed-Puts“ bedeuten. Erstmalig hatte der damalige Vorsitzende der Federal Reserve, „Maestro“ Alan Greenspan, im Zuge des Börsencrashes von 1987 diese Praxis eingesetzt. Nun scheint es, als würde die Federal Reserve dem Markt das Sicherheitsnetz entziehen, zumindest vorübergehend. **Bill Dudley, ehemaliges FOMC-Mitglied geht noch deutlich weiter.** Er fordert, dass die Federal Reserve die Aktienmärkte zur Korrektur „zwingen“ müsse, sollten diese nicht von selbst korrigieren.

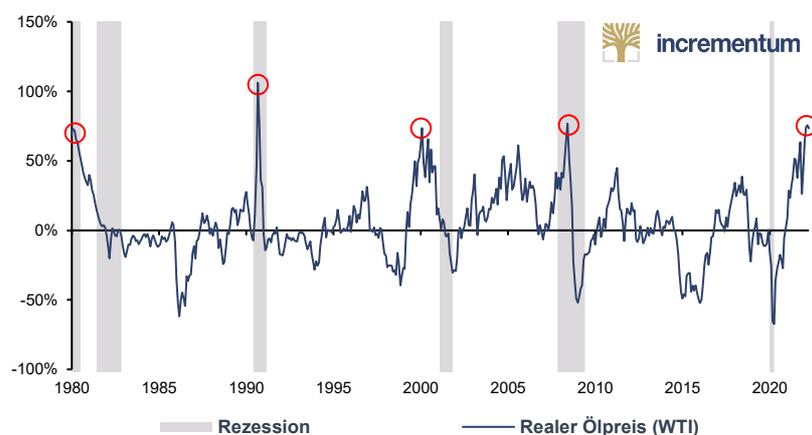
**Jedenfalls konfrontiert eine Stagflation Geldpolitiker, die weiterhin der Philips-Kurve vertrauen, mit dem größtmöglichen Dilemma.** Sie werden vor die unangenehme Frage gestellt, ob die schwächelnde Wirtschaft mit

geldpolitischer Lockerung stimuliert oder aber die Inflation mit einer restriktiveren Geldpolitik eingebremst werden soll. **Lacy Hunt argumentiert**, dass die Federal Reserve hinsichtlich der Frage höhere Inflation bei niedrigerer Arbeitslosigkeit oder niedrigerer Inflation bei höherer Arbeitslosigkeit gar keine Wahl hätte, da es sich um eine „Hobson-Wahl“ handle. Ohne Eindämmung der Inflation ist eine wirtschaftliche Erholung und damit eine niedrige Arbeitslosenrate nämlich gar nicht möglich. Allerdings wird diese Entscheidung wohl stark von tagespolitischen Stimmungen abhängen. Solange die Assetmärkte nicht weiter implodieren und sich das BIP-Wachstum nicht weiter abschwächt, könnte sich eine restriktivere geldpolitische Haltung durchsetzen. Schwieriger wird die Angelegenheit jedoch, wenn Aktien- und Kreditmärkte weiter einbrechen und das Wachstum entsprechend leidet.

*Historically, oil shocks have led to demand destruction that causes recessions. We're going to start hearing the word stagflation a lot more.*  
**Jeff Gundlach**

**Ein schwacher Trost aus Sicht der Geldpolitik: Der schwarze Inflations-Peter lässt sich komfortabel dem Ukraine-Konflikt zuschieben.** Wie hoch die Rezessionswahrscheinlichkeit in Folge von Ölpreis-Spikes ist, erkennt man anhand der nachfolgenden Grafik. **Es würde uns nicht verwundern, wenn die nächste Rezession als „Putin-Rezession“ in die US-Geschichtsbücher eingehen würde.**

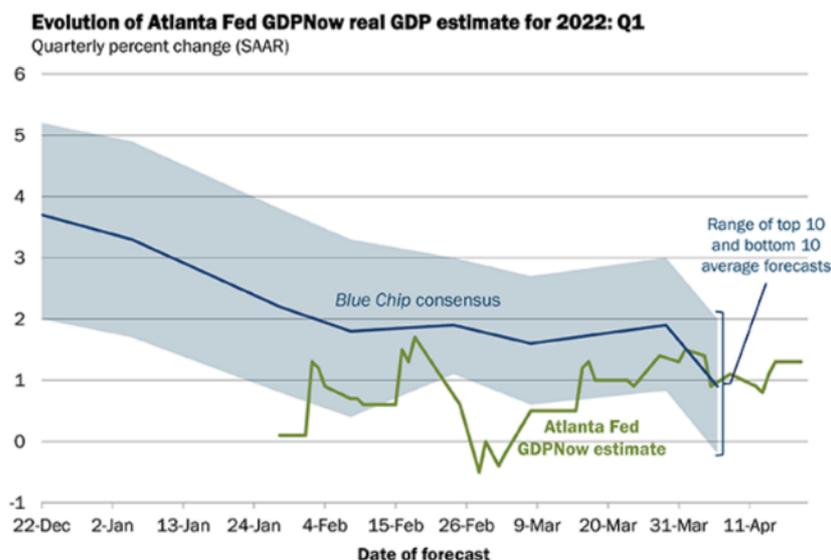
Realer Ölpreis (WTI), Abweichung vom Trend\*, 01/1980-04/2022



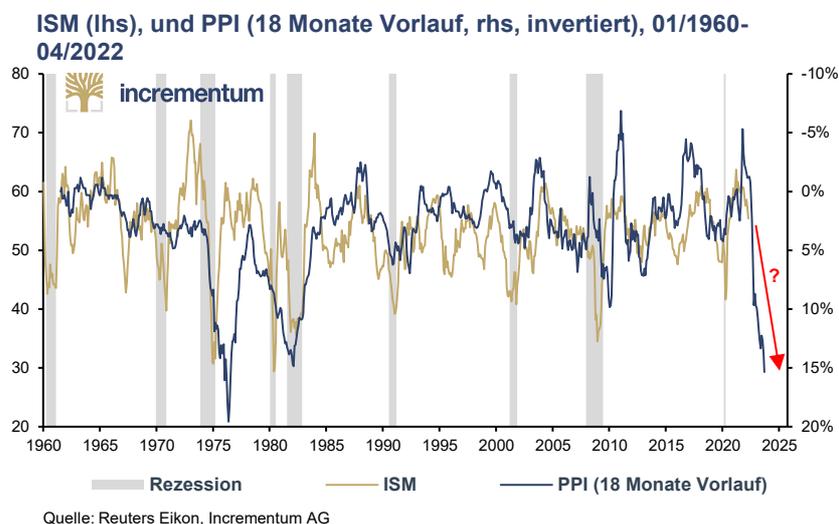
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG  
\*Trend basiert auf 2-jährigen gleitenden Durchschnitt

*I can't see a recession! Where's the recession? I can't tell you how much I hear this every single day. It's like saying 'I can't smell the carbon monoxide.'*  
*„By the time you, see the recession', your head's sliced off.*  
**Dave Rosenberg**

**In der Zwischenzeit hat sich die wirtschaftliche Lage in den USA bereits stark eingetrübt.** Die Vorabschätzung des „Bureau of Economic Analysis“ (BEA) für das annualisierte Wachstum in Q1/2022 fiel mit -1,4% für viele unerwartet gering aus. Damit liegt das erwartete Wachstum für dieses Quartal bereits deutlich unter unserem Stagflations-Schwellenwert von +1,0%. Auch die aktuelle Schätzung der Federal Reserve Bank of Atlanta für das Q2/2022 ist mit 1,8% nicht vielversprechend und liegt damit deutlich unter jenen 3,0%, die als Erstprognose für Q1/2022 berechnet worden waren.



**Auch der IWF hat in seiner aktuellen Prognose eine markante Revision seiner Zahlen für die USA nach unten vorgenommen.** Prognostizierte der IWF im Oktober 2021 noch ein Wachstum von 5,2% für das Kalenderjahr 2022 und im Jänner von 4,0%, sind es mittlerweile nur mehr 3,7%. 2023 soll das Wachstum gar nur mehr 2,3% betragen. Doch könnte der anhaltende Inflationsdruck zu einer negativen Überraschung beim Wachstum führen, denn höhere Preise führen in einer hoch verschuldeten Gesellschaft zu geringerem Wachstum.

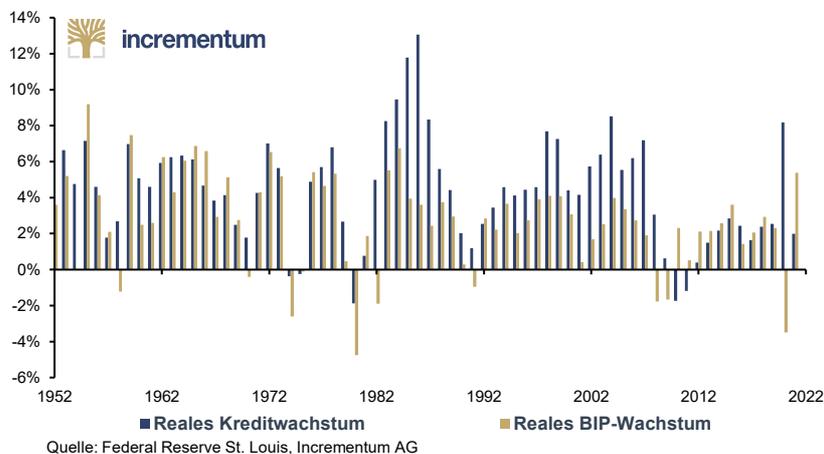


Stark bremsend auf das Wirtschaftswachstum wirken auch die angekündigten Zinserhöhungen und das ebenso angekündigte QT – also die Verkürzung der Notenbankbilanz über Wertpapierverkäufe. Die zuvor grenzenlos verfügbar scheinende Liquidität versiegt nun also langsam. **Gemäß Richard Duncan benötigt die US-Wirtschaft ein jährliches Kreditwachstum von real mindestens 2%, um einer Rezession zu entgehen.**<sup>43</sup> In allen neun Fällen zwischen 1952 und 2009, in denen das inflationsbereinigte Gesamtkreditvolumen

<sup>43</sup> Siehe Duncan, Richard: „Stormy Weather Ahead“, 15. Oktober 2021

um weniger als 2% wuchs, gerieten die USA in eine Rezession. Aktuell sieht es so aus, als könnte diese Marke heuer erreicht werden.

### Reales Kreditwachstum, und Reales BIP-Wachstum, 1952-2021

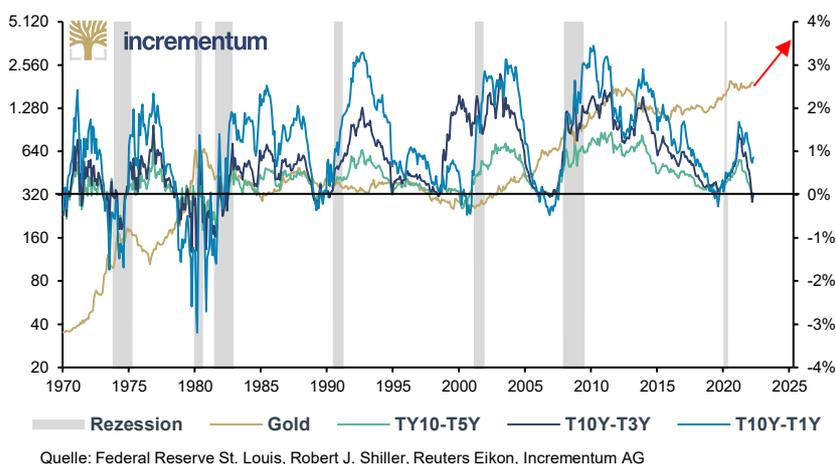


*Our economic system, Creditism, requires Credit growth to drive economic growth; and if credit growth is weak, as it is now, it requires help in the form of asset price inflation.*

**Richard Duncan**

Auch die Struktur der US-Zinskurve deutet auf eine markante Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums hin. **Eine von der San Francisco Federal Reserve 2018 publizierte Studie zeigt, dass inverse Zinskurven die meisten Rezessionen seit den 1950er-Jahren angekündigt haben.** Auf die Verringerung der Zinsspreads folgen aus empirischer Sicht konjunkturelle Abschwünge und daran anschließend die Aufwertung von Gold. Vor allem seit dem Nixon-Schock im Jahr 1971 ist dieser chronologische Ablauf festzustellen.

### Gold (lhs, log), in USD, und US-Zinsspreads (rhs), 01/1970-04/2022



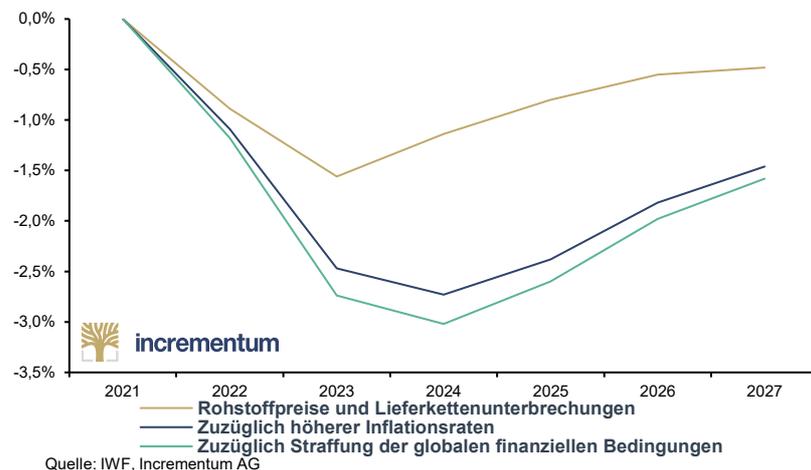
*Wir sind mittendrin in der Stagflation, zumindest in Europa.*

**Clemens Fuest,**  
**Präsident, ifo**

## Eurozone

Mehr noch als für die USA gilt in der Eurozone, dass die Wachstumsraten durch den Basiseffekt weiterhin nach oben verzerrt sind. Der aktuelle „World Economic Outlook“ des IWF prognostiziert für die Eurozone für 2022 trotzdem nur mehr ein Wachstum von 2,8%, die Prognose vom Oktober 2021 lag noch bei 4,3%, jene vom Jänner bei 3,9%, wobei der IWF erhebliche Abwärtsrisiken konstatiert.

### Auswirkungen auf das reale EU-BIP, 2021-2027e



**Zudem hat der Krieg in der Ukraine auf die europäischen Volkswirtschaften einen wesentlich größeren Einfluss. Dies betrifft sowohl die direkten Folgen als auch die durch die sich unaufhörlich drehende Sanktionsspirale hervorgerufenen Folgewirkungen.** In ihrem „Monatsbericht – April 2022“ berechnet die Deutsche Bundesbank die Auswirkungen eines EU-Energieembargos gegenüber Russland auf das BIP der Eurozone. Die negativen Effekte speisen sich aus drei Quellen: aus gestiegenen Rohstoffpreisen, einer geringeren Auslandsnachfrage sowie aus der höheren Unsicherheit. Für 2022 und 2023 würde das BIP in der Eurozone jeweils um rund 1,75% geringer ausfallen, für 2024 wären die BIP-Verluste nur unwesentlich geringer. Für Deutschland isoliert betrachtet wären die BIP-Verluste mit rund 2% im laufenden Jahr sowie von jeweils rund 3,5% in den beiden kommenden Jahren beträchtlich höher. Ein Absinken der Wachstumsrate unter die 1%-Marke wäre in diesen Szenarien für die drei Jahre 2022-2024 unvermeidlich.

*Wahrheiten, die man ganz besonders ungern hört, hat man ganz besonders nötig.*

**Jean de La Bruyère**

**Noch schlimmer sind die möglichen Auswirkungen auf das BIP, wenn man neben den Preiseffekten die Auswirkungen von Mengenbeschränkungen infolge eines Embargos berücksichtigt.** In diesem Fall könnte das deutsche BIP gegenüber dem Basisszenario um bis zu 5% einbrechen. Zu ähnlichen negativen Konsequenzen eines Öl- und Gasembargos für die deutsche Wirtschaft kommt die etwas früher veröffentlichte „Gemeinschaftsdiagnose“ führender deutscher Wirtschaftsforschungsinstitute. Für 2023 weicht dieses Alternativszenario vom Basisszenario mit einem prognostizierten Wachstum von 3,1% für 2023 um 5,3 Prozentpunkte nach unten ab. Für das laufende Jahr wäre der durch ein Embargo verursachte Dämpfer auf das BIP von 0,8 Prozentpunkten jedoch noch überschaubar.

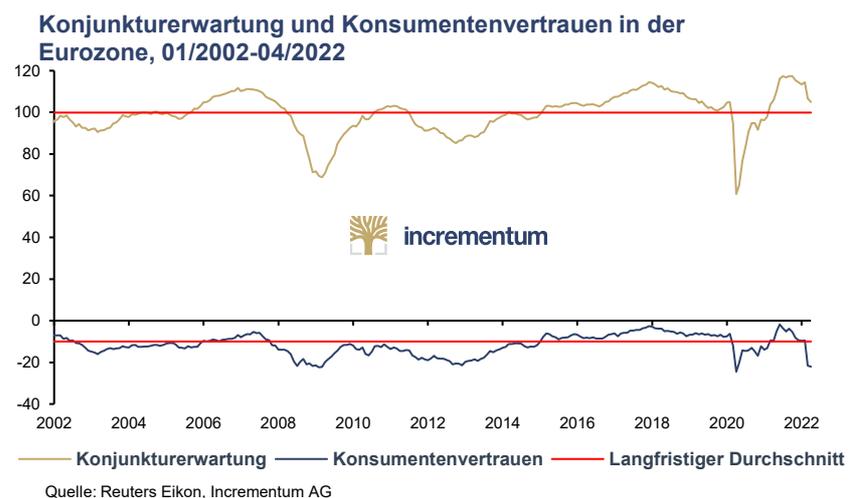
**Wir lehnen uns mit der Einschätzung, dass diese Prognosen allesamt auf der optimistischen Seite liegen, sicher nicht weit aus dem Fenster.**

Denn derzeit sieht es danach aus, dass die in Gang gesetzte Eskalationsspirale von allen Beteiligten munter weitergedreht wird. Für den Fall, dass der Krieg weiter andauert oder – noch schlimmer – auf andere Staaten übergreift, wären die Auswirkungen auf die Wirtschaft katastrophal.

*There is a fairly strong bias that stagflation of some kind is more likely than not over the next 12 months.*

**Deutsche Bank**

Eine aufschlussreiche Risikobewertung hat selbst Christine Lagarde bei der Pressekonferenz im Anschluss an die Sitzung des EZB-Rates am 14. April vorgenommen: „Die Abwärtsrisiken für die Wachstumsaussichten haben sich infolge des Krieges in der Ukraine erheblich erhöht. [...] Die Aufwärtsrisiken für die Inflationsaussichten haben vor allem auf kurze Sicht ebenfalls zugenommen.“ Dabei liegt der HVPI für die Eurozone seit August 2021 bereits über der 3,0%-Marke und mittlerweile bei 7,5% (April 2022). **Nähme die EZB ihre eigenen Aussagen ernst, müsste sie also selbst davon ausgehen, dass ein Stagflationsszenario als äußerst wahrscheinlich zu erachten ist. Das Konsumentenvertrauen ist seit dem Kriegsausbruch jedenfalls auf einen historischen Tiefststand gerasselt.**



*True ignorance is not the absence of knowledge, but the refusal to acquire it.*

**Karl Popper**

**Einmal mehr möchten wir auf die Entwicklung in den Jahren vor dem Corona-Ausbruch aufmerksam machen.** Seit Anfang 2018 befand sich dieses Stimmungsbarometer auf einem kontinuierlichen Abwärtstrend. Die kurze Erholung unmittelbar vor dem Corona-Crash war kein Trendbruch, an den nun angeknüpft werden könnte. Dieser „Aufschwung“ war allein dem Vorziehen gewisser Umsätze geschuldet, die in Vorbereitung auf das getätigt wurden, was zum damaligen Zeitpunkt noch niemand erahnen konnte.

*The odds, that we'll have a global recession are rising by the day.*

**Kenneth Rogoff**

**Allen (zweck-)optimistischen Prognosen zum Trotz sprechen doch für weite Teile der Welt einige Faktoren derzeit für zunehmend rezessive Tendenzen:**

- Steigende Zinsen, „Quantative Tightening“ (QT)
- Stark abflachende Zinskurve, die bereits teilweise invertiert ist
- Fallende Aktienmärkte
- Stark gestiegene Öl-, Gas- und Strompreise

- Stark fallendes Konsumentenvertrauen
- Langsam steigende Kreditausfallsraten
- Schwächung der Wirtschaft durch die Lockdowns zur Bekämpfung der Corona-Pandemie
- Fortbestehen der Lieferkettenproblematik
- Drohende Düngemittel- und Lebensmittelkrise aufgrund des Kriegs in der Ukraine
- Eine zunehmend fragile chinesische Wirtschaft, die stur an der Zero-Covid-Politik festhält
- Stark zunehmende geopolitische Spannungen

## Stagflationssichere Portfolios

*„I think that most likely what we are going to have is a period of stagflation. And then you have to understand how to build a portfolio that’s balanced for that kind of environment.“*

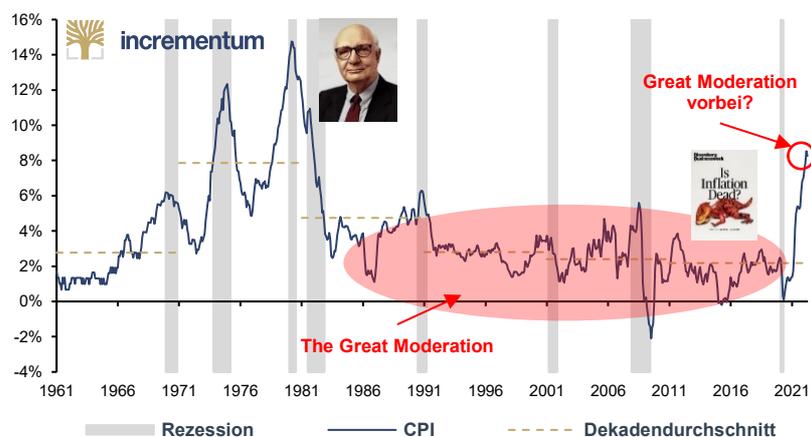
Ray Dalio

*We are beginning a paradigm shift. A paradigm shift is a shift from one mindset and positioning of that mindset to another mindset and another positioning of that.*

**Ray Dalio**

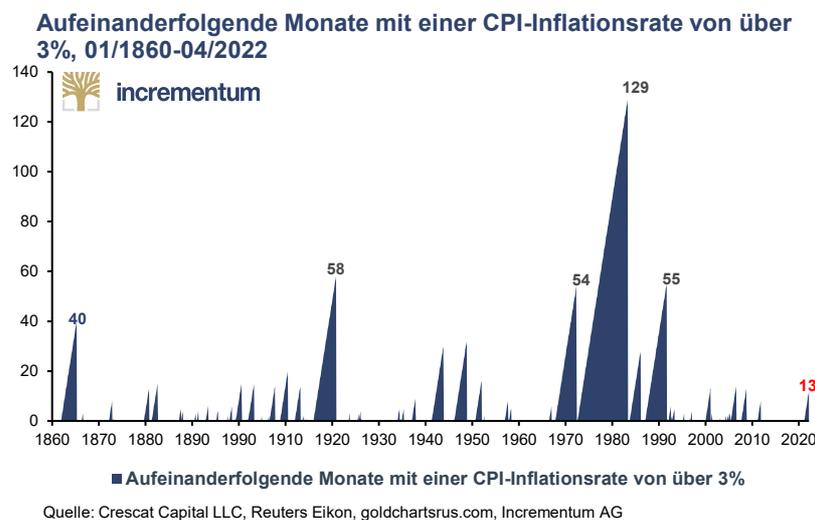
**Sollte unsere Einschätzung, dass wir aktuell das Ende der 40-jährigen disinflationären „Great Moderation“ erleben, korrekt sein, hätte dies für Anleger schwerwiegende Konsequenzen.** Aus unserer Sicht wird es wahrscheinlich ein längerfristiger Prozess sein, bis das kollektive Mindset der Anleger diesen Paradigmenwechsel vollzogen hat. Eine fundamentale Repositionierung vieler Portfolios und somit eine Reallokation von enormen Summen an Finanzkapital wird die Konsequenz dieses Paradigmenwechsels sein. Diese Umschichtungsprozesse werden wohl mehrere Quartale, wenn nicht sogar Jahre andauern.

US CPI, yoy%, 01/1961-04/2022



**Das Narrativ der vorübergehenden Inflation konnte die meisten Marktteilnehmer erstaunlich lange beruhigen.** Dies ist wohl auch unter dem Aspekt zu verstehen, dass das Gros der westlichen Anleger während ihrer aktiven Laufbahn als Investoren noch niemals mit einem signifikanten Anstieg der

Inflation konfrontiert waren, geschweige denn mit einer längeren inflationären oder gar stagflationären Periode.



**Nach wie vor sind viele der Anleger von der disinflationären Vergangenheit der letzten Jahrzehnte maßgeblich geprägt. Ein Blick auf die 5-Jahres-Inflationserwartungen zeigt:** Eine bedeutende Wahrscheinlichkeit, dass erhöhte Inflationszahlen ein mehrjähriger Zustand sein könnten, ist weiterhin nicht annähernd im Markt eingepreist.



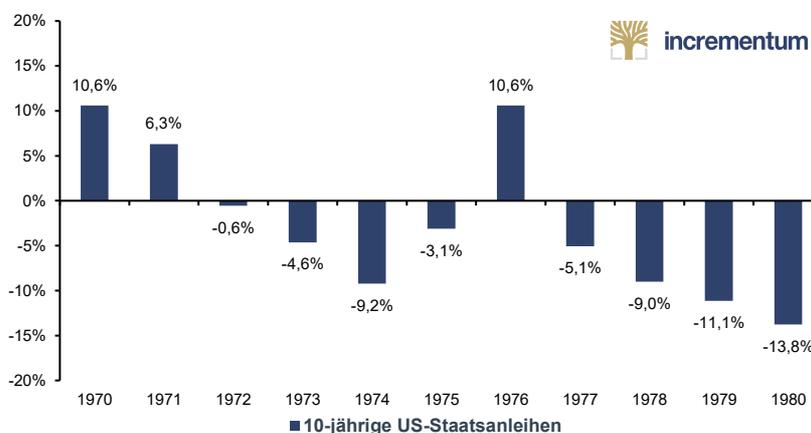
**Genau darin liegt jedoch aus Anlegersicht eine aussichtsreiche Opportunität.** Es ist davon auszugehen, dass im Laufe dieses Inflations-Paradigmenwechsels noch enorme Summen an Kapital reallokiert werden. Dadurch sollten jene Bereiche der Finanzmärkte Unterstützung erfahren, die von einem inflationären bzw. stagflationärem Umfeld profitieren.

**Stagflation: Gift für das herkömmliche gemischte Portfolio? Stagflation ist womöglich das herausforderndste Umfeld für Investoren.** An dieser Stelle wollen wir uns einen groben Überblick über die unterschiedlichen Assetklassen in Zeiten der Stagflation verschaffen. Wie erwähnt

gibt es in westlichen Ländern nicht allzu viele Präzedenzfälle für eine ausgeprägte Stagflation in der jüngeren Vergangenheit. Wir werden uns daher auf die 1970er-Jahre fokussieren.

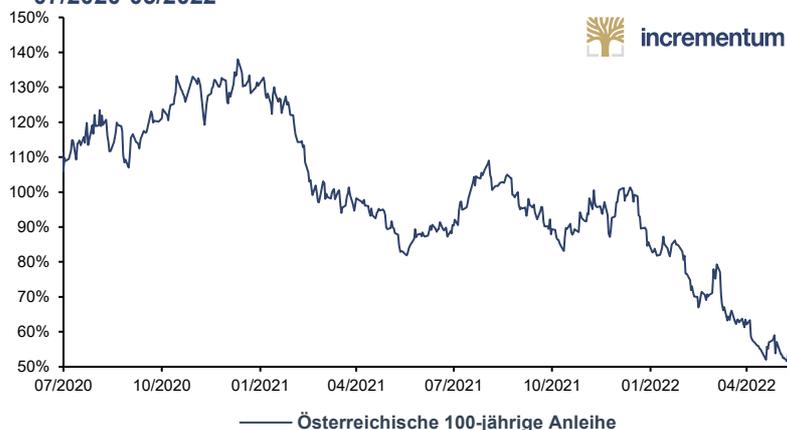
**Bei hoher Inflation und steigenden Renditen sind festverzinsliche Wertpapiere die offensichtlichen Verlierer.** Konstante Zinszahlungen bei laufender Geldentwertung verringern den Wert eines Wertpapiers. Je länger die Laufzeit, umso höher das kaufkraftbereinigte Verlustrisiko. Auch nominell sind die Werte gefährdet, nämlich dann, wenn die Renditen an den Kapitalmärkten steigen, und der Marktwert des Wertpapiers sinkt. Anleihen bescherten Anlegern ebenfalls deutliche Verluste in den 1970er-Jahren. Das trifft auch auf 2022 zu, wo Anleihehaber bereits schmerzhaft Verluste verbuchen mussten.

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

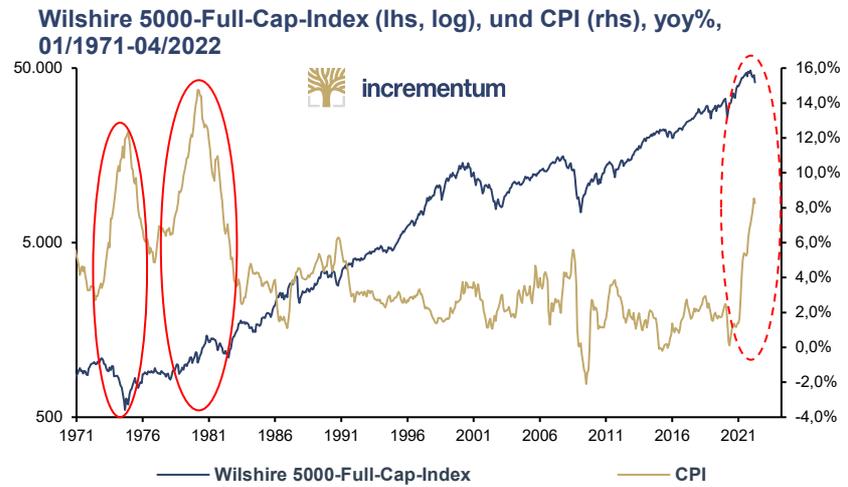


Wie der folgende Chart für die zweite der beiden bisher emittierten 100-jährigen österreichischen Staatsanleihen mit einem Kupon von mickrigen 0,850% und einer Emissionsrendite von 0,880% zeigt, war die Anlage bisher alles andere als ein gutes Investment. Zur Erinnerung: Diese Anleihe mit einem Volumen von 2 Mrd. EUR war bei ihrer Emission 2020, also vor noch nicht allzu langer Zeit, 12fach (!!!) überzeichnet.

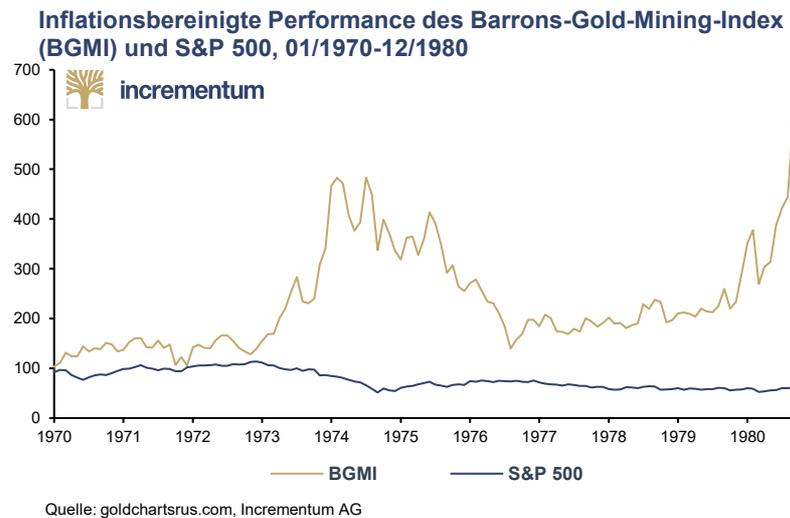
### Österreichische 100-jährige Anleihe (0,85%, 30.06.2120), in %, 07/2020-05/2022



**Aber auch Aktien als Anlageklasse sind per se nicht inflationssichernd.** Während der stagflationären Dekade der 1970er-Jahre haben sich US-Aktien inflationsbereinigt ebenfalls schwach entwickelt.

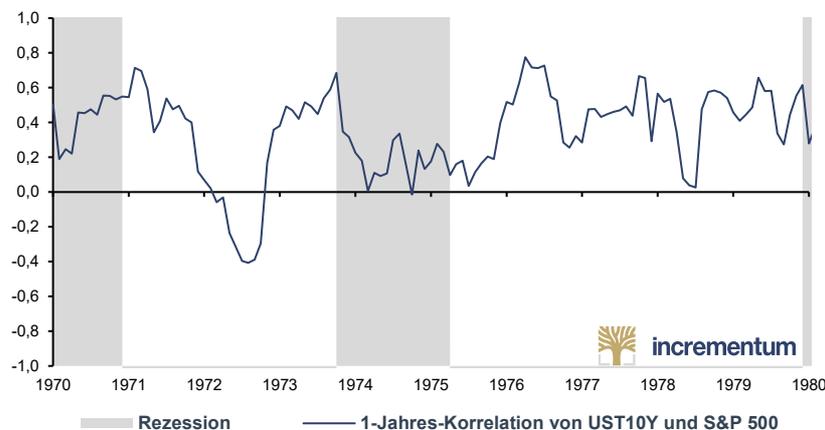


Nur ausgewählte Sektoren wie beispielsweise Minenaktien oder Rohstofftitel konnten sich der negativen Gesamtentwicklung entziehen.



**Und hierin besteht die Krux für die Anleger: Denn beiden Hauptanlageklassen – Aktien und Anleihen – bläst während der Stagflation gleichzeitig Wind entgegen.** Dies spiegelt sich auch in den Korrelationen zwischen den beiden Anlageklassen wider und ist genau jener Punkt, der die Portfoliokonstruktion eines diversifizierten Portfolios so herausfordernd macht. Zudem droht herkömmlichen, gemischten Portfolios bei einem Anstieg der Korrelation dieser beiden Anlageklassen ungewöhnlich hohe Verluste.

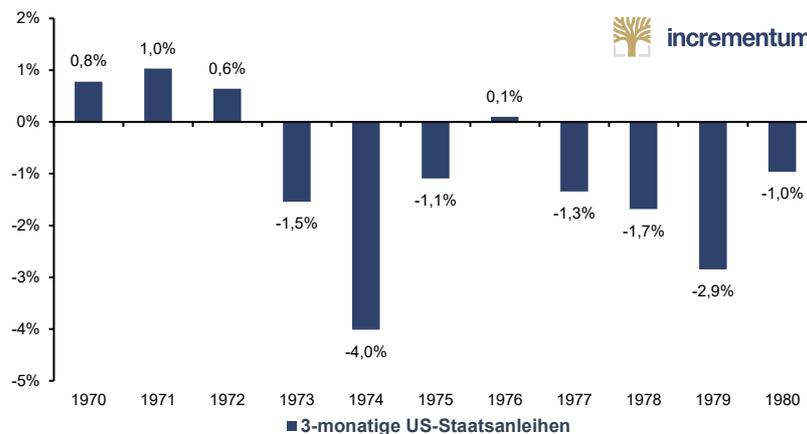
### 1-Jahres-Korrelation von UST10Y und S&P 500, 01/1970-01/1980



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Problematisch ist weiters, dass auch das Halten von Barreserven bei negativen Realzinsen zur Kapitalvernichtung führt.** Auch dies trägt nicht zur Kaufkraftherhaltung bei und kann bestenfalls im Rahmen einer taktischen Assetallokation kurzfristig angewandt werden.

### Reale Jahresrenditen 3-monatiger US-Staatsanleihen, 1970-1980



Quelle: Stern School of Business, Incrementum AG

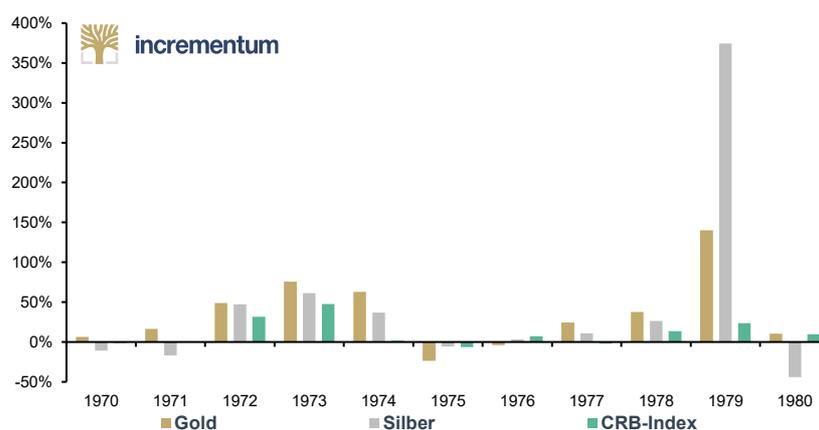
**In einem Umfeld steigender Inflationsraten sind naturgemäß inflationssensitive Anlagen gefragt.** Zu diesen zählen typischerweise Rohstoffe bzw. rohstoffnahe Anlagen wie Rohstoffaktien oder auch Rohstoffwährungen. Weiters können Anleihen von rohstoffexportierenden Staaten wie z. B. Brasilien oder Australien, inflationsindexierte Anleihen und Immobilien als inflationssensitive Anlagen in Betracht gezogen werden. Keine der erwähnten Anlageklassen ist jedoch makellos. **Wir haben nachfolgend die wichtigsten inflationssensitiven Anlageklassen inklusive ihrer Vor- und Nachteile gegenübergestellt.**

Inflationssensitive Assets	Vorteile	Nachteile
Edelmetalle	Liquide, kein Gegenparteirisiko	Inflationsschutz nur über lange Perioden
Minenaktien	Produktivanlagen, Dividenden	Aktienmarktrisiko
Rohstoffe	Hohe Korrelation zu Inflationstendenz	Hohe Lagerkosten bzw. neg. Rendite durch Rollverluste
Rohstoffaktien	Produktivanlagen, Dividenden	Aktienmarktrisiko
Rohstoffwährungen	Korrelation zu Rohstoffen ohne Lagerkosten	Kein Produktivkapital
Anleihen: Schwellenländer & Rohstoffexporteure	Renditebringend	Zinsrisiko, Emittentenrisiko
Inflationsindexierte Anleihen	Direkte Absicherung der offiziellen Inflationsrate	Gegenparteirisiko, Inflationsrate zu gering ausgewiesen, sichert nur über die Laufzeit
Immobilien	Renditebringend	Kreditzyklus, bei Inflation anfällig für regulatorische Eingriffe

Quelle: Incrementum AG

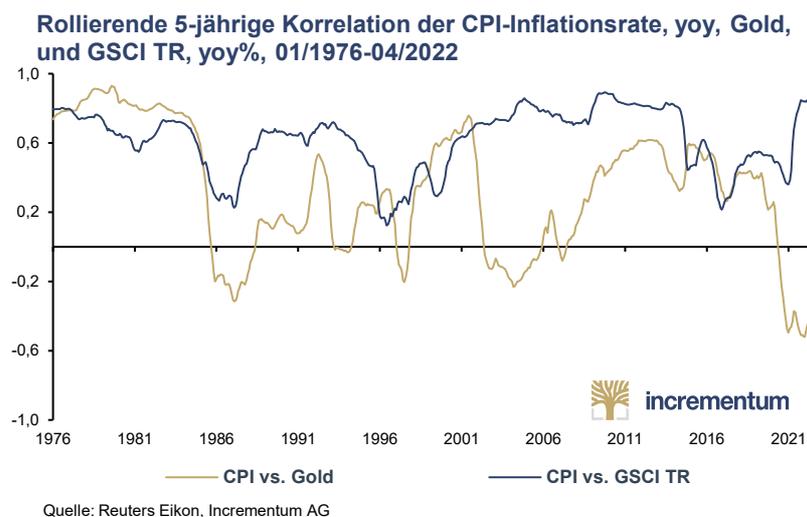
**Dass eine Anlage in Rohstoffe bei anziehender Geldentwertung einträglich ist, scheint intuitiv nachvollziehbar.** Die Umsetzung im Portfolio bringt jedoch einige Tücken mit sich. Eine direkte, physische Anlage in Rohstoffe ist oftmals schwierig. Das Hauptproblem bei Direktinvestments in Rohstoffe ist, dass diese mit hohen Lagerkosten verbunden sind bzw. es aufgrund der Verderblichkeit von beispielsweise Agrarrohstoffen nicht praktikabel ist, in die Rohstoffe selbst zu investieren. **Hierin liegt einer der Vorteile des Investments in physische Edelmetalle,** denn diese sind mit vertretbarem Aufwand über lange Zeit ohne Qualitätsverlust lagerbar.

#### Jahresreturns von Gold, Silber und CRB-Index, 1970-1980



Quelle: goldchartsrus.com, Incrementum AG

**Eine Veranlagung in Gold ist also die einfachste und günstigste Möglichkeit, längerfristig in einen physischen Rohstoff zu investieren.** Allerdings ist zu beachten, dass Gold eine deutlich geringere Korrelation zur Inflationsrate aufweist als breite Rohstoffindizes.



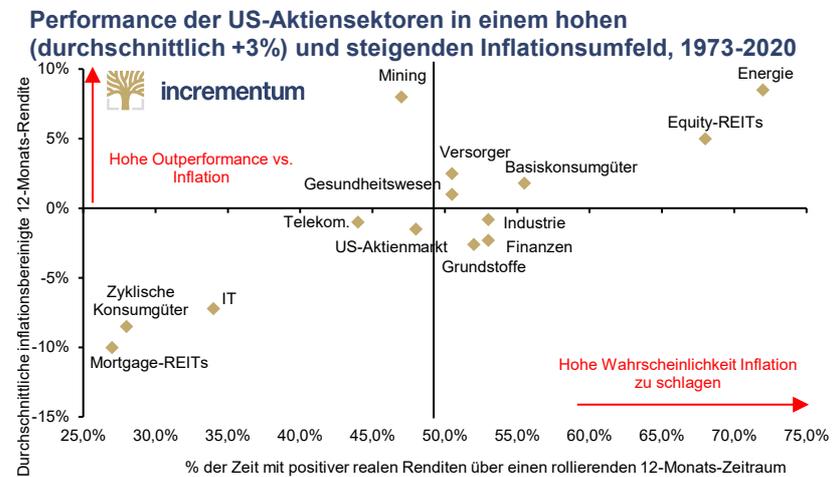
**Wenn man sich als Anleger direkter gegen steigende Inflationsraten absichern will, ist eine breitere Abdeckung des Rohstoffsektors besser geeignet.** Eine mögliche Alternative zu physischen Direktinvestments stellen Terminkontrakte börsengehandelter Rohstoffe dar. Der Nachteil des Einsatzes dieser Instrumente ist, dass eine dauerhafte Investition (buy and hold) in Rohstoffderivate typischerweise mit Rollverlusten einhergeht. Diese Verluste spiegeln letzten Endes ökonomisch die Lager- und Finanzierungskosten wider.



**Anders ist die Situation bei Aktien von Unternehmen, die an der Wertschöpfungskette der Rohstoffproduktion partizipieren.** Eine Beteiligung an solchen Unternehmen bedeutet Miteigentum an Produktivkapital, das – die potenziell weitreichenden unternehmensspezifischen Risiken außer Acht lassend – grundsätzlich positive Erträge abwirft. Dennoch ist man als Aktionär typischerweise einer generellen Aktienmarktsensitivität ausgeliefert, genannt Beta, welche im stagflationären Umfeld durchwegs Gegenwind bedeuten kann. Insbesondere dann, wenn eine Rezession droht.

Natürlich gibt es auch in anderen Aktiensektoren Unternehmen, die beispielsweise aufgrund ihrer Pricing-Power gestiegene Kosten weiterreichen können oder

aufgrund der Substituierung teurer Güter profitieren. **Die Korrelation zur Inflationsrate ist bei Aktieninvestments jedenfalls geringer und das unternehmensspezifische Risiko entsprechend vorhanden.**



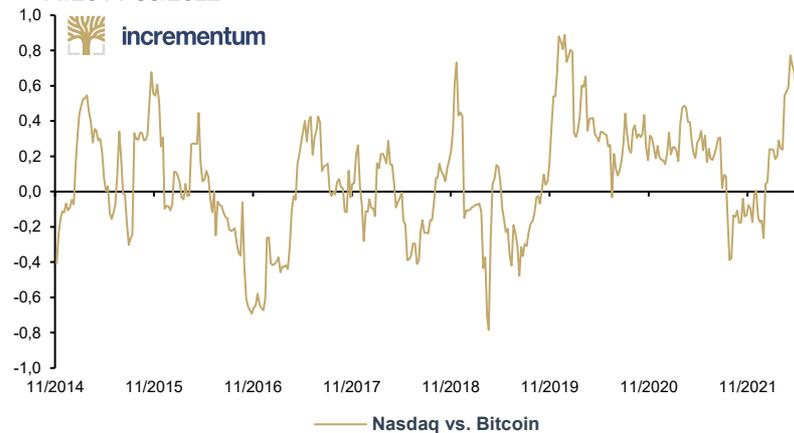
**Während Rohstoffaktien typischerweise zu den Gewinnern einer stagflationären Phase gehören, sind Technologieaktien besonders negativ betroffen.** Dies liegt daran, dass Wachstumswerte typischerweise Gewinne, welche noch weit in der Zukunft liegen, abdiskontieren, um sie bereits heute einzupreisen. Daher ist auch eine besonders hohe Sensitivität zu langfristigen Renditen – also ein Durationsrisiko – gegeben, welche typischerweise die Basis für einen Diskontierungszinssatz liefern. Aber auch etwaige Gewinnmargen sind gefährdet, wenn die Kosten steigen. Sofern man als Anleger über die entsprechende Risikobereitschaft und Finanzmarktkenntnis verfügt, können taktische Short-Positionen innerhalb dieses Sektors vielversprechende Trades sein. Ähnliches gilt für Staatsanleihen, welche erfahrene Investoren z. B. über Futures shorten können, um so von steigenden Renditen zu profitieren.

*Bitcoin is not a synonym for criminality and darknet money anymore. Today, it is more and more becoming a synonym for sound money, a hedge against the current system, a vote for freedom, a different paradigm.*

**Gigi**

**Wie sich die junge Anlageklasse der Kryptowährungen innerhalb einer Stagflation schlagen wird, bleibt abzuwarten.** Insbesondere Store-of-Value-Tokens wie Bitcoin könnten aufgrund ihrer Nichtinflationierbarkeit vermehrt als alternativer Wertspeicher angesehen werden. Zuletzt war bei Bitcoin eine extrem hohe Korrelation zu den Technologieaktien zu bemerken, welche, wie bereits erwähnt, unter steigenden Inflationsraten tendenziell leiden.

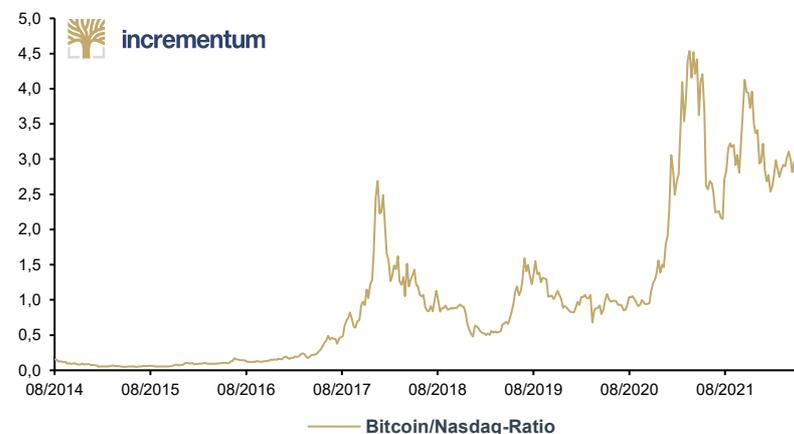
### 3-monatige rollierende Korrelation zwischen Nasdaq und Bitcoin, 11/2014-05/2022



*Bitcoin is gold for nerds.*  
**Stephen Colbert**

**Trotzdem sollte man in dieser Hinsicht nicht allein auf die Korrelationen achten, sondern auch die relative Performance der Assets im Blick haben.** Das Bitcoin/Nasdaq-Ratio zeigt, dass Bitcoin über die Zeit deutlich besser performt hat als der US-Technologieindex NASDAQ. Eine gewisse Beimischung von Bitcoin zu anderen inflationssensitiven Anlagen scheint in einem ausgewogenen Portfolio vor diesen Hintergründen durchwegs ratsam.

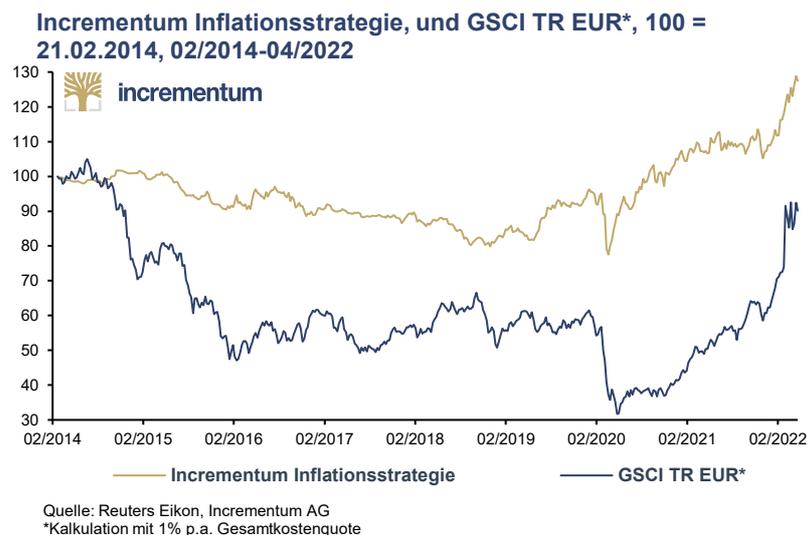
### Bitcoin/Nasdaq-Ratio, 08/2014-05/2022



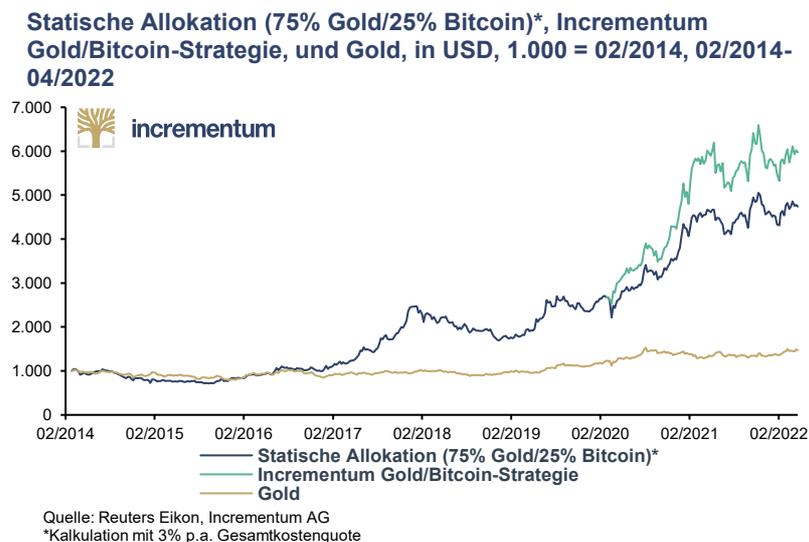
### Stagflationssichere Fondsstrategien

**Wie wir gesehen haben, sind herkömmliche Portfolios besonders anfällig gegenüber rasch steigender Inflation bzw. Stagflation.** Zur Diversifikation eines breiten Portfolios haben wir vor über acht Jahren eine Anlagestrategie konzipiert, die sich auf inflationssensitive Anlageklassen fokussiert. Unsere „**Incrementum Inflationsstrategie**“ wird nach einem Absolute-Return-Ansatz verwaltet. **Im Zentrum des Anlageprozesses steht die flexible Positionierung für inflationäre bzw. disinflationäre Phasen.** Die

Positionierung wird maßgeblich durch unser Incrementum-Inflationssignal<sup>44</sup> bestimmt. In diesem Fonds investieren wir in ein breites Spektrum an inflationssensitiven Anlagen wie Edelmetallkonten, Rohstoffaktien, Derivate auf Rohstoffindizes oder inflationsindexierte Anleihen. Darüber hinaus können wir innerhalb dieser Strategie z. B. Technologieaktien und Anleihen taktisch shorten. **Die Strategie dient als Portfoliobaustein, der einem breiten Portfolio zu Diversifikationszwecken beigemischt werden kann.**



**Für kryptoaffine Anleger stellen wir mit unseren beiden Krypto/Gold-Strategien weitere Stagflations-Portfoliobausteine zur Verfügung.** Wir haben die Strategie im Rahmen des *In Gold We Trust*-Report 2019<sup>45</sup> vorgestellt und im *In Gold We Trust*-Report 2021<sup>46</sup> einen Zwischenbericht über die hervorragenden Ergebnisse geliefert. Wir haben uns erlaubt, die Kurszeitreihe der Anlagestrategie um eine rückgerechnete Performance der strategischen Allokation der Strategie von 75% Gold und 25% Bitcoin um einige Jahre zu verlängern, um einen besseren Eindruck über die Ergebnisse zu bekommen.



<sup>44</sup> Siehe Kapitel „Status Quo der Inflationstendenz“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

<sup>45</sup> Siehe „Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?“, *In Gold We Trust*-Report 2019

<sup>46</sup> Siehe „Bitcoin & Gold – Unsere Multi-Asset-Anlagestrategie in der Praxis“, *In Gold We Trust*-Report 2021

**Die Strategie weist eine geringe Korrelation zu den meisten anderen Anlageklassen auf, weshalb sie als Diversifikationsbaustein für breite Portfolios in Betracht gezogen werden kann.** Wir haben uns einige unterschiedliche Kombinationen dieser beiden Portfoliobausteine angesehen. Um eine längeren Zeithorizont betrachten zu können, haben wir auch hier für den jüngeren der beiden Fonds, den Gold/Bitcoin-Fonds, die Zeitreihe um die strategische Asset Allokation von 75% Gold, 25% Bitcoin verlängert.

**Statisches Portfolio bestehend aus „Incrementum Inflationsstrategie“, und „Incrementum Gold/Bitcoin-Strategie“, 02/2014-04/2022**

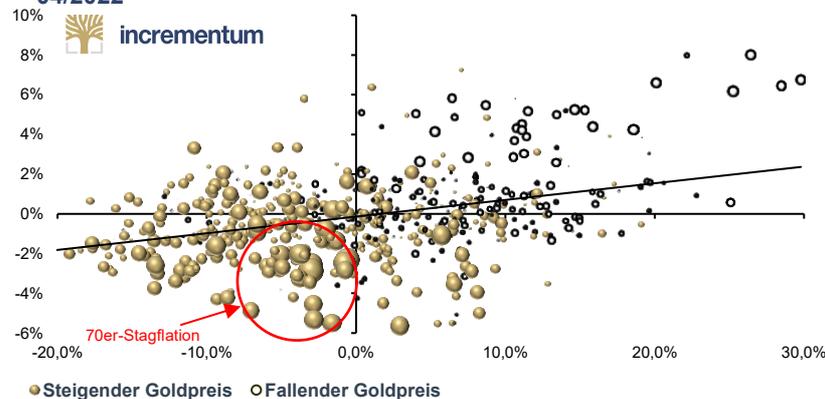


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG  
\*bis 26.02.2020 statische Allokation (75% Gold/25% Bitcoin), in USD

**Fazit**

**Stagflation bedeutet ein außerordentlich herausforderndes Umfeld für Anleger.** Herkömmliche Anlagekonzepte, die durch die Disinflation der vergangenen Jahrzehnte geprägt sind, beginnen bereits, ihre Investoren teuer zu stehen zu kommen. Eine Beimischung von inflationssensitiven Anlageklassen empfiehlt sich jedem, der sein Portfolio diversifizieren und gegen eine – immer wahrscheinlicher werdende – Stagflation absichern möchte. Neben Gold sind dies vor allem rohstofflastige Investments wie Rohstoffindexderivate, Rohstoffaktien oder mit Abstrichen auch inflationsindizierte Anleihen.

**US-Dollar-Index (x-Achse), yoy%, Reale UST10Y-Rendite (y-Achse), yoy, und Gold-Performance (Kreisgröße), yoy%, 01/1972-04/2022**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

A cash generative gold producer with a strong growth profile



Increased production at Blanket Mine



On track to produce 80,000oz from 2022 onwards



Committed to returning money to shareholders



Attractive new opportunities in Zimbabwe

### Strategy & Outlook

Significant increase in production

Increased cash flows

Shareholder returns through dividends and growth

Exploration opportunities in Zimbabwe

**Caledonia has a long-term vision of becoming a multi asset gold producer focused in Zimbabwe**

# Stagflation und ein neuer Goldstandard – Exklusivinterview mit Alasdair Macleod

*„When fiat currency really does begin to fail, there will come a point where central bankers’ own pay will need to be secured. The last resort will be to come up with some sort of gold standard. The real question is how long will it take until we get to that point?“*

Alasdair Macleod

## Key Takeaways

- Wir befinden uns jetzt in einer Situation, die durch ein schwaches Wirtschaftswachstum und steigende Preise charakterisiert ist.
- Woran wir denken sollten, ist der Zusammenbruch der Kaufkraft der Papierwährungen und was die eigentliche Ursache dafür ist.
- Während der Stagflation in den 1970er-Jahren mussten die Zentralbanken die Zinssätze auf bis zu 20% anheben, um die Inflation zu bekämpfen. Heutzutage ist das aufgrund der hohen Verschuldung und der Defizite unmöglich.
- Die Zentralbanken könnten gezwungen sein, sich zu rekapitalisieren, indem sie ihre Goldbestände deutlich aufwerten, was ein neues, auf Gold basierendes Weltwährungssystem einleiten könnte.
- Die Notenbanker scheinen zu glauben, dass geringfügige Zinserhöhungen das Problem lösen könnten, aber das eigentliche Problem ist die Menge des im Umlauf befindlichen Geldes.



**Alasdair Macleod leitet die Researchabteilung von „Goldmoney“.** In seiner 40-jährigen Tätigkeit in der Finanzbranche hat er seinen Kunden das makroökonomische Geschehen entmystifiziert. Diese Erfahrung hat ihn davon überzeugt, dass eine unsolide Geldpolitik die zerstörerischste Waffe ist, die Regierungen gegen den kleinen Mann einsetzen.

Sie finden ihn auf Twitter unter [@MacleodFinance](#).

Das Interview mit Alasdair Macleod führten Ronnie Stöferle und Mark Valek am 2. April 2022 via Zoom. Im Folgenden veröffentlichen wir die Höhepunkte des Interviews.<sup>47</sup> **Das gesamte Interview finden Sie im englischen Original [hier](#).**

**Das Video des gesamten Interviews „Stagflation and a New Gold Standard“ findet sich auf YouTube [hier](#).**



<sup>47</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:**

It's my great pleasure to have my dear old friend Alasdair Macleod here as a guest for a special interview on the topic of stagflation. Alasdair, thanks for taking the time.

Let's start with the official definition of stagflation. I don't know if there's a right or wrong definition, but I had a look at the [definition by Investopedia](#), and it says:

*„Stagflation is characterized by slow economic growth and relatively high unemployment or economic stagnation. Which is at the same time accompanied by rising prices. **Stagflation can be alternatively defined as a period of inflation combined with a decline in the gross domestic product.**“*

*History is too serious to be left to historians.*

**Iain Macleod**

*I cannot help it if every time the Opposition are asked to name their weapons they pick boomerangs.*

**Iain Macleod**

*If you have an economy which is not doing terribly well and you have rising prices at the same time, it's a combination of stagnation and inflation, so it's „stagflation“.*

*In Keynesian analysis, you cannot have a situation where you've got inflation, in other words rising prices, and a collapsing economy.*

I know that your uncle, Ian Macleod, was the shadow chancellor in 1965, and he basically coined the term *stagflation*, but he had a slightly different interpretation, or I think the context was different. In what context did your uncle first use this term *stagflation*, and how did he define it?

**Alasdair Macleod:**

He invented the term basically to describe the economic situation at that time. And it was a mixture of falling productivity on the one side and rising wage inflation on the other side. So that was the original context in which stagflation was defined; but since then, people have taken it into the broader sense of describing a situation, as you rightly sort of indicated from the Investopedia definition. If you have an economy which is not doing terribly well and you have rising prices at the same time, it's a combination of stagnation and inflation, so it's „stagflation“.

I think that the modern interpretation shows an ignorance of economics, because it's the Keynesians, in effect, saying that the only driver of prices is demand, consumer demand. **Therefore, you now have a situation where you have a lack of economic growth or a recession and rising prices, which is completely impossible.** But they have come to call this stagflation.

In other words, they see it as something which is essentially temporary. I don't know whether you ever discussed what happened in Austria in 1921/22 with your grandparents. When we had a collapse of the Austrian crown?

**The idea that the Austrian economy somehow was booming while this was going on is complete nonsense;** but in Keynesian analysis, you cannot have a situation where you've got inflation, in other words rising prices, and a collapsing economy. So how do they explain that? I mean, it seems to me that one way or another, we are in the sort of crisis which is probably not best described as stagflation, except in the temporary sense. **At the moment what we see is the dilemma of a global economy which is slowing in its growth;** or at least the big locomotive, China, is certainly slowing big-time, and all the other economies are slowing as well. **Yet, at the same time, we have rising prices.**

*Stagflation, actually does describe the current (world economic) situation, but I think that's temporary.*

*We had an example of stagflation in the 1970s in the US. How did they manage to get out of that environment?*

*In the 1970s, Paul Volcker jacked up interest rates to unprecedented levels. The Fed Funds Rate went to close to 20%.*

*Imagine if they raise interest rates even to 5% today, let alone 20%. The industries that are stuffed full of malinvestments are going to come unstuck. Think of what 5% interest rates would do to government finances.*

*In the 70s and 80s we didn't have huge budget deficits to finance.*

*No one today has the mandate or the will to introduce an interest rate policy which is designed to kill inflation.*

Thus, stagflation, in the modern sense, actually does describe the current situation, but I think that's temporary; and I'm sure that as this interview moves along, we will address the issue of **why stagflation is temporary** and that what we should actually be thinking in terms of is **the collapse of the purchasing power of paper currencies** and what is really driving that.

**Mark Valek:**

I think that's a great introduction, so when it comes to the term *stagflation*, as you already described in the modern interpretation, **we had this great example in the 1970s in the US**, and it's often referred to as the only example of stagflation. At the start of the 1980s, the US was able to get out of this kind of environment. How would you describe this? How was this able to happen, and do you think this could be happening again this time around?

**Alasdair Macleod:**

I think it actually gets to the center of the issue. At the end of the 1970s, Paul Volcker jacked up interest rates to unprecedented levels. The Fed Funds Rate went to close to 20%. This meant that the prime rate, which is a margin over that, was something like 20.5%. That had one specific purpose, which **was to stop the incipient inflation from turning into hyperinflation. If they had not done that, we would have seen the destruction of the dollar**, because, remember, we went off the gold standard or what was left of the gold standard at the beginning of the decade. That was a necessary action.

Now imagine the situation today. **If they raise interest rates even to five percent, let alone 20 percent, the industries that are stuffed full of malinvestments are going to come unstuck.** Which means that the banks will have to be rescued. Not only will financial collateral values be collapsing, but loans to industry and all the rest of it will start to become unstuck. **The central bank will have to rescue the banks to rescue the economy. We're talking about 5%, not 20%**; and think of what a 5% interest rate does to government finances.

When you go back into the **1970s and 1980s, we didn't have these huge budget deficits to finance.** We had budget deficits, but they tended to be more cyclical than permanent. Now, not only are they permanent but they are unimaginably large; and you have governments, not just in America but all over the world, who seem to think that the money tree is there just to be plucked, and that they can borrow. **They think they're borrowing with impunity, to deal with their existing problems; but the problem is that the other side of inflation is debt**, so just to look at debt is actually looking at the wrong thing.

You should be looking at the amount of currency and credit in circulation, because **real money, which is gold, doesn't circulate at all in this current environment.** You've got to be looking at that and thinking: „What happens when the situation destabilizes?“ Coming back to your question, **I just cannot see how today anyone either has the mandate or the will to introduce an interest rate policy which is designed to kill inflation, in the way Volcker did.**

*We both agree that's pretty much impossible raise interest rates sufficiently within this monetary system, even if Jerome Powell wanted to.*

*What are the major similarities and differences between now and what happened in the 70s?*

*The globalization of finance has caused everyone to be all tied into the same financial policies. This time, everyone is in the same boat.*

**Ronnie Stöferle:**

I just got this book that I'm currently reading, „**Keeping at It**“, by Paul Volcker. It's a good read, and he emphasizes the topic of trust and trust in the US dollar, why people trust gold. I found it pretty fascinating that **Jerome Powell, in a recent hearing**, referred to Paul Volcker as one of the greatest servants in the history of the United States. I think he was trying to sound like a „mini-Paul Volcker“, obviously, but I think we all know that, as you rightly said, **it's impossible to go back to those interest rate levels**. However, for some reason, most market participants really think that now we're seeing a big turnaround in interest rates. Seven to nine hikes in the next couple of months. **I think we both agree that's pretty much impossible within this monetary system and at this stage of the financialization of our economies.**

**But let's briefly go back to the 1970s.** From your point of view, what are the major similarities and also the major differences between the economy today and the economy of the 1970s, and do you think the situation at the moment is more serious or less serious than back then?

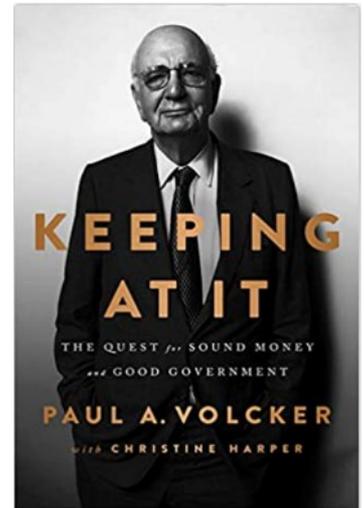
**Alasdair Macleod:**

Well, there are obviously huge differences between the economy now and in the 1970s, and I think one thing I would point out is the fact that **today we are in a globalized economy**. We are all tied into exactly the same policies. It was less so in the 1970s. You could have a situation where one economy was having trouble but there were other economies that were all right and some or other arbitrage came to the rescue of some of the economies that weren't performing too well.

**Now we are all going in exactly the same direction, and there's globalization.** People talk about globalization in terms of supply chains and the disruption that it causes, but the one thing they don't look at is the globalization of money and currencies, and that is actually the problem. **Everyone is tied into exactly the same interest rate policies and ways of managing their economy** in terms of trying to suppress interest rates as much as possible. Keep the cost of government borrowing down and aim for a 2% inflation target, while at the same time fostering maximum employment. We are all on the same crazy spreadsheet, and that I think is the big fundamental difference between then and now.

**Mark Valek:**

In my view a very obvious part of the problem is that **the whole system is plagued with debt, and I think this is basically a function of our debt-based currency system**. We have to go deeper and deeper into debt because this whole system is built on debt, and this results in these exponential curves of currency supply and also of debt mounting higher and higher.



At the end of the 1970s, **what happened was due to the fact that the gold price actually increased that much. This was kind of a recapitalization of the system.** My question to you would be, do you think that a significant revaluation of the gold price could recapitalize the system, starting from central bank balance sheets? Because at the end of the day, in my view at least, the real equity of a central bank balance sheet is gold, right? Since the gold position in relative terms to the debt positions has shrunk significantly, **it would be possible to basically recapitalize the central bank and, at the end of the day, the whole economy, if the central banks' gold position were to increase significantly.** What are your views on this thought?

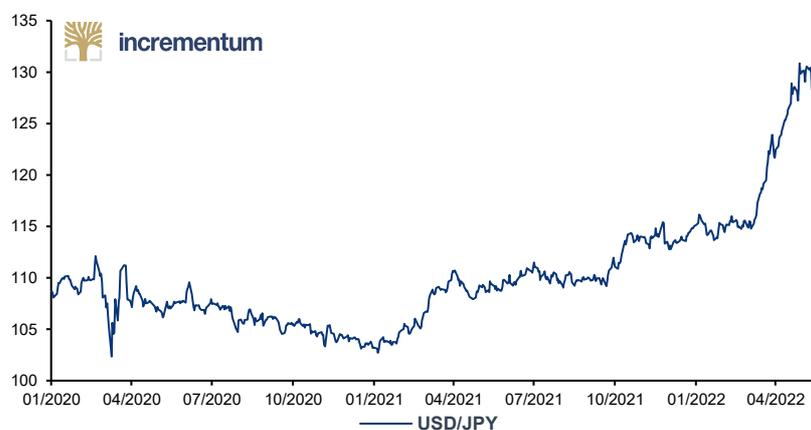
*The last resort will be to come up with some sort of gold standard. This could happen quite rapidly. Major central banks are running into enormous difficulties in their own books because they have taken on so much government debt.*

**Alasdair Macleod:**

Undoubtedly, **that is correct. I think that's the end solution,** because what we're likely to see is a speeding up of the falling purchasing power of currencies. At the moment they're sitting on the price of gold; they sit on it because it's a rival in this fiat paradigm. **But when fiat currency really does begin to fail, there will come a point where central bankers' own pay will need to be secured,** and so will the politicians' pay. At that stage, **the last resort will be to come up with some sort of gold standard.** I think the real question is, how long will it take until we get to that point? My view is that it will actually happen quite rapidly from here, and the reason is that **major central banks are already running into enormous financial difficulties on their own books, because they have taken on board massive amounts of government debt.**

If you look at Japan, **it's not just government debt, it's also corporate bonds and it's also equity ETFs.** They have done what a central bank shouldn't do; their balance sheet is like 80/90 percent bonds now, rather than being the counterparty to currency. Which is really what a central bank should do. **What happens as we see those rising yields? Obviously, all these central banks go into negative equity. They are already there,** and what's interesting is that as we speak, we see **the yen appears to be in the early stages of a collapse.**

USD/JPY, 01/2020-05/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*The yen appears to be in the early stages of a collapse. The euro also displays great weakness.*

*The ECB is in massive negative equity itself, and so are all its shareholders. This will have massive implications should interest rates rise.*

*When the fiat system fails, we will find out who actually has the gold. It will all revolve around trust. Gold will come back to underwrite the whole of the monetary system by being exchangeable for paper.*

*This time it will have to be a real gold standard. Government will have to stop spending all this money. The transition back to a gold-backed currency will be hard.*

In the last four or five weeks it's gone from JPY 115 to the dollar, to this morning we're looking at JPY 121–122. It really is a very serious fall in the purchasing power of that currency, and this reflects the overall financial situation and the fact that the Japanese central bank is in negative equity. Now, these things can be resolved, but **the worst time to resolve a central bank in negative equity is when there is a financial crisis developing**, and that's roughly the combination that I see. **The other real weakness is the euro system.**

**The euro system is potentially worse** because there you've got the ECB. **It's now hugely in negative equity itself, and all its shareholders**, who are the national central banks, are in negative equity as well, with a few very, very minor exceptions. Their banking system, if you look at the euro zone G-SIBs, there again **you have leverage – assets to equity – of well over 20 times. How are you going to resolve this situation when we see rising interest rates**, when we see the ECB being forced to raise its deposit rate above zero? There are potential collapses looming.

To get back to your point about the role of gold, at some stage, unfortunately, you've got the French central bank, you've got the Italian central bank, the German central bank, and so on. They've actually got **significant holdings of physical gold**, or at least we are told they have. But quite a lot of their gold might be leased out; and this is a very serious issue, because **when the fiat system fails, we will find out who actually has the gold. They are going to have to back their currencies with gold**, and in the case of the euro I think we are probably going back to the Deutsche Mark and maybe one or two other currencies. The second-tier currencies will fail. **I can tell you that because this revolves around trust.** The Italian central bank has got a lot of gold. But can you imagine going back to the Italian lira? How much respect would the lira have? I mean, they can deal with it, but they would have to have a proper „gold coin standard“ in order to make it stick. I think what we're likely to see is, yes, **gold will come back to underwrite the whole of the monetary system by being exchangeable for paper.**

It will have to be, and it's not just a question of doing what Germany did in 1923 with Hjalmar Schacht, where they said, „We are going to introduce a new standard but not actually make it convertible into anything“. **This has got to be real this time in order for it to stick;** and of course, the other side of it is that **government is going to have to stop spending all this money on welfare and fancy projects and all the rest of it. They're going to have to cut right back. It's not going to be an easy transition from this Keynesian world back into the real world**, where it's the productive side of the economy that matters and government should be as small as possible. A lot is going to have to happen to get back to a situation where gold is backing a currency, turning a currency into a gold substitute. A lot has to happen before that is going to work.

**Ronnie Stöferle:**

I have so many thoughts to pick up on from your answer. What's really fascinating is the fact that **central bankers seem to believe that by making small rate hikes they will get the inflation problem under control again.** If we look back to the hiking cycle from 2004-2006, **the Federal Reserve did 17 rate**

*Central bankers now seem to have new mandates, such as saving the planet, climate change, and dealing with inequality. We also see rising wages. Do you potentially see a wage-price spiral as a driver of inflation?*

*Businesses paying wages will have to decide if they can afford higher wages or not.*

*Inflation isn't rising prices; inflation is the expansion of the quantity of money. The people licensed by the establishment don't seem to know that.*

*It is very important how the public rate a currency. Public perception about the currency is what monetarists miss.*

In last year's *In Gold We Trust* report, we wrote at length that we are seeing a monetary climate change and that this **pendulum is now really swinging into the direction of rising inflation**, and there's actually quite a number of factors, for example this move from monetary to fiscal dominance. We're seeing that **central bankers now seem to have new mandates, for example, saving our planet, climate change and dealing with inequality**. What other inflationary drivers do you see that the mainstream is missing at the moment?

**Alasdair Macleod:**

The thing that the mainstream is missing, more than anything else, is **the increase in the amount of currency and credit in the economy. That is the root cause of it all.**

**Inflation isn't rising prices, inflation is actually the expansion of the quantity of money.** The thing that I think is amazing is that the FOMC (Federal Open Markets Committee) never mentions the quantity of money in its deliberations. **They are always talking about prices rising here or temporary rises there or supply chain problems or all the rest of it.**

Those are the only things that get picked up by the people who are licensed by the establishment to manage money and to run banking licenses. They just literally follow this meme the whole way through, and the result is that **the underlying cause is completely neglected**. It is always the increase in the quantity of money and credit. Now, I don't subscribe to the monetarist theory, on the basis that it is not the only thing that drives the purchasing power of a currency.

The other thing, which is actually desperately important, is **how the public rate a currency**. Now, I'll give you an extreme example. If the public decide that irrespective of any change in the quantity of currency, that they don't want to use it for transactions, then, rather like the Russians now finding out that the dollars and euros in their reserves are completely worthless, **the public perception of the purchasing power of a currency, or its use value as a medium of exchange, is the factor that monetarists miss.**



*The increase in money supply is the real factor that creates an artificial economic boom. It is likely that people such as Jerome Powell know this, but they are unable to admit it because it would cause havoc in the economy.*

The thing is, **fluctuations in the quantity of money and credit created the Austrian business cycle**, in other words **the periodic boom and bust that we see**; and this periodic boom and bust is a very human thing, it's **bankers getting more encouraged by the initial stimulation of an economy**, which comes from the **central bank reducing interest rates, encouraging people to borrow, and eventually it builds up**. Then you get to a situation where perhaps a bank has a leverage of, say, 10x or 12x assets to equity. Remember what I was saying about over 20 times in Japan and the euro zone, so you can see how this is a cycle of events, and that's the next one they're going to have to try and save us from. The whole situation is completely misread. I look at it from another angle: What if Jerome Powell was actually to stand up and say, „**The real problem we have is not supply chains, it's not energy prices, it's the excessive production of currency and credit, and that is the situation we've got to deal with.**“ I mean, that would be shock, horror – can you just imagine what would happen if he spoke the truth? Now, I don't know how much he believes in money being the „driver“ of the price of currency. I'm sure he believes a lot more than he's letting on, but **the one thing he cannot say is the truth, because it would destabilize the whole economic system.**

**Mark Valek:**

Fascinating. Perhaps going back to the comparison between the stagflation of the 1970s and the current situation, one of the similarities, I would argue is - and we wrote this in last year's report - the new ice age between East and West. In the 1970s we were in the midst of the Cold War, obviously, and unfortunately it seems we are back there. We even have hot war now, so I think this comparison is also very interesting from a geopolitical standpoint and very relevant also to the global architecture of the currency system and the financial system. What are your thoughts in that regard? I mean, I'm obviously alluding to de-dollarization and especially to what I think was really a key event, the freezing of Russian assets.

**What do you think will be the effects of these developments?**

**Alasdair Macleod:**

**It's a very dynamic situation. I mean, between my commenting here and this interview actually coming out, you never know, it might all change.** But I think the underlying problem is that Ukraine is a proxy war. That's the first thing. The real enemies in this are, on the one side Russia, on the other side NATO, and particularly the domination of NATO by America. This is essentially the continuation of a financial war by other means – I think that's the way to look at it. The sanctions that have been imposed on Russia are undoubtedly going to cause great pain for the West, and we're seeing this with oil prices. As we speak, US oil is \$109.50 per barrel, and that's up recently from sort of \$60-\$70, something like that. This is a very serious impact. There are other things happening, as well. Interestingly, China seems to be backing off a little bit from its partnership with Russia, and that's being put about by the people who interpret this as China's being worried that there may be sanctions extended to Chinese companies.

Sinopec, for example, has stopped or put a temporary hold on a joint project, a refinery project, with Russia, but I think this is another aspect of a huge global financial war. If you look at it in that context, the Chinese economy itself is now

*The War in Ukraine is really a proxy war between Russia and NATO, which is dominated by the US. Sanctions against Russia will inflict great economic pain on the West. China has backed off in its relations with Russia, perhaps fearing similar sanctions.*

*China, is worried that capital flows may be going out of China rather than worried about sanctions, in the direct sense.*

*Putin is likely to get desperate as the conflict goes on. Perhaps leading to Russia demanding the West pay for its oil in rubles or even gold. The Russian economy is under pressure, but not enough pressure to be destabilized.*

*We are engaged in a financial and commodities war. The only way to when this war is to be the last one standing, but this is not a good outcome.*

beginning to struggle. It's a different sort of struggle from what we're seeing in the West. **I think what we're seeing in China is actually similar to the situation at the end of the 1920s and into the early 30s. You have got a property bust which is slowly coming through, and the result of that is that international money is tending to leave China rather than continue to go into China.** So China, is more worried that capital flows going out of China than about sanctions in the direct sense.

You can see that this is a very complex situation, and there are a number of ways in which it can evolve. My view at the moment is that the way it is evolving is that it will make Putin more desperate. I don't think you're going to see a regime change tomorrow, as Biden might hope. You'll have a leader who's going to get more and more desperate. The one thing he cannot do is back down, because to back down is to admit defeat, and I think this is the point about his change of policy over Ukraine. Apparently, he's now no longer focused on taking over the whole country but rather on taking over the borderline of the Sea of Azov and joining Crimea with Donetsk and so on. So, he has a lot less ambition and he can then call an end to the „special operation“. That, I think, is the way he's playing it, but we're not going to stop putting pressure on him by saying, „Well done, we've achieved our objective, we're going to back off and remove the sanctions on central bank reserves and people who are not directly related with president Putin but might be“, and so on.

I just don't see how at the moment that we're going to back off quickly, even if Putin achieves his new objective, so I'm afraid the situation is just going to get worse and worse, and I can see that a more desperate Putin will not only insist that the protagonists in the West pay for their oil with rubles, which echoes the Kissinger-Nixon agreement with the Saudis which created the petrodollar in 1973. But also, the question now is gold, because it's been rumored – or at least I think there was a statement from the chairman of one of the subcommittees in the Russian parliament – that they would accept gold as payment.

**I'm sure they would accept gold, but this is something which can be intensified; and at current prices, Russia can discount its oil to India, China, whoever else wants to take it, even down to below \$60 a barrel, and still profit.** The idea that the Russian economy is under pressure is actually wrong – yes, obviously it is under pressure, but the sort of pressure to destabilize it, I don't think so. It's actually a lot stronger than the West generally thinks; and remember, the West got the Soviet economy completely wrong before the Berlin Wall fell.

All the intelligence was that the Soviet economy was strong, so the economic advice behind their intelligence was rubbish. So now we've got a situation that I'm afraid is going to get worse before there's any chance of it getting better, in terms of the supply of commodities and the financial situation. And this to me has always been a financial war.

It has now turned into a financial and commodity war, and we're not going to walk away from winning. It's going to be a Pyrrhic victory. If we're lucky, we will win in the sense that we're the last one standing, but that's about it; and this is not good when you've got back channels between America and Russia, America and

Germany and the UK, not working. In other words, the chance of this escalating into something completely out of control in the military sense should not be dismissed.

**Ronnie Stöferle:**

I agree, Alasdair, and it's a frightening situation when your kids ask you if there's a third world war going to start soon. I think you recently tweeted out that Russia's debt to GDP is just under 25%, which is the lowest for the OECD countries. I think the average there is above 110% debt to GDP.

*With Russia having its reserves seized at the stroke of a pen, will more central banks choose gold to protect themselves against such counterparty risk?*

But what I would like to ask you is, we saw that basically with a stroke of a pen, the West took Russia's FX reserves and made them completely worthless – \$630bn. **Isn't that basically the strongest case for gold for every central bank on the globe that has ever been made?** I mean, if you're somewhat critical of the United States and if you, as a central banker, want to avoid counterparty risk, then obviously there are only very few choices left; and I think the primary choice is probably gold.

*Gold sits at the top of the money hierarchy and avoids the criminal recovery process in ways that CBDCs and cryptocurrencies cannot.*

**Alasdair Macleod:**

I would agree with that entirely, and the situation is even more alarming than you have just stated, because the point about gold is that it's nobody's liability. You can always use it as money. The fact that we don't use it as money is because we value money more than we value currency, and we probably value currency more than we value a bank deposit account.

**In terms of the hierarchy, gold is right up there, and make no mistake about it.** Not only that, but legally that is the situation as well, and this is a point people miss. You know the thing about gold is that you can exchange it, you can use it as money, and money escapes the criminal recovery process that you have with any other asset. I mean, if I steal a painting from you, then I have committed a crime. If I pass the painting on to someone else and that person doesn't know it's stolen, you can recover it off that someone else, no compensation required. That is what the law says, and it's common more or less throughout the world. But when it comes to money or currency, **if I steal a gold coin off you and I then go and spend it somewhere, and the person who takes that money takes it in good faith, not realizing that it was stolen, he can pass it on and you can't recover it.**

**Gold still has that fundamental difference, which nothing else has, not even CBDCs, not even cryptocurrencies.** So, we're talking about the top, the real top, top asset; and this has been brought out very, very clearly by the West's actions against Russia.

*Central banks will be motivated to get their gold under their own control to avoid the same fate as Russia.*

I would go further than you suggested. Imagine that you're a central bank, you might even be the Austrian National Bank, and you sort of think, „*Hold on, I have got x tonnes stored with the Federal Reserve; I have got x tonnes stored with the Bank of England; I think I'd better get that back under my control, because look what they've done.*“ I don't know whether Russia's got any gold in terms of market liquidity in the Bank of England vaults. We're not given that information; but if they have, that's basically been frozen; so every central banker will be saying, you

*Large amounts of gold have been leased out by central banks and are not expected to be released back into the market, causing a tightness in the gold market that will damage fiat currencies.*

know, we really need to get our gold back under our control; and even if they haven't got storage facilities, they're going to start building them damn quickly. So this, was a major move, and I think it will turn out to be a major mistake by the West. I mean, going back to the Second World War, the Bank of International Settlements still operated as a bank, as far as the Nazis were concerned. It took a neutral position, as indeed Switzerland did. But now, none of the central banks that store earmarked gold on behalf of other central banks are taking that position, and it started with the Bank of England, with Venezuela's gold.

We were told by the Americans, don't give Venezuela back its gold; so what did the Bank of England do? It rolled over and said, right, we're not giving Venezuela its gold. This is not the role of a custodian, and we're seeing these fundamental changes, which I think have got unintended consequences way down the line. And there is another thing, Ronnie, and that is, there was an analyst called Frank Veneroso who gave a speech in Lima, back in 2002, concerning gold leases from the central banks. He concluded in that speech that central banks had probably leased out between ten thousand and fifteen thousand tonnes of gold – fourteen thousand, I think, was the exact figure. Which had become the ornamentation of Indian ladies, you know, and the central banks weren't going to get it back. Now, at that time 15,000 tonnes was roughly half the total world central bank gold reserves. I don't know what's happened today; I would hope the situation hasn't deteriorated; but you can be sure there is a lot of gold out there on lease. Now, not even assuming that that gold is gone forever, if it does come back, I don't think central banks are going to be releasing it. **So there's going to be tightness in the market, which is going to do a lot of damage to fiat currencies.** There's an old saying, „The market always wins“, and I think that's what we're going to see.

**Mark Valek:**

That's so fascinating, and I think there's a lot of agreement from Ronnie and myself with you. When we think about this kind of revaluation, which probably will have to happen to some extent, we see it being forced upon by the market, as you just said, perhaps even kind of in a legislated way. **But what do you think would be a price level that would have to be achieved, so that the system could keep on working?**

**Alasdair Macleod:**

I never give a price target, and for a start, experience has told me that I never get it right. The second thing is that I think looking at it that way is actually looking at it from the wrong end of the telescope. Really, what we're talking about is not the gold price rising but the purchasing power of currencies falling, so really, your question should be, if I may venture to suggest, how far down do you see currencies' purchasing power collapsing? And I can see that, without action, they will become completely valueless. Coming back to the way you phrased the question, that means an infinite price of gold, which could be the reciprocal of valuelessness in a paper currency. But I don't think it's going to quite get there because, as I said earlier, **I think that nations will be forced to back their currencies with gold.**

*What we are witnessing is not the gold price rising, but the purchasing power of currencies falling.*

*The only way to stabilize the situation is to return to a gold standard.*

It'll have to be done credibly, and the only way to do it credibly is to reintroduce, if they haven't got it at the moment, gold coin, and make that exchangeable for currency notes at the central bank. If you have a stash of Austrian shillings, say, under a new currency arrangement, rather than euros, you can take it to the central bank, and you can say, „I have got a hundred thousand shillings“, or whatever the figure is, and „I want coins“ in return for it; and the central bank will be obliged to supply those coins to you.

**That I think is the endpoint, and when that happens, I don't know. It's a pain threshold problem; I think it comes to the point where the Keynesians throw in the towel,** let's put it that way. On the one hand you've got the Keynesians who are saying, „Oh, this is impossible to understand. We don't understand it, this is completely wrong, stimulate more“, or whatever they come up with. And you'll have the politicians and the central bankers who are in the practical situation of finding that their currency is disappearing down the plughole, becoming worthless. How do we stabilize it? I know that we've turned our backs on gold since 1971, or at least the Americans have forced us to do so. But the only way we can stabilize this is to return to gold; and whether that's with gold, say, at a hundred thousand dollars an ounce, a quarter-million dollars an ounce, or ten thousand dollars, I honestly don't know. But I think it's going to be further down the rabbit hole than we would think possible at this moment.

**Mark Valek:**

I could imagine. I mean, I actually stated that on Twitter a few weeks ago. That, getting back to Russia, that would be a kind of solution for their problem. They have the gold, and they are in the desperate situation of already having very high inflation. If they really would consider such a thing, they would have to go to some kind of real circulation of gold; and as I said, they could do it, and they could also probably do it politically. I'm not an expert on that, but they would have to somehow opt out of the IMF, right? Because the IMF currently is forbidding you to do such a thing; but at this stage, why shouldn't they do that? Also, they've been pushed out of every international organization I can think of. Why shouldn't they leave the IMF? I don't know if that's a realistic option; any thoughts on that?

*Russia likely has more gold in its reserves than we know. This coupled with relatively low debt and a flat income tax makes a return to the gold standard possible.*

**Alasdair Macleod:**

Yeah, I agree with you entirely, and I would go slightly further and say that my information – I can't verify this – is that actually Russia has got a lot more gold than it declares in its reserves. As one of the major producers in the world, I mean, that statement shouldn't be too surprising. Also, we have seen that President Putin is a „gold bug“, if I can put in those terms, or appears to be. So yeah, that's certainly possible; but the problem is you have to get over the overwhelming global establishment consensus, and that is that the way to manage an economy is to have the flexibility to be able to increase the amount of currency and credit in the economy as the primary means of managing the economy.

**Now, if you're going to go the gold standard route, then effectively, you're turning your back on that.** You're saying the economy is not the government's affair; it's the private sector's affair and we should, as much as possible, ensure that we don't intervene. So we're talking about a change in the way in which government views its own economy, but let us posit that if the change is

*Russia might drop a bombshell on us and say: „Do you know what? It's not 2,000 tonnes, we've got 5,000 tonnes“.*

accepted in Russia, then they've got the economy which makes this eminently possible. I mean, as Ronnie said earlier, their level of government debt is closer to 20% than 25%, so you've got a government which has got very little debt, as well as an income tax that is a flat tax at 13%. They don't have the respect for property rights that I would like to see, but that could be dealt with.

This is an environment, actually, where they can quite easily introduce a working gold coin standard, not just on the back of the existing reserves, but on the back of more reserves which they could declare and that actually could be the next stage. At some stage, **I think Russia might drop a bombshell on us and say: „Do you know what? It's not 2,000 tonnes, we've got 5,000 tonnes“, or whatever the figure is. I mean it would work**, because we're not die-hard Keynesians, but the die-hard Keynesians who run the world have a problem and so, incidentally, do the monetarists, because the monetarists are inflationists, as von Mises realized when he spoke to Milton Friedman at the Mont Pelerin Society way back whenever it was, I think it was in the late 1960s, early 1970s.

**Ronnie Stöferle:**

I just found a great quote by Mises regarding the wishful thinking around unlimited government, and he called it the „Santa Claus principle“. I don't know if you're aware of that, but he said:

*“An essential point in the social philosophy of interventionism is the existence of the inexhaustible fund, which can be squeezed forever. The whole system of interventionism collapses when this fountain is drained off, the Santa Claus principle liquidates itself.“*

I think that's a very good summary, basically, of the discussion that we just had. Mark, is there anything else you want to ask Alasdair?

**Mark Valek:**

Alasdair, I want to say thank you very much for joining us. It was a great pleasure and looking forward to keeping in touch and following your great research on gold money.

***Dies war ein Auszug aus dem Transkript unseres Gespraches mit Alasdair Macleod. Die vollständige Abschrift finden Sie unter [diesem Link](#).***

***Um das Video des Interviews anzusehen, klicken Sie bitte [hier](#).***

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 WITH  
\$50 MILLION**



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



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



**+42-ACRE PROPERTY  
POSITION IN THE  
HOMESTAKE DISTRICT**



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

# Eine neue Weltordnung entsteht

*„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

## Key Takeaways

- Das Jahr 2022 markiert eine echte Zeitenwende für das internationale Geldsystem: weg vom US-Dollar, hin zu einer multipolaren Welt.
- Das Einfrieren der russischen Währungsreserven ist von seiner Tragweite für die globale Währungsordnung vergleichbar mit der Schließung des Goldfensters durch Richard Nixon im Jahr 1971.
- Während der Krieg den Westen ablenkt, bauen Moskau und Peking ihre Kooperation massiv aus.
- Der Petrodollar ist angeschlagen: Das Verhältnis zwischen Saudi-Arabien und den USA war selten schlechter, China macht gewaltige Fortschritte im Nahen Osten.
- Wie die monetäre Architektur der Welt aussehen wird, wenn sich der Staub gelegt hat, ist unklar. Sicher scheint: Gold und Rohstoffe werden massiv an Bedeutung gewinnen.

*Central banks are starting to question whether reliance on the U.S. dollar is a good idea, since the United States has been extremely trigger-happy when it comes to the use of sanctions and other economic punishments.*

**Institute for the Analysis of Global Security**

*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**

**Das Jahr 2022 wird in die Geschichte der internationalen Währungspolitik eingehen. Russlands Angriff auf die Ukraine und die darauffolgenden Sanktionen haben alles verändert.** Nicht nur in der Ukraine finden sich Schlachtfelder – auch an den Finanzmärkten wird gekämpft. Wir können die Entstehung einer neuen globalen Geldordnung in Echtzeit miterleben. Viele der Themen, die wir seit 2017 in den Seiten dieses Reports behandeln, sind plötzlich im Mainstream angekommen. Die Idee einer multipolaren Welt, die nicht mehr einzig durch den Dollar dominiert wird, ist plötzlich salonfähig geworden. China und Russland rücken näher zusammen. Und der Ölstaat Saudi-Arabien, ein Stützpfeiler der US-Hegemonie, wendet sich von Washington ab – und flirtet intensiv mit Peking. Die Sanktionen des Westens gegen Russland wirken wie Öl, das ins Feuer gegossen wird. Um es **mit den Worten des „Wall Street Journals“ zu sagen**: *„If Russian Currency Reserves Aren't Really Money, the World Is in for a Shock“.*

**Europa sitzt – einmal mehr – zwischen den Stühlen. Die Rolle des Euro steht mehr in Frage denn je.** Ist er ein „Instrument der europäischen Souveränität“, wie der ehemalige EU-Kommissionschef Jean-Claude Juncker meinte? Oder ist er für den Rest der Welt wertlos, weil die EU (bisher) mit den Sanktionen gegen Russland mitgezogen ist? Während wir diese Zeilen schreiben, ist vieles in dieser Geschichte noch im Fluss, viele Fragen sind unbeantwortet. Wir werden daher einen Blick auf die fundamentalen Entwicklungen werfen.

**Immerhin: Europa dürfte dank seiner großen Goldreserven zumindest gut vorbereitet sein auf das, was jetzt kommt.** Denn was wir hier sehen, kann man auch als die „Rückkehr des Realen“ bezeichnen. Eine neue Geldwelt, die sich ganz offen um Gold und Rohstoffe dreht. Etwas, das sich Europäer, Russen und Chinesen eigentlich seit vielen Jahrzehnten wünschen, wie unsere Timeline zeigen wird. Zoltan Pozsar von der „Credit Suisse“ nennt das „Bretton Woods III“. Aber eigentlich hätte dieses neue System einen eigenständigen Namen verdient. Nach dem Golddollar und dem Öldollar kommt etwas gänzlich Neues, das mit „Bretton Woods“ nichts mehr zu tun hat.

**Die neue monetäre Weltordnung ist multipolar.** Etwas, das Jerome Powell am 2. März 2022 bestätigte, **als er sagte**: *„It's possible to have more than one major reserve currency.“* Powell strich aber die Vorteile des Dollars im freien Kampf der Währungskräfte hervor: Rechtssicherheit und ein offener, tiefer Kapitalmarkt. Niemand, weder Europa noch Russland oder China können da mithalten. Zumindest bisher nicht.

**Aber bevor wir sehen können, wie die neue Geldwelt aussieht, müssen wir die Vergangenheit verstehen.** Wir müssen zurück nach 1944, zur Gründung von Bretton-Woods, und uns ansehen, wie das System sich entwickelt hat, das jetzt zusammenbricht. Und wir müssen wissen, was seit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine geschehen ist. Denn während der Ukraine-Krieg die Schlagzeilen dominiert, wird auch im Finanzsystem gekämpft. Und was dort geschieht, weist den Weg in die Zukunft.

Wir konzentrieren uns deshalb auf die Geschichte des Geldsystems, wie wir es kennen. Auf die Rolle von Gold und die Entstehung des Euro, die wachsende

Freundschaft zwischen Moskau, Peking und Riad und die abenteuerlichen Pläne Russlands, eine neue, digitale Weltwährung zu schaffen.

## Was bisher geschah: Die lange Geschichte der US-Dollar-Dominanz

*...there are now real concerns around the longevity of the US dollar as a reserve currency.*

**Goldman Sachs**

**Um zu verstehen, wie wir in diese Situation gekommen sind, müssen wir die vergangenen Jahrzehnte Revue passieren lassen.** Es ist nicht einfach, den Überblick zu bewahren. Aber wenn es ein Thema gibt, das immer wieder auftaucht, dann dieses: Die Nutzung des US-Dollars als Leitwährung ist langfristig ein politisches Problem, weil es den USA zu viel Macht gibt („exorbitant privilege“) – und ein ökonomisches Problem, weil sich eine nationale Währung als Weltwährung nur schlecht eignet („**Triffin Dilemma**“).

**Die Lösung für beide Probleme ist die Nutzung eines neutralen Reserveassets.** Das kann natürlichen Ursprungs sein wie Gold oder andere Rohstoffe oder künstlich geschaffen wie die „Sonderziehungsrechte“ (Special Drawing Rights (SDR)) vom IWF. Beide Varianten wurden immer wieder angedacht und in Ansätzen auch umgesetzt – aber bis jetzt ohne Erfolg. **Die folgende De-Dollarization-Timeline soll einen Überblick dazu geben.**

*The US dollar system was founded at Bretton Woods on three pillars: American military supremacy, American financial hegemony, and American economic prowess.*

**Dan Oliver**

### 1940er-Jahre

#### Keynes scheitert in Bretton Woods und das Problem nimmt seinen Lauf

Juli 1944: Mehr als 700 Abgesandte aus 44 Nationen treffen sich im „Mount Washington Hotel“ in Bretton Woods, New Hampshire – darunter die USA, Kanada, Australien, Japan und die späteren europäischen Siegermächte. Ein Jahr vor Kriegsende beschließen sie die neue monetäre Ordnung der Welt; die erste und bisher einzige, die auf internationalen Verträgen beruht.

- Der US-Dollar wird an Gold gebunden, alle weiteren Währungen an den US-Dollar. Es ist eine Variante eines Vorschlags des Ökonomen John Maynard Keynes – mit einem kleinen, aber wichtigen Unterschied zu dessen Idee: Statt einer neutralen, noch zu schaffenden Weltreservewährung – von Keynes „Bancor“ genannt – würde der US-Dollar diese Rolle spielen.
- Das Bretton-Woods-Abkommen (BW) zementierte die Rolle des US-Dollars als Reservewährung und jene von US-Staatsanleihen (Treasuries) als Reserve-Asset. Der US-Dollar war „so gut wie Gold“ und ersetzte fortan die Rolle des Goldes im Weltwährungssystem.
- Der „Internationale Währungsfonds“ (IWF) und die heutige „Weltbank“ wurden als neue, internationale Bürokratien ins Leben gerufen, um das System von BW zu stützen.

### 1945–1959

Nach dem Krieg lag die Wirtschaft Europas am Boden. Die nationalen Währungsreserven waren aufgebraucht. Gleichzeitig herrschte eine hohe Nachfrage nach Gütern aus den USA, wo die industrielle Basis intakt war. Die

Folge war ein enormer Handelsbilanzüberschuss der USA und eine akute Knappheit an US-Dollar in Europa.

- Eigentlich wären der IWF und die Weltbank mit ihren Krediten dafür zuständig gewesen, temporäre Ungleichgewichte auszugleichen. Aber diese Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanz waren strukturell – und zu groß. Die USA initiierten daher den „Marshall-Plan“, um Westeuropa wieder aufzubauen – und zahlungsfähig zu machen.
- Der Wiederaufbau Europas ist so erfolgreich, dass die USA bereits 1950 ihre erste negative Handelsbilanz aufweisen; ein Trend, der sich bis heute fortsetzen und verstärken sollte.
- Das Bretton-Woods-System lief jetzt wie geplant – aber die systematischen Probleme waren damit nicht ausgeräumt. Sie gingen in Wahrheit erst los.
- Washington begann, Papiergeld zu exportieren und reale Güter zu importieren. Aber das gedruckte Papiergeld war durch die US-amerikanischen Goldreserven gedeckt und die begannen ab 1950 rapide zu schrumpfen, da andere Länder ihre US-Dollar gegen Gold tauschten.

#### 1960er-Jahre

### Triffin entdeckt sein Dilemma

**In den 1960er-Jahren warnt der Ökonom Robert Triffin vor den**

**Widersprüchen im System von BW.** Er prägte den Begriff vom „Triffin-Dilemma“.

Demnach würde die Nutzung einer nationalen Währung als internationale Reservewährung irgendwann zu einem Konflikt zwischen den nationalen Bedürfnissen eines Landes und jenen der Weltwirtschaft führen. Triffin sagte voraus, dass die Goldbindung des US-Dollars scheitern werde.

Dieser Widerspruch war einer der Gründe, warum sich Keynes in Bretton Woods für die Einführung eines neutralen Reserveassets ausgesprochen hatte.

Als Reaktion auf Triffin führt der IWF im Jahr 1969 die „Sonderziehungsrechte“ (SDR) ein. Bei den Sonderziehungsrechten handelt es sich um eine synthetische Reservewährung, die einen Korb an anderen Währungen repräsentiert.

Es gab seit ihrer Einführung viele Anläufe, die Sonderziehungsrechte zum internationalen Reserveasset aufzuwerten und den US-Dollar damit zu ersetzen. Alle scheiterten am Widerstand der USA.

Bereits in den 1960er-Jahren mussten mehrere Maßnahmen ergriffen werden, um das System von BW zu stabilisieren. Dabei ging es vor allem darum, den fixierten Goldpreis von 35 US-Dollar pro Unze zu erhalten. Alles andere hätte einer Abwertung des US-Dollars entsprochen.

- Zu diesem Zweck wurde im November 1961 der „London Gold Pool“ ins Leben gerufen, der de facto mit der Manipulation des freien Goldmarktes beauftragt war, um den Preis zu drücken.
- Im System von BW war es Einzelpersonen nicht möglich, US-Dollar in Gold zu tauschen. Der private Goldbesitz war den US-Amerikanern seit 1933 sogar verboten.<sup>48</sup> Nur ausländische Regierungen und Zentralbanken hatten die Möglichkeit, ihre US-Dollar in Gold zu tauschen.

<sup>48</sup> Siehe „Eine kurze Geschichte der Goldkonfiszierungen“, In Gold We Trust-Report 2021

In Europa wuchs ab den 1960er-Jahren der Unmut über das Bretton-Woods-System. Man sah sich in einem unfairen System gefangen, in dem Europas Bürger den Lebensstandard der USA subventionieren mussten.

- Die Franzosen standen unter dem ehemaligen General Charles De Gaulle besonders kritisch zum BW-System. Sie waren jene Nation, die am aktivsten US-Dollar in Gold tauschte.
- Frankreichs Finanzminister Valéry Giscard d'Estaing prägte in den 1960er-Jahren den Begriff vom „exorbitanten Privileg“ der USA, Geld nahezu nach Belieben zu drucken und dafür reale Güter zu erhalten.
- 1965 warnt De Gaulle in einer Fernsehansprache vor einer US-Dollar-Krise und macht sich für die Rückkehr zum Goldstandard stark. Seine Worte erinnern stark an die Kritik von Keynes und Triffin. **De Gaulle kritisierte**, dass der US-Dollar kein „neutrales und internationales Handelsmedium“ sein könne und „tatsächlich ein Kreditinstrument sei, das für nur einen Staat reserviert sei“.

**Im März 1967 schickt der damalige Präsident der Deutschen Bundesbank, Karl Blessing, einen Brief an den Vorstand der Federal Reserve.** Blessing verspricht, dass es Deutschland den Franzosen nicht nachmachen werde und dass Bonn im Sinne der internationalen Kooperation vom Eintausch seiner US-Dollarreserven in Gold absehen wird. **Der sogenannte „Blessing-Brief“ vom 30. März 1967 geht in die Geschichte ein.**

- Wenige Jahre später, im Mai 1971, **bezeichnet Karl Blessing das Zugeständnis als Fehler:** *„Ich erkläre Ihnen heute, dass ich mich selber persönlich schuldig fühle auf dem Gebiet. Ich hätte damals rigoroser sein müssen gegenüber Amerika. Die Dollar, die bei uns anfielen, die hätte man einfach rigoros in Gold umtauschen müssen.“*
- **In diesem Interview skizziert Blessing auch**, was später einmal der Euro sein sollte: Eine europäische Zentralbank, unabhängig von den Nationalstaaten, mit klaren Regeln und einer harten Währung: *„Es ist kein Zweifel, wir könnten, wenn wir wirklich den politischen Willen in der EWG hätten, einen Hartwährungsblock bilden, dessen Kurse dann schwanken könnten gegenüber dem Dollar. Damit hätten wir uns abgehängt von dem US-Dollar-Standard, den wir heute ja haben. Wir haben ja praktisch den US-Dollar-Standard.“*
- Ende 1970 erscheint der „Werner Report“, benannt nach Pierre Werner, dem Ministerpräsidenten von Luxemburg. Es ist der erste konkrete Plan seitens Europas, binnen eines Jahrzehnts eine ökonomische Union zu schaffen – und gilt als Startschuss für die Bemühungen um die Schaffung einer gemeinsamen Währung.

#### 1970er-Jahre

Anfang August 1971 schickt Frankreich unter De Gaulle ein Kriegsschiff nach New York, um physisches Gold abzuholen, das Frankreich für seine US-Dollar bekommen sollte.

#### Der Nixon-Schock und die Geburt des Petrodollars

Am 15. August 1971 beendet US-Präsident Richard Nixon nach rund 25 Jahren das Währungssystem von Bretton Woods. Er hebt die Goldbindung des US-Dollars auf.

*It wasn't the gold standard that failed; it was politics.*

**Alan Greenspan**

*We are the Saudi Arabia of dollars.*

**Luke Gromen**

*In effect, there is nothing inherently wrong with fiat money, provided we get perfect authority and godlike intelligence for kings.*

**Aristoteles**

Zunächst bloß „vorrübergehend“ und um die US-Wirtschaft zu „stärken“. Zu diesem Zeitpunkt haben die USA „nur“ noch rund 8.000 Tonnen Gold in ihren Reserven.

- Die Europäer sind ob der unilateralen Entscheidung geschockt. Statt das „exorbitante Privileg“ aufzugeben und die Welt auf ein neutrales Reserve-Asset umzustellen, bauen die USA ihr Privileg weiter aus. Ab 1971 muss Washington nicht mehr fürchten, Gold zu verlieren, wenn man Geld druckt.
- In den 1970er-Jahren kommt es zu hohen Inflationsraten und zwei Ölschocks. Die Produktion von US-amerikanischem Öl erreicht Ende der 1960er-Jahre ihren vorläufigen Höhepunkt und die arabischen Ölländer sehen in Nixons Schritt eine Abwertung des US-Dollars. Es kommt zu Preisanstiegen und Krisen im arabischen Raum. Erstmals müssen westliche Industrieländer mit Ölknappheit kämpfen.
- 1972 besucht US-Präsident Richard Nixon das kommunistische China und markiert einen Wendepunkt in den Beziehungen beider Länder. Nixon verbringt sieben Tage in China. Der Startschuss für eine neue Form der Kooperation, die zum wirtschaftlichen Aufbau Chinas führen sollte.

Im Juli 1974 fliegt der frisch eingesetzte US-Finanzminister William Simon nach Saudi-Arabien. Es war das Jahr, in dem die erste Ölkrise in den USA spürbar wurde. Simon war zuvor als Nixons Energieexperte im Einsatz und leitete davor den Treasury-Handel bei der Investmentbank „Salomon Brothers“. Er war ein ausgewiesener Kenner des Öl- und Anleihenmarktes.

- Bei diesem und späteren Meetings wurde ein Deal ausgehandelt, der die kommenden Jahrzehnte massiv prägen sollte. Im Gegenzug für militärische und politische Unterstützung sicherte Saudi-Arabien den USA zu, ihre „Petrodollars“ in US-Anleihen zu recyceln.
- Der Petrodollar war geboren. Von diesem Zeitpunkt an, war die Weltleitwährung US-Dollar zwar nicht mehr durch Gold gedeckt – aber durch „schwarzes Gold“. Denn alle Länder mussten fortan große Reserven der US-Währung halten, um ihre Energierechnung zu begleichen.

## Das Ende der 1970er-Jahre und der Volcker-Schock

**1976 wird das Bretton-Woods-System formal durch die „Jamaika-Abkommen“ beendet.** In den frühen 1980er-Jahren lassen alle entwickelten Staaten ihre Währungen fluktuieren. Zum ersten Mal in der Geschichte ist die ganze Welt auf einem reinen Papiergeld-Standard, mit einer Ausnahme: Die Schweiz hält bis 1999 formal an der Goldbindung des Franken fest.

- Im Jahr 1979 steht der US-Dollar wegen der anhaltend hohen Inflation der vergangenen Jahre unter gewaltigem Druck. Im August dieses Jahres übernimmt Paul Volcker den Posten als Chef der Federal Reserve.
- Im März 1979 wird das „Europäische Währungssystem“ geschaffen. Erstmals werden alle Währungskurse der teilnehmenden Staaten aneinander gebunden und zwar mithilfe der „European Currency Unit“ (ECU). Aus dieser entsteht später der Euro.
- In diesem Sommer erreicht die Kern-Inflation in den USA 12%. Die Gold-, Silber- und Rohstoffmärkte reagieren empfindlich, die Preise schießen nach oben, was auch die Federal Reserve unter Volcker nervös macht.

- Im Oktober 1979 treffen sich die Politiker und Notenbanker des Westens bei einer IWF-Tagung in Belgrad. In den USA hat auch das Weiße Haus den Kampf gegen die Inflation längst zur „nationalen Priorität“ erklärt. Paul Volcker sucht in Belgrad den Rat der Europäer und spricht unter anderem mit dem deutschen Kanzler Helmut Schmidt und dem Bundesbankchef Otmar Emminger.

*„In Belgrade ... it became obvious to Volcker that a collapse of the dollar was a very real possibility, perhaps leading to a financial crisis and pressure to remonetize gold, which the United States had fought doggedly for over a decade. To forestall this, there was only one possible course of action: do whatever was necessary to strengthen the dollar.“<sup>49</sup>*

Volcker bricht seine Auslandsreise ab und **kehrt am 2. Oktober verfrüht nach Washington zurück**: *„With his ears still resonating with strongly stated European recommendations for stern action to stem severe dollar weakness on exchange markets.“*

- Er organisiert ein geheimes Treffen der Federal Reserve am Samstag, den 6. Oktober 1979.
- Volcker setzt sich mit einer generellen Kursänderung innerhalb der Federal Reserve durch. Die Kontrolle des Geldmengenwachstums sollte in Zukunft das wichtigste Instrument im Kampf gegen die Inflation sein. Die Reserveregeln für Banken werden verschärft.
- 1979 steigt die Jahresinflation in den USA auf 14%. Im folgenden Jahr sollte der Goldpreis bei rund 850 USD seinen Höchststand erreichen. Anfang 1981 folgt der Peak beim kurzfristigen Zins mit 20%. Volcker sollte es gelingen, die Inflation zu stoppen – auf Kosten der US-Wirtschaft, die in eine Rezession rutscht.

## 1980er-Jahre

### Die Stabilität der 1980er-Jahre

**In den 1980er-Jahren stabilisiert sich das System.** Die Europäer arbeiten aber längst an ihrer eigenen Währung, die sie vom US-Dollar-System unabhängig machen soll. Und auch die Verfechter der Sonderziehungsrechte und des IWF sind nicht untätig. Im Jahr 1984 schlägt der Ökonom Richard Cooper eine globale Einheitswährung vor – mit einer gemeinsamen Geldpolitik und einer gemeinsamen Notenbank. Den Anfang sollen die USA, Europa und Japan machen.

**„Get ready for a world currency“ – so titelt am 9. Jänner 1988 der „Economist“.** In dem Artikel wird die Schaffung einer globalen Währungsunion angeregt. Auch in dieser Vision soll der IWF die Rolle der Weltzentralbank übernehmen und seine Sonderziehungsrechte die Rolle der Weltwährung. Bei der Beschreibung fällt auf, dass die vorgesehene Konstruktion jener der späteren Eurozone stark ähnelt: Ein System, dessen Regeln alle teilnehmenden Staaten befolgen müssen. **Der „Economist“ nennt die neue Währung den „phoenix“ und sagt seine Einführung bis 2018 voraus.**



Bildnachweis: [www.coverbrowser.com](http://www.coverbrowser.com)

<sup>49</sup> Moffitt, Michael: World's Money, 1983, S. 196

*„Each country could use taxes and public spending to offset temporary falls in demand, but it would have to borrow rather than print money to finance its budget deficit. With no recourse to the inflation tax, governments and their creditors would be forced to judge their borrowing and lending plans more carefully than they do today.“*

## Die Einführung des Euro

**Im Dezember 1995 legen sich die EU-Staaten auf einen Namen für die gemeinsame Währung fest: Euro.** Am 1. Jänner 1999 wird die europäische Gemeinschaftswährung als Buchgeld eingeführt. Gold spielt von Anfang an eine wichtige Rolle für die neue Währung. Aber unter dem ersten EZB-Präsidenten Wim Duisenberg wird der Euro nicht etwa an Gold gebunden, wie es der US-Dollar unter dem System von Bretton Woods war.

**Stattdessen wird Gold in der Bilanz des Eurosystems neu behandelt. Als selbstständiges, von der Währung getrenntes Asset.** Gold ist die erste Zeile in der Bilanz der EZB. Und viermal pro Jahr wird der Wert der Reserven an den Marktwert angepasst – was die Währungswelt auf den Kopf stellt.

- Ein steigender Goldpreis ist gut für den Euro, weil er die Bilanz stärkt. Gleichzeitig ist es ein Signal an die EU-Bürger, die freien Zugang zu physischem Gold haben: Wenn das Management der Notenbank den Menschen nicht zusagt, können sie im harten, neutralen „Geld“ Gold sparen.
- Dieses System der Marktbewertung von Gold haben inzwischen auch die Notenbanken von Russland und China übernommen, nicht aber jene der USA.
- Um dieses System abzusichern, **wird der Kauf und Verkauf von „Anlagegold“ im Oktober 1998 EU-weit von der Mehrwertsteuer befreit.**
- Am 26. September 1999 unterzeichnet eine Gruppe europäischer Notenbanken das erste „**Central Bank Gold Agreement**“ (CBGA). Das Ziel: Dem Markt zu versichern, dass man seine Goldverkäufe in Zukunft drosseln werde. Der Goldpreis findet in den kommenden Jahren seinen Boden und fängt an zu steigen.
- Weil Großbritannien nach dem CBGA noch rund 400 Tonnen Gold zu absoluten Tiefstpreisen verkauft – unter dem damaligen Schatzkanzler Gordon Brown – hat die Periode zwischen 1999 und 2002 den Spitznamen „Brown Bottom“ erhalten.

### 2000er-Jahre

**Dass der Euro von Anfang an auch als Energie- und Reservewährung gedacht war, wurde von den EU-Politikern nie verheimlicht.** Schon vor der Einführung des Euro-Bargelds am 1. Jänner 2002 sorgt die neue Währung für Wirbel. Im November 2000 entscheidet Iraks Präsident Saddam Hussein, im Ölhandel von US-Dollar auf Euro umzusteigen. Die USA protestieren laut und warnten Hussein vor diesem Schritt.

- Im Februar 2003 ist klar: Der Irak hat mit seinem Wechsel auf den Euro eine ökonomisch gute Entscheidung getroffen, die Warnungen aus den USA waren alle falsch. Der Eurokurs hatte sich in den vergangenen drei Jahren deutlich erholt und auch die Zinsen sind höher als im US-Dollar.

*The focus of policy in China is no longer creating jobs at any cost...The new focus in China is de-dollarizing at any cost...*

**Louis Gave**

- Im März 2003 greifen die USA den Irak an. Saddam Hussein wird gestürzt und der Ölhandel wieder auf US-Dollar umgestellt. Deutschland und Frankreich gehören zu den größten Gegnern der Invasion und verweigern den verbündeten USA die Unterstützung.

## Die Finanzkrise und ihre Folgen

Nach der Lehman-Pleite und der großen Finanzkrise werden weltweit die Sorgen wieder größer, dass das US-Dollar-System am Ende angelangt sein könnte.

So äußert sich im März 2009 erstmals der Chef der People's Bank of China (PBoC), Zhou Xiaochuan. In einer bemerkenswerten Rede bei der „Bank für Internationalen Zahlungsausgleich“ (BIZ) fordert er die Abkehr vom US-Dollar und die Errichtung eines neuen Geldsystems. Chinas Notenbankchef nimmt dabei direkt Bezug auf die gesamte monetäre Geschichte seit 1944 und zitiert sowohl Keynes als auch dessen Bancor-Idee.

Im November 2009 berichtet der legendäre Journalist Robert Fisk von einer Abmachung zwischen China, Russland, Japan, der arabischen Welt und Frankreich (also der Eurozone), sich vom US-Dollar abzuwenden.

*„In the most profound financial change in recent Middle East history, Gulf Arabs are planning – along with China, Russia, Japan and France – to end dollar dealings for oil, moving instead to a basket of currencies including the Japanese yen and Chinese yuan, the euro, gold and a new, unified currency planned for nations in the Gulf Co-operation Council, including Saudi Arabia, Abu Dhabi, Kuwait and Qatar. These plans will change the face of international financial transactions,‘ one Chinese banker said. ‚America and Britain must be very worried. You will know how worried by the thunder of denials this news will generate.‘“*

## 2010er-Jahre

Im November 2010 sagt Wladimir Putin, dass Russland eines Tages dem Euro beitreten oder eine Währungsunion mit Europa bilden werde.

Ebenfalls im November 2010 spricht sich Weltbank-Präsident Robert Zoellick für Gold als „Referenzpunkt“ einer neuen monetären Ordnung aus.

Im Februar 2011 schlägt der damalige IWF-Chef Dominique Strauss-Kahn vor, den US-Dollar als Weltleitwährung durch die Sonderziehungsrechte zu ersetzen. Er wird im Mai 2011 in New York festgenommen und tritt als IWF-Chef zurück. Die Vorwürfe gegen ihn werden von der Staatsanwaltschaft nach einigen Monaten fallengelassen.

Die PBoC gibt im November 2013 bekannt, dass es nicht mehr im Interesse Chinas sei, seine Reserven an US-Staatsanleihen auszubauen.

Am 5. Juli 2014 spricht sich der damalige CEO des europäischen Ölkonzerns Total, Christophe de Margerie, für die Nutzung des Euro im Ölhandel aus. Am 21. Oktober 2014 stirbt de Margerie bei einem Unfall am Flughafen von Moskau. Der CEO von Total war auf dem Rückweg von einer Besprechung mit dem russischen Ministerpräsidenten Dmitry Medvedev. De Margerie galt als Freund Russlands und

*Russia is just a gas station  
masquerading as a country.*  
**John McCain**

*As American power continues to  
ebb, the dollar will become  
increasingly unable to rely on  
geopolitical support.*  
**Dan Oliver**

als Kritiker der damals wegen der Krim-Annexion gegen Russland verhängten Sanktionen seitens des Westens. Sein Privatjet war mit einem Schneeflug kollidiert. Eine Ermittlung kam zu dem Schluss, dass der Fahrer des Schneeflugs betrunken war.

Russland und China unterzeichnen im Mai 2014 einen Gasdeal, der als „heiliger Gral“ bezeichnet wird. Er soll sich über 30 Jahre ziehen und wurde 10 Jahre lang verhandelt.

September 2014: China startet ein Gold-Fixing in Yuan in Shanghai, um die internationale Beteiligung am chinesischen Goldmarkt zu erhöhen.

Der luxemburgische Notenbanker und EZB-Direktor Yves Mersch sagt im November 2014, dass die EZB „Gold kaufen könnte, um die Wirtschaft anzukurbeln“. Es ist das klarste Signal bisher, dass die Zentralbanken der Eurozone nicht mehr auf der Verkäuferseite bei Gold stehen.

Bei seiner letzten großen Rede als EU-Kommissionschef geht Jean-Claude Juncker Ende 2018 direkt auf die internationale Rolle des Euros ein, und sagt, dass diese gestärkt gehöre und bezeichnet den EU-Energiehandel in US-Dollar als „absurd“. Seine Rede trägt den Titel „Die Stunde der europäischen Souveränität“.

#### 2020er-Jahre

In den Jahren 2018 bis 2022 kommt es zu vielen bilateralen Schritten zwischen Staaten wie China, Russland, Iran, Saudi-Arabien und den Europäern. Der Handel wird oft auf nationale Währungen umgestellt. **Was es aber nicht gibt: Eine globale Währungskonferenz oder einen Paukenschlag.**

**Ein solcher Paukenschlag erfolgt im Frühling 2022 mit der Sanktionierung der russischen US-Dollar- und Euro-Währungsreserven nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine.**

## Wenn Geld zur Waffe wird

Das Einfrieren der russischen Gold- und Währungsreserven durch den Westen markiert den größten Umbruch im internationalen Währungssystem seit dem „Nixon“-Schock 1971 und der darauffolgenden Umstellung von einem Gold-Devisen-Standard mit US-Dollar-Basis auf ein System flexibler Wechselkurse mit dem ungedeckten Fiat-US-Dollar als Anker.

*„This is a major break in the international monetary order created by Bretton Woods II. The sanctions create de facto a new order in which central bank reserves are now worth only as much as the dominant reserve currencies issuing them want to be.“*

**Die Währungsreserven eines Landes dienen als dessen „Sparschwein“ für schwierige Zeiten.** Wobei Russland schon lange vor dem Krieg in der Ukraine eine spezielle Rolle im Prozess der De-Dollarization gespielt hat. Unter

*Can it be supposed that one day Russia will be in some joint currency zone with Europe? Yes, quite possible... We should move away from the excessive monopoly of the dollar as the only global reserve currency.*

**Vladimir Putin**

*I took a course in speed reading, learning to read straight down the middle of the page, and I was able to go through War and Peace in 20 minutes. It's about Russia.*

**Woody Allen**

den Mächtigen dieser Welt war Wladimir Putin immer derjenige, der sich am deutlichsten gegen die Vormachtstellung des US-Dollars gestemmt hat. Vor allem die Tatsache, dass die USA die Weltwährung als Werkzeug für Sanktionen nutzen, war ihm immer ein Dorn im Auge. **So sagte Putin 2019:** *„The United States started using dollar settlements as a tool in the political struggle for some purpose, imposing restrictions on dollar use and cutting the branch they are sitting on but they will fall with a crash soon.“*

**Und auch im Sommer 2021 hatte Putin eine Warnung für Washington parat,** nämlich eine, die auf seinen eigenen Erfahrungen beim Untergang der Sowjetunion beruht: *„The problem with empires is that they think they can afford small errors and mistakes. (...) There comes a time when they can no longer be dealt with. And the U.S. (...) is walking straight along the path of the Soviet Union.“*

**Klare Worte, die allerdings kein offenes Ohr fanden. Nach Putins Angriff auf die Ukraine ist das Geldsystem zum Kriegsschauplatz geworden. Auch die Financial Times schreibt** über die Sanktionen des Westens gegen Moskau:

*„The plan agreed by Yellen and Draghi to freeze a large part of Moscow's \$643bn of foreign currency reserves was something very different: they were effectively declaring financial war on Russia. (...) This is a very new kind of war – the weaponisation of the US-Dollar and other western currencies to punish their adversaries.“*

**Russland hat in den vergangenen Jahren seine Reserven massiv von US-Dollar auf Euro umgeschichtet.** Die russische Zentralbank hält nur noch rund sieben Prozent ihrer Reserven in US-Dollar. Dass Moskau nur wenige Wochen vor dem Einmarsch noch einen **großen Gasdeal mit Peking in Euro** abgeschlossen hat, ist auch ein Hinweis darauf, dass Putin die Sanktionierung seiner Euroreserven nicht erwartet hat. Immerhin ist es auch schon lange ein Ziel der EU, sich mithilfe des Euro unabhängig von der Dominanz des US-Dollars zu machen.

Ein Ziel, das jetzt weit entfernt scheint, da sich Europa in der Russland-Frage – zumindest bisher – klar auf die Seite Washingtons gestellt hat.

**Die westlichen Sanktionen betreffen rund zwei Drittel der russischen Währungsreserven.** Diese sind nicht verschwunden, aber Moskau hat derzeit keinen Zugriff darauf. Wichtig: Die Sanktionen betreffen zu diesem Zeitpunkt nicht den Fluss von US-Dollar und Euro nach Russland. Auch ein Energieembargo wurde seitens der EU bisher nicht verhängt. Stattdessen wurde ein kompliziertes Konstrukt vereinbart, in dem die EU-Staaten mit Euro auf ein Konto bei der Gazprombank einzahlt, und zwar Euro, die **Russland dann in Rubel konvertiert.**

Dennoch, die Sanktionierung der Reserven ist ein gewaltiger Schritt mit gewaltigen Folgen. Der Westen hat „das FX-Fenster geschlossen“, um es in den Worten unseres Freundes Luke Gromen zu sagen – der sich damit direkt auf die

Schließung des „Goldfensters“ durch US-Präsident Richard Nixon im Jahr 1971 bezieht. **Auch Kenneth Rogoff sieht das ähnlich:**

*„It’s an absolutely radical measure to try to freeze assets at a major central bank. It’s a break-the-glass moment. (...) If you want to look at the long-run picture of dollar dominance in the global economy, believe me, China’s looking at this. They have, I don’t know, \$3 trillion in dollar reserves.“*

**Und China ist nicht das einzige Land, in dem nun ein Umdenken stattfindet.** Louis-Vincent Gave versetzt sich in den Kopf reicher Saudis:

*„Is it too much of a stretch to imagine Western governments in a few years time deciding that fossil fuel producers must pay for climate-change-induced damage, leading to Saudi royals facing asset confiscation? To be clear, I am not saying this will happen. Yet if I was a Saudi prince, a few weeks ago I would not have worried about having my Swiss bank account closed; today I would be hedging myself. Previously, such wealthy investors could own assets in the US or Western Europe in the knowledge that while returns on capital may be lousy, at least the return of that capital was assured. If such certitude no longer exists, what is the point of earning US-Dollars or euros?“*

**Saudi-Arabien ist wie Russland ein Ölstaat mit autoritären**

**Herrschaftsstrukturen.** Wie wir später noch zeigen werden, ist das Verhältnis mit den USA zerrüttet. Es ist also davon auszugehen, dass die königliche Familie in Riad alle Sanktionsschritte sehr genau verfolgt. **Hier sind die klaren Worte des russischen Präsidenten Wladimir Putin zu den Sanktionen:**

*„The illegitimate freezing of some of the currency reserves of the Bank of Russia marks the end of the reliability of so-called first-class assets. In fact, the US and the EU have defaulted on their obligations to Russia. (...) Now everybody knows that financial reserves can simply be stolen. And many countries in the immediate future may begin - I am sure this is what will happen - to convert their paper and digital assets into real reserves of raw materials, land, food, gold.“*

Eine Strategie, die etwa China schon lange umsetzt. **Das Reich der Mitte sitzt auf großen Mengen an industriellen und landwirtschaftlichen Rohstoffen.** Sie kaufen seit vielen Jahren Land, Assets und Rohstoffvorkommen in aller Welt. Der griechische Hafen von Piräus ist dafür nur das berühmteste Beispiel. Putin spricht zwar von der Zukunft – er weiß aber ganz genau, dass die beschriebene Entwicklung längst begonnen hat.

Nun haben wir in der Vergangenheit sicherlich mehr als einmal darauf hingewiesen, dass Gold kein Gegenparteiisiko hat, solange man es selbst hält und in physischer Form. Dazu äußert sich unser Freund Douglas Pollitt wie folgt:

*„Who knew credit-based money was so easy to take? But of course it is – by its very nature credit requires a counterparty and if that counterparty chooses not to honour your credit, well, that’s about that. By contrast gold is a „credit“ with no one on the other side to rug-pull you.“*

*Gas is just the beginning... If they want to buy, let them pay either in hard currency... gold, or in currencies that are convenient for us... the national currency. The set of currencies may vary...*  
**Pavel Zalvany**

*We're witnessing a shift towards commodity money among a more fragmented system of currencies moving across disintermediated payment infrastructure. Emerging economies, particularly those removed from global politics, are postured as the first movers towards this shift.*  
**Eric Yakes**

**Auch die Goldrückholungen der Deutschen, Österreicher und Niederländer in den Jahren 2015 bis 2018 erscheinen plötzlich in einem ganz anderen Licht.** Russland hält rund 20% seiner Reserven in Gold und das Gold befindet sich ausschließlich in Russland. Moskau hat bisher auch keine Anstalten gemacht, dieses Gold zu verkaufen. Dennoch **versucht der Westen**, auch diesen Teil der Reserven zu blockieren, und verbietet überall, wo das möglich ist, den Handel mit russischem Gold: in den Ländern der G7 und der EU. Freilich: Niemand kann Russland wirklich daran hindern, Gold als Währung im Handel etwa mit China, Indien oder anderen Ländern einzusetzen, die sich an die westlichen Sanktionen nicht halten wollen.

Am Anfang der Krise **war noch die Rede** davon, dass Russland gezwungen sein könnte, Gold zu verkaufen. Man entschied sich für einen anderen Weg.

### Putins goldener Schachzug

Viel wurde schon über die Gold-Pläne von Wladimir Putin geschrieben. Russland hat seine Goldreserven jahrelang aufgestockt – wohl nicht ohne Grund. Aber niemand hatte wirklich mit Putins nächstem Schritt gerechnet. Statt Gold zu verkaufen, legte der Kreml Ende März einen fixen Kaufkurs für Gold fest: 5000 Rubel für ein Gramm Gold. Gleichzeitig kündigte man an, für Gaslieferungen – und später für weitere Rohstoffe – nur noch Rubel akzeptieren zu wollen.

**Die Kombination dieser zwei Schritte führte zu einer De-facto-Verbindung von Gas und Gold – und sollte den Rubel stabilisieren und aufwerten.** Das funktionierte. Und zwar so gut, dass die russische Zentralbank den Fixpreis am 8. April wieder aufhob. **Nicht aber wurden die Goldkäufe an sich eingestellt, man wolle die Preise in Zukunft aber „verhandeln“.**

Drei Tage nachdem die Notenbank angekündigt hatte, Gold von lokalen Banken und Produzenten für Rubel zu kaufen, kam Putins Gas-für-Rubel-Politik ins Spiel. Hier sind die Auswirkungen der westlichen Sanktionen direkt zu beobachten. Russland hat keinerlei Interesse daran, US-Dollar oder Euro zu erhalten, wenn diese sofort eingefroren werden können. Russische Firmen sind inzwischen auch gesetzlich verpflichtet, mindestens 80 Prozent der ausländischen Devisen, die sie einnehmen, in Rubel zu wechseln. **Hier Putins Ankündigung dazu:**

*„I would like to stress once again that in a situation where the financial system of Western countries is used as a weapon, when companies from these states refuse to fulfill contracts with Russian banks, enterprises, individuals, when assets in dollars and euros are frozen, it makes no sense to use the currencies of these countries.*

*In fact, what's going on, what's already happened? We supplied European consumers with our resources, in this case gas, and they received it, paid us in euros, which they then froze themselves. In this regard, there is every reason to believe that we have supplied part of the gas supplied to Europe virtually free of charge.“*

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

**Vladimir Putin**

Anfang April meldete sich Kreml-Sprecher Dmitry Peskov zu Wort. Er sprach davon, dass der Gas-Rubel-Deal nur der „Prototyp“ sei und man das Modell bald auf andere Exportgüter ausweiten wolle. Die Sperrung der russischen Währungsreserven durch den Westen nannte er einen „Raub“.

Was sind nun die langfristigen Ziele dieser Politik? **Peskov lässt keinen Zweifel daran: Der Kreml will ein neues Weltwährungssystem, das die letzten Reste von Bretton-Woods endgültig ersetzen soll:** *„It is obvious that – even if this is currently a distant prospect – that we will come to a some new system – different from the Bretton Woods system.“*

**Was auf die Ankündigung folgte, war ein europäisches Politiktheater.** Die EU-Länder konnten verständlicherweise nicht akzeptieren, plötzlich auf Rubel umzusteigen. Und während sich ein großer Teil der Debatte in den Medien gar um ein Öl- und Gas-Embargo gegen Russland drehte, musste der deutsche Kanzler Olaf Scholz Putin darum bitten, doch wenigstens weiter Euro zu akzeptieren. Dieser lenkte ein, aber nicht ganz.

**Europa darf weiterhin in Euro zahlen. Doch das Geld muss auf ein Konto bei der Gazprombank fließen.** Diese ist – praktischerweise – von den Sanktionen ausgenommen. Ein Umstand, den der neue Deal zementiert. Seit Anfang April sieht der Gashandel zwischen Europa und Russland so aus: Russland lässt das Gas weiter fließen, dafür gehen Euro oder US-Dollar an die Gazprombank. Die wechselt das Geld anschließend in Rubel – die betroffenen Euro sind von den Sanktionen ja ausgenommen. Schuldbefreiend gezahlt ist allerdings erst, wenn der Rubelbetrag auf dem Konto des Verkäufers eingelangt ist.

**So können beide Seiten ihr Gesicht wahren.** Deutschlands Kanzler Olaf Scholz und die anderen EU-Regierungschefs können behaupten, dass sie weiterhin auf Zahlungen in Euro pochen. Putin kann sagen, dass er das Geld sofort in Rubel tauscht. Und trotz der offiziellen Feindschaft arbeiten beide Seiten de facto an der Umstellung des Währungssystems und der Beendigung der US-Dollar-Dominanz; ein Ziel, das Europa und Russland seit vielen Jahrzehnten teilen.

Russland ist es dabei heute im Grunde egal, in welcher Währung bezahlt wird – solange diese Währung in Gold und/oder Rubel konvertierbar ist. Nach dem Deal mit Scholz ist dies nur beim US-Dollar nicht der Fall. Für alle anderen Währungen hat Russland den Energiemarkt jetzt geöffnet. Das ist ein großer Schritt. Niemand hat es besser erklärt als der russische Politiker und Vorsitzende im Energieausschuss der Duma, Pavel Zavalny. „Hartes Geld“, sagte er kürzlich, sei für Russland nur Gold. Freundliche Nationen (und Europa) dürfen auch in nationalen Währungen zahlen. **Nur eine Währung wird nicht akzeptiert, so Zavalny:** *„The dollar ceases to be a means of payment for us, it has lost all interest for us.“* **Und Zavalny fügte hinzu, dass der US-Dollar aus Sicht der Russen nicht mehr wert sei als „Zuckerpapier“.**

In diesem Interview zeigte sich Zavalny sogar bereit, Bitcoin für Gas zu akzeptieren; ein Detail, das in der globalen Berichterstattung zu diesem Interview sehr stark betont wurde. Man gewinnt aber den Eindruck, dass es den Russen vor allem um einen zentralen Punkt ging. Nach dem Motto: Unsere Freunde können

*A crisis is unfolding. A crisis of commodities. Commodities are collateral, and collateral is money, and this crisis is about the rising allure of outside money over inside money. Bretton Woods II was built on inside money, and its foundations crumbled a week ago when the G7 seized Russia's FX reserves.*

**Zoltan Pozsar**

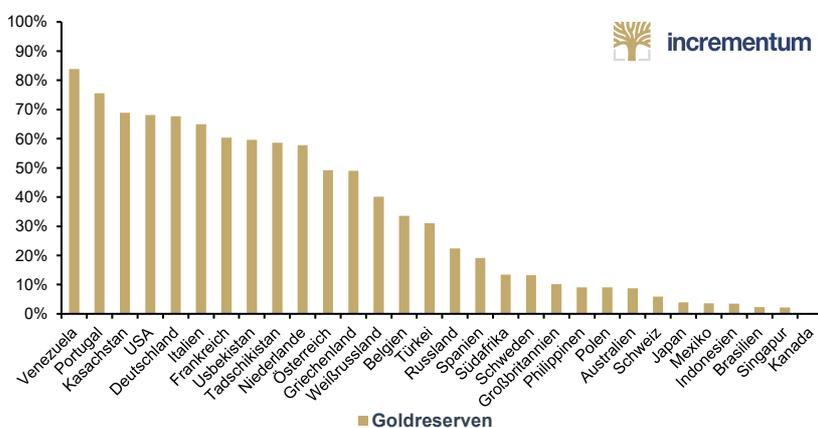
### Zoltan Pozsars Vision – Bretton Woods 3.0

**Niemand im Finanz- und Medien-Mainstream hat sich diese Entwicklung genauer angesehen als Zoltan Pozsar, Analyst bei „Credit Suisse“.** Ähnlich wie unser Freund Luke Gromen, der von der „Schließung des FX-Fensters“ spricht, sieht auch Pozsar im Einfrieren der russischen Währungsreserven eine Zäsur im internationalen Währungssystem. Nach „Bretton-Woods“, d. h. US-Dollar-Gold-Bindung ab 1944, und „Bretton-Woods 2“, d. h. Petrodollar/Eurodollar Standard ab 1971, sieht er mit dem Krieg von 2022 „Bretton-Woods III“ angebrochen. **Bretton-Woods III, so Pozsar,** werde von mehr Nationalismus und Protektionismus dominiert, von höheren Militärbudgets und einer viel größeren Konzentration auf reale Werte wie Gold oder Rohstoffe und von Inflation – zumindest im Westen: *„This crisis is not like anything we have seen since President Nixon took the U.S. dollar off gold in 1971 – the end of the era of commodity-based money.“* Und Pozsar setzt fort: *„When this crisis (and war) is over, the U.S. dollar should be much weaker and, on the flipside, the renminbi much stronger, backed by a basket of commodities.“* Schließlich resümiert er: *„After this war is over, ‚money‘ will never be the same again.“*

**Was angesichts der Sanktionen und dieser neuen Phase der Realpolitik auffällt: Westeuropa scheint gut aufgestellt zu sein – vor allem wenn es um Gold geht.** Die Eurozone hält mit mehr als 12.000 Tonnen die größten Goldreserven der Welt. Die USA haben noch rund 8.000 Tonnen. Und wenn man sich die Bedeutung der Goldreserven relativ zu den übrigen Währungsreserven ansieht, ergibt sich ebenfalls ein klares Bild.

Länder wie Deutschland (66%), Italien (63%) und Frankreich (58%) sind gut vorbereitet auf eine Welt, in der Rohstoffe als Währungsanker fungieren, auch wenn sie selbst kaum eine heimische Rohstoffförderung aufweisen können. Auch Portugal, die Niederlande und Österreich setzen auf Gold, dazu die „Stan“-Staaten: Kasachstan, Usbekistan und Tadschikistan.

**Goldreserven, in % der Gesamtreserven, Q1/2022**



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

## Russland und China basteln eine Allianz – und eine neue Weltwährung

*No matter how the international landscape may change, China will continue to strengthen strategic coordination with Russia.*

**Le Yucheng,  
Chinesischer Vize-  
Außenminister**

**Dass die „Eurasische Wirtschaftsunion“ (EAEU) gemeinsam mit China an einem „neuen globalen Geldsystem“ bastelt, wäre vor einem Jahr noch eine Sensation gewesen.** Erst recht, da niemand Geringerer als der einflussreiche Ökonom und Politiker Sergey Glazyev diesen Plan vorantreibt. Heute, nach dem Zusammenbruch der Kooperation zwischen Westen und Osten, ist die Meldung von einem neuen Geldsystem wenig überraschend. Aber dennoch relevant, da die Pläne auch viel über die wachsende Kooperation von Moskau und Peking verraten. Und sie passen auch zu Zoltan Pozsars Vorstellungen der monetären Zukunft.

Am 11. März wurde bei einer Videokonferenz von Vertretern Chinas und der Eurasischen Wirtschaftsunion (sprich Russland) die Planung eines „unabhängigen internationalen Geld- und Finanzsystems“ beschlossen.

*„As a result of the discussion, it was decided to develop a project for an independent international monetary and financial system. It is assumed that it will be based on a new international currency, which will be calculated as an index of the national currencies of the participating countries and commodity prices.“*

In einem Interview mit dem russlandfreundlichen Journalisten Pepe Escobar führt Sergey Glazyev aus, wie er sich dieses Finanz- und Geldsystem der Zukunft vorstellt. Er skizziert eine Art Ost-IWF, der vom aktuellen System vollkommen unabhängig agiert. Im Zentrum soll eine neue, synthetische Währung stehen, die sowohl durch nationale Währungen als auch durch Rohstoffe gedeckt wird. **Eine praktische Implementierung jenes Systems, das Zoltan Pozsar aus rein ökonomischen Überlegungen skizziert hat.**

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

**Henry Kissinger**

**Glazyev erwartet die „bevorstehende Disintegration“ des US-Dollar-basierten globalen Finanzsystems, was den USA ihre Machtbasis rauben wird.** Dies wäre der finale Schritt in einer Entwicklung, die seit 30 Jahren läuft. In Glazyevs Zeitrechnung hat dieser Übergang zu einer neuen globalen Wirtschaftsordnung bereits mit dem Ende der Sowjetunion begonnen. An die Stelle der US-Hegemonie im Währungssystem werde eine Kombination der Systeme treten, die sich in den vergangenen Jahrzehnten in China und Indien etabliert haben. Glazyev spricht dabei von einer „Kombination der Vorteile von zentralisierter Planung und Marktwirtschaft“.

Glazyev beschreibt drei Phasen des Übergangs. In Phase eins würden viele Nationen im internationalen Handel wieder auf ihre eigenen Währungen zurückkehren. Ein Trend, den wir nicht erst seit dem Krieg in der Ukraine erkennen können.

*„This phase is almost over: 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.“*

Im zweiten Schritt geht es um die Schaffung von Preismechanismen, die ohne Nutzung des US-Dollar auskommen. Das ist ebenfalls eine Entwicklung, die wir seit einigen Jahren beobachten können, etwa in China, wo Gold und Öl inzwischen in Yuan bewertet werden. Der Yuan werde aber nicht zum direkten Nachfolger des Dollars, sagt Glazyev, da er nicht konvertierbar ist und die chinesischen Kapitalmärkte für Externe zum Teil geschlossen sind.

Auch Gold könne diese Rolle nicht übernehmen, da es als Zahlungsmittel zu unpraktisch sei. Also brauche es etwas Neues: eine „neue, digitale Zahlungswährung“. **Das ist der dritte Schritt:**

*„The third and the final stage on the new economic order transition will involve a creation of a new digital payment currency founded through an international agreement based on principles of transparency, fairness, goodwill, and efficiency. I expect that the model of such a monetary unit that we developed will play its role at this stage. A currency like this can be issued by a pool of currency reserves of BRICS countries, which all interested countries will be able to join.“*

Der Plan ähnelt auf den ersten Blick jenem des Westens auf Basis der Sonderziehungsrechte, die bereits in den 1960er-Jahren als neutrales Reserveasset auf Basis eines Währungskorbes geschaffen wurden. Mit einem Unterschied: Der Währungskorb des Ostens wird auch einen „Preisindex“ wichtiger Rohstoffe enthalten, so der russische Ökonom und Politiker: Gold, Industriemetalle, Öl & Gas, Getreide, Zucker – und sogar Wasser.

An dem neuen System soll jedes Land der Welt teilnehmen können. Gleichzeitig könne man die Schulden im alten System für nichtig erklären, wenn man will. Ein Prozess, den Glazyev schon jetzt sieht – und der eine weitere Bedrohung für das US-Dollar-System darstellt.

Es ist aber wichtig, festzuhalten, dass dieser Plan derzeit wohl nicht so umgesetzt wird, wie Glazyev sich das vorstellt. Er sieht die russische Zentralbank noch immer im Einfluss des Westens stehen. Es müsse noch Zeit vergehen, bis die Sperrung der US-Dollarreserven Russlands auch andere Länder davon überzeugt, dass es ein neues System brauche, so Glazyev.

Er kämpft aber nicht alleine. **So hat der mächtige ehemalige Geheimdienstchef Nikolai Patrushev in einem Interview Ende April davon berichtet**, dass eine Expertengruppe bereits daran arbeite, den Rubel durch Gold und Rohstoffe zu decken. Patrushev, ein enger Verbündeter von Wladimir Putin, gibt dabei Einblicke in die konkreten Pläne Russlands. Um ein unabhängiges Geldsystem zu schaffen, brauche es einen Weg, den Wert der Währung zu verankern – ohne sich dabei an den US-Dollar zu „binden“, so Patrushev.

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

**Russisches Sprichwort**

**Dieser Punkt ist wichtig, weil es hier nicht nur um Machtspiele und den Konflikt zwischen West und Ost geht – sondern um ganz grundlegende Ökonomie.** Um sich vom US-Dollar wirklich zu lösen, braucht es einen neuen Referenzpunkt, d. h. Gold und Rohstoffe, denn Russlands wahres Vermögen ist in Öl und Gas gespeichert. *Dazu äußert sich Patrushev wie folgt:*

*„The West has unilaterally appropriated an intellectual monopoly on the optimal structure of society and has been using it for decades... We are not opposed to a market economy and participation in global production chains, but we are clearly aware that the West allows other countries to be its partner only when it is profitable for it. Therefore, the most important condition for ensuring Russia’s economic security is to rely on the country’s internal potential, a structural adjustment of the national economy on a modern technological basis.“*

*To go fast, go alone, to go far, go together.*

**Chinesisches Sprichwort**

China spielt in den Ausführungen von Patrushev keine aktive Rolle, die geopolitische Marschroute ist aber klar: *„Russland bewegt sich heute vom europäischen Markt in Richtung der Märkte in Afrika, Asien und Lateinamerika.“* Russland verstärkte seine Kooperation mit den anderen BRICS-Staaten, d. h. Brasilien, Indien, China und Südafrika, und der „Shanghai Cooperation Organisation“ (SCO), wo neben China und Russland auch Indien und Pakistan sowie vier weitere Staaten beteiligt sind. Die größte Aufmerksamkeit würde dabei der Eurasischen Wirtschaftsunion zuteilwerden, so Patrushev. Diese ist auch jenes Vehikel, das Sergey Glazyev im Mittelpunkt des neuen Systems sieht.



Quelle: [www.russia-briefing.com](http://www.russia-briefing.com)

**Ein „Pakt gegen den Westen“**

Neben Russland sucht auch China immer nach Wegen, den US-Dollar zu umgehen. Dabei macht man seit Jahren gemeinsame Sache. Dieser Trend hat sich 2022 massiv verstärkt. Das Verhältnis zwischen Moskau und Peking scheint nie

besser gewesen zu sein. Der gemeinsame Feind: das westliche Geldsystem. **Schon im Februar hat Russland angekündigt**, für Exporte nach China in Zukunft überhaupt nicht mehr auf die US-Währung zurückgreifen zu wollen.

Im Vorfeld der Olympischen Spiele in Peking **haben Russland und China zudem einen neuen, gewaltigen Gasdeal geschlossen**. Als Abrechnungswährung wurde der Euro gewählt. Ein klares Signal an die EU: Russland und China wollen den US-Dollar fallen lassen, hätten aber kein Problem mit dem Euro. Allerdings: Dieser Deal kam vor dem Krieg und den Sanktionen gegen die Euroreserven der Russen zustande.

Und das ist nicht alles. Anfang Februar, kurz vor Putins Einmarsch in der Ukraine, schließen Russland und China den bisher größten Freundschaftsvertrag überhaupt. Es ist keine formale Allianz, denn solche werden von China grundsätzlich abgelehnt. Es ist aber ein „Pakt gegen Amerika und den Westen“. Ein Dokument, das Historiker als den Beginn eines neuen Kalten Krieges betrachten könnten. Eine Ansicht, die auch im Westen vertreten wird. **So schreibt der „New Yorker“:**

*„Agreements between Moscow and Beijing, including the Treaty of Friendship of 2001, have traditionally been laden with lofty, if vague, rhetoric that faded into forgotten history. But the new and detailed five-thousand-word agreement is more than a collection of the usual tropes, Robert Daly, the director of the Kissinger Institute on China and the United States, at the Wilson Center, in Washington, told me. Although it falls short of a formal alliance, like NATO, the agreement reflects a more elaborate show of solidarity than anytime in the past. „This is a pledge to stand shoulder to shoulder against America and the West, ideologically as well as militarily,“ Daly said. „This statement might be looked back on as the beginning of Cold War Two.“*

Die vom US-Immobilienmarkt ausgelöste Finanzkrise ist inzwischen 14 Jahre her. Schon damals, im Jahr 2008, richtete Peking Olympische Spiele aus – Sommerspiele. Und Putin war zu Gast. Mit einem heftigen Vorschlag, wie der damalige US-Finanzminister Hank Paulson in seinem Buch beschreibt.

Putins Vorschlag sei laut Paulson folgender gewesen: Russland und China greifen die USA wirtschaftlich an und verkaufen massiv US-Bonds der Hypothekenfinanzierer „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“, **um eine gewaltige Finanzkrise auszulösen** und den gemeinsamen Feind in die Knie zu zwingen.

*Creditors have better memories than debtors.*

**Benjamin Franklin**

**China lehnte damals noch ab. Aber der Ukraine-Krieg und der neue Pakt zwischen Russland und China haben alles verändert.** Die Freundschaft zwischen Russen und Chinesen war sicherlich nie so fest wie heute. Putin und Xi bezeichnen die Beziehung auch als eine „Partnerschaft ohne Limits.“ Soll heißen: Kein Bereich der Außen-, Sicherheits- oder Wirtschaftspolitik bleibt ausgespart. Was das bedeutet, mussten die Europäer bei einem virtuellen Gipfel mit China Anfang April erleben. Wieder stärkte Xi seinem Partner/Verbündeten Putin den Rücken, indem er sich entschied, nichts zu tun. Offiziell eine große

Enttäuschung für die Europäer, die sich Druck aus Peking in Richtung Moskau erhofft hatten.

China bleibt zwar sehr zurückhaltend, unterstützt Putin aber immer wieder. Hier ein Beispiel: Bei einer Konferenz zwischen der EU und China am 1. April zeigt China Europa die kalte Schulter im Bezug auf Russland.

**Die EU-Vertreter unter Josep Borrell hatten gehofft, dass Xi sein gutes Verhältnis zu Putin ausnutzen würde, um ihn zu Friedensverhandlungen mit der Ukraine zu bewegen.** Nichts dergleichen geschah. China tat gar nichts und signalisierte so Unterstützung für Russland in der Ukraine-Krise. Borrell nannte die Unterredung zwischen der EU und China später einen „Dialog der Gehörlosen“. Einen Monat später zeigt Peking klar, wo die Loyalitäten liegen, und nennt den Freundschaftspakt mit Russland gar ein „**neues Modell für die Welt**“.

Denn so wie Russland hat China viel zu gewinnen in einer Welt, die nicht mehr vom Dollar dominiert wird. Deshalb lobbyiert Peking auch massiv in Saudi-Arabien, dem wichtigsten Verbündeten der USA im Nahen Osten. Und nie standen die Chancen Chinas besser.

## Xi und MBS – ziemlich beste Freunde

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

**Lord Palmerston**

**Nur wenige Wochen nach dem russischen Einmarsch in der Ukraine ging eine Einladung von Riad nach Peking:** Präsident Xi Jinping möge dem Königreich doch einen Besuch abstatten. Es war das bisher deutlichste Signal aus Saudi-Arabien, dass sich der Ölstaat Richtung Osten wendet. Das Verhältnis mit dem traditionellen Verbündeten USA ist schon länger zerrüttet. Am deutlichsten zeigt sich das auf der persönlichen Ebene. Kronprinz Mohammed bin Salman (MBS) hatte sich mit dem ehemaligen Präsidenten Donald Trump gut verstanden. Trump flog gleich bei seiner ersten Auslandsreise nach Riad und wurde dort mit viel Pomp empfangen. Eine Ehre, die die Saudis nun dem chinesischen Präsidenten erteilen wollen.

Das „Wall Street Journal“ zitiert einen saudischen Beamten: „*The crown prince and Xi are close friends and both understand that there is huge potential for stronger ties. It is not just ‘They buy oil from us and we buy weapons from them’.*“

**Mit dem US-Präsidenten Joe Biden verbindet den jungen Kronprinzen keine Freundschaft.** Praktisch jeder Artikel über die Annäherung zwischen Saudis und Chinesen erwähnt, wie schwierig das Verhältnis zwischen Riad und Washington sei. Biden war Vizepräsident unter Barack Obama, der sich aktiv von Saudi-Arabien abgewandt und den Nukleardeal mit dem Iran abgeschlossen hatte. Ein Deal, der China, Russland und Europa wichtig war – und von Trump später wieder aufgekündigt wurde.

Biden macht MBS für den Mord am Journalisten Jamal Khashoggi verantwortlich und weigert sich auch deshalb, MBS als Gesprächspartner zu akzeptieren. Der

offizielle Gesprächspartner bleibt König Faisal, der Vater von MBS. In einem langen Interview mit dem US-Magazin „The Atlantic“ stellt MBS klar, wohin ihn diese Strategie der Amerikaner treibt: nach Osten, zu den Chinesen: *„Where is the potential in the world today? It’s in Saudi Arabia. And if you want to miss it, I believe other people in the East are going to be super happy.“*

**Nach Kriegsbeginn in der Ukraine dürfte das Weiße Haus seine Position plötzlich geändert haben.** So berichtete das „Wall Street Journal“ vom Versuch einer Kontaktaufnahme mit MBS. Aber der Kronprinz weigerte sich, einen Anruf von US-Präsident Joe Biden entgegenzunehmen. Und auch Scheich Mohammed bin Zayed, der Herrscher der Vereinigten Arabischen Emirate, lehnte ein Gespräch mit Biden ab.

*All concepts of politics, of whatever kind, are about conflict – how to contain it, or abolish it.*

**Ralph Miliband**

Die Golfstaaten sind verärgert ob der fehlenden Unterstützung für Saudi-Arabien Krieg im Jemen und der Wiederaufnahme der Verhandlungen mit dem Iran unter Biden. Die Herrscher der Ölstaaten hatten allerdings keine Bedenken, Telefongespräche mit dem russischen Präsidenten Wladimir Putin zu führen. Viel deutlicher kann man die Spannungen zwischen Washington und der arabischen Welt nicht illustrieren.

Mit China gibt es keine derartigen Spannungen. Prinz Mohammed bin Salman und der chinesische Herrscher Xi Jinping sind „gute Freunde“. Saudi-Arabien ist auch ein zentraler Pfeiler der chinesischen „Belt and Road“-Initiative und in den Top 3, wenn es um chinesische Konstruktionsprojekte im Ausland geht. **Hier ist überall auch der chinesische Renminbi bereits als Währung involviert.**

All das ist wichtig. Denn Saudi-Arabien war immer der zentrale Verbündete der USA im Nahen Osten und der entscheidende Faktor bei der Etablierung des Petrodollar-Systems. Nun ist China aber längst der größte Kunde des Ölstaates. Bis heute werden rund 80 Prozent des globalen Ölmarktes in US-Dollar abgewickelt und Saudi-Arabien ist da wahrscheinlich der entscheidende Faktor – seit Jahrzehnten. Doch Peking will den Ölhandel endlich auf die eigene Währung Renminbi umstellen.

**Rund 25 Prozent der saudischen Ölexporte gehen bereits nach China.** Und nie waren wir näher an einer Umstellung auf Renminbi als 2022. Russlands Angriff, die Sanktionen und die Reaktion Moskaus haben den internationalen Handel mit Energie und Währungen durcheinandergewirbelt. Und im Vorfeld von Xis möglichem Besuch im Mai signalisierte Saudi-Arabien erneut Bereitschaft, bald Yuan (Renminbi) zu akzeptieren.

Die Verhandlungen diesbezüglich laufen auch nicht erst seit gestern, sondern seit 2016. Im Jahr 2019 stellte „Saudi Aramco“, der staatliche Ölkonzern, Pläne für Anleihen in Renminbi vor. China bemüht sich auch aktiv um Saudi-Arabien. Man unterstützt Riad bei einem Nuklearprogramm und hat in das Lieblingsprojekt des Kronprinzen investiert: die futuristische Stadt „Neom“.

Und im Februar 2022 wurden Pläne wiederbelebt, in China gemeinsam eine Öltraffinerie zu bauen. Dieses Vorhaben gibt es seit 2019, es wurde in der Pandemie wegen der niedrigen Ölpreise aber auf Eis gelegt. Jetzt ist es wieder aktuell:

*„The fact that this landmark refinery joint venture is back under serious consideration underlines the extremely significant shift in Saudi Arabia’s geopolitical alliances in the past few years – principally away from the U.S. and its allies and towards China and its allies.“*

Dass „Norinco“, eine der beiden chinesischen Firmen in diesem Joint Venture, auch eine der größten Rüstungsfirmen Chinas ist, darf nicht unerwähnt bleiben; ebensowenig die Pläne Saudi-Arabiens, russische Raketensysteme zu kaufen.

**Der Deal zwischen Riad und Washington hatte immer auch eine militärische Komponente.** Schutz und Material sollten für Öl und die Bepreisung in US-Dollar von den USA geliefert werden. Aber Saudi-Arabien diversifiziert nicht nur im Ölhandel. Seit Ende 2021 arbeitet man auch mit China an einem Raketen-Programm. Es scheint, als wären die exklusiven Beziehungen zwischen Saudi-Arabien und den USA endgültig Geschichte.

**Da ist es nur eine Frage der Zeit, bis die extrem wichtige Ölnation ähnlich wie Russland auch andere Währungen als den US-Dollar akzeptiert: Renminbi, Rupien und vielleicht sogar Euro.** Russland ist neben Saudi-Arabien, Angola und dem Irak einer der wichtigsten Öllieferanten Chinas und wird jederzeit bereitstehen, noch mehr Öl gegen Renminbi zu verkaufen. Das erhöht den Druck auf Riad, denn Peking kann den Ölhandel mit Russland als gutes Argument nutzen, so Louis-Vincent Gave:

*„China is the world’s largest oil importer, so what happens if Beijing tells Saudi and other Middle Eastern producers ‚I would love to do more business with you. But when I trade with Russia, that business is denominated in renminbi. Which works so much better for me. So unless you can take renminbi as well, I will likely import more energy from Russia.“*

Die Konsequenzen dieser Entwicklungen für den US-Dollar und damit das internationale Geld- und Finanzsystem sind gravierend.

*China’s renminbi is widely regarded as a potential candidate to supplement the dollar in the international sphere.*

**Barry Eichengreen**

**Gal Luft, der Co-Direktor des „Institute for the Analysis of Global Security“ in Washington, sagt dazu:** *„The oil market, and by extension the entire global commodities market, is the insurance policy of the status of the dollar as reserve currency. If that block is taken out of the wall, the wall will begin to collapse.“*

**Nun gibt es bei der Frage, ob der Ölhandel auch in Renminbi (Yuan) abzuwickeln wäre, natürlich noch mehr zu bedenken:** Chinas Währung und Wirtschaft ist immer noch durch starke Kapitalverkehrskontrollen behindert. Da inzwischen viele chinesische Firmen in Saudi-Arabien tätig sind, braucht das Königreich aber Liquidität in der chinesischen Währung. China wird mit großer Wahrscheinlichkeit im Gegenzug zu einer Währungsumstellung im Ölhandel auch weitere Milliardeninvestments in Aussicht stellen, was die Verbindung zwischen den zwei Staaten weiter stärken würde.

## Fazit: Eine neue Weltordnung entsteht

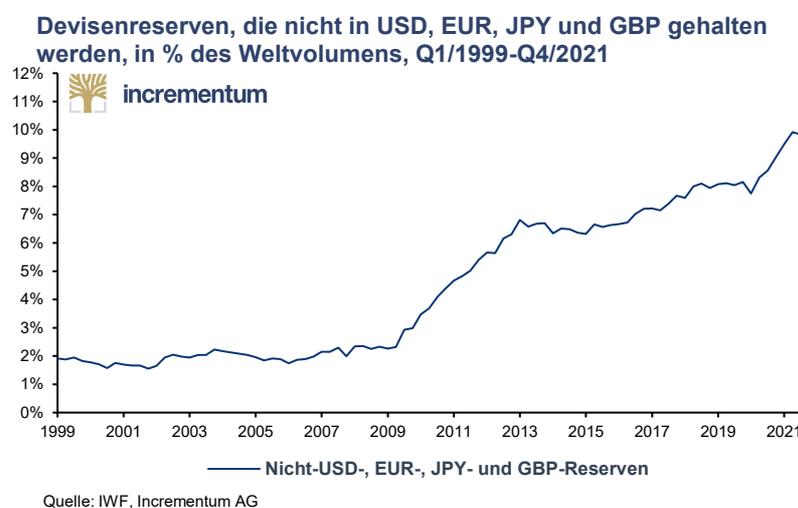
*In due time, the dollar, currently the anchor currency for roughly two-thirds of world GDP, could lose nearly half its weight.*

**Kenneth Rogoff**

Die Russland-Sanktionen, die Antwort aus Moskau, das Zusammenrücken von Russen und Chinesen, die Unentschlossenheit der Europäer, die neue Liebe zwischen Saudi-Arabien und China. Dass sich die Welt im Umbruch befindet, ist offensichtlich. Selbst der IWF, Hüter der US-Dollar-Ordnung, wird wieder aktiv. So sorgte **Kristalina Georgieva, Direktorin des IWF, mit einem Statement im April für Aufregung:**

*„I think we are not paying sufficient attention to the law of unintended consequences. We take decisions with an objective in mind and rarely think through what may happen that is not our objective. And then we wrestle with the impact of it. Take any decision that is a massive decision, like the decision that we need to spend to support the economy. At that time, we did recognize that maybe too much money in circulation and too few goods, but didn't really quite think through the consequence in a way that upfront would have informed better what we do.“*

Und dann war da noch dieser große Report, den der IWF kurz nach Beginn des Ukraine-Krieges veröffentlichte. Er trägt den bezeichnenden Titel: **„The stealth erosion of Dollar Dominance“**. Der Report hat es in sich, auch weil der bekannte Ökonom Barry Eichengreen ein Mitautor ist.



**Besonders die Wahl des Zeitraums finden wir beachtenswert.** Um die Jahrtausendwende wurde der Euro gegründet, der Goldpreis begann zu steigen und die Dot-Com-Blase platzte. Historisch betrachtet war das wohl der Wendepunkt für das US-Dollar-dominierte System. In unserer Timeline zeigen wir, dass es ab diesem Zeitpunkt sehr schnell ging – und dass die Finanzkrise, die Pandemie und zuletzt der Krieg in der Ukraine den Prozess nochmal beschleunigt haben.

Kaum etwas illustriert diese Entwicklung eindrucksvoller als diese Meldung von Ende April 2022: **Israel schraubt US-Dollar- und Euro-Reserven zurück und legt erstmals Reserven in Yuan an.**

*The sinews of war are infinite money.*

**Marcus Tullius Cicero**

*The world's most influential economic mentor is neither Keynes nor Hayek, but Charles Ponzi.*

**Tim Morgan**

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

**Albert Einstein**

**Das Einfrieren der russischen Währungsreserven war ein weiterer Nagel im Sarg des US-Dollar-Systems.** Wir wissen nicht, was genau an seine Stelle treten wird. Aber die Trends, die wir in diesem Kapitel dokumentiert haben, zeigen in zwei Richtungen: Die Welt wird multipolar oder bipolar, je nachdem wie sich Europa entscheidet. Metalle und Rohstoffe werden an Bedeutung gewinnen und entweder direkt oder indirekt in das Geldsystem eingebunden.

**Wir stehen am Ende einer Entwicklung, die im Jahr 1944 ihren Anfang genommen hat.** Hätte man damals auf Keynes gehört – vielleicht würde die Welt heute anders aussehen. Aber die Versuche, ein regelbasiertes Geldsystem zu schaffen, sind allesamt gescheitert. Die Sonderziehungsrechte werden von Politikern zwar gerne als Option gepriesen – aber das könnte auch nur Ablenkung sein. Ein Weg, um auf die Unzufriedenheit mit dem US-Dollar-System hinzuweisen, ohne gleich die eigene Lösung ins Spiel zu bringen. Der Euro ist vielleicht das beste Beispiel für ein regelbasiertes internationales Geldsystem: Die Regeln wurden alle längst festgelegt. Aber die starke Goldkomponente des Euro sollten ihn auch für den anderen Weg rüsten, jenen, den China und Russland bereits sehr deutlich signalisieren: Eine Welt, in der Währungen ihren Anker in der Realität durch den Bezug auf Rohstoffe finden, ohne direkte Bindung, sondern ausgestaltet als flexible Verbindung, die täglich vom Markt geprüft wird.

Es ist nicht leicht, diese neue Währungsordnung in Worte zu fassen, da sie äußerst dynamisch ist. Aber die Aussagen und Taten der Staatenlenker sowie Analysen, wie jene von Zoltan Pozsar oder Luke Gromen, deuten allesamt in diese Richtung. **Und vergessen wir nicht, dass die USA über große Rohstoffvorkommen verfügen – und über 8.000 Tonnen Gold. Die liegen ungenutzt herum, seit Richard Nixon das Goldfenster geschlossen hat.**

**Jetzt geht es wieder auf.**

## Die Welt der Rohstoffe in einer App!



- CEO- und Experteninterviews
- TV-Projektbesichtigungen
- Berichte von Messen und Konferenzen aus der ganzen Welt
- aktuelle Mineninformationen
- Rohstoff-TV, Commodity-TV und Dukascopy-TV
- Real-Time-Charts und vieles mehr!

Holen Sie sich hier die kostenlose App!



created by



# Energie, Krieg & Inflation – Exklusivinterview mit Luke Gromen

*„We all know what to do, we just don't know how to get re-elected after we've done it.“*

*Jean-Claude Juncker, ehemaliger EU-Kommissionspräsident*

## Key Takeaways

- Im Gegensatz zu früheren Krisen haben wir es jetzt mit einer Schuldenkrise auf Staatsebene zu tun. Diese wird durch steigende Energiepreise und die Deglobalisierung noch verschärft.
- Die Federal Reserve muss einerseits die Zinsen anheben, um die Inflation einzudämmen, braucht aber andererseits höhere Vermögenspreise, um höhere Steuereinnahmen für den Fiskus zu erzielen, damit dieser sein Defizit abbauen kann.
- Seit dem Zusammenbruch der UdSSR im Jahr 1990 hat sich die Entwicklung hin zu einem stärker dezentralisierten System, vor allem im Energiebereich, langsam und stetig beschleunigt.
- China, Russland und andere Länder gehen dazu über, die Preise für Öl und andere Rohstoffe nicht mehr in US-Dollar anzugeben. Dies führt zu einer Gegenreaktion seitens der USA, die versuchen, das Petrodollar-System zu schützen.
- Dies wird dazu führen, dass Zentralbanken mit der Zeit immer mehr Gold kaufen werden. Der Besitz von physischem Gold wird für Zentralbanken wichtiger.



**Luke Gromen ist der Gründer von FFTT, LLC („Forest for the Trees“), einer Research-Boutique, die sich auf makroökonomische Analysen fokussiert. Seine Kunden sind institutionelle Investoren und gehobene Privatkunden.**

Luke's Vision für FFTT ist, seinen Kunden die Möglichkeit zu bieten, an Chancen zu partizipieren, die sich daraus ergeben, was Kunden und ehemalige Kollegen immer wieder als seine „einzigartige Fähigkeit, das große Ganze zusammenzufügen“ beschreiben, und das in einer Zeit, in der sie an der Wall Street eine zunehmende „Siloisierung“ der Perspektiven beobachten.

Ronnie Stöferle und Nikolaus Jilch führten das Interview mit Luke Gromen am 20. April 2022 über Zoom.

Im Folgenden veröffentlichen wir die Höhepunkte des Interviews.<sup>50</sup> **Das gesamte Interview können Sie im englischen Original [hier](#) herunterladen.**

***Das Video des Interviews findet sich auf Youtube [hier](#).***



<sup>50</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.



*The marginal costs of producing energy are moving secularly higher due to geology, we also have geopolitical tensions and on top of that, deglobalization and commodity interruptions from Russia and from Ukraine.*

*The credit risk is at the sovereign level, and sovereigns cannot default. This is not really credit risk, it is duration risk. What duration risk is, is just inflation.*

**Ronnie Stöferle:**

Luke! Thank you very much for taking the time! We featured you for the first time in our *Q3/2017 board meeting*. Then we had an interview with you for the *In Gold We Trust report 2018*, it was called: „The Dollar Appears to be in Zugzwang“. Then, in the *In Gold We Trust report 2020* we did another interview, which was called: „A Deep Dive into the Geopolitics of Oil, Gold, and Money“. This is our fourth interview, we are truly looking forward to it, there are so many topics to talk about. I would like to start with a Tweet, it is something that you wrote recently in your *FFTT Tree Rings*. You wrote:

*„We want to be very clear; **the current setup may be the scariest setup we have seen in our 27-year career.** For traders that manage a book on a monthly basis, we would recommend to be in maximum defensive position. Cash, short term US treasuries and maybe gold, until the Federal Reserve is forced to come to the rescue.“*

Could you give us your view about all these topics that are currently unfolding and the „everything bubble“ that might be crashing at the moment. What do you see happening over the next couple of weeks?

**Luke Gromen:**

We have an extremely difficult setup in terms of the macro view, where over the last 20 years we had an equity bubble, then we kicked that up to the banking system via the housing bubble, we kicked that up to the sovereign level where **we now have the biggest sovereign debt bubble, the first global sovereign debt bubble in 100 years, since the immediate aftermath of WW1.** This is also the first Western sovereign debt bubble since the end of WW2. This leads to a number of different things, within this you have an overlay of a commodities crisis of sorts, that we had already in terms of „peak cheap energy“. **The marginal costs of producing energy are moving secularly higher** due to geology. **Now we also have geopolitical tensions on top of that, deglobalization, commodity interruptions from Russia, and from Ukraine.**

**We have this setup where the credit risk is at the sovereign level, and sovereigns cannot default. This is not really credit risk, it is duration risk. What duration risk is, is just inflation.** The sovereigns, and particularly the Western sovereigns, are in a position where they need to try and manage themselves between inflating enough to inflate away the debt on a debt to GDP basis, in order to make the debt sustainable, while also not inflating so much that they spook the bond market. They are trying to fine-tune where that is. They were probably running at about the correct rate, when we were at 8% CPI in the US, 11.5% nominal GDP growth, it probably needs to be 12%-15% nominal GDP growth in the US to get the debt/GDP to levels that are sustainable, from which the Federal Reserve can raise rates without blowing things up. We have been saying all along that they have not been doing enough, here they are, **they are raising rates but they have not done enough in terms of deleveraging the balance sheet on a debt/GDP basis and now things are starting to blow up.** It's not surprising to me that things are starting to come unhinged.

*Inflation is now so high that it is now a political problem, they are triggering a crisis.*

*The „Putin price hike“ is a convenient scapegoat for American politicians.*

*If they want to crash the system, raising rates is the smart thing to do. If they don't want to crash the system then they need to let inflation run. Having made the decisions they made; you just have to inflate it away, otherwise you are going to cause a bigger calamity than what is already transpiring.*

*This is a US-centric political problem, and the politicians will realize at some point that people don't like it when their stocks go down.*

We have been increasingly warning people in our reports over the last three to six months, that when the Federal Reserve first came out last June and started talking about being more hawkish, I initially thought it was just jawboning because I did not think that they could be that stupid. But they have positively surprised me as to how stupid they could be. I'm saying that tongue in cheek because it is political, **inflation is now so high that it is now a political problem, now they are going to do the wrong thing to address the needs of domestic politics**, and domestic politicians in the USA – and lots of other places – are wrong all the time, and that is where we are. They are triggering a crisis.

**The „Putin price hike“ is a perfect example of what I was talking about.** I don't know what is more disappointing, the fact that they try to pass that off or the fact that more than half of Americans actually believe it. It is what it is, I don't even think it is good propaganda because it is so easily disprovable, but here we are. This thing was going on well before that and it is a convenient scapegoat for American politicians.

**Niko Jilch:**

The conventional wisdom would be that if inflation is going up, whatever the reason is, we need to tighten and we need to raise rates. Do I understand you correctly that you think that is stupid and that the Federal Reserve should not be raising rates right now?

**Luke Gromen:**

Well, that depends on what they want to do. **If they want to crash the system, then it's the smart thing to do. If they don't want to crash the system then they need to let inflation run.** Last year about this time we published a report that estimated that if they wanted to normalize policy without crashing the system they needed to let inflation in the US run somewhere between 12% and 18% for 5 years. That is the level of negative real rates they would have to get to in order to get debt/GDP down from 130% to about 80% which is what we estimated where they could normalize policy without blowing up the system. They managed to get it down from 129% down to 122% with 12% nominal GDP growth and 8% CPI which tells up that our numbers probably were not that far off. But at 122% debt/GDP and 8% CPI they began panicking and now they are tightening and we are already starting to see debt/GDP go back up.

American politicians are worried about inflation, but they are always worried about the wrong thing. They are going to have an asset price problem and an economic problem right around election time if they don't turn course soon.

**Niko Jilch:**

That is an extremely important point because this is very much political and it is US-centric politically. There are mid-term elections and the administration is trying to fight inflation, that is what it looks like. This seems to be a plan that came from before the war, now they are doing it. Are you saying that they will realize at some point that people don't like it when their stocks go down?

**Luke Gromen:**

That is exactly what they are going to realize. Stocks and their houses etc.

*Central bankers all over the world now seem to have new mandates when it comes to climate change, inequality and other social issues. Do you think they have been pivoting into this „reverse wealth effect“?*

*The so-called „boomer“ generation owns a large proportion of the money available in the economy and they are now spending it. This contributes to the current high inflation numbers we are seeing.*

*Central bankers are basing monetary policy decisions based on non-monetary criteria, especially on political and environmental issues. This is extremely dangerous and irresponsible because it will have adverse economic effects.*

**Ronnie Stöferle:**

But Luke, didn't Bill Dudley write about this „reverse wealth effect“ on Bloomberg? Dudley is not a nobody, he is very influential and he probably talked to his former Federal Reserve friends before publishing that piece. Do you think that is ahead fake or is it a strategy that the Federal Reserve might be pursuing now when realizing that they will have to do something about this inequality? **We know that central bankers all over the world now seem to have new mandates when it comes to climate change**, which seems to be the most important thing for Ms. Lagarde these days. But also fighting inequality, which is something that Lael Brainard and also Jerome Powell refer to quite often. Do you think they have been pivoting into this „reverse wealth effect“ and demand destruction, leading to a cooling effect on inflation without causing a recession? The hubris that they have to think that they are trying to fine-tune this thing like it's a thermostat, it's astounding. Do you believe that or is it just a story that they are making up?

**Luke Gromen:**

I think it is factoring into their thinking. That asset price inflation is driving CPI inflation and my view of this has been that **there is USD 35trn in assets that the baby boomer generation owns and the US policymakers and the US media have spent the last two years scaring the US baby boomers to death**: „You are going to die sooner than expected because of Covid“. Now they are spending their money sooner.

It's a tricky thing and I think the Federal Reserve is seeing that when you really look at the problem, **the reason that the boomers have USD 35trn in wealth is because of policy to sterilize inflation in the first place**. When you look at how these boomers got all this money, in no small part it is deferred accounts. 401k plans, IRA plans, things where there was inflation happening and the **US government gave tax breaks to take that inflation out of the real economy** and put it into asset inflation instead and thereby defer it.

We have two things happening at once in terms of asset inflation. First, asset price inflation that was sterilizing CPI for 40 years is coming back into the economy. Secondly, this is driving velocity – and I don't really care what the velocity numbers say, I think they are BS – but **velocity is coming back, because boomers are long money and short time**. The question then is: Ok, I do think this is happening and I do think the Federal Reserve is thinking about it this way. Is crashing the markets a way to deal with it? William Dudley is the same guy who, in August 2019 wrote an op-ed similar to the one he just wrote about crashing stocks to reduce inflation. He wrote in August of 2019 that the **Federal Reserve should tighten rates to put pressure on Trump, to basically ensure that he lost the election in 2020**. This was 3 weeks before the repo rate spiked, because liquidity was already that tight. The Federal Reserve was already loosening at that point, we were about to have a blowup, the Federal Reserve's balance sheet was literally 3 weeks from beginning to grow again and it hasn't stopped since, and this guy was talking about tightening rates to fight a politician.

This is just **to illustrate how political and how mainstream groupthink in Washington is**. I think this is part of their thought process and he is talking to all

*The Federal reserve can get stocks to go down any time they want, but the US government needs asset prices to rise in order to drive tax receipts.*

the same people, and they are thinking of it and it is going to be a disaster because they are not running a dial, it's a switch.

I understand what they are doing and I understand why they are doing it, but it is not going to work. **They can get stocks down any time they want**, but the flip side is – and this is the side nobody is talking about – **the problem is at the sovereign level and the US government needs asset prices to rise to drive tax receipts**. When asset prices fall, tax receipts fall and 120% of all-time record tax receipts, at this moment are entitlements, defense, and treasury spending. **They are not even covering the basic spending with all-time record-high high tax receipts** and with asset prices in an „everything bubble“.

If they want to take asset prices down to try and tame inflation, great, but **within months, if not weeks, the Federal Reserve will be in a precarious position because there are no buyers for these treasuries**. You can shift some money out of stocks and into treasuries, but as you do that you are also going to be increasing treasury issuance, because your receipts will be falling along with asset prices. There is this dynamic that nobody is talking about, the importance of asset price inflation driving treasury receipts, primarily through the consumption link which is 2/3 of GDP.

**Niko Jilch:**

Luke, we talked about „Putin's price hike“ and the funny thing is that here in Europe, where we are closely connected to what is happening, nobody is trying to sell the „inflation is Putin's price hike“ narrative. This tells me something positive about the Europeans, but my question is this: **Under the new circumstances, because the war is driving inflation**, it's just that not all of the inflation is because of the war. **Will it even be possible to get inflation down with the wage hikes like there are in play now?**

*If you take unemployment to 10% to fight inflation, Le Pens are going to pop up all over Europe.*

**Luke Gromen:**

I think **yes, but I question what the collateral damage will be**. If you want to send unemployment in Europe high enough, we can get inflation down. If you send unemployment to 10% or even 20%, you can get inflation down. But if there is a shortage of food, **those types of inflation levels will have political side effects**. We saw Macron winning in France, that might put the side effects on the back burner for now. But if you take unemployment to 10% to fight inflation, Le Pens are going to pop up all over Europe. There is this very established historical precedent for that. This again gets back to the fiscal situation, Europe's fiscal situation is not good either, what does that imply for budget cuts, or a deflationary spiral?

**Taming inflation will have dire costs for Europe. Political populism and high unemployment, and the central bank will have to fund the government because they made all these entitlement promises and now we don't have any tax receipts at all to fund them. Then they will have to re-do QE.**

*I question what the collateral damage will be. High unemployment, political unrest, and possibly the rise of political populism could be some of the consequences.*

*Let's talk about de-dollarization, the war in Russia/Ukraine, and the happening impacts of this on the world monetary system.*

*It is a matter of urgent national security for China, Russia, and others to move away from pricing energy and commodities in US dollars alone. We are seeing more and more countries actively pursuing this and the US moving to try and slow or halt this process.*

I think they can probably do it, but **if you think how draconian the economic downturn needs to be, it needs to be much greater in order to tame inflation this time because of these structural factors.** This will mean that you used to need to take GDP down 3% to get inflation down and now maybe it needs to be down 5% or 8% or maybe 10%, and those numbers are bigger than what we saw in the Covid crisis, and that was enough to crash everything.

**Can they do it? Sure. Can they do it without blowing their head off and blowing the economy's head off? Probably not.**

**Ronnie Stöferle:**

I agree, I am not aware of too many soft landings where things worked out well in practice. Luke, there are a great many topics to talk about. I would love to talk about Japan later on, but **let's talk about your main area of expertise, which is de-dollarization.** You are the superstar when it comes to this topic and a few years ago it was a topic only for macro nerds in the gold community, but now it is becoming mainstream.

**Let's talk about the Russia/Ukraine war and how it will impact our monetary system.** [Zoltan Pozsar wrote about the possibility of Bretton Woods III](#), we know that over the last couple of weeks there was so much going on that it is exciting but also exhausting to follow everything that is going on. From your point of view, what have been the most interesting and most under-researched topics that you have seen over the last couple of weeks?

**Luke Gromen:**

It has been interesting to see some of the evolution of this de-dollarization theme that you talked about. For me, there has always been a yin and a yang to it, where people want to say that it is an attack by the Chinese and the Russians and these people who are fighting the rules-based global order, and that is part of it. But it is also partly a defense by those same people against the dollar being weaponized against them.

**It is literally a matter of acute and urgent national security for China and for Russia and for others to move away from pricing energy, in particular, and also commodities more broadly into dollars alone.**

There has been this movement, driven by both geopolitical aggression and geopolitical national defense for these countries to move away from pricing oil, in particular, in US dollars. When we first started talking about this in 2014 – 2017, people thought we were nuts, earlier this year you have on the front page of the Wall Street Journal: [„Saudi Arabia Considers Accepting Yuan Instead of Dollars for Chinese Oil Sales“](#). When you see things like that and you see India in the midst of this crisis with Russia and Ukraine, telling the US: „We will do what makes the most sense for us and that is to buy Russian oil in Rupees“. It is almost formulaic, a week later all of a sudden the US is concerned about human rights violations in India. It's very, very cynical and I am to old to be naïve when I watch these things, you could have predicted it.

*Every country has both pro-dollar and pro-de-dollarization factions who have different domestic views, but the de-dollarization factions are rapidly growing and the Russian situation has accelerated it.*

*Since the fall of the USSR in 1990 there has been this slow and steady acceleration back to a more decentralized system, primarily around energy*

*There are indicators pointing toward the IMF possibly trying to set up something like a Bretton Woods III system. Do you see a possibility for a new monetary system built around the IMF, or is the IMF just trying to stay relevant in changing times?*

**Luke Gromen:**

Ultimately this all feeds back into **the de-dollarization theme**, which is: The whole world is realizing that they are going to have their turn in the spanking machine, no matter what, and the spanking machine is the dollar system and the US politicians running it. So they might as well do what is best for their interests.

**Within every country, there are both pro-dollar and pro-de-dollarization factions for different domestic self enlightened views** But you can see it moving quite steadily and ultimately this Russian situation has accelerated it, because now it is crystal clear that if you do something the US does not like, they are going to confiscate your reserves. The US has been threatening it, they did it to Afghanistan, they did it to the Iranians, but all of those were smaller nations, they were not the world's biggest commodity and energy exporter, they were not the world's biggest country by landmass, they were not a nuclear-armed nation, they were not a G7 nation.

It's an entirely different situation and like I have said before, **everybody has been a bad actor in the eyes of the US over the years. That's not because America is bad or good, it's just how international geopolitics go.**

I don't think people ever really loved this dollar system, I think they accepted it because it was less worse than getting invaded by the USSR, and **as soon as the USSR broke up, since 1990 there has been this slow and steady acceleration back to a more decentralized system, primarily around energy.**

I don't think this de-dollarization is something that can be stopped. It's going to keep moving in bits and starts and I think what Russia did accelerated things quite meaningfully. There is this quote from Frank Zappa:

*“The illusion of freedom will continue as long as it's profitable to continue the illusion. At the point where the illusion becomes too expensive to maintain, they will just take down the scenery, they will pull back the curtains, they will move the tables and chairs out of the way and you will see the brick wall at the back of the theater.”*

I think that by **implementing the Russian sanctions, the US was saying:** „Ok, the curtains are gone, the set is gone, all of the props are gone, here is the hard brick wall“. **If you do something we don't like, we are going to grab your money.**

**Niko Jilch:**

One of the main things in monetary politics for decades has been that the **US dollar is a national currency and also an international currency, and that is a problem.** We have known this since the introduction of the Bretton Woods system, then in the 1960s, Robert Triffin laid out the **Triffin dilemma** and one of the so-called „solutions“ was the „special drawing rights“ at the International Monetary Fund. A basket of currencies used as an international reserve asset. There have been numerous attempts over the years to reintroduce this. My question is this: **When we are moving into a new monetary system, how high do you think the chances are that the IMF will try to**

**set up something like a real Bretton Woods III? Could we see them arranging a conference where they establish new rules and potentially discuss something similar to special drawing rights, because I see the IMF moving on this.** If you look at the [interview with IMF director Kristalina Georgieva](#), where she said:

*“I think we are not paying sufficient attention to the law of unintended consequences. We make decisions with an objective in mind and rarely think through what may happen that is not our objective. And then we wrestle with the impact of it.”*

*“We act sometimes like eight years old playing soccer. Here is the ball, we are all at the ball. And we don’t cover the rest of the field.”*

Her admitting these things seem crazy. Then there was a report called: [The Stealth Erosion of Dollar Dominance](#), written by Barry Eichengreen, who has been very vocal about the exorbitant privilege, etc. Do you see a possibility for a new monetary system built around the IMF, or is this just the IMF trying to stay relevant in changing times?

**Luke Gromen:**

I think it is one of those situations where they are just trying to stay relevant. I think they know what the problem is, it is as Jean-Claude Juncker famously said: *“We all know what to do; we just don’t know how to get re-elected after we’ve done it.”*

*The IMF seems to be having a difficult time deciding between their own members what is the correct way to move forward. This infighting will likely hinder them greatly from making any real progress.*

**I think it is the same issue for the IMF where they know what they need to do**, Eichengreen’s paper (as mentioned above) highlights some of the issues. **The challenges are that you have to get a whole lot of nations together and maybe that was possible 10 years ago, but that does not seem possible now.**

**At the IMF you will get a bunch of people together who don’t want to get together.** The US is controlling a big part of the IMF and they have to agree, and they don’t want to agree, then there are the different factions in each of the minority voting members of the IMF to agree. I just don’t think they will ever make any progress.

**Niko Jilch:**

*Is it possible that we could see two de-facto IMF’s, an eastern IMF and a western IMF? With China-Russia leading one faction and the USA leading the other?*

When you look at what China and Russia are doing behind the scenes, they are basically trying to build something like the special drawing rights, something like a „common currency“ that is denominated in their local currencies and also commodities. This would tie in with what you are saying and also with what Zoltan Pozsar is saying, then you have Janet Yellen talking about a bifurcated financial system. My question is: **Is it possible that we will see two IMF’s, an eastern IMF and a western IMF?**

**Luke Gromen:**

Yeah, it is. The challenge would be to get all the right people in your club, because if you don’t have enough energy in your club, or you don’t have enough

*The key question is what type of resources and manufacturing your side will end up with. China/Russia seem to have a lot more resources and manufacturing output at this stage than the west. This will be problematic for the west and cause problems for the western led side over the long term.*

*Emerging countries' gold holdings relative to the western world as a percentage of total reserves are minuscule, do you see this as a driver of the gold price? How would this impact the paper market for gold vs holding physical gold?*

*Yes, this will drive a steady gold bid from foreign central banks over time.*

*Holding physical gold will become more important to central banks. The paper market for gold will not necessarily „blow up“, but we could see a steady move toward physical rather than paper gold.*

manufacturing in your club and the other club has more manufacturing and energy, or is more efficient than you are, then your club is going to die over time. You're going to lose.

**If the factory of the world, which is China, is married with Russia, who has all these metals and energy, etc.,** and a quorum of the Middle East participates in that, then the US is left with shale gas, which isn't ramping up. The oil price has been up for 8 weeks and there has been no increase in US shale production and no increase in US oil production, and then you have European manufacturing.

It would be workable, but you will have two competing systems and these competing systems will force the system to be kept more honest. What that looks like is: The US is going to have to either see much higher inflation or really draconian measures to fight inflation and takedown asset prices, which is going to feed itself in the wrong direction on the fiscal side. So, it's possible, but I don't think it's a happy path from here to there.

**Ronnie Stöferle:**

If we come back to the topic of gold, this decision by the western world to say that: „Your FX reserves are worthless“. **Isn't that the best case there could be for owning physical gold over the long term for central banks?**

My question now leads to a topic that has been going on for a while already. What [Kenneth Rogoff said in a piece published by Project Syndicate](#), where he **recommended emerging market countries buy physical gold to hedge their US dollar exposure. Do you see this as a big driver going forward on the demand side for gold and, if yes, wouldn't that also be some sort of threat to the paper market for gold?**

**Luke Gromen:**

**Yes, absolutely. I think it's going to continue to drive a steady gold bid from foreign central banks over time.** Importantly, the manner in which we are going after Russia's gold, anything that is held offshore is subject to sanction or seizure. That speaks to the market being physically driven.

**We will look back in 5 years and say: „Wow, that was really positive for physical gold“.** Now, does that blow up the paper market? I think at some point it does, but that is an entirely political construct. **It's not going to matter and then suddenly we wake up a week later and suddenly it matters,** and there are any number of geopolitical or market-driven reasons that you could see that happen. A certain set of political circumstances has to be in place gold to have significant price movements. **We are moving in the right direction in terms of the gold market being more physically driven.** What has happened in regards to these sanctions are likely to be a positive catalyst for that, but when will it really matter? It's hard to know.

*Regarding stagflation, what are the main differences between what we saw in the 1970s and our current setup?*

*The most important difference is the global sovereign debt bubble.*

*In the 1970s there was a lot of leeway for the US to allow the interest rate to rise and fight inflation/stagflation. This is impossible now.*

*History shows that not many fiat currency governments go bankrupt instead of printing money.*

*After WW1, all large industrial nations in the west devalued their currencies vs gold.*

**Ronnie Stöferle:**

**Luke, a topic that I wanted to talk about, because it's the leitmotif of this year's *In Gold We Trust* report, is the topic of stagflation.** What are the main differences between the stagflation we saw in the 1970s and the current setup?

**Luke Gromen:**

I think the main difference is by far the **most important difference, which is the global sovereign debt bubble**, and in particular the western sovereign debt bubble. USD as the global reserve currency, they are currently the center of the system. In the 1970s, US debt/GDP was 30%, now it's 125% and moving higher. The point is that in the 1970s there was a lot of leeway for the US to allow the interest rate to rise and fight the inflation/stagflation. When we eventually managed to crack down on it, yes it caused a severe economic contraction and a recession, yes it caused a lot of private-sector bankruptcies, however, there were no risks to the sovereign solvency of the US, the European Union, or Japan. Right now, fractions of the type of rate hikes that we saw in the 1970s will mathematically cause threats to the solvency of the US, European Union, and Japan.

**Let's look back in history and see how many times nations with a purely fiat currency has gone bankrupt instead of printing money, it's a really, really short list.** They always print money; they don't go bankrupt. That's where we are right now, where there is this collective delusion that we are watching central bankers and governments engage in, and markets are believing them. Like the „Putin price hike“, markets actually believe that governments will let themselves go bankrupt. It's crazy, there is no chance. **We have to be cognizant to play that game and understand that in our position, short run, that markets actually believe that central banks will let their sovereigns go bankrupt, there is no chance that's going to happen.** It's really just a question of when circumstances get dire enough to force the central banks to finance these deficits and prevent that insolvency. That's the big difference.

The sovereign balance sheets are just night and day different (from the 1970s); they are reminiscent of post-WW1 Europe. In post WW1 you have the six big industrial powers. The Austro-Hungarian empire, the UK, Germany, France, Russia, Japan, and the USA. Austro-Hungary hyperinflated, Russia hyperinflated, Japan depreciated, I think 80% vs gold, the French devalued at least twice, the UK was amongst the last to go, in 1931 they devalued massively vs gold and the USA went last in 1933 when we devalued 75% against gold. Sovereign debt amongst all these participants in real terms just collapsed. I think that is much more apropos.

I think we are seeing a blend of the 1970s, the immediate aftermath of WW2 and the immediate aftermath of WW1. This is some sort of toxic mix of all those situations. **The most important thing is the sovereign balance sheets globally and in the west in particular. There is just no ability to fight inflation the way that they did in the 1970's.**

*Current governments don't want to fight inflation, but they need some kind of new narrative to allow them to print more money.*

*Central banks are currently crafting this new narrative, some sort of existential crisis that will allow them to come in and „save“ the word.*

*The BOJ tried to implement YCC and the release valve seems to be the yen crashing vs the dollar and vs gold.*

*What other, possibly similar actions can we expect from the Federal Reserve?*

*It is likely that we will see the US government purchasing Japanese bonds within the next few years.*

*The Federal Reserve wants to avoid yield curve control and certainly explicit yield curve control at all costs.*

**Niko Jilch:**

And we don't want to. Nobody actually wants to fight inflation. The Bank for International Settlements said that we are going to see a new age of inflation. **Even if you hike rates and cause the stock market to go down, that is what you need to do before you can print even more money.** You need a new narrative; you need a new crash in order to print more money to „save the world“.

**Luke Gromen:**

I think that is probably **what they are working on right now. This new narrative, the full macroeconomic narrative of „Putin's price hike“.** The narrative will be „Oh, the system crashed, we need to print more money, we need to save you all again, so we central bankers can be heroes again“. That is what we are watching in real time.

**Ronnie Stöferle:**

**One example that I think is worth following is what is going on in Japan.** The Japanese did many many rounds of quantitative easing, but so far it has not been extremely successful. Now they are also doing „QQE“, that's quantitative and qualitative easing, so they are also buying REITs and ETFs and other things.

I have to admit that I thought that when the 10-year bond yield reaches 2%, that would be the level where the Federal Reserve would get very nervous and start talking about yield curve control. Going forward, do you think this would be a measure taken by the Federal Reserve? Will they at some point start buying equities or other assets? Probably not Bitcoin, yet. **What is the next tool that the Federal Reserve has in its toolbox?**

**Luke Gromen:**

One thing that they can do is that the Federal Reserve can, by their mandate, buy the sovereign debt of other nations. A very likely step if we continue to see a disorderly decline in the yen, for the reasons you just discussed, is that we could see either the Federal Reserve or the United States Exchange Stabilization Fund, the ESF, which is under Treasury, and can do whatever it wants to maintain orderly markets. I think **we could see them buy Japanese Government Bonds**, for the Bank of Japan.

**You would see the USA selling dollars and buying yen effectively, to try to stabilize the yen and weaken the dollar**, which would help Japan, but also the US because as the dollar weakens against the yen it improves Japanese purchasing power to buy treasuries. **The US has a demand problem for treasuries which will get a lot worse if the yen keeps weakening.** I think that would be the first step, **the Federal Reserve wants to avoid yield curve control at all costs and certainly explicit yield curve control.**

If they can get Japan's current account deficit back into a current account surplus by getting energy prices down, then they can stabilize the yen and the JGB market, if you can do that then you will get a weaker dollar and a stronger yen and more treasury purchases from Japan again. I think you will see, within the next 18 to 24

*Where do you see the global monetary system going over the next 10 years?*

*Middle East, and in particular Saudi Arabia, wants stability, the Chinese also need stability in the Middle East, but there are interests in the US that think along the lines of fostering instability in that region.*

*Europe's economic future is likely to its east and not its west. Russia and China have big plans economically, including the Belt and Road Initiative.*

*It seems like the Russians are also interested in connecting the entire Eurasian area and forming some sort of a pan-continental alliance.*

months, either the Federal Reserve or the US Exchange Stabilization Fund intervening in the yen, by buying JGBs.

**Niko Jilch:**

**Can we try to get some long-term positive outlook on this whole global situation that we are in right now?** Let me give you a few examples: On 22 April we saw Israel adding the renminbi to their currency reserves. Somebody there decided that it is time to buy some yuan. In the middle of April, we saw Kuwait and Saudi Arabia indict Iran to talk about a gas field that all three of them claim and exploit together. Can you talk about what is going on from the long-term perspective globally? Especially, where will Europe be standing?

**Luke Gromen:**

**I think the Middle East desperately wants stability, in particular Saudi Arabia.** They want USD 90 oil and stability, that is what they are after. But they have seen nothing but instability for the last 25 years in the Middle East. The Chinese also desperately need stability in the Middle East.

If it comes down to what is a happy version of the outcome, you get **some sort of détente between Eurasia and non-Eurasia has no choice but to go along**, out of commercial interests, and the world prospers, all together. There would have to be some relative wealth influence shift that would take place.

I think ultimately that is what will happen. Basically, you will have Russia as a connector between China and Europe. **In Europe right now, the Federal Reserve is trying to ride two horses with one ass in regards to inflation. They need to convince the bond market that they are not going to inflate away their debt while doing that.**

Europe, on the other hand, is trying to ride two horses with one ass with regards to geopolitics, which is: We are going to keep the Americans happy and thinking we are with them, when **our economic future is really to our east and not our west**. So, the happy version is Eurasia connects and there is this huge boom of economic growth as you bring together the east of Europe and the west of China, the **Belt and Road** fills out, out get economic trade, you get a virtuous cycle, US companies also benefit from this as well, etc., and everyone gets along. That is what I think when I think about those three headlines in sort of a happy scenario.

**Niko Jilch:**

**And the Russian foreign minister, Sergey Lavrov, even during the war is still talking about having a Eurasian union from Lisbon to Vladivostok**, when that landed in the European press, everybody thought it was crazy. The Russians wanted to go the euro route, they even used the euro in their dealings with China and India. But then Europe says that they can't access their reserves. If we wanted to, how could we get out of this situation of conflict?

*Americans are prepared to fight the Russians down to the last European. The US threw the ball back into the court of Europe and Russia and China. If they keep fighting the Europeans could commit economic suicide. It will be interesting to see how this all plays out.*

*Was the freezing of the currency reserves by Europe and the US such a big moment as some make it out to be?*

*We were at the end of a period of great globalization. The question now is what will happen from here?*

*With globalization breaking down and the rise in energy prices, gold will become increasingly important on the sovereign level and on the individual level in order to preserve purchasing power.*

**Luke Gromen:**

**My friend Louis Gave, said a couple of weeks ago that the Americans are prepared to fight the Russians down to the last European.** As tongue-in-cheek and brutal as it is, is that what we are watching in real-time? The Europeans didn't freeze US reserves when they invaded Iraq. The Europeans protested but no one did a thing. That is not to say that I am approving or necessarily even trying to equivocate what is happening in Russia and Ukraine with that, but I guess I am. I'm not sure if it is that different.

I don't know where this goes from here, it's almost like the US threw the ball back into the court of Europe and Russia, and China. China isn't doing themselves any favors with their lockdowns. To the extent that that reverberates into US stagflation, maybe that is where we see this show up next, which is: US supply chains keep breaking down, US inflation keeps rising. But it's getting tricky. We are quickly getting to a point where there is not going to be a way to get back.

**Niko Jilch:**

I have to ask this right now, the freezing of the currency reserves by Europe and especially the US, Kenneth Rogoff, whom Ronnie already quoted earlier, he called it a „break the glass“ moment. You only do that once, and the Saudis are looking and the Chinese are looking at this, so from a structural system point of view, that was the west shutting the system down, basically?

**Luke Gromen:**

Yes. Someone said to me, „that round is downrange“, you can't go back and get it. The question is: What does that mean and what is the next move? That ties back to my prior point, **the ball is now back in Eurasia's court**, so are we going to see Putin de-escalate, or are we going to see Eurasia brokering peace, or are we going to see China broker peace, or will we see some sort of big sign where the three of them get together and say: This isn't in any of our interests, let's stop this. All we (Russia) want to do is sell energy to both of you, all you want to do is grow your economies. But we are now all focusing on one thing in this part of the world.

**Niko Jilch:**

I do have one more question on **the topic of gold** and what I call „the return of real stuff“. The report is called *In Gold We Trust* and we are not going to change the name, **but is this a time to really trust in gold**, something that is important **not only for individuals and investors but also on the sovereign level?**

**Luke Gromen:**

Yes, I think it is. It seems like globalization is breaking down, which has been very disinflationary, which would seem to be inflationary. You have peak cheap energy; **you need a reserve asset that has the ability to rise in price with the rise in the prices of energy and commodities and other inputs.** We were just talking about how the sovereign debt positions of the west, and particularly, the globe more broadly, are such that interest rates cannot be allowed to rise that far to compensate and offset that inflation. **That is why you need a reserve asset like gold and at least hold some of it on the sovereign level and on the individual level to preserve your purchasing power.** Because

circumstances from geopolitical and commercial globalization and commodity standpoint all point to structural inflation and away from short-term economic hiccups that may be as a result of Federal Reserve policy error, that I think they are now well underway of making.

**I think gold is one of the few reserve assets.** But then you see things like the Swiss National Bank buying US equities etc. Things that are more finite that have the ability to better hedge structural inflation over time, those are the things you want to own.

**Ronnie Stöferle:**

Luke, I think we should come to an end, I want to thank you very much for taking the time so early and for being a friend and supporter of us. You can follow Luke on [Twitter](#); he is very active and it's always great new information. Also have a look at his website, [Forest for the Trees](#), or his book, *The Mr. X Interviews*, on Amazon.

***Das war ein Auszug aus dem Transkript unseres Gespraches mit Luke Gromen. Die vollstandige Abschrift finden Sie unter [diesem Link](#).***

***Das Video des Interviews finden Sie [hier](#).***



TSX-V:REYG | OTCQB:REYGF



# REYNAGOLD

## District-Scale Gold Exploration in Northwestern Mexico

### Why Invest in Reyna Gold?



#### Large Strategic Land Positions

57,200 ha/572 sq km of strategic land positions on the Mojave-Sonora Megashear and Sierra Madre Occidental Gold-Silver Belt



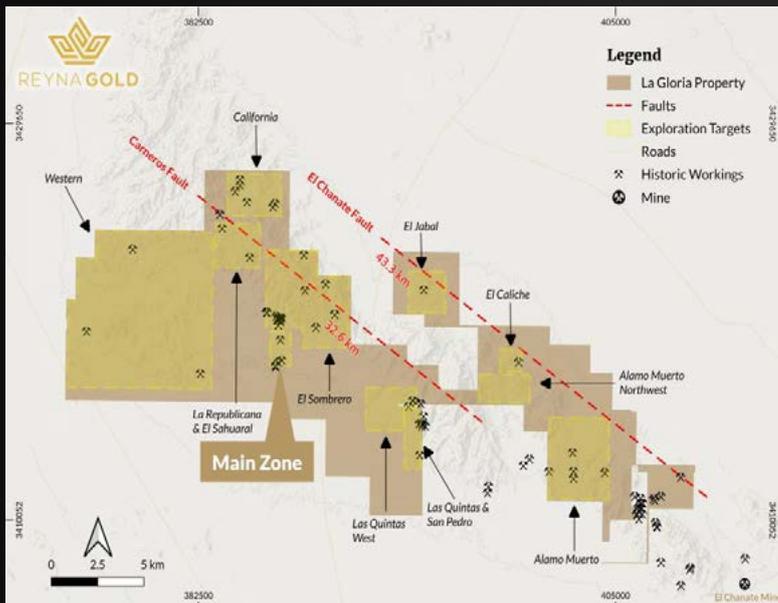
#### Exceptional Team

Mexican Focused Exploration team led by MAG Silver Co-Founder Dr. Peter Megaw



#### Strong Support

Strong shareholder base and institutional backing. Raised \$13.6m CAD



### La Gloria Flagship Project

- District-Scale 24,215 ha/242 sq km within the heart of the prolific Mojave-Sonora Megashear, where over 35m ounces of gold have been discovered
- 40+ historic workings and multiple high-grade surface samples up to 93.9 g/t gold
- Host rocks and mineralization style similar major deposits on the trend to La Herradura, Mesquite and El Chanate
- Two Regional Faults mapped running over 75km on the property
- Initial High-grade drill results up to 19.6 g/t gold
- Ongoing 10,000 m Phase 1 Drill Program

La Gloria Project Map

# China – am Scheideweg

*„Deep doubts, deep wisdom;  
small doubts, little wisdom.“*

Chinesisches Sprichwort

## Key Takeaways

- Xi Jinping scheint immer weniger gewillt, den Reformkurs seiner erfolgreichen Vorgänger Hu und Zheng fortzusetzen. Mittel- bis langfristig stellt dies die größte Bedrohung für den chinesischen Wohlstand dar.
- Der Immobilienmarkt befindet sich in einer kritischen Verfassung. Neue Regulierungen könnten Anleger vermehrt in Richtung Gold schielen lassen.
- China gibt nun auch rhetorisch die zinspolitische Zurückhaltung auf.
- Die chinesische Zero-Covid-Strategie führt zu schweren Verwerfungen, während für die meisten anderen Länder die Pandemie vorbei zu sein scheint.
- Die chinesische Goldnachfrage ist über die kommenden 2–3 Jahre für die Goldpreisentwicklung vermutlich weniger relevant als die globale Geld- und Fiskalpolitik.
- Langfristig könnte der chinesische Goldkonsum angesichts der demographischen Entwicklung Chinas zur Schwäche neigen.

...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**

**Noch im Herbst letzten Jahres warnte Yi Gang, der Gouverneur der chinesischen Zentralbank People's Bank of China (PBoC), vor zu niedrigen Zinssätzen und einem mit der Quantitative-Easing-(QE)-Politik einhergehenden „moral hazard“.** Yi setzte damit die Politik seines legendären Vorgängers Zhou Xiaochuan fort, der fast zwei Dekaden die Geldpolitik des Reiches der Mitte kontrollierte und sich dabei stets als geldpolitischer „Falke“ erwiesen hatte – zumindest rhetorisch. Entsprechend kennt China auch anders als der Westen keine Null- und Negativzinssätze: Der Leitzins liegt bei 3,70% und damit deutlich höher als in der Eurozone (0%) und in den USA (0,75–1,00%). Chinas Zentralbank hat in den Krisen vor Corona mit sehr viel Augenmaß agiert – was nicht zuletzt dem Umstand geschuldet ist, dass China selten direkt betroffen war – und im Vergleich zu seinen westlichen Pendanten noch sehr viel mehr Pfeile im geld-, finanz- und wirtschaftspolitischen Köcher zur Verfügung hat.

**Leitzins (Federal Reserve, EZB, PBoC), , in %, 01/2006-05/2022**



**Nicht einmal ein halbes Jahr später hat sich Chinas Position offenbar fundamental gewandelt.** Kein Geringer als Xi Jinping selbst warnte in seiner Eröffnungsrede auf dem „World Economic Forum 2022“ vor einer Zinswende. Zwar adressierte er zunächst die Inflationssorgen, **doch dann mahnte er in seiner Rede, keine geldpolitische Kehrtwende vorzunehmen:**

*„The global low inflation environment has notably changed, and the risks of inflation driven by multiple factors are surfacing. 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.“*

**Parallel dazu senkte die PBoC die Leitzinsen, wenn auch nur um 0,1%.** Im März 2022 wurden im „China Securities Journal“, dem Sprachrohr der PBoC, **weitere Zinssenkungen zur „Stabilisierung des Wachstums“ angekündigt.** Xis Sorgen sind nachvollziehbar. Sollten die USA tatsächlich die geldpolitischen Zügel anziehen, dann würde auch die chinesische Wirtschaft darunter leiden. Alle Maßnahmen zur Ankurbelung des Konsums im Westen nutzen indirekt auch den Chinesen – schließlich wird ein Großteil der Dinge des täglichen Bedarfs im Reich der Mitte hergestellt.

*In the face of complex economic and financial situations at both home and abroad, it is necessary to proactively set up an authoritative and efficient system to prevent, resolve financial risks and prepare for rainy days.*

**PBOC Statement,  
6. April 2022**

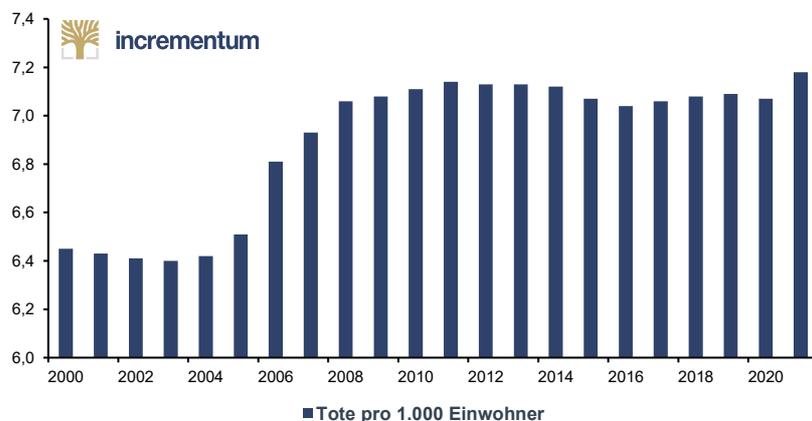
*Neither a man, nor a crowd, nor a nation can be trusted to act humanely or to think sanely under the influence of a great fear.*

**Bertrand Russell**

**Eine Rückkehr des Westens zur Vernunft, zum maßvollen Wirtschaften und Konsum, der nicht auf Kredit finanziert wird, hätte sofort direkte Auswirkungen auf die Wirtschaft Chinas.** Sollte die Federal Reserve ernst machen, hätte dies Einfluss auf die Kapitalströme ausländischer Investoren, und das Reich der Mitte verlöre an Attraktivität. Dies ausgerechnet zu einem Zeitpunkt, an dem eigentlich klar ist, dass für ein fortgesetzt starkes Wachstum ausländisches Kapital benötigt wird, sowie ein Mehr an persönlichen Freiheiten und ein zuverlässigerer Rechtsstaat. Zudem ist die aktuelle wirtschaftliche Situation in China alles andere als rosig. Die für 2022 anvisierten 5,5% Wirtschaftswachstum sind angesichts der aktuellen Lage durchaus ambitioniert, andererseits die absolute Untergrenze dessen, was aus Pekingers Sicht noch vertretbar ist: Ein (noch) niedrigeres Wachstum würde sich in einer steigenden Arbeitslosigkeit niederschlagen, da die Produktivitätszuwächse mehr Arbeitsplätze vernichten als durch das Wirtschaftswachstum neu entstehen.

**Ursächlich hierfür sind hausgemachte Krisen sowie staatliche Programme und Konzepte, die keinesfalls so einschlugen, wie man sich das in Peking erhofft hatte.** Über allem schwebt dabei die Corona-Pandemie. Zwar ist China offiziell als erstes Land aus der Coronakrise gekommen, doch die Zero-Covid-Strategie wird – je länger sie andauert und je schneller das Virus im Rest der Welt endemisch wird – immer teurer für Chinas Wirtschaft. Seit zwei Jahren werden Messen und Kongresse am laufenden Band abgesagt oder verschoben. Auch sind Reisen innerhalb des Landes deutlich erschwert und risikobehaftet. Im Jahr 2020 sind zumindest 4,5 Mio. kleine und mittelständische Unternehmen Bankrott gegangen und für das vergangene Jahr dürften die Zahlen noch höher liegen. Zudem ist im letzten Jahr die Sterblichkeit auf ein 20-Jahreshoch gestiegen – nicht wegen des Virus selbst, sondern wegen der Folgekosten der Lockdownpolitik. *Das Magazin „The Diplomat“* geht von rund 160.000 Menschen aus, die infolge des extrem strengen Lockdownregimes keine zeitnahe Behandlung erhielten und daraufhin verstarben.

**Sterblichkeit in China (Tote pro 1.000 Einwohner), 2000-2021**



Quelle: Statista, OECD, Worldbank, Incrementum AG

Die unterbrochenen Lieferketten treffen nun auch China, und wenn regelmäßig die größten Häfen des Landes wochenlang wegen eines Corona-Ausbruchs geschlossen oder gar ganze Städte unter Quarantäne gestellt werden, wachsen Unsicherheit und Kosten für die Wirtschaft. Für ausländische Fachkräfte ist es seit Ausbruch der

Pandemie quasi unmöglich geworden, ins Land zu kommen: **Eine nicht unerhebliche Anzahl an Expats** hat das Land verlassen oder kann nicht mehr zurück. Nun ist mit Omikron zwar eine recht harmlose, aber eben auch höchst ansteckende Variante nach China gekommen. Shenzhen ging Anfang März ebenso wie viele weitere Städte in den Lockdown. Diese Lockdowns haben naturgemäß gravierende Folgen, nicht nur für Chinas Wirtschaft, sondern für die gesamte Weltwirtschaft: Zahllose Elektronikbetriebe haben die Produktion eingestellt, **mit dem Apple-Zulieferer „Foxconn“ als prominentestem Opfer**. Ende März traf es dann mit Shanghai die wichtigste Stadt des Reiches der Mitte, **mit den entsprechend schwerwiegenden Konsequenzen** nicht nur für die nationale Wirtschaft, sondern auch für alle internationalen Partner, Zulieferer sowie Lieferketten.

*Power does not corrupt. Fear corrupts... perhaps the fear of a loss of power.*

**John Steinbeck**

**Der Ausweg aus der Lockdown-Politik ist schwierig.** In den vergangenen zwei Jahren wurde die chinesische Zero-Covid-Politik als extrem erfolgreich propagiert, insbesondere gegenüber dem kompletten Versagen des westlichen Auslands. Ein plötzlicher Schwenk um 180° lässt sich auch in einer Gesellschaft wie China nur schwer verkaufen und würde für Xi Jinping einen kaum hinnehmbaren Gesichtsverlust darstellen. In der aktuellen Phase – Xi will sich im November für eine dritte Amtszeit bestätigen lassen – ist das beinahe undenkbar.

Anders als im Westen wahrgenommen, ist seine Herrschaft nicht unumstritten. Innerhalb der „Kommunistischen Partei Chinas“ (KPCh) gibt es nicht wenige, die mit einer dritten Amtszeit alles andere als glücklich wären. Premier Li Keqiang, der im Gegensatz zu Xi als profunder Wirtschaftsfachmann und ausgesprochener Reformler gilt, verabschiedet sich aufgrund seines Alters aus der Politik. **Auf einer letzten Pressekonferenz anlässlich des Volkskongresses Mitte März konstatierte er, dass die weitere Öffnung Chinas wie der Jangtse unumkehrbar sei**, was auch als ein Fingerzeig an den Präsidenten verstanden werden konnte. Entsprechend kann sich Xi derzeit keinerlei Blöße leisten – die Revision der Zero-Covid-Strategie wäre aber eine solche. **Mit einer Beendigung der Zero-Covid-Politik und den entsprechenden Folgen für die chinesische Wirtschaft ist daher frühestens im Februar des kommenden Jahres zu rechnen, wenn das chinesische Frühlingsfest vorüber ist.**

Darüber hinaus stellt die Struktur des Kampfes gegen das Coronavirus einen massiven Anreiz für alle Regierungsebenen dar, die schärfsten Maßnahmen zu ergreifen. Wenn nämlich andere wirtschaftliche Vorgaben nicht erreicht werden können, **lässt sich das Scheitern mit dem Kampf gegen die Pandemie entschuldigen.**

## Energiekrise

*Trust, like the soul, never returns once it goes.*

**Publilius Syrus**

**Die schwere Energiekrise, die 2021 aus unterschiedlichen Gründen insbesondere in Südchina herrschte, hat größere Konsequenzen, als allgemein kommuniziert.** Zahlreiche Konzerne hegen Zweifel, ob China in Zukunft wirklich eine verlässlich funktionierende Energieversorgung bereitstellen kann und vor allem will. Denn das Problem war nicht alleine der fehlende Strom,

sondern vor allem die fehlende Kommunikation. Eine Stromabschaltung ist (relativ) unproblematisch, wenn sich die betroffenen Unternehmen darauf einstellen und vorbereiten können. Wenn es aber nur eine lapidare Meldung gibt, dass in einer Stunde der Strom abgeschaltet wird, dann ist es für die betroffenen Unternehmen nahezu unmöglich, entsprechende Vorkehrungen zu treffen.

**Insbesondere japanische Unternehmen haben deshalb begonnen, Produktionsstandorte von China weg zu verlegen, oder nutzen diesen Umstand zumindest als Vorwand.** Mit dem Ende der Pandemie (im Westen) wird sich diese Entwicklung zusätzlich verschärfen. Den westlichen Unternehmen hat die Pandemie schlagartig bewusst gemacht, wie verwundbar ihre Lieferketten durch den Fokus auf China geworden sind. Der Krieg in der Ukraine **verstärkt diese Wahrnehmung zusätzlich**. Es ist absehbar, dass die Produzenten in den kommenden Jahren das Augenmerk auch auf eine Diversifikation der Produktionsstandorte legen, um künftige Disruptionen der Lieferketten abzufedern – **Resilienz und „ökonomische Souveränität“ sind die Schlagworte**. Auch kurzfristig sind die Folgen schmerzhaft, insbesondere auf Ebene der Kommunen und Provinzen mussten die Behörden Einbußen im Steueraufkommen hinnehmen: **Im November 2021 betrug der Rückgang mehr als 11%** gegenüber dem Vorjahresmonat.

## Die Immobilienkrise schwelt weiter

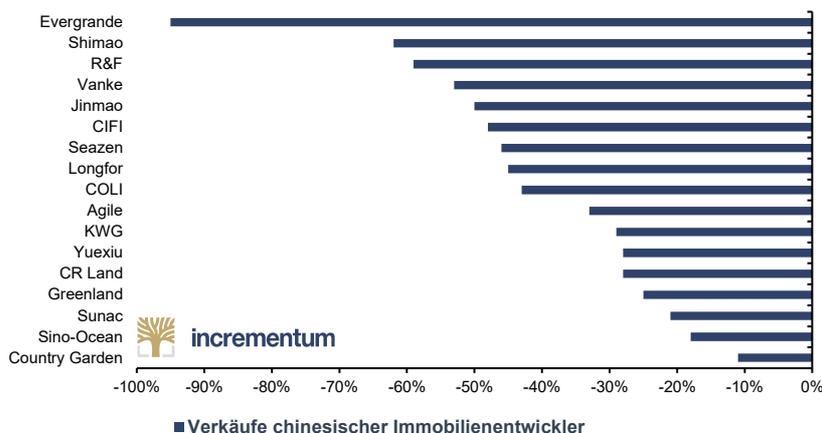
*For now, it's clear that the future will not look like the past and today's conventional investment wisdom will be tomorrow's folly: liquid will be the new illiquid; rapid turnover the new patience; niche strategies the new index trackers. What rose furthest in duration's golden age – government and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

**Dylan Grice**

**Noch gravierender ist die Gefahr, die von der immer weiter schwelenden Immobilienkrise ausgeht.** Seitdem „Guangzhou Evergrande“, die Nr. 2 der chinesischen Immobilienentwickler, im September vergangenen Jahres seine Schulden erstmals nicht bedienen konnte, **erging es Dutzenden von Unternehmen ähnlich**. Darüber hinaus konnten Evergrande und neun weitere an der Hongkonger Börse gelistete Unternehmen zum Stichtag 31. März **keinen Jahresabschluss vorlegen**. Während in entwickelten Volkswirtschaften wie den USA oder Deutschland der Immobilienmarkt (deutlich) weniger als 20% zum Bruttoinlandsprodukt beiträgt, sind es in China 25–30%.

**Für Chinesen ist der Kauf einer eigenen Wohnung essenziell:** Ob man einen passenden Ehepartner findet oder ob der Nachwuchs eine gute Schule besuchen kann, hängt ganz wesentlich vom richtigen Eigenheim ab. Immobilien sind das mit Abstand wichtigste Investment im Reich der Mitte. Zudem kennen die Chinesen nur steigende Preise. Dass es am Markt einmal in die andere Richtung gehen könnte, ist für sie quasi ausgeschlossen. Entsprechend investiert jeder, der kann, in Immobilien. Nun aber scheint sich dieser 40-jährige Trend umzukehren oder zumindest deutlich zu verlangsamen. Die Umsätze der Immobilienentwickler kollabierten im Jänner im Vergleich zum Vorjahrsmonat.

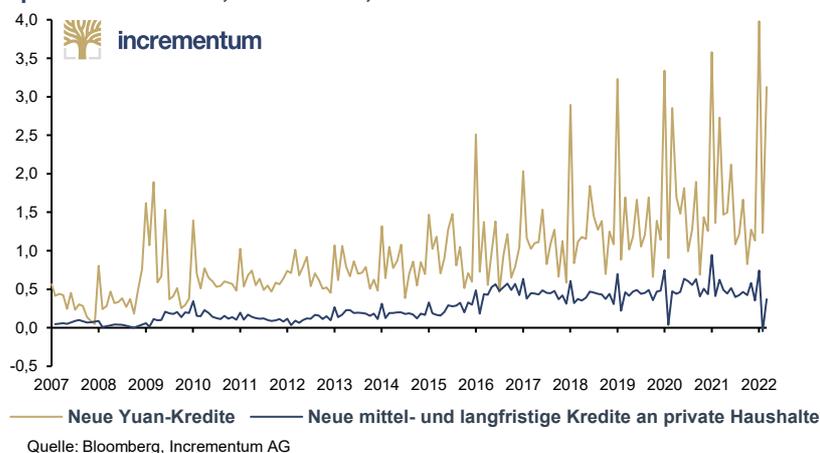
### Verkäufe chinesischer Immobilienentwickler, yoy%, 01/2022



Quelle: CRIC, Incrementum AG

Das wirkt selbstredend zurück auf die Fähigkeit der Immobilienentwickler, die fälligen Schulden und Zinsen – in diesem Jahr werden es **rund 120 Mrd. USD**, davon 36 Mrd. USD in US-Dollar sein – zu bedienen. **Betrachtet man den sich verlangsamenden Trend bei den neu vergebenen Immobilienkrediten im Februar 2022**, wird sich dieser Trend massiv fortsetzen.

### Neue Yuan-Kredite, und Neue mittel- und langfristige Kredite an private Haushalte, in Bill. CNY, 01/2007-03/2022



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

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

**Didier Sornette**

### **Peking steht nun also vor einem im Westen längst bekannten Dilemma:**

Werden die strauchelnden Unternehmen gerettet, befeuert man „moral hazard“ und das Immobilienkarussell dreht sich erst recht weiter. Lässt man sie Pleite gehen, riskiert man einen unkontrollierbaren Absturz der Wirtschaft. Dabei darf man auch nicht vergessen, dass insbesondere für die chinesischen Kommunen die Verpachtung von Grund für Immobilienprojekte ein wichtiger Einkommensfaktor ist. Eine große Immobilienkrise würde das Fiskalaufkommen kollabieren lassen.

### **Insofern ist es wenig verwunderlich, dass es China mit einer Mischung aus beidem versucht.**

Einen Teil des Kapitals werden die Investoren, insbesondere wenn sie im Ausland sitzen, wohl abschreiben müssen, während man versucht, für die (chinesischen) Wohnungskäufer den Traum vom Eigenheim dennoch wahr werden zu lassen. Zeitgleich bemüht man sich, den

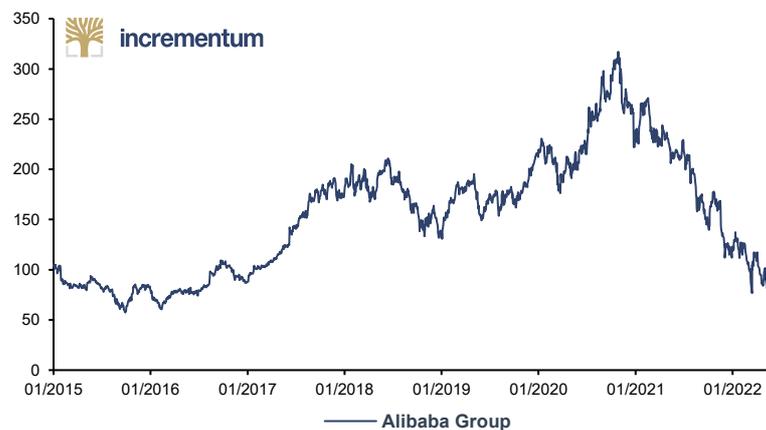
Immobilienboom einzudämmen, und verschärft deshalb die Regulierungen. Kredite gibt es (fast) nur noch für Neubauten. Wer eine Zweit- oder Drittwohnung kaufen will, sieht sich mit deutlich erhöhten Eigenkapitalanforderungen konfrontiert. Dadurch aber zerstört man den Markt für „Gebrauchwohnungen“. Die Preise für Neubauten steigen dadurch weiter in die Höhe, vor allem wenn sich diese in Gegenden befinden, die besonders begehrt sind, beispielsweise weil sie Zugang zu einer guten Schule gewähren. Zeitgleich wird es für Eigentümer alter Wohnungen deutlich schwieriger, diese weiterzuverkaufen oder zu beleihen. Dies schlägt sich unmittelbar auf den Wohlstand der Bürger durch.

## Wenig Erfolg mit Regierungsprogrammen

*The greatest danger in times of turbulence is not the turbulence. It is to act with yesterday's logic.*  
**Peter Drucker**

**Gleichzeitig haben diverse Regierungsprogramme entweder nicht so gezündet, wie erhofft, oder verursachen Unruhe.** Allen voran wäre da das jüngste „Double-Reduction“-Programm zu nennen. Offiziell geht es bei diesem Programm um eine Entlastung der überforderten Schüler und Eltern, sowohl zeitlich als auch monetär, denn für die Weiterbildung der Kinder werden in China gewaltige Summen aufgewendet. So wurde der Umfang der Hausübungen reduziert, die zumeist kostenpflichtigen Lernclubs und -apps verboten, die (internationalen) Privatschulen an die Kandare genommen und der Englischunterricht drastisch reduziert. Gerade das Verbot von Lernapps war (auch) eine völlig unerwartete Attacke gegen die Tech-Konzerne des Landes wie Alibaba und Tencent.

Alibaba Group, in USD, 01/2015-05/2022



*Experience shows that the most dangerous moment for a bad government is usually just as it's starting on reform.*  
**Alexis de Toqueville**

**Dadurch wurden Zweifel am weiteren Beschreiten des Reformpfades geweckt.** Für Investoren bedeutet die Entscheidung empfindliche Verluste an den Aktienmärkten, für Zehntausende im eLearning-Sektor beschäftigte Menschen den Verlust ihrer Arbeits- und Lebensgrundlage quasi über Nacht. Wird das Double-Reduction-Programm auf diese Weise fortgesetzt, kann in einer Generation nur noch die Oberschicht Englisch sprechen, lesen und schreiben, weil sich nur diese den inoffiziellen Privatlehrer leisten kann. Die Mittelschicht wird keinen Zugang mehr zu westlichen Quellen haben. Dabei ist viel weniger relevant, dass sie dann keine alternativen politischen Nachrichten mehr mitbekommen – die meisten

Chinesen interessiert das wenig – sondern, dass damit die Fähigkeit verloren gehen wird, sich im wirtschaftlich-technisch-wissenschaftlichen Bereich mit dem Westen auszutauschen. Für westliche Anleger sollte das ein klares Alarmsignal sein. Der Kriegsbeginn in der Ukraine war dann der Auslöser für einen **massiven Kapitalabzug**. Noch bleibt abzuwarten, ob dies tatsächlich einem neuen Trend oder kurzfristigen Motiven geschuldet ist. **Dass diese Entwicklung selbst in China mit Nervosität aufgenommen wird, spiegelt Lis Analogie hinsichtlich der Wässer des Jangtse und Chinas Reformwillen wider.**

**Das Double-Reduction-Programm ist nicht das einzige politische Programm, das Schwierigkeiten verursacht.** Die „Belt-und-Road-Initiative“ (BRI) steht mehr und mehr in der Kritik und viele groß angekündigte Projekte sind eingeschlafen. Dies liegt nicht nur daran, dass **die Entwicklungsländer die Schuldenproblematik inzwischen sehr viel kritischer sehen**, sondern oftmals auch an **grundsätzlichen Missverständnissen** zwischen den chinesischen Investoren und dem Zielland. Die großen Hoffnungen, die in das Programm gesetzt wurden, konnten bisher nicht erfüllt werden, entsprechend ist die Berichterstattung über die BRI auch im Inland deutlich in den Hintergrund getreten. Mit der russischen Invasion in die Ukraine steht das Projekt zudem vor dem Problem, dass die zentrale Landroute, die China mit den europäischen Märkten verbindet und über Russland und Weißrussland führt, nicht mehr nutzbar ist – und zwar vermutlich dauerhaft. **Alternativen wie durch den Iran und die Türkei** müssen erst (weiter) entwickelt werden und sind keinesfalls frei von Risiken.

*I worry the Chinese didn't read enough Hemingway about bankruptcy.*

**Kevin Muir**

**„Made in China 2025“, ein weiteres zentrales Programm, bei welchem in 10 definierten Branchen wie Halbleiterindustrie, Robotik oder Künstliche Intelligenz bis zum Jahr 2025 die Marktführerschaft sowie ein Anteil von 70% an heimischer Produktion erreicht werden soll, droht – zumindest in Teilen – zu scheitern.** Im extrem wichtigen Bereich der Halbleiterindustrie hinkt China deutlich hinterher. Zwar liegt einer der Schwerpunkte der globalen Chipproduktion in der „Greater Bay Area“ um Shenzhen in Südchina, aber die Innovationen werden von nicht(-Festlands-) chinesischen Unternehmen angetrieben. Während TSMC, IBM, Intel oder Samsung an der 3nm- und 2nm-Chiptechnologie arbeiten, welche spätestens im kommenden Jahr die kommerzielle Reife erreichen werden, **kämpft das führende chinesische Unternehmen** „Semiconductor Manufacturing International Corporation“ (SMIC) darum, die Produktion im Bereich der 7nm- bzw. 8nm-Technologie soweit zu stabilisieren, dass man die Massenproduktion beginnen kann. **Man liegt zumindest zwei Chipgenerationen zurück. Im Halbleiterbereich kommt das einer kleinen Ewigkeit gleich.**

**Im KI-Sektor, wo China eigentlich hervorragend aufgestellt ist, trat die Regierung zuletzt massiv auf die Bremse.** Die letzte Präsidentenwahl in den USA führte Peking deutlich vor Augen, welche Macht Tech-Konzerne im 21. Jahrhundert entwickeln können. Deswegen zog man die Zügel stramm an und brachte **weitreichende Regulierungen** auf den Weg, die ab dem 1. März 2022 in Kraft getreten sind. Für die KI-Branche ist dies ein schwerer Schlag: Viele der Regulierungen lassen sich nur schwer umsetzen, weil die drohenden Bußgelder und Strafen extrem hoch sind, und schließlich sind chinesische Gesetze oftmals

*Understanding that China plays the long game is one of the most important insights you can have about what lies ahead. China's leaders know where they want to be five and ten years out.*

**Stephen Leeb**

**Das gilt auch für das erst im vergangenen Jahr offiziell vorgestellte Konzept der „Zwei Kreisläufe“.**<sup>51</sup> Dadurch will sich China an die Spitze der Wertschöpfungskette (zumindest in Asien) stellen und vor allem das künftige Wirtschaftswachstum primär durch den eigenen Konsum generieren. Dem Rest von Asien, insbesondere Südostasien, war dabei in erster Linie die Rolle als Rohstoff- und Vorproduktlieferant zugedacht. Dass sich aber die aufstrebenden Staaten Südostasiens damit keinesfalls zufriedengeben, machte beispielsweise Indonesiens Präsident Joko Widodo Anfang des Jahres deutlich, als er neben dem schon länger bestehenden Exportverbot für Nickel **eine progressive Strafsteuer für den Export von Nickellegierungen ankündigte**. Widodo will Indonesien zu einem zentralen Zulieferhub für die E-Autoindustrie aufbauen, da Nickel ein wesentlicher Baustein für leistungsfähige Batterien ist. Der Schachzug trifft dabei insbesondere China und seine Stahlindustrie, denn Nickel ist elementar für die Herstellung von Edelstahl. Chinas Stahlgiganten haben Milliarden US-Dollar in Indonesien investiert und dort Schmelzen für die Herstellung von Nickeleisenlegierungen aufgebaut, um das Nickelexportverbot zu umgehen. Sollten die Zölle beibehalten werden, wird das sehr teuer für Chinas Stahlindustrie, und der Versuch, sich verstärkt auf die Produktion von hochqualitativen Stählen zu konzentrieren, dürfte zum Scheitern verurteilt sein.

**Nickel-Eisenschwamm-Produktion, China und Indonesien (lhs), in Kilotonnen, und in % der gesamten Nickelproduktion (rhs), 2006-2020**



Quelle: Eramet, Incrementum AG

## Gemeinsamer Wohlstand

*A society that puts equality before freedom will get neither. A society that puts freedom before equality will get a high degree of both.*

**Milton Friedman**

**Im Jahr 2021 erreichte China dank eines starken Yuan und der wirtschaftlichen Erholung ein Pro-Kopf-Einkommen von 12.468 USD.** Damit wäre China im Begriff, zu einem „Land mit hohem Einkommen“ zu werden. Die Schwelle hierfür liegt bei 12.675 USD. Die „Falle des mittleren Einkommens“ wäre endlich überwunden. Das ist aber nur die halbe Wahrheit. Tatsächlich sind die Vermögen in China nach wie vor sehr ungleich verteilt, was vielerorts als

<sup>51</sup> Siehe „Der chinesische Goldminensektor“, In Gold We Trust-Report 2021

*Under capitalism, people have more cars.*

*Under communism, they have more parking spaces.*

**Winston Churchill**

*Socialism is like Neil Diamond music. It's not good and belongs in the past, yet there's a group of people who think that it will eventually catch on if only they keep playing it.*

**Jeffrey Evan Brooks**

*Globalization has created this interlocking fragility. At no time in the history of the universe has the cancellation of a Christmas order in New York meant layoffs in China.*

**Nassim Taleb**

Problem angesehen wird. Während Deng Xiaoping die für einen Kommunisten überraschende Aussage tätigte, dass infolge seiner Reformen zu akzeptieren sei, dass "einige Leute zuerst reich werden", vertritt Xi eine andere Position. Er will das allgemeine Wohlstandsniveau stärken: Die Chinesen sollen nach „Gemeinsamem Wohlstand“ (共同富裕 gòngtóng fùyù) streben. Entsprechend rückt er den Fokus der Wirtschaftsförderung auf die ländlichen Gegenden sowie die **Tier3- und Tier4-Städte**, um auf diese Weise das Ungleichgewicht im Land zu bekämpfen.

**Folglich genießt Xi gerade dort den größten Rückhalt – er selbst sieht sich aufgrund seiner Biographie dem Bauernstand zugehörig.** Xis Vater war Xi Zhongxun, der zwischen 1959 und 1962 stellvertretender Ministerpräsident Chinas war. Wegen vermuteter Illoyalität zu Mao Zedong fiel er in Ungnade. Während der Kulturrevolution musste Xi Jinping daher aufs Land fliehen. Er verbrachte dort den Großteil seiner Jugend, insgesamt 7 Jahre. Ohne jede formale Bildung nahm er dank des Arbeiter-Bauern-Soldaten-Programms (工农兵学员 Gōngnóng bīng xuéyuán) das Studium als Chemieingenieur an der „Tsinghua Universität“ auf. Dieses Programm legte einen besonderen Fokus auf das Studium des Marxismus und die Erfolge der Volksbefreiungsarmee. Chemie- und Ingenieurwissenschaften spielten tatsächlich eine nachgeordnete Rolle.

**Dieser „Gemeinsame Wohlstand“ ist auch ein wichtiger Bestandteil des Konzepts der „Zwei Kreisläufe“.** Denn die Bereitschaft zum Konsum und die Stärkung der Binnennachfrage sind die tragenden Säulen dieses Programms, wofür es eben einen breiteren gesellschaftlichen Wohlstand braucht. Das Problem ist, wenn dieser über Umverteilung und Regulierung herbeigeführt werden soll, dann bewirken diese Maßnahmen sehr schnell das Gegenteil. Zumal das Ziel der Kampagne eben auch ein populistisch-ideologisches und darüber hinaus – zumindest für persönliche Freiheiten und jedwede Rechtsstaatlichkeit – ein höchst gefährliches ist:

*„The common prosperity campaign is most significantly a political—in fact, a populist—strategy to revitalize the roots of communist ideology in China.“<sup>52</sup>*

**Dazu noch ein weiterführender Gedanke: Das „chinesische Wirtschaftswunder“ war ein – vielleicht sogar der wichtigste – Faktor zur Eindämmung der inflationären Tendenzen, die die gewaltigen globalen Geldmengenausweitungen seit der Jahrtausendwende in sich tragen.** Chinas Wille, Werkbank der Welt zu sein, hielt die Preise der allermeisten Alltags- und Konsumgüter (relativ) niedrig. Die Geldmengeninflation schlug sich in erster Linie in der Teuerung der Vermögenswerte nieder. Das Zwei-Kreisläufe-Konzept in Verbindung mit dem Ziel des „Gemeinsamen Wohlstands“ könnte gerade in der westlichen Welt die Teuerung deutlich verschärfen: China will nicht mehr Werkbank sein, sondern sich am oberen Ende der Wertschöpfungskette positionieren. Ein neue „Werkbank“ irgendwo aufzubauen, kostet aber nicht nur Zeit und Geld. Die einzigartigen chinesischen Gegebenheiten, eine ebenso große wie arme und zeitgleich leistungsfähige und -willige Bevölkerung mit einem hohen Durchschnitts-IQ gepaart mit einer stabilen politischen Ordnung sowie einer

<sup>52</sup> Wu, Guoguang: „China's Common Prosperity Program – Causes, Challenges and Implications“, Asia Society Policy Institute, New York, 2022, S. 5

(relativ) effizienten Verwaltung gibt es so nicht unbedingt ein zweites Mal auf unserem Planeten – schon gar nicht in der Größenordnung Chinas.

## Damoklesschwert Demographie

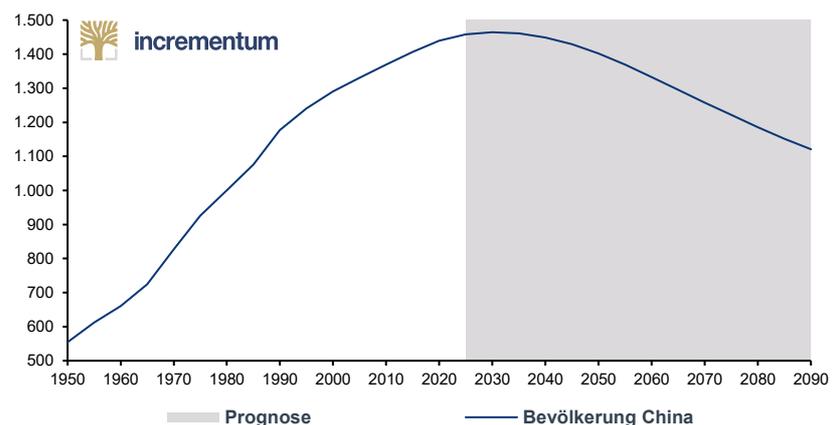
*Time erodes everything.*

*Countries included.*

**Peter Zeihan**

**Darüber hinaus dämmert am Horizont die demographische Katastrophe herauf.<sup>53</sup> Chinas Gesellschaft altert rasant.** Die Geburtenrate Chinas sinkt immer weiter. **Mit nicht einmal mehr 1,3 Kindern pro Frau** liegt man inzwischen auch hinter den meisten westlichen Industriestaaten zurück. Verstärkt wird dieser Effekt sogar noch von einer leichten Abwanderung, denn rund 500.000 Chinesen verlassen pro Jahr das Land. Im vergangenen Jahr wuchs die Bevölkerung **um vernachlässigbare 0,034%**. Etwa um das Jahr 2030 herum wird die Bevölkerung zu schrumpfen beginnen. Mit den entsprechenden Folgen für die Industrie, aber auch für die Sozialsysteme.

Bevölkerung China, in Mio., 1950-2090



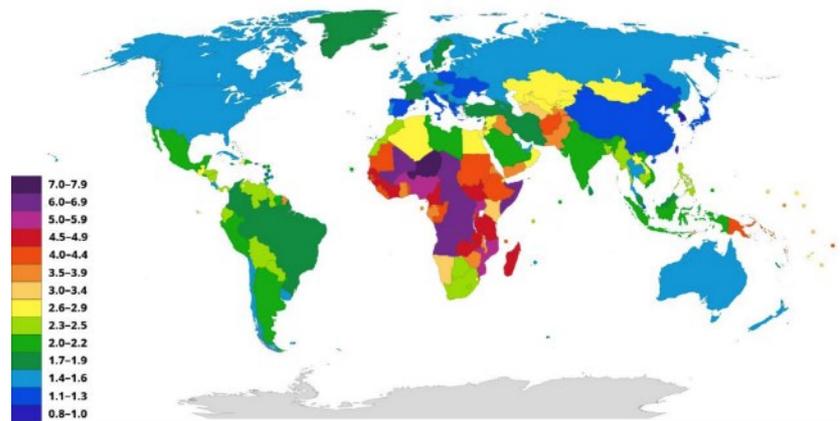
Quelle: UN, National Bureau of Statistics of China, Incrementum AG

*These two politico-economic developments, the rise of China and the return of Eastern Europe to the world trading system, provided an enormous positive supply shock to the available labour force in the world's trading system.*

**Goodhart und Pradhan, The Great Demographic Reversal**

Schon jetzt haben diese mit den Folgen des demographischen Wandels zu kämpfen und das mit etwa 55 Jahren ungewöhnlich niedrige Pensionseintrittsalter wird ebenso wie die Sozialabgaben sukzessive angehoben, während die Leistungen gesenkt werden. Aber Chinas Sozialsysteme sind vor allem nichtstaatlicher Natur. Es ist in erster Linie die Aufgabe der erwachsenen Kinder, sich um die alt gewordenen Eltern zu kümmern, wofür sich diese wiederum deutlich stärker als im Westen bei der Erziehung der Kindeskinde einbringen. Dieses Konzept der sozialen Arbeitsteilung funktioniert in der traditionellen Agrargesellschaft hervorragend. Dank der Ein-Kind-Politik aber kommt dieses Konzept nun schlagartig an seine Grenzen. Das Einzelkind soll nun nicht nur die Versorgung der Eltern übernehmen, sondern zeitgleich auch eine Familie gründen. Vor dieser Doppelbelastung kapitulieren viele Chinesen und verweigern sich der Familiengründung. Auch dieser Hintergrund spielt bei dem erwähnten Double-Reduction-Programm eine wesentliche Rolle.

<sup>53</sup> Siehe „Die Demographie als Inflationstreiber“, In Gold We Trust-Report 2021



Quelle: UN, National Bureau of Statistics of China

*Beginning in 1978... China has been moving in a steady three steps forward/one step back kind of trend—away from the statist teachings of Marx and towards a more market-oriented society... the „Communist Party“ still rules, but the degree of coercive state intrusion into individual and corporate lives and decisions has been in clear retreat.*

**Michael Oliver**

**Über allem aber schwebt ein für die KPCh vermutlich unlösbares**

**Dilemma:** Die chinesische Gesellschaft bräuchte mehr individuelle Freiheiten und mehr verlässliche Rechtsstaatlichkeit, soll sich der Wohlstand der Bevölkerung in der gesamten gesellschaftlichen Breite weiter erhöhen. Genau das ist ja das erklärte Ziel von Xi, das er als „Gemeinsamer Wohlstand“ umschreibt. Dies aber würde bedeuten, dass sich die KPCh zurückzieht und immer weniger in das Leben des einzelnen Chinesen eingreift sowie sich selbst dem Recht unterwirft. Tatsächlich wurde dieser Weg – zumindest teilweise – von Xis Vorgänger, Hu Jintao, beschritten. Spätestens mit dem Ausbruch der Corona-Pandemie, tatsächlich aber wohl schon etwa ab der Mitte der ersten Regierungsperiode Xis, verließ China diesen Pfad wieder. Es findet eine massive Rezentralisierung statt. Der Wettbewerb zwischen den einzelnen staatlichen Verwaltungsebenen – Gemeinden, Provinzen, Zentralregierung – wird reduziert. Private Unternehmer gelten wieder zunehmend als Feinde, die der Gesellschaft die Teilhabe an ihrem Wohlstand verweigern, und Xi greift tief in die Kiste des eigentlich längst überwunden geglaubten Maoismus. Der sehr lesenswerte Blog „[Austrianchina](#)“, der China aus dem Blickwinkel der „Österreichischen Schule der Nationalökonomie“ betrachtet, [formuliert es wie folgt:](#)

*„Bit by bit China is being transformed from a country with a decentralized minimalist government nurturing a culture of entrepreneurship, competition and private sector-driven innovation into a country with an increasingly centralized big government propagating the idea that better governance is the cure to all ills.“*

**Das Ende des Goldhungers?**

*Whether it's QE in the West or China's recent regulatory intervention in the aftermath of the bursting of its equity bubble, market manipulation has become global in scope.*

**Stephen Roach**

**Doch was bedeutet das alles für Gold und den Goldkonsum der Chinesen, der ein wichtiger Preistreiber des Edelmetalls in den vergangenen Jahren gewesen ist?** Seit 1989 war China nicht mehr mit einer schweren Wirtschaftskrise direkt konfrontiert. Die Asienkrise traf allenfalls seine damaligen Vorposten Hongkong und Macau hart und erlaubte es dem damaligen Präsidenten Jiang Zemin sogar, seine Reformpläne gegenüber den konservativen Kritikern schneller und stärker umzusetzen.

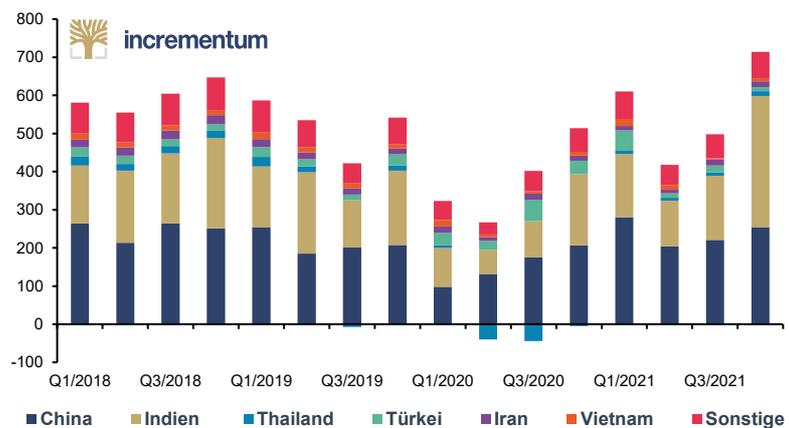
### Gold, in CNY (lhs) und INR (rhs), 01/1990-05/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Auch das Platzen der „New Economy“ hatte mittel- bis langfristig eher positive Auswirkungen, weil noch mehr Firmen nach günstigeren Produktionsstandorten zu suchen begannen.** Die Immobilienkrise in den USA berührte China kaum, die Eurokrise ermöglichte es der KPCh einen Fuß in die Logistiktüren Europas zu bekommen. Doch auch in diesem Fall waren die Auswirkungen auf Chinas Wirtschaft nur von kurzer Dauer. Von den Rettungsmaßnahmen des Westens, insbesondere in Form einer expansiven Geldpolitik profitierte auch und gerade China. Aus der Corona-Pandemie kam man anfangs sehr gut heraus, weil man – anders als der Westen – die eigene Volkswirtschaft nicht komplett lahmlegen musste. Aufgrund des Frühlingsfestes hatte sie sich ohnehin schon in den Frühlingschlaf begeben. Lediglich der Neustart musste um knapp drei Wochen verschoben werden. Der deutliche Wirtschaftseinbruch in der 1. Hälfte des Jahres 2020 wurde in den folgenden Monaten wiederum fast komplett aufgeholt – auch am Goldmarkt.

### Asiatische Goldkonsumentennachfrage, in Tonnen, Q1/2018-Q4/2021



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

**Trotzdem blieb 2020 aber natürlich ein schwaches Jahr, nicht nur in China, sondern in ganz Asien.** 2021 hingegen zog die Gesamtnachfrage deutlich an. Auch zeigte sich einmal mehr die antizyklische Haltung der Asiaten. Die Nachfrage belebte sich erst deutlich, nachdem der Goldpreis im 3. Quartal

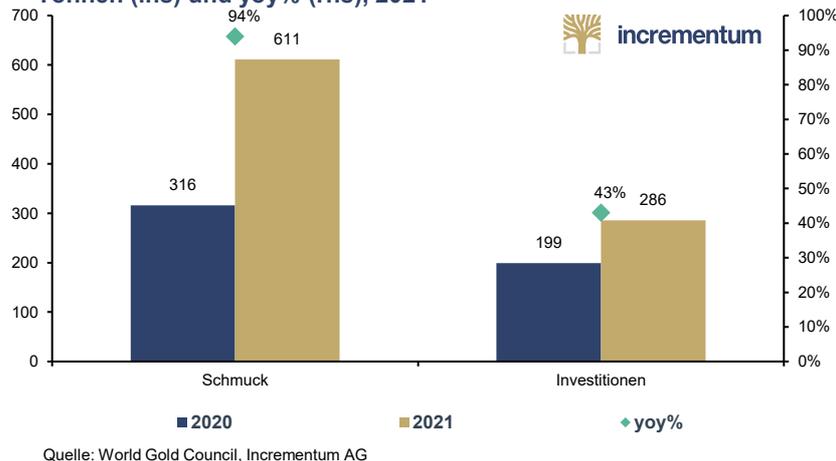
2020 ein Allzeithoch markiert hatte. Spät im 4. Quartal kehrten gerade die Großkonsumenten China und Indien auf den Markt zurück, natürlich begründet durch den Beginn der Hochzeits- und Festivalsaison in Indien sowie dem chinesischen Neujahrsfest. Dieses Muster wiederholte sich im vergangenen Jahr. Insbesondere China und Indien sahen eine deutliche Steigerung des Konsums, sowohl im Schmuckbereich als auch bei physischem Gold und ETFs.

### Chinesische Goldnachfrage nach Schmuck und Investitionen (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, Q1/2019-Q4/2021



Gegenüber dem Vorjahr legten die indischen Schmuckkäufe um 93% zu, die chinesischen um 63%. Gerade die Inder bestätigten ihren Ruf als Antizykliker – rund 265 t erwarben sie in Q4/2021. Dieses extrem starke Quartal sorgte dafür, dass der indische Goldkonsum auf ein Sechsjahreshoch kletterte.

### Indische Goldnachfrage nach Schmuck und Investitionen, in Tonnen (lhs) und yoy% (rhs), 2021

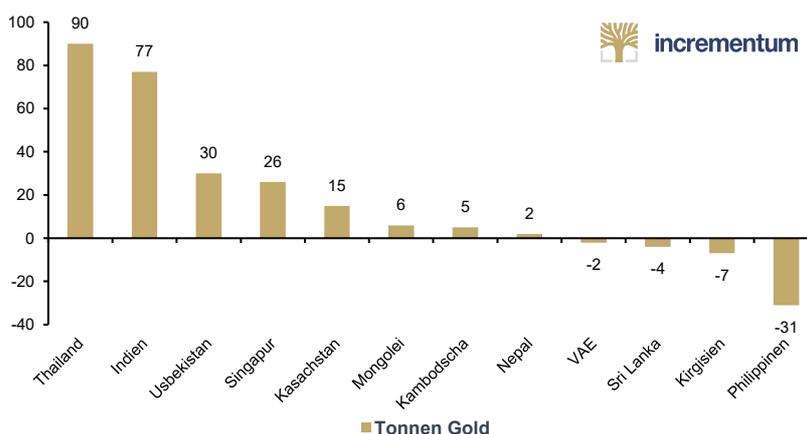


**Auch die Investmentnachfrage der beiden weltgrößten Konsumenten stieg im vergangenen Jahr deutlich.** 285 t wurden in China, 186 t in Indien gekauft. In den übrigen asiatischen Ländern entwickelte sich die Nachfrage ebenfalls positiv. In Thailand, Indonesien, Singapur, Malaysia und Südkorea kauften die Investoren insgesamt rund 90 t Gold, lediglich in Japan gab es de facto keine Zuflüsse. In Q4/2021 wurden rund 4 t Gold verkauft und damit die schwachen Zuflüsse in den drei vorangegangenen Quartalen egalisiert. **Im**

**Gegensatz zum globalen Trend legten im Vorjahr auch chinesische und indische Gold-ETF-Investments zu.** Zum Jahresende 2021 hielten chinesische Goldfonds die Rekordsumme von 75,3 t, ein Plus von 14,4 t oder fast 25% gegenüber dem Vorjahr. Rund 9 t Gold kauften indische ETFs. Die gesamte Investmentsumme der Fonds auf dem Subkontinent stieg damit um über 25% auf 37,6 t. Damit entfiel auch der Löwenanteil der ETF-Zuflüsse in Asien, insgesamt 25 t, auf diese beiden Länder. Trotzdem spielen diese Finanzprodukte sowohl in China, vor allem aber in Indien, nur eine nachgeordnete Rolle. Daran wird sich aufgrund der Mentalität auch in absehbarer Zeit wenig ändern. Schmuck und physisches Gold bleiben die bevorzugte Form der Edelmetallanlage in Asien.

**Ebenso gaben die Zentralbanken ihre 2020 gepflegte Zurückhaltung auf und kauften 2021 deutlich mehr Gold.** Lagen die Notenbankkäufe im Jahr 2020 mit lediglich 255 t noch auf einem Zehnjahresstief, so stiegen sie 2021 um rund 85% an. Insgesamt erwarben die Zentralbanken weltweit 463 t Gold und halten nun bei rund 34.600 t. Das entspricht etwa 17% der globalen Bestände. Dabei wurde im vergangenen Jahr das Käuferfeld von den asiatischen „Währungshütern“ dominiert. 7 der 10 größten Käufer stammen aus Asien, wobei die „Bank of Thailand“ mit etwa 90 t und die „Reserve Bank of India“ mit 77 t das Feld deutlich anführen. Größter Verkäufer war die philippinische Zentralbank „Bangko Sentral ng Pilipinas“ (BSP), die rund 30 t Gold abstieß. Die Entscheidung, ihre Reserven „aktiver“ zu managen, wurde kurz nach dem (damaligen) Allzeithoch im August 2020 getroffen, als Gold rund 13% der Devisenreserven des Inselstaates ausmachte. Benjamin Diokno, Gouverneur der BSP, verteidigte die Entscheidung gegen teils scharfe Kritik damit, dass der Goldanteil max. 10% der Gesamtreserven der BSP betragen solle.

**Goldzukäufe der asiatischen Zentralbanken, in Tonnen, 2021**



Quelle: World Gold Council, IWF, Incrementum AG

**Auch in den kommenden Jahren sollte die Nachfrage der Zentralbanken hoch bleiben.** Da die seit Jahrzehnten betriebene Ausweitung der Geldmenge nun wohl auch in der vollen gesellschaftlichen Breite ankommt, dürften die Zentralbanken weltweit dazu neigen, die Edelmetallreserven auszubauen.

**Diese Neigung sollte durch die russische Militärintervention in der Ukraine noch um einen weiteren, wesentlichen Faktor verschärft**

**werden.** Mit der Blockade der russischen Devisenreserven hat die westliche Welt das sicherlich schärfste Schwert in Sachen Sanktionen gezogen. Chinas PBoC verfügt über die größten Devisenreserven weltweit und beobachtet das Vorgehen des Westens zweifelsohne mit Argusaugen. Man darf davon ausgehen, dass Peking die Strategie, nach der Gold maximal etwa 2% im Portfolio der PBoC ausmachen solle, überdenken wird oder dies vielleicht bereits getan hat. Denn der Westen hat mit den Sanktionen gegen Russland klargemacht, dass sowohl US-Dollar als auch Euro im Konfliktfall keine sicheren Häfen sind. Damit werden sich die echten, vermeintlichen und potenziellen „Schurkenstaaten“, von denen es in Asien reichlich gibt, nach Alternativen umsehen und dabei physisches Gold gewiss nicht unberücksichtigt lassen. In diesem Zusammenhang sei auf eine interessante Divergenz hingewiesen. Zwischen den bilanzierten ausländischen Vermögenswerten der PBoC und den Devisensettlements klafft aktuell eine Lücke von mehr als 200 Mrd. USD.

**China Saldo der abgewickelten und verkauften Devisen (lhs), in Bill. CNY, und Monatliche Nettoveränderung der verfügbaren Mittel der PBoC für Devisengeschäfte (rhs), in Bill. USD, 01/2014-03/2022**



*If you want peace prepare for war.*

**Flavius Vegetius Renatus**

**Einige Analysten mutmaßen, dass China still und leise in größerem Stil Gold gekauft hat.** Denkbar wäre dies durchaus, denn China hat in der Vergangenheit seine Goldkäufe ebenfalls recht diskret abgewickelt und die Ankäufe meist erst deutlich später mitgeteilt, wenn überhaupt. Oft wurde einfach nur die Goldposition in der Bilanz ohne jeden Kommentar erhöht. Wie viel Gold die PBoC tatsächlich hält, lässt sich daher mit letzter Gewissheit nicht sagen. Für die Lücke können ebenso andere Gründe angenommen werden. **China kauft bereits seit 2020 massiv Agrarrohstoffe auf** und hält inzwischen mehr als 50% der globalen Weizen-, Reis- und Maisreserven. Denkbar wäre auch, dass die PBoC in aller Stille Teile der Schulden der chinesischen Immobilienentwickler, insbesondere in US-Dollar denominated, in die Bücher genommen hat, um so Druck von diesen zu nehmen. Dass China angesichts der globalen Entwicklungen weiter Gold akkumulieren wird und dies womöglich sogar aggressiver, erscheint nur folgerichtig.

**Offizielle Währungsreserven und sonstige Fremdwährungsaktiva (Geschätzter Marktwert), in Mrd. USD, 02/2022**

A. Offizielle Währungsreserven	3.397,39
(1) Fremdwährungsreserven (in konvertierbaren Fremdwährungen)	3.213,83
(a) Wertpapiere	3.211,21
(b) Bargeld und Einlagen bei:	2,62
(i) anderen nationalen Zentralbanken, BIZ und IWF	1,07
(ii) Banken mit Hauptsitz im Meldeland	0,89
(iii) Banken mit Hauptsitz außerhalb des Meldelandes	0,66
(2) Reserveposition beim IWF	10,65
(3) Sonderziehungsrechte	53,63
(4) Gold (einschließlich Goldeinlage und Gold-Swaps)	119,64
Volumen in Millionen Feinunzen	62,64
(5) Sonstige Aktiva	-0,35
B. Sonstige Fremdwährungsaktiva	179,24
- nicht in den offiziellen Währungsreserven inkludierte Wertpapiere	177,89
- nicht in den offiziellen Währungsreserven inkludierte Kredite	1,35

Quelle: PBoC, Incrementum AG

*Any thoughts that China and Russia's strategic relationship will be impaired by Russia's invasion of Ukraine should be dismissed as wishful thinking.*

**Simon Hunt**

**Zumal die russische Antwort auf die vom Westen verhängten Sanktionen im Finanzbereich eine höchst spannende Entwicklung in Gang bringen könnte.** Durch die Verknüpfung von Rubel, Gold und Erdgas hat die russische Zentralbank dem Edelmetall eine (kleine) Tür zurück ins Finanzsystem geöffnet. Unser Advisory Board Mitglied Jim Rickards zeichnete in seinem Buch „Währungskrieg“ (im englischen Original „Currency Wars“) während eines Planspiels der US-Regierung ein ähnliches Szenario nach. Wie China und die PBoC darauf reagieren, ist derzeit unklar, zumal das Reich der Mitte vorerst allenfalls indirekt davon betroffen ist. Schließlich zählt China nicht zu den gegenüber Russland „unfreundlichen“ Ländern. Allerdings lauten die jüngsten Gaslieferverträge auf Euro.

## Fazit

*The only thing we owe China is a bank statement. You could argue that this is actually a bad deal for China.*

**Stephanie Kelton**

**Ein schwerer wirtschaftlicher Einbruch im Reich der Mitte wird zweifelsohne auch deutliche Spuren in der Goldnachfrage der Chinesen hinterlassen, so wie das die Entwicklung der Nachfrage beispielsweise in der ersten Jahreshälfte 2020 nahelegt.** Auch die drohende Abkehr vom Reformpfad wird für eine schwächere Wirtschaftsentwicklung sorgen und damit für eine schwächere Goldnachfrage. Zeitgleich aber sind der weitere Fokus und die Stärkung der ländlichen, goldaffineren Gebiete sowie die Idee des „Gemeinsamen Wohlstands“ vordergründig positive Faktoren für die Goldnachfrage. Die weitere Regulierung des Immobiliensektors könnte Anlegerkapital zudem in Richtung Goldmarkt verschieben, weil andere Anlagealternativen zum einen rar sind und zum anderen nicht der chinesischen Mentalität entsprechen. **Gold ist und bleibt tief in der chinesischen Gesellschaft verwurzelt.**

**Darüber hinaus wirken die Stützungsmaßnahmen der Zentralbank inflationär und damit tendenziell positiv für die Edelmetalle.** Damit aber deutet sich auch an, dass in den kommenden Jahren vermutlich die private Nachfrage für die Preisgestaltung der Edelmetalle eine weniger bedeutende Rollen spielen wird. Entscheidend dürften viel mehr geldpolitische und vor allem geo- und finanzstrategische Fragen sein. Sollten die USA tatsächlich eine nachhaltige Zinswende initiieren, müsste China verstärkt zur Marktstützung die Zinsen senken.

*Potentially, the most dangerous scenario would be a grand coalition of China, Russia and perhaps Iran, an ‘antihegemonic’ coalition united not by ideology but by complementary grievances.*

**Zbigniew Brzezinski,  
The Grand Chessboard, 1997**

**Welche Konsequenzen die jüngsten Maßnahmen der russischen Zentralbank zur Folge haben werden, bleibt abzuwarten.** Dass sich heraus am Ende ein auch von China unterstützter, wie auch immer ausgestalteter neuer Goldstandard entwickeln wird, ist allerdings derzeit höchst unwahrscheinlich. Keine Regierung der Welt wird ihrer fiskalpolitischen Gestaltungsgewalt freiwillig (!) Fesseln anlegen – auch keine goldenen. Mit der zum Ende der Dekade heraufdämmernden demographischen Wende könnte dann wiederum das Ende des chinesischen Goldhungers einhergehen. Eine vergreisende chinesische Gesellschaft dürfte dann sogar in der Tendenz ihre Goldschätze enthorten. **Aber bis dahin wird noch einiges Wasser den Jangtse hinabfließen.**

# 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 mandates.

**ALL PROJECTS  
100% OWNED**

**THE KENVILLE  
GOLD MINE PROJECT**



**BRETT EPITHERMAL  
GOLD PROJECT**



**ENVIRO-CENTRIC  
ESG APPROACH**

**FULL ROSTER  
EXPLORATION  
2022/2023 PROGRAMS**

**STRATEGIC INVESTMENT  
BY NEW GOLD INC.  
TO MAINTAIN 9.9% OWNERSHIP**

**+ TARGETING  
8 MILLION OZ  
IN BLUE SKY POTENTIAL**

**Ximen**  
MINING CORP.

Learn more at  
[XimenMiningCorp.com](https://XimenMiningCorp.com)

TSX.v **XIM**  
OTCQB **XXMMF**  
FRA **1XMA**

# Als Rom seine Reservewährung verlor

*„Wenn ihr das Gesetz brechen müsst, tut es, um die Macht zu ergreifen; in allen anderen Fällen haltet es ein.“*

Julius Cäsar

## Key Takeaways

- Das römische Weltreich brach in einer hyperinflationären Spirale in sich zusammen.
- Der Prozess, der dem Aufstieg und Fall des Imperium Romanum zugrunde lag, ähnelt in beunruhigender Weise der Situation, mit der wir heute konfrontiert sind.
- Eine vergleichende Studie über Rom deutet darauf hin, dass die Welt heute an der Schwelle eines turbulenten Übergangs zu einer neuen Weltordnung steht.
- Rom und zahlreiche andere Reiche, sowohl davor als auch danach, haben ähnliche Phasen durchlaufen, und die Geschichte lehrt uns, dass die kommenden Jahre und Jahrzehnte äußerst turbulent sein werden.
- In diesem Kapitel betrachten wir die Geschehnisse im römischen Weltreich im Detail und vergleichen sie mit den USA von heute.



**Über den Autor:** Dieses Kapitel hat unser Freund Hans Fredrik Hansen beigesteuert. Er war als Ökonom für zahlreiche multinationale Ölonternehmen in den USA, Europa und im Nahen Osten tätig.

Niemand erzählt die Geschichte von Diokletians zerstörerischer Wirtschaftspolitik besser als sein Zeitgenosse Lactantius<sup>54</sup> in seinem Werk „De Mortibus Persecutorum“ (Kap. 7):

*„So sehr stieg allmählich die Zahl der Empfänger über die Zahl der Geber, daß bei der Maßlosigkeit der Auflagen die Kräfte der Landleute sich erschöpften, die Ländereien verlassen wurden und die Saatfelder sich in Wald verwandelten. ...*

*Durch mannigfache Ungerechtigkeiten hatte er eine ungeheure Teuerung hervorgerufen, und nun unternahm er es, den Preis der Lebensmittel durch Gesetz zu bestimmen. Jetzt kam es wegen geringfügiger und unbedeutender Dinge zu vielem Blutvergießen. Aus Furcht brachte man nichts Verkäufliches mehr auf den Markt, und die Teuerung nahm in weit schlimmerem Grade zu, bis die Notwendigkeit selbst das Gesetz nach dem Untergange vieler außer Gebrauch setzte.“*

Gaius Aurelius Valerius Diocletianus meinte es zwar gut, aber seine Jahre als Militär brachten ihn dazu, zentralistische Lösungen zu favorisieren. Krankheiten, die die Gesellschaft plagten, waren meist auf frühere Entscheidungen derselben zentralen Autorität zurückzuführen, und Diokletian fand Lösungen, die Europa zu einem Jahrtausend wirtschaftlicher Stagnation verdammt.

## Die freie Marktwirtschaft wird in Rom etabliert

*Hören Sie auf, Gesetze zu zitieren, wir tragen Waffen!*  
**Gnaeus Pompeius Magnus**

**Bevor wir beginnen, ist es wichtig, festzuhalten, dass das Römische Reich in der Antike eine Ausnahme darstellte.** Die vielen Bauern Roms waren keine Leibeigenen, sondern freie Bürger, die durch das römische Zivilrecht in gleichem Maße geschützt waren wie reiche römische Aristokraten. In der Zeit der Republik, bevor Octavian der erste römische Augustus wurde, war durch den ständigen Zustrom von Sklaven aus neu eroberten Gebieten eine Oligarchie aus Großgrundbesitzern entstanden. Die Reallöhne gerieten unter Druck, und der Grundbesitz konzentrierte sich zunehmend bei den Reichen und Mächtigen, die Land von notleidenden Kleinbauern aufkauften, die mit Sklaven nicht konkurrieren konnten.

*Every socialist is a disguised dictator.*  
**Ludwig von Mises**

**In den Bürgerkriegen ging es um die Landfrage, sodass Octavian erkannte, wie wichtig es war, aus den landbesitzenden Bauern eine erfolgreiche „Mittelschicht“ zu formen.** Als Octavian 27 v. Chr. aus den Bürgerkriegen als Sieger hervorging, konnte er das Römische Reich auf einen Freiheitskurs bringen und damit in eine Proto-Laissez-faire-Wirtschaft wandeln.

Den Römern stand es auf der Suche nach wirtschaftlichem Erfolg frei, sich überall im Reich niederzulassen. Sie waren sicher, entweder in einer der vielen Städte, auf ihren Bauernhöfen oder auf ihren Reisen entlang des ausgedehnten Netzes hervorragender Straßen und weitreichender Seewege. Piraten und Räuber gehörten der Vergangenheit an. Eigentumsrechte wurden respektiert.

<sup>54</sup> Lucius Caecilius Firmianus Lactantius (ca. 250 - ca. 325) war ein Berater Konstantins des Großen und veröffentlichte mehrere Werke, die zu wichtigen Primärquellen aus dieser Zeit geworden sind.

Während der größte Teil des Reiches agrarisch geprägt war, gehen Historiker davon aus, dass die italienische Halbinsel und bestimmte Teile der Provinzen zu 30% urbanisiert waren<sup>55</sup> und dass das Pro-Kopf-BIP dem von England und Holland vor der industriellen Revolution entsprach.<sup>56</sup> Die Wohlhabenden lebten komfortabel in Häusern mit Zentralheizung, egal ob sich ihre Anwesen in Rom oder in der Nähe des Hadrianswalls im äußersten Teil des Reiches befanden. **Das entsprach einem Lebensstandard, der selbst für die reichsten Herren und Könige des Mittelalters unerreichbar war.**

*Let's compete freely. Goddam tariffs! Free trade and free seas – that's what's right!*  
**James Clavell**

Komplexe Handelswege erstreckten sich über das Mittelmeer und über die zahlreichen Flüsse Europas, die jeden Winkel des Reiches miteinander verbanden. Eine private Handelsflotte sorgte dafür, dass Getreide und andere Lebensmittel, Kleidung, Reisende und sogar Soldaten über das *Mare Nostrum* transportiert wurden. Der Getreidehandel von Ägypten in die Stadt Rom war bei weitem die wichtigste dieser Routen. Doch Händler sorgten dafür, dass sich im gesamten Reich ein einheitlicher Markt für Waren entwickelte.<sup>57</sup> Willige Investoren konnten Anteile an Schiffen kaufen und das Risiko nach eigenem Gutdünken streuen, fast wie bei einer modernen Aktiengesellschaft.

**Die römische Wirtschaft war mit anderen Worten eine freie Marktwirtschaft mit schwankenden Marktpreisen, um eine effiziente Kapitalallokation zu gewährleisten.** Es gab sogar rudimentäre Märkte für Kredite, die durch variable Zinssätze unterstützt wurden,<sup>58</sup> die wie immer von den Schwankungen der Geldmenge beeinflusst wurden.

Während der Herrschaft des Augustus wurden in Spanien und Gallien (dem heutigen Frankreich) neue Edelmetallvorkommen entdeckt, was zu einem regen Betrieb in der kaiserlichen Münzanstalt führte. Die zusätzlichen Ausgaben führten zu einem wirtschaftlichen Aufschwung, der durch niedrigere Zinssätze und steigende Grundstückspreise noch verstärkt wurde. Ein Boom, der schließlich, oder sollte man sagen unvermeidlich, mit einer Finanzpanik, Pleiten und einer wirtschaftlichen Depression endete, die, als die Geldmengeninflation versiegte, durch steigende Zinssätze und sinkende Grundstückswerte im Jahr 33 n. Chr.<sup>59</sup> verursacht wurde.

**Aber im Allgemeinen lebten die Römer in einer Umgebung, in der Frieden und Freiheit gediehen und allen innerhalb ihrer Grenzen Wohlstand brachten.** Zur Zeit Hadrians gehörten neue Eroberungen der Vergangenheit an. Damit endete auch der große Zustrom von Sklaven, der sich für die römischen Arbeiter und Bauern gleichermaßen als Segen erwies. Und mit der Zeit profitierten sogar die Reichen von dieser Entwicklung, da die Freien Anreize zur Innovation und Verbesserung hatten, die dem dumpfen Sklavendasein fehlten. Die höhere Produktivität machte die höheren Löhne, die einem freien Mann gezahlt wurden, mehr als wett.

<sup>55</sup> Rathbone, Dominic: „Grain Prices and Grain Markets in the Roman World“, präsentiert auf der Konferenz „Efficiency of Markets in Preindustrial Societies“, Amsterdam, 19.-21. Mai 2011

<sup>56</sup> Haskell, Henry J.: *The New Deal in Old Rome*, 1947

<sup>57</sup> Kessler, David und Temin, Peter: „Money and Prices in the Early Roman Empire“, *Working Paper 05-11*, April 14, 2005

<sup>58</sup> Temin, Peter: „A Market Economy in the Early Roman Empire“, Februar 2001

<sup>59</sup> Haskell, Henry J.: *The New Deal in Old Rome*, 1947, S. 184

*The way - the principle way that human beings had gotten out of extreme poverty is free trade.*

**Charles Koch**

**Es ist kein Wunder, dass die Römer reicher und wohlhabender waren als ihre vielen Nachbarn, die alle den römischen Reichtum begehrten.**

Und wegen dieses Reichtums wollten die Eindringlinge Rom nicht erobern, sondern vielmehr Teil des Reiches werden und die Freiheit und den Reichtum genießen, die mit der römischen Staatsbürgerschaft einhergingen. Konnten sie allerdings keine Römer werden, strebten die Außenseiter zumindest Handelsrechte mit und innerhalb des Reiches an.

## Die freie Marktwirtschaft verschwindet

**Dies war die Situation bis zur ersten Hälfte des dritten Jahrhunderts.**

Nur 50 Jahre später, in der Zeit der Kaiser Diokletian und Konstantin, stellen wir fest, dass die Bauern nicht mehr frei sind, ebenso wenig wie die Soldaten, Zimmermänner, Maurer, Goldschmiede oder andere Facharbeiter. Sie sind nun an ihren Arbeitsplatz gebunden. Die neue römische Knechtschaft war sogar erblich geworden, da von den Söhnen und Enkeln verlangt wurde, dass sie denselben Beruf wie ihre Vorfahren ergreifen. Diese neue Form der Sklaverei<sup>60</sup> war sogar in demselben römischen Zivilrecht verankert und durch dieses geschützt, das noch eine Generation zuvor stolz den freien Menschen diente.

*Die Welt ist keine Wunscherfüllungsfabrik.*

**Augustus (Gaius Octavius)**

**Wie lässt sich ein solch radikaler Wandel erklären?** Das römische Volk hat sich sicherlich nicht aus eigenem Antrieb für die neuen, düsteren Verhältnisse entschieden. Sie mussten ihm aufgezwungen werden.

Die Gründe dafür sind vielfältig, komplex und verstärken sich oft gegenseitig. Die meisten haben von einfallenden Barbaren gehört, von widerspenstigen Armeen, die von usurpierenden Generälen angeführt wurden, aber nur wenige wissen von den Verwüstungen, die die exponentielle Inflation in der relativ hoch entwickelten Marktwirtschaft Roms nach zog.

*I was reading in the paper today that Congress wants to replace the dollar bill with a coin. They've already done it. It's called a nickel.*

**Jay Leno**

**Die Inflation erfolgte in Form einer Verminderung des Silbergehalts der Münzen.** Neue Herrscher prägten neue Münzen, um der zivilisierten Welt und darüber hinaus zu verkünden, wer nun das Sagen hatte. Der Prozess der Verringerung des Silbergehalts neuer Münzen im Zuge der Ausmusterung älterer Münzen wurde zum *modus operandi*, und neue Münzen behielten ihren Nennwert, verloren aber ihren inneren Wert. Goldmünzen waren oft von der Entwertung ausgenommen, da die Standard-Goldmünze, der *Aureus*, als Geld für die Reichen und politisch Verbundenen diente. Der Wechselkurs zwischen dem silbernen *Denar* und dem goldenen *Aureus* wich offensichtlich immer stärker voneinander ab, wodurch sich der Reichtum bei den ohnehin schon Reichen konzentrierte und die Armen mit einer versteckten regressiven Steuer belastet wurden.

**Diese Tricks funktionierten anfangs wie Zauberei, doch allmählich führten die Probleme mit den steigenden Preisen zu einem Teufelskreis, in dem das „Gresham'sche Gesetz“ dafür sorgte, dass die**

<sup>60</sup> Rostytzeff, Michael: „The Problem of the Origin of Serfdom in the Roman Empire“, *The Journal of Land & Public Utility Economics*, Vol. 2, No. 2, April 1926, S. 198–207

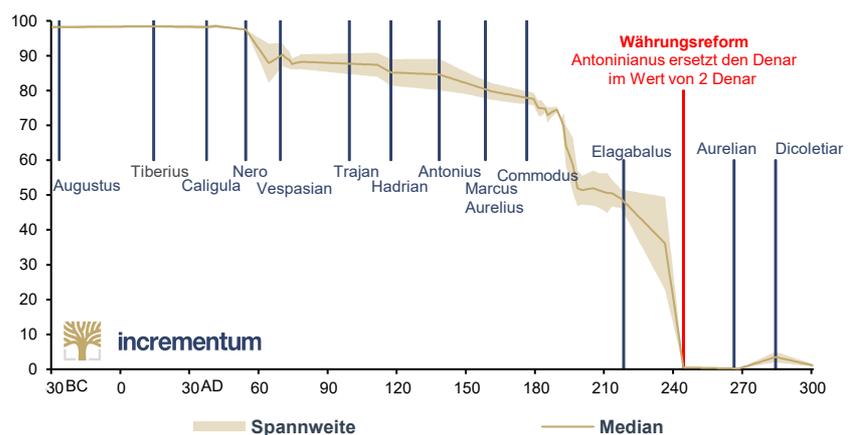
**Steuern mit schlechtem Geld bezahlt wurden, während das gute Geld gehortet wurde.** Nachfolgende Kaiser mussten daher den Silbergehalt der Münzen immer stärker reduzieren, um mithalten zu können. In der Krise des dritten Jahrhunderts hatten die römischen Münzen einen Silbergehalt von weniger als einem halben Prozent. Einige Münzen aus der Regierungszeit von Claudius II. Gothicus (268-270 n. Chr.) wiesen einen Silbergehalt von 0,02 Prozent auf. Die Preise schossen offensichtlich in die Höhe.

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

**Ronald Reagan**

**So kostete beispielsweise ein Maß ägyptischen Weizens, das im zweiten Jahrhundert für sieben bis acht Drachmen verkauft wurde, im dritten Jahrhundert 120.000 Drachmen.** Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Preisinflation von 10-15%, aber es gab um 250 n. Chr. nur eine geringe strukturelle Preisinflation, und selbst um 260 n. Chr. lohnte es sich nicht, alte Silbermünzen in neue einzuschmelzen, sodass man mit Sicherheit sagen kann, dass sich der größte Teil dieser Preisinflation in einer sehr kurzen Zeitspanne von ~260 bis 270 n. Chr. abspielte. Vielerorts hörte die Geldwirtschaft auf zu existieren, und die Händler mussten auf den Tauschhandel zurückgreifen.

**Silbergehalt im Römischen Denar, in %, 30 BC-300 AD**



Quelle: Langmuir, Robin: „A Re-evaluation of the Debasement of the Roman Silver Coinage“, Thesis, University of Ottawa, 2018, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

*The first panacea for a mismanaged nation is inflation of the currency; the second is war. Both bring a temporary prosperity; both bring a permanent ruin.*

**Ernest Hemingway**

**Als es Diokletian schließlich gelang, den Kreislauf von Militärputschen und Gegenputschen zu beenden, stand er vor einem gewaltigen Problem.** Wie sollte er seine vergrößerte Armee bezahlen? Diokletian erhöhte die Zahl der Soldaten von ~350.000 auf etwa 500.000-600.000, doch er konnte seine Armee nicht mit wertlosem Geld bezahlen.

**Der neue Augustus entschied sich daher ebenfalls für den Tauschhandel oder die Zahlung von Steuern in Form von Sachleistungen.** Diokletians vergrößerte Bürokratie rechnete rückwärts; sie ging davon aus, wie viel Getreide, Waffen, Transportmittel, Zelte, Leder usw. 500.000 Soldaten benötigten, und von diesem Punkt aus bestimmten sie die Besteuerung in Naturalien. Dieses System hatte sich zwar schon vor Diokletian langsam entwickelt, aber er war es, der es formalisierte und gesetzlich verankerte.

Die kaiserlichen Bürokraten erkannten schnell, dass sie nicht von jeder Stadt oder Landgemeinde verlangen konnten, einen gleichen Anteil an allen benötigten

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

**Friedrich A. von Hayek**

Produkten zu liefern. Das war offensichtlich unvernünftig und zu ineffizient, um jemals zu funktionieren, also mussten sie sich *relative* Preise ausdenken. Kurioserweise fanden die Bürokraten des Diokletian in Ricardos Postulat des komparativen Vorteils eine praktische Anwendung, etwa 1500 Jahre vor Ricardos berühmtem Werk „*On the Principles of Political Economy and Taxation*“.

**Ein Dorf mit ertragreichen Gerstenfeldern musste eine bestimmte Anzahl an Scheffeln Gerste liefern, die im Verhältnis zu allen anderen Gütern bepreist wurde.** Ein Schifffahrtsunternehmen wiederum hatte eine Anzahl von X Seemeilen an Transportleistungen bereitzustellen, die dem Wert der von der Bauernschaft gelieferten Scheffel entsprach. Waffenhersteller, Ledergerber, Weinproduzenten, Schuster und eine ganze Reihe anderer Lieferanten wurden in Diokletians teuflisch komplizierten Büchern erfasst.

Es ist leicht zu erkennen, wie dadurch in der römischen Wirtschaft Innovationen unterdrückt wurde, weil es keine Preissignale mehr gab. Da die relativen Preise festgeschrieben wurden, variierten die Steuersätze auch von einer Ernte zur nächsten erheblich. Ein Jahr mit einer Rekordernte bedeutete im Vergleich zu anderen Jahren niedrige Steuersätze, während eine schlechte Ernte den gegenteiligen Effekt hatte. Der Staat hatte keinen Anreiz, teure Waren durch billigere zu ersetzen, da er mit festen Mengen, z. B. von Scheffeln Gerste, arbeitete und den Marktpreis dafür nicht berücksichtigte.

**Das Wirtschaftssystem reagierte daher nicht mehr auf Preissignale.** Erschwerend kam hinzu, dass es das neu geschaffene, hochkomplexe Steuersystem den Menschen nicht mehr erlaubte, sich frei im Reich zu bewegen oder eine andere Beschäftigung zu finden. Jegliche Anreize zur Optimierung wurden somit weiter ausgehöhlt. Aus bürokratischer Sicht würden Arbeitnehmer, die ihren Beruf wechselten oder in eine andere Stadt zogen, die langwierige und teure Volkszählungsarbeit der Regierung konterkarieren. Um dieses Problem zu umgehen, befahl Diokletian den Männern einfach, an Ort und Stelle zu bleiben. Ein Gerber am Tag von Diokletians Anweisung wurde so zum Gerber bis zum Tod. Nicht nur der arme Gerber war an seine Stellung gebunden, auch sein Sohn und sein Enkel wurden per Gesetz verpflichtet, Gerber zu werden.

*Die spinnen, die Römer!*  
**Obelix**

**Es dauerte nicht lange, bis die römische Wirtschaft von Menschen geführt wurde, die in Berufen feststeckten, für die sie nicht geeignet waren;** sie produzierten gedankenlos das, was sie schon immer produziert hatten, unbeeindruckt von jeder Vorstellung von relativer Knappheit, unfähig und unwillig zu Innovation und Verbesserung. Ein Mangel an Landwirten, zum Beispiel, war kein Anreiz für neue Landwirte oder für bestehende Landwirte, die Felder entsprechend der Veränderungen der relativen Preise zu bestellen. Durch die Unterdrückung von Innovationen verfestigte sich die römische Gesellschaft zu einer Struktur, die nicht in der Lage war, sich an veränderte Umstände anzupassen.

**Die Reformen, die Diokletian stur umsetzte, führten nicht nur zum Untergang seines Reiches, sondern warfen auch die europäische Wirtschaft um ein Jahrtausend zurück.** Seine Wirtschaftspolitik ist der Grund, warum wir bis heute Berufsnamen haben: Zimmermann, Ziegler,

Schuhmacher, Spengler, Wagner, Bauer, Fischer, Gerber, Jäger, Müller – sie alle sind den Deutschen wohlbekannt und ein Produkt der alten Feudalgesellschaft, in der jeder Mann in sein Amt hineingeboren wurde, so wie es Diokletian angeordnet hat.

## Die zerstörerische Wirkung des römischen Wohlfahrtsstaates

*Entweder finde ich einen Weg  
oder ich errichte einen.*

**Hannibal**

*Policies that aim to thwart  
market forces rarely work, and  
usually fall victim to the law of  
unintended consequences.*

**Lawrence Summers**

**Diokletians unlogische Reformen sind der logische Endpunkt von politischen Entscheidungen, die Jahrhunderte vor ihm getroffen wurden.** Republikanische Führer und Kaiser bestimmten Diokletians politische Entscheidungen für ihn, indem sie kurzfristig, aber zweckmäßig Reformen durchführten, die schrittweise zum monetären und damit auch zum kaiserlichen Zusammenbruch führten.

Nehmen wir zum Beispiel die alte Getreideabgabe, ein Überbleibsel aus der Zeit der Republik, als die beiden populistischen Gracchus-Brüder öffentliche Ämter anstrebten, indem sie subventioniertes Getreide an die Mittellosen der „Ewigen Stadt“ verteilten. Im Jahr 124 v. Chr. setzte Gaius Gracchus sein populistisches Getreidegesetz gegen den erbitterten Widerstand der Senatoren durch, die sich dem römischen Ideal der Selbstständigkeit und niedrigen Steuern verschrieben hatten. Für Gracchus war das sinnvoll, für Rom jedoch verheerend; mit der Zeit wird seine Politik zu denjenigen gehören, die den Inflationszyklus erheblich verschärft haben.

Die Geschichte von Gracchus, dem Populisten, und Piso, einem strengen Konservativen, zeigt sehr schön, was passiert wenn neomodische Ideen auf alte Gewohnheiten prallen. Piso, der damalige Konsul, war ein besonders hartnäckiger Gegner des Populismus von Gracchus. Daher war Gracchus sehr überrascht, als er Piso in der Menge entdeckte, der geduldig in der Schlange auf seine staatlich subventionierten Almosen wartete.

*Verblüfft fragte Gracchus Piso nach dessen offensichtlicher Heuchelei: „Es würde mir nicht gefallen, Gracchus“, antwortete Piso brillant, möchte man sagen, „falls du auf die glänzende Idee kämst, mein Vermögen unter allen Bürgern aufzuteilen. Aber falls du es tun solltest, wäre ich zur Stelle, um meinen Anteil zu bekommen.“*

Wie erwartet wurde das subventionierte Getreide bald kostenlos verteilt. Zur Zeit des Augustus wurden täglich 320.000 Römer mit Lebensmitteln versorgt. Augustus und andere versuchten, der verschwenderischen Politik Einhalt zu gebieten, doch dies erwies sich als unmöglich. Rom war zwar nie eine Demokratie, aber seine Führer fürchteten das Volk und mussten es oft besänftigen.

**Der römische Wohlfahrtsstaat war nicht nur eine schwere Belastung für die Staatskasse, sondern führte auch zu perversen Anreizen für die produktiven Mitglieder der römischen Gesellschaft.**

Subsistenzlandwirtschaft bedeutete harte Arbeit für das knappe Privileg, Steuern zu zahlen und die Familie mit Gerste satt zu bekommen. Als die Zeit verging und die Inflation jede zusätzliche Kaufkraft, die ein Bauer angesammelt hatte, aufzehrte, zog er schließlich kostenloses Getreide, das später auf Brot, Öl und Wein ausgeweitet wurde, seinem harten Leben auf dem Hof vor.

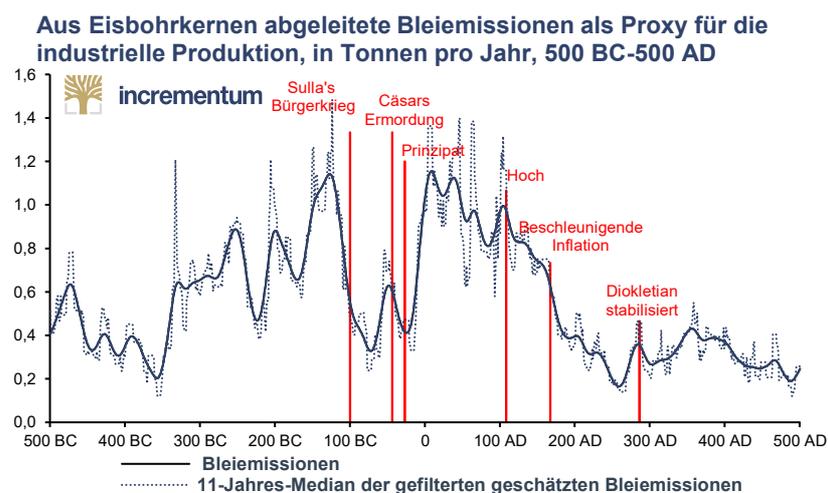
**Unbeabsichtigte Folgen der Regierungspolitik, auch wenn sie noch so gut gemeint sind, holen einen am Ende immer ein.** Weniger Landwirte und Arbeiter, die Steuern zahlen müssen, und folglich mehr Menschen, die auf Almosen angewiesen sind, bedeuteten, dass mehr Inflation nötig war, um die Lücke zwischen erhöhten Staatsausgaben und geringeren Steuereinnahmen zu schließen. Eine neue Inflationswelle führte zu einem weiteren Rückgang der produktiven Mitglieder, sodass sich der Kreislauf *endlos* wiederholte.

*Ich werde ein guter Politiker sein. Auch wenn es mich umbringt. Oder wenn das irgendjemanden anderen tötet, wenn wir schon dabei sind.*

**Marcus Antonius**

**Die nachteiligen Auswirkungen der Inflationpolitik zeigten sich nicht nur in niedrigeren landwirtschaftlichen Erträgen.** Anhand der Bleiemissionen können wir uns ein Bild davon machen, wie sehr die Inflation die Produktionskapazitäten Roms beeinträchtigt hat. Blei war *die* wichtigste Quelle der metallurgischen Produktion im gesamten Reich, und jede Veränderung in der Produktion dieses Metalls ist ein guter Indikator für den Zustand der Wirtschaft.

**Die in Eisbohrkernen gefundenen Bleiemissionen zeigen, wie die industrielle Produktion von einem Höhepunkt um 100 n. Chr. bis zu einem Tiefpunkt im dritten Jahrhundert einbrach, von dem sie sich nie wieder erholte.** In voller Kenntnis der vielen Vorbehalte, die bei der Verwendung von Bleiemissionen als Ersatz für die Industrieproduktion bestehen, können wir vorsichtig sagen, dass die römische Industrieproduktion vom Höhepunkt bis zum Tiefpunkt um ~80% zurückging und 200 Jahre nach ihrem Tiefpunkt um 260 n. Chr. immer noch ~75 % unter dem Höchststand lag.<sup>61</sup>



**Es ist viel über die völlige Zerstörung des Stadtlebens in Rom gesagt worden, aber es ist wenig darüber bekannt, warum die Römer die Stadt**

<sup>61</sup> Der Autor verwendet einen statistischen Filter, um die Volatilität des Datensatzes zu glätten, damit die Trends bei den Bleiemissionen besser sichtbar werden.

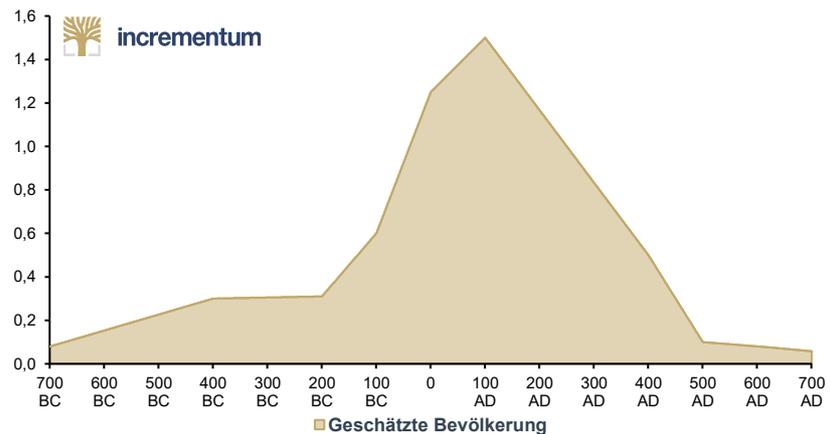
*Wer nicht weiß, was vor seiner Geburt geschah, wird immer ein Kind bleiben.*

**Marcus Tullius Cicero**

**aufgaben.** Historiker sind keine Ökonomen, doch um die Entstädterung Roms zu erklären, kann das Wissen über Geldsysteme sehr hilfreich sein.

**Die ewige Stadt erwies sich als vergänglich.** Obwohl die Schätzungen über die Einwohnerzahl Roms stark voneinander abweichen, gehen einige Gelehrte davon aus, dass sie in ihrer Blütezeit bis zu 1,5 Millionen Menschen zählte, während andere behaupten, es seien sogar zwei Millionen gewesen.

### Geschätzte Bevölkerung: Rom, in Mio, 700 BC-700 AD



Quelle: Twine, Kevin: „The City in Decline: Rome in Late Antiquity“, *Middle States Geographer*, Vol. 2, 1992, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Nicht lange nachdem Romulus die nach ihm benannte Stadt 753 v. Chr. gegründet hatte, schätzt man ihre Einwohnerzahl auf etwa achtzigtausend. Im Jahr 700 n. Chr. war die Einwohnerzahl auf siebzigtausend und im Jahr 1100 n. Chr. auf weniger als vierzigtausend gesunken.

## Wie die Inflation Rom in die Tauschwirtschaft zurückwarf

**Wie zuvor beschrieben, führte die Inflation zu einem Zusammenbruch des Geldsystems und zur Wiedereinführung des Tauschhandels.**

Tauschhandel ist jedoch unvereinbar mit Spezialisierung und Skalenvorteilen.

*Inflation is like a country where nobody speaks the truth. It introduces an element of deceit into all our economic dealings.*

**Henry C. Wallich**

Eine Produktion in großem Maßstab erfordert u. a. den Kauf großer Mengen an Rohstoffen, die nicht ohne Geld bezahlt werden können. Die Spezialisierung, z. B. auf das Maurerhandwerk, macht direkte Transaktionen sehr schwierig. Wie soll der Bäcker den Maurer für das Hochziehen einer Wand bezahlen? Er ist mehrere tausend Laibe Brot wert, aber der Hafner kann diese unmöglich essen, bevor sie schlecht werden. Geld ist die Institution, die den indirekten Transfer zwischen Parteien und, was noch wichtiger ist, Transaktionen über die Zeit ermöglicht.

**Stadtleben bedeutet ein hohes Maß an Spezialisierung und Produktion in großem Maßstab.** Ohne die Institution des Geldes werden große Städte unhaltbar und müssen schrumpfen, um zu funktionieren – genau das, was mit den römischen Städten geschah.

Die gesellschaftlichen Auswirkungen, die mit der Einführung des Geldes, der Arbeitsteilung, der Spezialisierung und der Produktivitätssteigerung exponentiell positiv waren, kehren sich ins Negative und nehmen immer schneller ab, wenn die Institution des Geldes und der indirekte Austausch verschwinden.

**Die Geschichte der Theodosianischen Mauern von Konstantinopel macht dies deutlich.** Theodosius II. ließ die berühmten Verteidigungsmauern 404 n. Chr. errichten, und seine Mauern hielten jahrhundertlang allen Belagerungsversuchen stand. Selbst das mächtige Umayyaden-Kalifat musste seine Belagerung 717 angesichts der uneinnehmbaren Mauern von Konstantinopel aufgeben und schaffte es nie, Byzanz zu erobern. Es hat sich jedoch gezeigt, dass die 400 Jahre später vorgenommenen Ergänzungen und Reparaturen von minderer Qualität waren als die ursprünglichen Mauern. Das Wissen, die Erfahrung und die Technologie zum Bau stabiler Mauern verschwanden einfach. Dieser Rückschritt betraf alle Bereiche der Wirtschaft und wahrscheinlich auch die Armee.

*Every expansion of the personal division of labor brings advantages to all who take part in it.*

**Ludwig von Mises**

**Mit den Städten kommt die Spezialisierung, die zu Erfindungen und späteren Innovationen führt, die kommerziell genutzt werden können.** Produktive Gesellschaften sind immer aus Städten hervorgegangen. Durch die Stadt wird das Wissen in der DNA der Menschen gespeichert. Neue Generationen wachsen mit dem über Jahrhunderte angesammelten Wissen auf, das ihnen zur Verfügung steht. Wissen, das sie selbst verbessern und an die nächste Generation weitergeben können. **Wenn Städte verschwinden, verschwindet das Wissen langsam mit ihnen und die nachfolgenden Generationen fallen intellektuell zurück.**

**Die Alphabetisierungsrate untermauert die hier präsentierte These.** Man schätzt, dass in der Blütezeit Roms zehn Prozent der Bevölkerung lesen konnten, während es im europäischen Mittelalter nur ein Prozent war. Wenn sich das Blatt schließlich zum Besseren wendet, müssen alte Einsichten, Fähigkeiten und Kenntnisse neu erlernt werden.

**Europa hat ein Jahrtausend an Weisheit verloren, als Rom dem Inflationszauber erlag, und wir können uns nur in unserer eigenen Phantasie ausmalen, welche technologischen Fortschritte wir heute machen könnten, wenn Europa nicht Jahrhunderte lang im nährömischen finsternen Zeitalter stecken geblieben wäre.** Es stimmt, dass die Kirche bedeutende Beiträge zur Wissenschaft leistete, aber die Wirtschaftsstruktur nach Diokletian war nicht in der Lage, neue Entdeckungen zu vermarkten.

*Oberflächliche Ziele führen zu oberflächlichen Ergebnissen.*

**Atilla, der Hunnenkönig**

**Die Geschichte der Theodosianischen Mauern beweist zweifelsfrei, dass die Inflation, wenn sie ins Extreme getrieben wird, für die Gesellschaft katastrophale Folgen hat.** Selbst als es Aurelian und später Diokletian gelang, den Edelmetallgehalt der römischen Münzen zu stabilisieren, setzte sich die Preisinflation durch den Prozess der steigenden Umlaufgeschwindigkeit ungebremsbar fort, was durch das Verhalten eines römischen Beamten perfekt beschrieben wird, als er erfuhr, dass eine weitere Entwertung des Münzgeldes bevorstand. Der Beamte schrieb an seinen Diener und wies ihn an:

„Hurry, spend all my money you have; buy me any kinds of goods at whatever prices they are available.“<sup>62</sup>

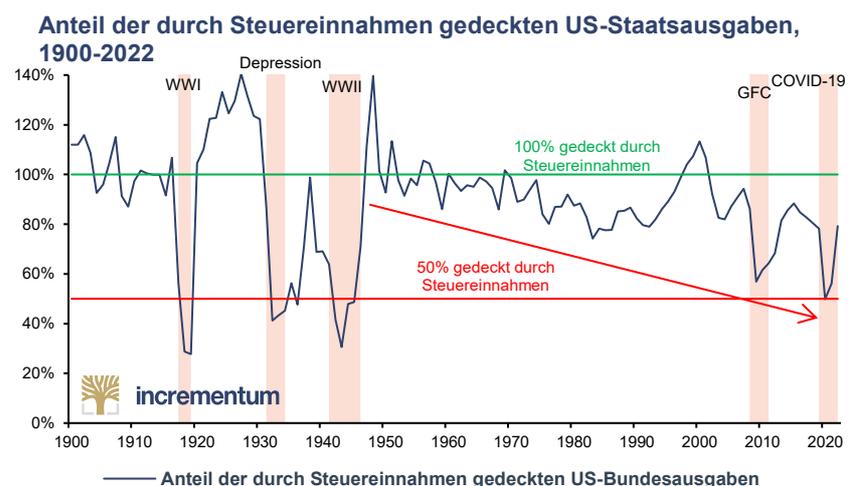
Wenn das Vertrauen in die römischen Münzen sank, konnte es nicht so leicht wiedergewonnen werden. So stiegen die Preise weiter an, selbst wenn der Silbergehalt stabil war. In Bruce Bartletts Worten: „[T]he fall of Rome was fundamentally due to economic deterioration resulting from excessive taxation, inflation and overregulation.“<sup>63</sup>

## Wandeln die USA auf den Spuren Roms in den Untergang?

*Sooner or later, everything old is new again.*

**Stephen King**

**Die römische Erfahrung weist zahlreiche Parallelen zur Gegenwart auf.** Genau wie das alte Rom genießen die USA heute das Privileg und tragen auch die Last, ihren „Washington Consensus“ in der Welt durchzusetzen, aber wie das späte Rom können auch die USA ihre Armee und ihren Wohlfahrtsstaat nicht allein durch Steuern finanzieren.



*A gold standard is to moochers and looters in the government what sunshine and garlic are to vampires.*

**Herman Cain**

**So wie Rom auf die Entwertung seiner Währung zurückgreifen musste, um seinen Wohlfahrts- und Kriegsstaat zu finanzieren, sind auch die USA immer weniger in der Lage, die laufenden Ausgaben durch Steuern zu finanzieren.** Bei jedem Abschwung verlassen sich die USA mehr und mehr auf einen komplexen Prozess von Anleiheemissionen, verdeckter und neuerdings offener Inflationspolitik, um sicherzustellen, dass das einst mächtige Reich seine Rechnungen bezahlen kann.

Obwohl die Ausgaben der USA während der Weltkriege in die Höhe schnellten, sorgten die anschließenden hohen Überschüsse dafür, dass der Bundeshaushalt in Ordnung blieb. Als in den 1970er-Jahren die letzten Reste des alten Goldstandards aufgegeben wurden, änderte sich die Ausgabendynamik, da das Empire nicht mehr auf eine solide Finanzpolitik angewiesen war. Die Finanzierung wurde über die

<sup>62</sup> Martin, Thomas R.: *Ancient Rome: From Romulus to Justinian*, Yale University Press, 2012, S. 174

<sup>63</sup> Bartlett, Bruce: „How Excessive Government Killed Ancient Rome“, *Cato Journal*, Vol. 14, 1994, S. 301

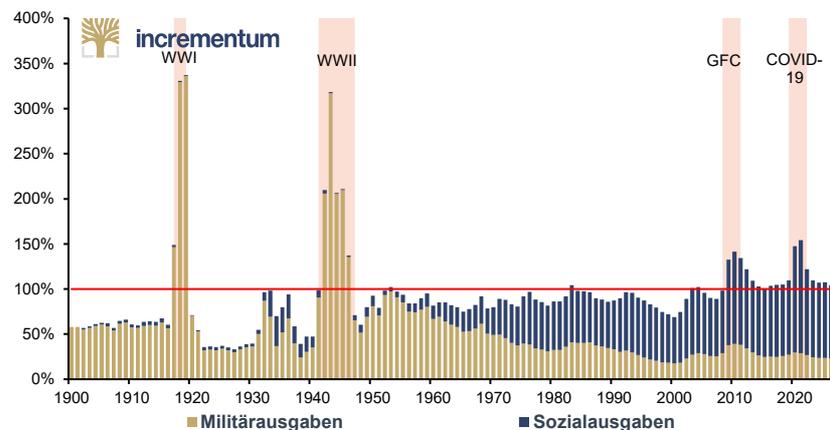
Zentralbank sichergestellt, und das moderne Imperium fühlte sich berechtigt, sein „exorbitantes Privileg“ in vollem Umfang zu nutzen, um seine Soldaten und seinen Pöbel zufrieden, gefügig und gehorsam zu halten.

**Während der globalen Finanzkrise (GFC) wurden weniger als 60% der Ausgaben durch Steuern gedeckt, während es in den vorangegangenen Jahrzehnten durchschnittlich 90% waren.** Und während der COVID-19-Lockdowns finanzierten die Steuereinnahmen der US-Regierung *weniger* als 50% der Ausgaben.

**Auch Rom sah sich durch einen gordischen Knoten gefesselt. Das Römische Reich musste vor allem seine Armee finanzieren. Kaiser Severus riet seinen Söhnen Caracalla und Geta: „Seid harmonisch, bereichert die Soldaten, verachtet alle anderen“, um an der Macht zu bleiben.**

Die USA müssen auch ihren militärisch-industriellen Komplex finanziell bei Laune halten, aber noch wichtiger für die modernen „Imperatoren“ ist es, die rund 60% ihrer Bevölkerung ruhig zu stellen, die entweder von staatlicher Fürsorge leben oder direkt von der Regierung beschäftigt werden.

**US-Militär- und Sozialausgaben als Anteil der Steuereinnahmen, 1900-2025e**



Quelle: OMB, usgovernmentsspending.com, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Die Sozial- und Kriegsausgaben verschlingen mehr als 100% aller Steuereinnahmen, und es hat sich als genauso schwierig erwiesen, die Ausgaben für „Brot und Spiele“ heute zu kürzen wie für Augustus vor 2.000 Jahren.

*The productivity of the people  
backs the currency.*

**William E. Simon**

**Es erübrigt sich zu sagen, dass der zunehmende Anteil der Ressourcen, die für den laufenden Verbrauch und nicht für produktive Investitionen verwendet werden, dem System jegliche Energie entzogen hat und das Wachstum stagniert.** Die einzige Möglichkeit, „Wachstum“ in die Annalen des Imperiums einzutragen, besteht darin, den schuldenfinanzierten Konsum als Maß für eine expandierende Wirtschaft heranzuziehen. Und die einzige Möglichkeit, dieses „Wachstum“ zu finanzieren, besteht darin, den Reservewährungsstatus des US-Dollars voll auszuschöpfen. Um diesen Status aufrechtzuerhalten, muss Washington jedoch weiterhin den riesigen militärisch-industriellen Komplex finanzieren, der als der alles entscheidende

Knüppel fungiert, mit dem man jedem droht, der mutig genug ist, von der imperialen Politik abzuweichen.

In diesem Karussell sind die ungedeckten Ausgaben für die kaiserliche Armee notwendig, um die Bedrohung aufrechtzuerhalten, damit die Ausgaben fortgesetzt werden können, aber gleichzeitig können diese Ausgaben nicht ewig aufrechterhalten werden.

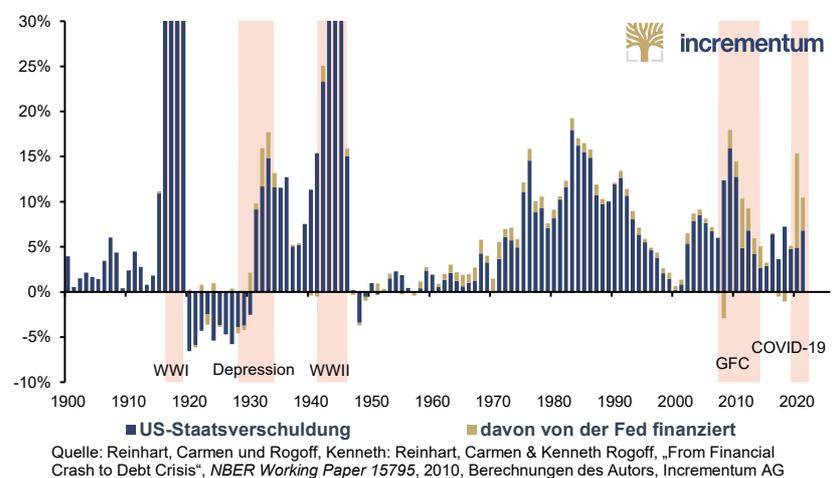
*History, with all her volumes  
vast, hath but one page.*

**Lord Byron**

**Wie Rom hat auch das US-Imperium auf „Münzverschlechterung und Entwertung“ zurückgegriffen, um das System am Laufen zu halten.** Die Steuereinnahmen reichen nicht einmal annähernd aus, um die Ausgaben zu decken, weshalb zur Deckung der Defizite Anleihen beigegeben werden müssen. Ab 2009 konnte die benötigte riesige Menge an Anleihen jedoch nicht mehr auf ehrlichen Märkten ausgegeben werden, sodass die „Imperial Bank“ im Eccles-Gebäude einsprang. Im Jahr 2020 deckte die US-Regierung weniger als 50% ihrer Ausgaben durch Steuern, und mehr als zwei Drittel der zur Deckung des Defizits erforderlichen Anleiheemissionen (ca. 50%) wurden von der Federal Reserve monetarisiert.



**US-Staatsverschuldung, YoY%, 1900-2021**



**Die monetäre Inflation hat in der Antike ebenso wie heute zu einer Ungleichheit des Wohlstands geführt.** Und das wiederum führte zu politischer Polarisierung. Rom in der Vergangenheit und die USA heute waren beide nicht mehr in der Lage, die notwendigen Reformen durchzuführen.

## Der Abstieg der USA hat bereits begonnen

*Außerdem denke ich, dass die Zentralbank zerstört werden muss.*

**Cato, der Ältere**

Das Endspiel hat begonnen. Als eine geschwächte römische Armee 378 die Schlacht von Adrianopel gegen die Goten verlor, wurde Feinden und Freunden gleichermaßen klar, dass Rom nicht mehr unzerstörbar war. Die Feinde nahmen den Schwung mit, während die Freunde neue Allianzen suchten, um ihren Besitz in der kommenden nachrömischen Welt zu sichern.

Die Niederlage Roms bei Adrianopel wirkte wie ein Katalysator, ebenso wie die Versenkung des modernsten britischen Kriegsschiffs durch die Japaner im Südchinesischen Meer am 10. Dezember 1941, die die Verbündeten im Pazifik veranlasste, sich zum Schutz an Washington statt an London zu wenden. Dieses Datum markierte das Ende des britischen Empires.

**Die demütigende Niederlage der USA in Afghanistan hat die gleichen psychosozialen Auswirkungen auf die Welt.** Nur wenige Verbündete glauben, dass die USA den politischen Willen und die Mittel haben, sie im Bedarfsfall zu schützen. Wenn ein Verbündeter beschließt, die imperiale Ordnung zu verlassen, werden andere ihm folgen. Die Gegner der USA werden zunehmend ermutigt. Sie sehen eine Chance, sich größere Einflussbereiche zu erschließen.

*Great empires are not maintained by timidity.*

**Tacitus**

Russlands gewagter Einmarsch in die Ukraine steht in direktem Zusammenhang mit seiner Wahrnehmung, dass die westliche Welt zersplittert und zu erschöpft ist, um zu handeln. Beunruhigend ist, dass die einzige Möglichkeit für die USA, ihre imperiale Disziplin aufrechtzuerhalten, darin besteht, allen anderen das Gegenteil zu beweisen. Ein großer, aber nicht existenzieller Konflikt ist die einzige Möglichkeit, die Meinungen in den Hauptstädten der Welt zu beeinflussen. Die Ukraine um jeden Preis zu verteidigen, hätte ein Weg sein können, der Welt zu zeigen, dass die US-Armee noch nicht aufgegeben werden sollte, aber mit dem Einmarsch Russlands steht diese Option für die USA nicht mehr zur Verfügung.

**Es ist die ultimative Zwickmühle.** Wenn wir nichts tun, wird das Imperium zerfallen, oder wir können viel tun, indem wir unsere Gegner überraschen und einen Flächenbrand der Feindseligkeiten mit möglichem Bankrott und militärischer Niederlage riskieren. Das ist das Dilemma, in dem sich die imperialen Strategen befinden. Was sie letztendlich als ihre beste Vorgehensweise beschließen, wird für uns alle von großer Bedeutung sein.

**Die Inflation der Geldmenge wird zweifellos ungebremsst weitergehen;** die Ausgaben lassen sich nicht eindämmen, ohne dass es zu einer inneren, aber von außen kommenden existenziellen Krise kommt. Die Gegner wissen das und werden Washington ständig auf Schwachstellen hinweisen.

**Die überraschend drakonischen Sanktionen, die gegen Russland verhängt wurden, haben anderen Ländern, vor allem China, klar gemacht, was sie erwartet, falls Peking Taiwan zurückzuholen versucht.** Ein Großteil von Russlands Devisenreserven im Wert von 500-600 Mrd. USD wurde über Nacht wertlos.

**China ist noch stärker gefährdet.** Der Sinn von Währungsreserven besteht darin, in Krisenzeiten eine Kriegskasse zu haben. Wenn diese Reserven über Nacht eingefroren werden können, erfüllen sie ihren Hauptzweck nicht mehr. Wir werden erleben, dass sich regionale Zahlungssysteme und Devisenreserven von Fiat-Währungen wegbewegen und sich auf unbelastete Vermögenswerte verlagern, auf solche, die nicht gleichzeitig die Verbindlichkeit eines anderen sind, wie z. B. Edelmetalle.

## Symptombekämpfung beschleunigt den Abstieg

*Wir appellieren an die  
Ergebenheit aller, dass die  
getroffene Entscheidung [für ein  
Preisedikt über Höchstpreise...]  
... mit großzügigem Gehorsam  
befolgt wird.*

**Diokletian**

**Aus Frustration über die ständig steigenden Preise, selbst nach der Stabilisierung des Silbergehalts im Denar, erließ Diokletian im Jahr 301 n. Chr. sein berühmtes Preisedikt über Höchstpreise „Edictum de Pretiis Rerum Venalium“, das praktisch alle Artikel und Dienstleistungen betraf.** Unter Androhung der Todesstrafe durfte kein Verkäufer zu Preisen verkaufen, die Diokletians Auffassung von einer angemessenen Summe überstiegen.

Das Edikt kam spät, was darauf hindeutet, dass einige Überbleibsel der alten Laissez-faire-Haltung noch in den römischen Gepflogenheiten verankert waren, aber Diokletian war schließlich hinreichend verärgert, um es wider das bessere Urteil seines Beraters umzusetzen.

**Wie zu erwarten war, sank das Angebot an Waren und Dienstleistungen auf dem Markt noch mehr, und die Zahl der Plebejer, die „Zuflucht“ bei den Armen suchten, stieg weiter an.** Es war eine Katastrophe, und als Diokletian im Jahr 305 abdankte, wurde das Edikt umgehend wieder aufgehoben.

Die Vereinigten Staaten, ebenfalls eine Nation des robusten Individualismus und der freien Märkte, haben in den 1970er-Jahren unter einem republikanischen Präsidenten ein Preisedikt für Rohöl erlassen, mit genau demselben Ergebnis. Auf möglichst bürokratische Weise galt das Nixon'sche Gesetz über den Höchstpreis nur für „altes Öl“, d. h. Öl, das bereits gefördert wurde.

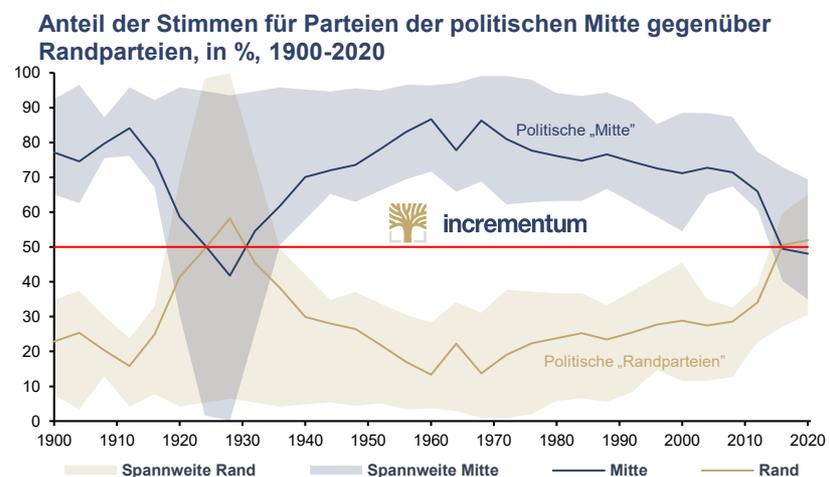
Wie Nixon und seine Bürokraten bald feststellten, gilt das Gresham'sche Gesetz nicht nur für Geld, und die Ölgesellschaften begannen bald, „altes Öl“ zu horten und so viel „neues Öl“ wie möglich zu höheren Preisen zu verkaufen. **Am Ende führte das Edikt zu Engpässen, ökonomischen Verwerfungen und einer schweren Rezession.**

**Auf eine neue geopolitische Ordnung folgt eine neue Finanzordnung, aber der Übergang zu einem neuen Gleichgewicht wird unbeständig und hochgradig inflationär sein, wenn die alte Reservewährung einer neuen weicht.** Während des Übergangs wird die politische Mitte, die ohnehin schon überlastet ist, versagen. Wir sehen das in der parlamentarischen Struktur Europas deutlicher als im Zweiparteiensystem der USA, aber wir wissen, dass der Abstand zwischen Republikanern und Demokraten so groß ist wie seit über einem Jahrhundert nicht mehr.

*Wirtschaft verbindet, Politik trennt.*

**Roland Baader**

**Im heutigen Europa halten die „Mainstream“-Parteien zusammen 40-60% der Stimmen.** Vor vier Jahrzehnten hatten sie noch 80-95%. Eine weitere Krise und die Mitte fällt weit unter 50% und die Politik radikalisiert sich noch mehr. Selbst wenn sich die so genannten „Mainstream“-Parteien an der Macht halten, können sie dies nur tun, indem sie die Mitte verschieben, um nicht von populistischen „Randparteien“ flankiert zu werden.



*The next recession will happen with income and wealth disparities at their highest levels ever, and the unrest will likely be a tad more forceful than the well-behaved Occupy Wall Street movement.*

**Dave Rosenberg**

Es ist leicht zu erkennen, wie Populisten die Situation ausnutzen werden, indem sie die Schuld an der galoppierenden Inflation auf frühere Regierungen, gierige Geschäftsleute oder ausländische Elemente schieben und eine verzweifelnde Wählerschaft mit schnellen Lösungen wie Preiskontrollen oder anderen staatlich verordneten Maßnahmen ködern. **Unabhängig davon, wer am Ende die Nase vorn hat, wird das Ergebnis ein folgenschwerer politischer Richtungswechsel sein.** Kriege, Pandemien, Aussperrungen, zusammenbrechende Lieferketten, die sich über den ganzen Globus ausbreiten und sich mit Freunden und Feinden gleichermaßen vermischen, haben die Schwächen des derzeitigen Systems offenbart.

**Politisch sinnvolle Lösungen werden auf Autarkie und Abkehr vom Globalismus abzielen.** Russland wird der westlichen Welt nie wieder vertrauen, und China nimmt dies zur Kenntnis. Der Westen hat begriffen, dass er sich nicht auf russische Energie, Getreide und Metalle verlassen kann und auch nicht auf die ständige Versorgung durch asiatische Produktionsstandorte. **Onshoring wird das neue Mantra sein, aber das bedeutet auch eine suboptimale Kapitalallokation aus dem einfachen Motiv der Gewinnmaximierung heraus.**

*Our system works on trust...  
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**

*Cleopatra's nose, had it been  
shorter, the whole face of the  
world would have changed.*

**Blaise Pascal**

*Civilization is an interlude  
between ice ages.*

**Will Durant**

**Die politische Kontrolle über die Schlüsselbereiche, die immer breiter definiert werden, wird Vorrang haben.** Um dies zu erreichen, werden die Politiker zunächst steuerlich geförderte finanzielle Anreize schaffen, z. B. indem sie die Versorgungsunternehmen dafür bezahlen, dass sie größere strategische Reserven an Brennstoffen und Kapazitäten vorhalten. Das Gleiche gilt für Impfstoffe und die Produktion von Medikamenten, persönlicher Sicherheitsausrüstung und vor allem Energie und Lebensmitteln. Europa hat die „grüne Transformation“ mit Eifer vorangetrieben, weniger aus Sorge um die globale Erwärmung, sondern aufgrund seiner Abhängigkeit von importierten Brennstoffen. Jetzt werden die Anstrengungen in Sachen Ökologisierung weiter erhöht werden, um energiepolitische Autarkie zu gewährleisten.

**Dumme wirtschaftliche Ideen sind kaum auszurotten, und so wurde das Edikt des Diokletian in letzter Zeit wiederbelebt.** Wohl auch aus Sorge um seine Wiederwahl angesichts einer Inflationsrate von über 7% hatte Viktor Orban in Ungarn derartige Preisobergrenzen für Treibstoffe und einige Grundnahrungsmittel wie Mehl, Zucker, Milch, Schweinsstelzen und Hühnerbrüste verordnet. Zudem wurden die Hypothekenzinsen für das erste Halbjahr 2022 eingefroren. Diese zogen stark an, da die ungarischen Zentralbank MNB in bislang 11 Zinsschritten den Leitzins seit Mai 2021 von 0,60% auf nun 5,40% anheb. **Ökonomisch klüger war die Entscheidung der polnischen Regierung.** Diese setzt zur Bekämpfung der Preisanstiege auf vorübergehende Steuersenkungen.

Dies sind zwar nur kleine Schritte, aber die Politiker wissen, dass Anreize und Überzeugungsarbeit nur bis zu einem gewissen Punkt reichen, während die Volksabstimmungen stärkere politische Maßnahmen fordern werden, da die steigende Preisinflation ihre Reallöhne weiter senkt. Preiskontrollen tragen dazu bei, eine kurzsichtige Wählerschaft zu beschwichtigen, aber der nächste Schritt wird die Einführung von Kapitalkontrollen sein, um die Ersparnisse in nationale Champions zu zwingen und das Kapital im Lande zu halten. „Unabhängige“ Zentralbanken werden dafür sorgen, dass die Realrenditen negativ bleiben. Da es keinen Platz zum Verstecken gibt, werden die Schulden auf Kosten der Gläubiger und Sparer aufgebläht. Darunter wird das Wirtschaftswachstum leiden.

## Fazit

**Krisen gehen immer großen Projekten staatlicher Intervention voraus.**

Leider wird dieser Prozess häufig von einem verzweifelten Volk gefordert, das seine Freiheiten gerne gegen Maßnahmen eintauscht. COVID-19 hat uns gelehrt, wie leicht eine freie Gesellschaft der Angst zum Opfer fallen kann, die der größte Verbündete selbstherrlicher Populisten ist.

**Diokletian war die Antwort auf die Krise Roms.** Ein rücksichtsloser Herrscher, der die Vorstellung vom Kaiser als *Prinzipat*, der lediglich der erste Bürger unter vielen war, beendete und das Amt in ein *Dominat* umwandelte, in dem sein Wort Gesetz war. Mit Diokletian wurde das Reich von einem Mann

regiert, der den Kurs eines ganzen Kontinents aus einer Laune heraus ändern konnte. Das Ergebnis war der völlige Zusammenbruch.

In unserem Stadium der Geschichte ist der Weg nach vorn vorgezeichnet. Es wird ein *Dominat* eingesetzt werden, um die unzähligen Probleme zu lösen, die sich über Jahrzehnte der Misswirtschaft angesammelt haben.

*There is no security in life, only opportunity.*

**Mark Twain**

**Die Geschichte Roms ist nicht einzigartig.** Im Laufe der Geschichte haben mehrere Reiche den gleichen Aufstieg und schließlich den gleichen Fall erlebt. Der Übergang von der alten zu einer neuen Weltordnung kann nicht ohne große Reibungen vonstatten gehen. In den nächsten Jahrzehnten werden wir einen weiteren Übergang erleben. **Er wird turbulent sein, aber wo Unbeständigkeit herrscht, gibt es auch Chancen.**

# Warum das Fiat-Geld scheinbar funktioniert

*„The most important thing to remember is that inflation is not an act of God. ... Inflation is a policy.“*

Ludwig von Mises

## Key Takeaways

- Inflation in Verbindung mit staatlichen Subventionen und Preiskontrollen waren die Hauptfaktoren für den Untergang des Römischen Reiches.
- Englands mittelalterliches System der Steuererhebung mit Kerbhölzern führte zu einem Sekundärmarkt für Staatsschulden, der Goldschmiede zu Bankiers mit Mindestreserve machte und die Grundstruktur für unser modernes Geldsystem schuf.
- John Law postulierte, dass mehr Geld im Umlauf zu größerem Wohlstand führen würde. Die Umsetzung dieses Ansatzes führte zum wirtschaftlichen Ruin Frankreichs im 18. Jahrhundert, aber die Idee, die zu diesem Ruin führte, sollte später zu einem zentralen Bestandteil der keynesianischen Wirtschaftslehre werden.
- Gesetzliche Zahlungsmittel haben es dem Papiergeld ermöglicht, Gold aus dem Verkehr zu ziehen, obwohl die Kaufkraft dieser Fiat-Währungen erheblich gesunken ist.
- Die Zentralbanker, die vom Fiat-System profitieren, und die Beamten, die davon abhängig sind, bilden eine Mehrheit, die die ruinöse Inflationspolitik auf Kosten der Minderheit der Sparer und der wirklichen Wohlstandsproduzenten gerne fortsetzt.
- Ein echter freier Markt würde vielleicht nicht immer Gold wählen, aber ein freier Geldmarkt würde niemals zu einer Fiat-Währung führen.

## In memoriam Heinz Blasnik



Vor einigen Monaten verstarb Heinz Blasnik. Heinz war ein brillanter Kopf, ein langjähriger Mitarbeiter und ein sehr guter Freund. **Mit diesem Artikel**, der erstmals am 27. Juni 2007 auf „Mish’s Global Economic Trend Analysis“ (jetzt „Mish Talk“) unter Heinz’ erstem Alias „Trotsky“ erschien, wollen wir seiner gedenken. Beim abgedruckten Text handelt es sich um unsere Übersetzung **einer leicht überarbeiteten Fassung**, die am 21. Februar 2015 auf [www.acting-man.com](http://www.acting-man.com), dem Blog von Heinz, unter seinem Pseudonym „Pater Tenebrarum“ veröffentlicht wurde. Dieser Artikel beweist sein tiefes und breites Wissen, seinen geistreichen Intellekt sowie seine exzellenten Schreibfähigkeiten. **Ruhe in Frieden, Heinz!**

## Geld betritt die Bühne

Stellen Sie sich drei Männer vor, die auf einer kleinen Insel leben. Toni baut vor Ort Salz ab, und außer ihm gibt es noch Peter, den Fischer, und Thomas, den Apfelbauern, und ihre Familien. Sie haben ein Tauschhandelssystem eingerichtet: Toni tauscht sein Salz gegen die Fische von Peter und die Äpfel von Thomas, die ihrerseits Fische und Äpfel untereinander tauschen.

Eines Tages sagt Peter: „Ich habe eine Idee. Statt Fisch gebe ich euch von nun an Papyrusstücke mit aufgedruckten Zahlen.“ Papyrus wächst in der Nähe in großen Mengen, war aber bisher für keinen der Inselbewohner von praktischem Nutzen. Peter fährt fort: „Eine Papyrusmarke entspricht einem Fisch oder fünf Äpfeln oder zwei Säcken Salz, entsprechend den derzeitigen Tauschkursen. Das wird uns den Handel untereinander erleichtern. Wir müssen dann nicht mehr ständig Fische, Äpfel und Salz mit uns herumschleppen. Stattdessen können wir uns die Papyrusstücke bei Bedarf einfach gegenseitig zum Tausch vorlegen.“



John Law in jungen Jahren – der erste keynesianische Ökonom der Welt  
„Porträt von John Law“ von Casimir Balthazar  
Bildnachweis: [wikimedia.org](https://commons.wikimedia.org/wiki/File:John_Law.jpg)

*Paper money eventually returns to its intrinsic value - zero.*

**Voltaire**

Kurz gesagt, Peter möchte die Wirtschaft der kleinen Insel durch die Einführung von Geld modernisieren – und er hat bereits einen dieser neuen Papyrusscheine dabei, den er gegen Salz eintauschen möchte. Die anderen würden jedoch sofort erkennen, dass es ein Problem gibt: Der Papyrus an sich hat keinen Wert, da keiner von ihnen dafür bisher eine Verwendung gefunden hat. Würden sie sich alle

darauf einigen, den Papyrus als Tauschmittel zu verwenden, würde sein Wert allein auf einem Versprechen beruhen – Peters Versprechen, dass jeder Papyrus, den er ausgibt, tatsächlich mit Fisch „gedeckt“ ist, was Toni und Thomas dazu bringen würde, ihn im Tausch gegen Salz und Äpfel anzunehmen.

Da Papyrus auf der Insel in Hülle und Fülle wächst, könnte Peter problemlos kübelweise Geld ausgeben. Sowohl Toni als auch Thomas können Peter leiden, aber sie erkennen, dass die Idee, ihn als Papyrusbanker der Insel einzusetzen, ihn wahrscheinlich dazu verleiten würde, sie auszunutzen. In der Tat ist es unwahrscheinlich, dass einer der Inselbewohner jemals einen solchen Vorschlag unterbreiten würde.

*There is no honest man — not one — that can resist the attraction of gold!*  
**Aristophanes**

Viel wahrscheinlicher ist es, dass sie ein anderes Gut als indirektes Tauschmittel verwenden würden, für das eine tatsächliche Nachfrage besteht, wie z. B. eine seltene Muschelart, die als Schmuckstück geschätzt wird und auf der Insel nur selten zu finden ist. **Kurz gesagt, auf einem freien Markt würde nur etwas als Tauschmittel in Frage kommen, das aufgrund seines Gebrauchswertes eine bereits bestehende Nachfrage genießt. Ein Gegenstand, der weithin als wertlos gilt, würde auf einem freien Markt niemals zu Geld werden.**

Heute jedoch verwenden wir alle uneinlösbares Papiergeld. Wie kam es dazu, dass im Grunde genommen wertlose Gegenstände weithin als Geld akzeptiert wurden? **Machen wir einen kurzen Abstecher in die Geldgeschichte.**

## Rückblende: Rom 27 v. Chr. – 301 n. Chr.

Die lange Geschichte der Inflation und Geldentwertung in Rom begann eigentlich mit Cäsars Nachfolger Augustus, wobei seine Methode zumindest auf den ersten Blick kein Betrug war. Er ordnete einfach an, Silber exzessiv zu fördern, um das Reich zu finanzieren, das unter Cäsar und ihm selbst stark angewachsen war. Als sich diese Überproduktion inflationär auszuwirken begann, **beschloss Augustus in weiser Voraussicht, die Ausgabe von Münzen einzuschränken. Dies war das letzte Mal, dass ein römischer Kaiser versuchte, einen geldpolitischen Fehler mit ehrlichen Mitteln zu korrigieren**, abgesehen von einem kurzen Aufflackern geldpolitischer Rechtschaffenheit unter Kaiser Aurelius etwa 280 Jahre später.

*The natural tendency of the state is inflation.*  
**Murray Rothbard**

Unter den Nachfolgern des Augustus verschlechterte sich die Lage rapide. Claudius, Caligula und Nero tätigten alle enorme Ausgaben, die die römische Staatskasse leerten. Nero war es, der im Jahr 64 n. Chr. als Erster auf die Idee kam, die Münzen durch Verringerung des Silbergehalts zu entwerten, und von da an ging es rasant bergab.

Es sollte nicht unerwähnt bleiben, dass Markus Antonius die Armee, die er im Kampf gegen Octavian – den späteren Augustus – einsetzte, ebenfalls mit entwertetem Münzgeld finanzierte. Diese Münzen blieben lange Zeit im Umlauf,

ganz im Sinne des „Gresham'schen Gesetzes“, wonach schlechtes Geld gutes Geld aus dem Verkehr verdrängt.

Im Jahr 274 n. Chr. trat der Soldatenkaiser Aurelius, der von 270 bis 275 n. Chr. regierte, mit einer gut gemeinten Währungsreform auf den Plan, indem er den Silber-Kupfer-Gehalt der damals am weitesten verbreiteten Münze, des Antoninianus, auf ein Verhältnis von 1:20 festlegte. Kurz nach der Einführung dieser Reform nahm der Silbergehalt der Münze jedoch wieder unaufhaltsam ab.



Kaiser Diokletian, der Preisfixierer  
Bildnachweis: [hellenicaworld.com](http://hellenicaworld.com)

*The only lesson you can learn from history is that it repeats itself.*

**Bangambiki Habyarimana**

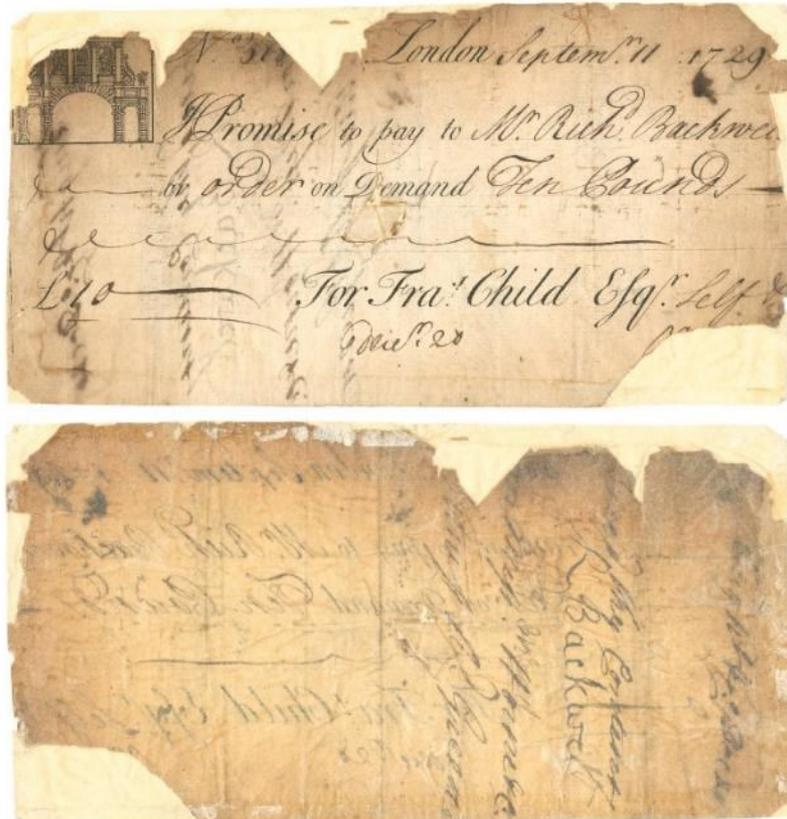
Im Jahr 301 n. Chr. versuchte sich Kaiser Diokletian an einer Reform, **indem er Preiskontrollen einführte**, um die Auswirkungen seiner Inflationspolitik zu verschleiern. Diese Vorgangsweise wurde in der Folgezeit von zahlreichen Politikern wiederholt, **obwohl sowohl theoretisch als auch empirisch nachgewiesen werden konnte, dass sie niemals funktioniert**. **Richard Nixons unglückliches Experiment mit Preiskontrollen** dient als recht aktuelles Beispiel, ebenso wie ähnliche Maßnahmen, die derzeit **in Venezuela umgesetzt werden**.

Diokletians Preiskontroll-Edikt „**De pretiis rerum venalium**“, das er bald wieder aufhob, da es sich trotz harter Strafen für diejenigen, die es zu umgehen versuchten, als nicht durchsetzbar erwies, beschleunigte Roms Niedergang, da die Waren einfach vom Markt verschwanden. Die Kaufleute versteckten ihre Waren lieber, als ein Edikt zu befolgen, das sie zwang, ihre Waren mit Verlust zu verkaufen. **Die Verknappung von Waren ist eine unvermeidliche Folge von Preiskontrollen.**

Es ist keine Übertreibung, zu behaupten, dass die Geldinflation in Verbindung mit Subventionen und Versuchen, wichtige Aspekte der Wirtschaft zentral zu steuern, schließlich den Untergang Roms verursachte. **Die alten Römer hatten zumindest die Ausrede, dass sie mit der Wirtschafts- und Geldtheorie nicht vertraut waren**. Wie dieser kurze Blick auf Teile der römischen Geldgeschichte zeigt, haben **Regierungen seit den Anfängen der westlichen Zivilisation die Bürger durch Geldentwertung bestohlen**.

## Geldsubstitute treten auf den Plan

Wie wurde der Sprung von der Entwertung des Münzgeldes zum reinen Papiergeld vollzogen? Es gibt zwei verschiedene, miteinander verflochtene historische Entwicklungen, die letztlich zum heutigen System geführt haben. Das **Teilreserve-Bankensystem** wurde zuerst von den Vorläufern der heutigen Geschäftsbanken, den Goldschmieden, praktiziert.



Ein Lagerschein eines Goldschmieds (1729)  
Bildnachweis: [britishmuseum.org](http://britishmuseum.org)

*If you owe your bank a hundred pounds, you have a problem. But if you owe a million, it has.*

**John Maynard Keynes**

Goldschmiede dienten als Verwahrer von Gold und Silber, **und die von ihnen ausgestellten Quittungen für solche Einlagen kamen bald als erste Banknoten in Umlauf** – vor allem als sie auf die Idee kamen, Inhaber-Quittungen auszustellen, anstatt die Quittungen an bestimmte Einlagen zu binden. Dies hat offensichtliche Vorteile, und da eine Goldmünze so gut ist wie jede andere von gleichem Gewicht und Feingehalt, besteht offensichtlich keine Notwendigkeit für eine strenge Zuordnung der Einlagen.

**Die Bequemlichkeit, diese Banknoten bei sich zu tragen und zu benutzen, anstatt Taschen mit Gold und Silber mit sich herumzuschleppen**, machte sie bald populär, und es dauerte nicht lange, bis die Goldschmiede erkannten, dass die bei ihnen verwahrten Münzen selten in großen Mengen abgehoben wurden. Stattdessen blieben die Quittungen im Umlauf und galten als perfektes Geldsubstitut. Daraus folgte, dass man Einlagen vorübergehend ausleihen und dafür Zinsen kassieren konnte. Dies war aus rechtlicher Sicht problematisch, da Sichteinlagen jederzeit verfügbar sein sollten.

*New Golden Rule of Fractional Reserve Banking: He who creates the "fool's gold" controls the fools.*

**Orrin Woodward**

Da die ursprünglich ausgegebenen Quittungen im Umlauf blieben, nahm die Gesamtgeldmenge sogar zu, sobald diese Einlagen verliehen wurden. Tatsächlich gaben **viele Goldschmiede einfach zusätzliche Quittungen für Gold aus, auch wenn diese nicht durch Einlagen gedeckt waren**, mit einer ähnlichen Auswirkung auf die weit gefasste Geldmenge. Dies war eine frühe Form des Teilreserve-Bankensystems, d. h., es wurden weitaus mehr Geldscheine verliehen, als tatsächlich in den eigenen Tresoren vorhanden waren. Offensichtlich war dieses Vorgehen betrügerisch, wohingegen manche behaupten, dass es lediglich genial sei. **Dennoch ist es heute völlig legal, obwohl es im Wesentlichen derselbe Betrug bleibt, der es schon immer war.** Der Hauptunterschied besteht darin, dass es sich heute um einen weitaus raffinierteren und auch offiziell sanktionierten Betrug handelt.

Als Banknoten noch (zumindest teilweise) durch eingezahlte Münzen gedeckt waren, wurde die Ausbreitung von Geldsubstituten häufig durch Bank-Runs (oder aus Sicht der Banker durch die Angst vor Bank-Runs) gebremst. Heutzutage gibt es diese Angst nicht mehr. Der Kreditgeber der letzten Instanz – die Zentralbank – kann (bis zu einem gewissen Grad) einen Bank-Run verhindern, indem er neues Geld aus dem Nichts herbeizaubert und es den in Not geratenen Banken zur Verfügung stellt.

## Kerbhölzer und Karl II.

Die andere historische Entwicklung, die als ein wichtiger Vorläufer des modernen Fiat-Geldsystems angesehen werden kann, ist die Anwendung des mittelalterlichen Systems der Zahlungserfassung mit Hilfe von Kerbhölzern in England. In der weitgehend landwirtschaftlich geprägten Wirtschaft des Mittelalters waren Naturalsteuern üblich, und diese Zahlungen wurden mit Kerben auf Holzstäben festgehalten, die dann der Länge nach in zwei Hälften geteilt wurden. Eine Hälfte blieb als Zahlungsnachweis beim steuerzahlenden Leibeigenen. Dies war eine ausgeklügelte Methode, um das Fälschen von Quittungen zu verhindern, da die beiden Hälften eines Zählstabs perfekt übereinstimmten und jeder Zählstab ein Unikat war.

*You don't pay taxes, they take taxes.*

**Chris Rock**

Im Jahr 1100 n. Chr. bestieg König Heinrich I. den englischen Thron und führte die Kerbholzmethode zur Erfassung der Steuerzahlungen ein. Zur Zeit der Herrschaft Heinrichs wurden die Steuern zweimal im Jahr gezahlt, und es entwickelte sich ein Sekundärmarkt für Kerbhölzer, auf denen die zu Ostern geleistete Teilsteuerzahlung verzeichnet wurde. Auf dem Sekundärmarkt zirkulierten die Kerbhölzer mit einem Abschlag auf ihren Nennwert und wurden als Zahlungsmittel für Waren und Dienstleistungen akzeptiert, da sie später der Staatskasse als Nachweis für gezahlte Steuern vorgelegt werden konnten.

**Es dauerte nicht lange, bis der König und sein Schatzmeister erkannten, dass sie tatsächlich Geldscheine im Voraus ausgeben konnten**, um „Notausgaben“ zu finanzieren. Solche Notfälle waren oftmals Kriege. Durch den Verkauf dieser Ansprüche auf künftige Steuereinnahmen

entstand der Markt für Staatsschulden, der auch ein wesentlicher Bestandteil des heutigen Fiat-Geldsystems ist.



„Ein Holzstab zur Aufzeichnung von Transaktionen. Der erste Stock wurde im dritten Viertel des dreizehnten Jahrhunderts in England hergestellt und trägt die Aufschrift ‚£9.4s.4d. von Fulk Basset für den Hof von Wycombe‘; wahrscheinlich Fulco Basset, Bischof von London, der 1259 an der Pest starb. Das zweite Dokument lautet: ‚£4. 8p. von Robert of Curclington für eine Ungerechtigkeit.“  
Bildnachweis: [oldcurrencyexchange.com](http://oldcurrencyexchange.com)

*The power to tax is the power to destroy.*

**John Marshall**

Nach einer kurzen Experimentierphase mit einer pseudorepublikanischen Regierung unter Oliver Cromwell wurde die englische Monarchie 1660 wiederhergestellt, und Karl II. begann seine Regentschaft, wenn auch mit stark eingeschränkten Befugnissen, insbesondere im Bereich der Steuern. Da Karl II. beim Parlament um Geld betteln musste, hatte er große Schwierigkeiten, seine vielen offenen Rechnungen zu bezahlen. Wann immer Karl II. dem Parlament die Erlaubnis zur Steuererhöhung abgerungen hatte, machte er sich sofort daran, diese künftigen Steuereinnahmen zu Geld zu machen, indem er den Londoner Goldschmieden Kerbhölzer mit einem Abschlag verkaufte. Diese Schulden waren an den Inhaber zahlbar, was es den Goldschmieden ermöglichte, sie auf dem Sekundärmarkt zu verkaufen, um noch mehr Geld zu beschaffen, das dem König geliehen werden konnte.

Sie begannen auch, den Einlegern Zinsen zu zahlen, um noch mehr Geld anzuziehen. In dieser Phase waren die Goldschmiede der Meinung, dass sie auf der sicheren Seite standen, **da der König weithin als das Äquivalent eines modernen staatlichen Schuldners mit Triple-A-Rating angesehen wurde, bei dem man sich immer darauf verlassen konnte, dass er seine Schulden mit künftigen Steuereinnahmen begleichen würde. Niemand hielt es für problematisch, dass die Tresore bald weit mehr Holzstäbchen als Gold enthielten.** Es entwickelte sich ein reger Markt für diese Staatsschulden, und die Goldschmiede profitierten davon reichlich.

In der Zwischenzeit entschied sich der König für einen schlaunen Plan: Er beschloss, das Parlament zu umgehen, und begann, nach Belieben Kerbhölzer auszugeben. Nebenbei bemerkt hatte die eine Hälfte eines solchen Stäbchens, die der Partei, die die Mittel vorschoss, gegeben wurde, einen Griff und wurde auf Englisch „stock“ genannt, während die andere Hälfte „Folie“ hieß. Der englische Begriff „stock“ hat sich weiterentwickelt und bezeichnet heute Aktien von börsennotierten Unternehmen. **Es überrascht nicht, dass Karl II. gerne Holzstäbchen gegen Gold eintauschte und bald einen beträchtlichen Kreditboom auslöste, indem er seine Produktion von Holzstäbchen erheblich steigerte.**

**Was machte der König also mit all dem Gold, das er für seine Kerbhölzer erhielt?** Während seiner 25-jährigen Regentschaft führte er drei Kriege, die er alle verlor, zwei gegen die Niederländer, einen gegen Frankreich; er überlebte vier verschiedene Parlamente, von denen ihm nur das erste nicht

feindlich gesinnt war; er half bei der Gründung der Ostindien-Kompanie, machte zahlreiche dubiose Geschäfte mit Ludwig XIV. von Frankreich, seinem Cousin, zeugte eine Schar unehelicher Kinder, von denen er 14 anerkannte, und war überall für seinen dem Hedonismus zugeneigten Hofstaat bekannt. Dies und die Fähigkeit des Königs, die Londoner Goldschmiede zu überreden, ihr Gold gegen Holzstäbchen einzutauschen, mag erklären, warum Karl den Spitznamen „fröhlicher Monarch“ erhielt.



Der Inhalt eines typischen Londoner Goldschmiedetresors auf dem Höhepunkt des königlichen Anleihegeschäfts.  
Bildnachweis: [The National Archives](#)

*To carry on war, three things are necessary: money, money, and yet more money.*

**Gian Giacomo Trivulzio**

Gewiss gab es eine natürliche Grenze für diese Schuldenexpansion. **Nachdem das gesamte von den Einlegern erhaltene Geld an den König überwiesen worden war, konnten zusätzliche Einlagen nur durch das Angebot höherer Zinssätze als zuvor angeworben werden.** Bis 1671 hatte der jährliche Abschlag auf die Schulden des Königs 10% erreicht. Da die Rückzahlungsforderungen die Mittel, die durch die Ausgabe neuer Schuldverschreibungen aufgebracht werden konnten, fast überstiegen, war der schlaue Plan des Königs offensichtlich gescheitert. Doch Karl II. erinnerte sich plötzlich und zum eigenen Vorteil daran, dass es ein Gesetz gegen Wucher gab, und siehe da, Zinssätze von mehr als 6% waren eigentlich nicht zulässig.

Da alle seine kürzlich ausgegebenen Schulden mit einem weitaus höheren Abschlag versehen waren, erklärte er sie einfach für illegal und stellte die Zahlungen ein, mit einigen wenigen, sorgfältig ausgewählten Ausnahmen, d. h., es handelte sich um einen selektiven Zahlungsausfall. **Über Nacht wurden die Kerbhölzer des Königs wieder zu dem, was sie eigentlich immer gewesen waren – wertlose Holzstäbe.** Die Gläubiger des Königs, vor allem die Goldschmiede und ihre Kunden, hatten im wahrsten Sinne des Wortes „den Kürzeren gezogen“.

Obwohl Kerbhölzer noch bis ins frühe 19. Jahrhundert verwendet wurden und sogar zum Kapital der Bank of England gehörten, als diese 1694 gegründet wurde, hat sich der Sekundärmarkt von diesem Schlag nie wirklich erholt. Mit einem Federstrich hatte Karl II. den größten Teil des aufkeimenden Londoner Bankensystems ausgelöscht und zahllose seiner Gläubiger in mittellose und unfreiwillige Spender für die Krone verwandelt.

Zu allem Überfluss errang er auch noch einen Propagandasieg, da die Öffentlichkeit den Goldschmieden die Schuld an dem entstandenen Chaos gab. Die

waren natürlich nicht ganz unschuldig, vor allem hatten sie sich als ziemlich leichtgläubig erwiesen (ein bisschen wie die Leute, die heute Staatsanleihen mit negativen Renditen kaufen ...). Schließlich wurden 1834 alle noch existierenden Kerbhölzer in den Kohleöfen unter dem House of Lords verbrannt – und versehentlich brannte der gesamte Westminster Palast mit ab.



J.M.W. Turners Gemälde „The Burning of the Houses of Lords and Commons“ von 1834. Turner hatte das Ereignis aus erster Hand miterlebt.  
Bildnachweis: [wikimedia.org](https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Turner_-_The_Burning_of_the_Houses_of_Lords_and_Commons.jpg)

*The ideas which now pass for brilliant innovations and advances are in fact mere revivals of ancient errors.*  
**Henry Hazlitt**

**Das Kerbholzsystem war nicht erfolgreich, vermittelte aber eine Idee davon, wie ein Fiat-Geldsystem tatsächlich funktionieren könnte.** Das Kerbholzsystem und die Umwandlung der Goldschmiede von Einlageninstituten in Bankiers, die das Teilreserve-Bankwesen praktizieren, lieferten die Grundlagen für das moderne Geldsystem.

## John Laws Fiat-Geld-Experiment in Frankreich

Es war ein Schotte – John Law – der ironischerweise genau in dem Jahr (1671) geboren wurde, in dem Karl II. seine Schulden nicht mehr begleichen konnte, der das erste große, von diesen Ideen inspirierte Fiat-Geld-Experiment versuchte. Er lebte in Frankreich im Exil und fand in Philipp II., dem Duc d'Orléans, einen willigen Partner, der als Regent eines fast bankrotten Staates die Ideen von John Law in die Praxis umsetzen wollte.



Philippe duc d'Orléans régent de France. Als Ludwig XIV. von Frankreich 1715 starb, wurde Philippe d'Orléans Regent im Namen des damals fünfjährigen Königs. Gemeinsam mit John Law sorgte er dafür, dass die Wirtschaft Frankreichs völlig zerstört wurde. Kupferstich, 1750. Bildnachweis: [britishmuseum.org](https://www.britishmuseum.org)

Der Grundgedanke von John Law war, dass der Wohlstand eines Landes umso größer ist, je mehr Geld im Umlauf ist. Er erörterte diese Ideen in einer 1705 veröffentlichten Abhandlung mit dem Titel „**Money and Trade Considered**“. In Laws eigenen Worten: „*Domestic trade depends upon money. A greater quantity [of money] employs more people than a lesser quantity. An addition to the money adds to the value of the country.*“

*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**

In Anbetracht des obigen Zitats war John Law wohl der erste keynesianische Ökonom der Welt. Er war offensichtlich der Meinung, dass Wirtschaftswachstum das Ergebnis von Geldausgeben sei. John Law wurde Frankreichs Generalkontrolleur der Finanzen und gründete die „Banque Générale Privée“ (später in „Banque Royale“ umbenannt), die **den Großteil ihrer Reserven aus französischen Staatsschulden bezog. Dann begann er, Papiergeld auszugeben, das angeblich durch diese Schulden „gedeckt“ war – allerdings mit dem Versprechen, dass die Scheine bei Bedarf in Goldmünzen umgetauscht werden konnten. Tatsächlich war man weder in der Lage noch willens, dieses Versprechen einzuhalten.**

Um das neue Papiergeld einer misstrauischen Öffentlichkeit schmackhaft zu machen, beschloss man, **es als Zahlungsmittel für Steuern zuzulassen.** Das ist von zentraler Bedeutung und war, wie bereits erwähnt, der Grund dafür, dass englische Kerbhölzer als sekundäres Zahlungsmittel fungieren konnten. In der Folge kam es zu einem enormen Kredit- und Vermögensboom, der besonders ausgeprägt war, nachdem Law beschlossen hatte, Aktien der „Compagnie des Indes“, auch bekannt als „Mississippi-Kompanie“, die ein Handelsmonopol mit der Neuen Welt und Westindien besaß, an die Börse zu bringen.

Zwischen 1719 und 1720 stiegen die Aktien des Unternehmens von 500 auf 10.000 Livres. Wie vorauszusehen war, platzte die Blase schließlich, und die Aktie verlor in der darauf folgenden Krise 97% ihres Wertes. Wütende und nervöse Finanziers versuchten in der darauf folgenden Wirtschaftskrise, ihre Banknoten der Banque Royale in Bargeld umzutauschen, aber natürlich konnte das Versprechen der Zentralbank auf Konvertierbarkeit nicht eingehalten werden, schließlich hatte sie die Menge an Banknoten viel zu sehr aufgebläht. Am Ende wurden ihre Banknoten mit Abschlägen von bis zu 99% ihres Nennwerts gehandelt.

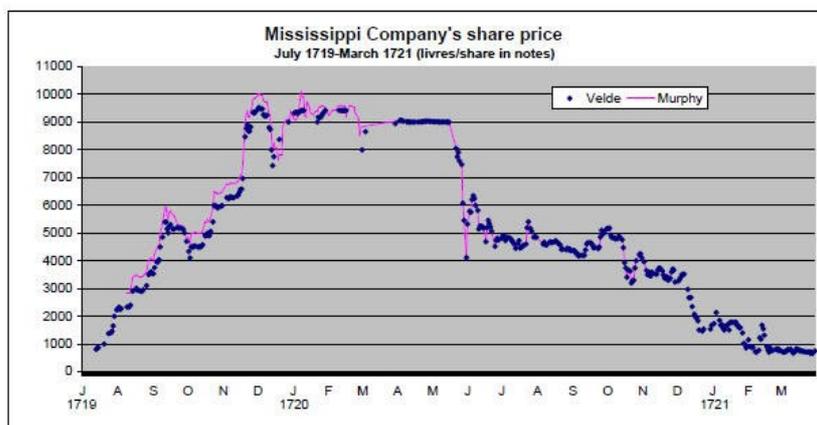
Die Regierung versuchte zunächst, den Gang der Dinge durch das Verbot des privaten Besitzes von Gold aufzuhalten, doch die wütende Bevölkerung trieb Law schließlich ins Exil. **Das Papiergeldexperiment endete mit der endgültigen Schließung der Banque Royale, die Frankreich in eine viel schlechtere wirtschaftliche Lage versetzte als vor dem Experiment.** Unzählige „Papiermillionäre“ waren zu armen Schluckern geworden.



1720: Die Anleger von John Laws Mississippi-Company-Betrug versuchen verzweifelt, ihr Geld zurückzubekommen.  
Kupferstich von Antoine Humblot; Bildnachweis: [pinterest.fr](https://www.pinterest.fr)

*Never underestimate the power of bad ideas. They must be refuted again and again.*  
**Lew Rockwell**

Die Wirtschaftskrise nach dem Zusammenbruch von Laws Mississippi-Unternehmung und seinem Fiat-Geld-System erfasste ganz Europa, denn der wortgewandte Meister des Fiat-Desasters hatte Investoren aus dem ganzen Kontinent verführt, von denen sich viele plötzlich mittellos wiederfanden. Auch das Vertrauen in andere europäische Banken und Unternehmen schwand, und es kam zu zahlreichen Konkursen. Doch Laws Idee, die er offensichtlich vom Kerbholzsystem übernommen hatte, nämlich dass Fiat-Geld dadurch gestützt werden könnte, dass es zur Begleichung von Steuerverpflichtungen herangezogen werden darf, wurde nicht vergessen.



Aktienkurs von John Laws „Compagnie des Indes“ – Aufstieg und Fall.  
Quelle: [Dave Smant: Mississippi Bubble 1720](https://www.davesmant.com)

Es gibt mehrere historische Beispiele, die dem oben Gesagten ähneln, wie z. B. die Fiatgeld-Inflation in Frankreich unter der revolutionären Versammlung, die knapp 70 Jahre, nachdem John Law das Land ruiniert hatte, stattfand und es erneut ruinierte. **Auch im Laufe des 20. Jahrhunderts kam es zu zahlreichen Hyperinflationen, immer im Zusammenhang mit Versuchen, die Staatsausgaben mit der Druckerpresse zu finanzieren.**

## Vom Münzprägen zum Fiatgeld

*There is only one institution that can arrogate to itself the power legally to trade by means of rubber checks: the government. And it is the only institution that can mortgage your future without your knowledge or consent: government securities...are promissory notes...on your future production.*

Ayn Rand

Lange Zeit waren die Staaten gezwungen, die Rolle des Goldes als Geld zu akzeptieren. Die Einführung von uneinlösbarem Papiergeld wurde nicht als praktikabel angesehen, und gescheiterte Experimente wie das von John Law hielten die Regierungen davon ab, diese Idee weiter zu verfolgen. **Stattdessen griffen die Staatsoberhäupter auf das Beschneiden von Münzen zurück oder reduzierten auf andere Weise den Edelmetallgehalt der Münzen, wenn sie die Bürger durch Inflation berauben wollten. Diese frühen Fälle von Inflation durch Verringerung des Edelmetallgehalts von Münzen führten zum Untergang ganzer Reiche**, allen voran des Römischen Reichs. Das Kerbholzsystem und John Law zeigten jedoch bereits, wie eine öffentliche Nachfrage nach Fiat-Währung erzeugt werden konnte, **nämlich dadurch, dass die Regierung sie zur Zahlung von Steuern akzeptierte.**

Aus diesem Grund werden Papierstücke mit etwas Tinte darauf nicht gleich verschmätzt. Die beiden Hauptpfeiler dieses Systems beruhen auf Zwang: direkt über die Zahlungsmittelgesetze, die vorschreiben, dass Fiatgeld zur Begleichung aller Schulden, ob öffentlich oder privat, verwendet und akzeptiert werden muss, und indirekt über die Nachfrage nach Fiatgeld, um Steuerpflichten nachzukommen. Man kann mit Sicherheit sagen, dass es ohne dieses zweite Kriterium für die Regierungen unmöglich gewesen wäre, uneinlösbares Papier zu „monetarisieren“.

Die bloße rechtliche Proklamation, dass etwas Geld sein soll, reicht nicht aus, um es zu Geld im ökonomischen Sinne zu machen, ebenso wenig wie die „offizielle Demonetisierung“ einer vom Markt gewählten Geldware diese vollständig ihrer monetären Eigenschaften berauben kann. **Es ist notwendig, dass die Marktteilnehmer den Gegenstand, der zum gesetzlichen Geld erklärt wurde, im Geschäftsverkehr verwenden. Wenn sie dies tun, dann ist es Geld.**

Wie bereits erwähnt, waren Banknoten ursprünglich lediglich Geldsubstitute – Ansprüche auf eine bestimmte Menge von Metallgeld, das in Banktresoren aufbewahrt wurde. Die Menschen gewöhnten sich daran, dass diese Geldsubstitute Geld darstellen, und die Regierungen leiteten die Umstellung auf Fiat-Geld ein, indem sie diese Geldsubstitute ihrer Konvertierbarkeit beraubten, wobei sie darauf setzten, dass die Menschen sie aus Gewohnheit weiterhin für kommerzielle Transaktionen verwenden würden. **Heutzutage sind Banknoten keine Geldsubstitute mehr, sondern sind faktisch zum Standardgeld geworden.** Zu den Geldsubstituten gehören die beiden Arten von Einlagengeld: ungedecktes Geld (Umlaufmittel, für die es kein Gegenstück in Form von Standardgeld gibt) und gedeckte Geldsubstitute (Einlagengeld, für das Bankreserven bestehen, entweder in Form von in Tresoren verwahrtem Geld oder als Reserven bei der Zentralbank).

Äußerst wichtig für das Funktionieren des Systems ist **auch der Glaube an den Wert der Staatsschulden**, der auf der Überzeugung beruht, dass die Regierungen in der Lage sein werden, ihren Bürgern in der Zukunft genügend

Reichtum zu entziehen, um die Schulden zurückzuzahlen. Staatsanleihen sind sozusagen die wichtigste „Deckung“ der Banknoten und ihrer umlaufenden digitalen Gegenstücke. Sie binden Regierungen und das Bankensystem über die Zentralbank aneinander. Die Zentralbank hat die Macht, solche Schulden zu „monetarisieren“, indem sie neues Geld aus dem Nichts erschafft und es zum Kauf von Schuldtiteln verwendet. Dieser Umweg über die Geldschöpfung ist ein wesentlicher Bestandteil des Vertrauensspiels.

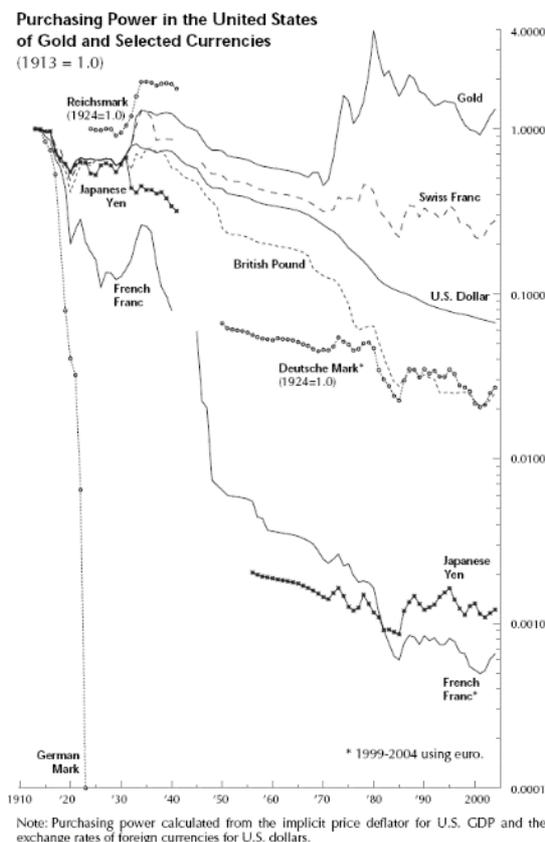
## Diebstahl von Kaufkraft

Da die Bilanz der Zentralbank größtenteils aus Staatsschulden besteht, hat sie einen Anreiz, die „Inflationserwartungen“ der Öffentlichkeit zu steuern und die Währung so unauffällig wie möglich aufzublähen. Das bedeutet natürlich nicht, dass der Inflationsbetrug per se gehemmt ist. Der Diebstahl wurde lediglich so organisiert, dass sich die Bevölkerung nicht allzu sehr beschwert. **Der Frosch wird sozusagen langsam gekocht.**

*Inflation is the one form of taxation that can be imposed without legislation.*

**Milton Friedman**

Müsste die Regierung tatsächlich die Steuern erhöhen, anstatt sich die schwindeleerregenden Geldsummen zu leihen, die sie verwendet, um ihre Wohlfahrts-/Kriegsprogramme am Laufen zu halten und den Mechanismus des Stimmenkaufs in Gang zu halten, müsste sie die Steuern um so viel erhöhen, dass es zu einer Rebellion käme. Stattdessen greift die Regierung auf die Inflation zurück. **Aus Sicht der Regierung ist die Geldmengeninflation nichts anderes als eine geschickt getarnte versteckte Steuer.**



Bildnachweis: Gold Eagle

Der obige Chart zeigt die Fiat-Währungen im 20. Jahrhundert – seit der Gründung der Federal Reserve haben sich weltweit zahllose Währungskatastrophen in unterschiedlicher Geschwindigkeit ereignet. Es ist erwähnenswert, dass dieser Chart mittlerweile etwas veraltet ist und den großen Kaufkraftgewinn von Gold gegenüber Fiat-Währungen seit 2005 noch nicht berücksichtigt.

*Inflation is when you pay fifteen dollars for the ten-dollar haircut you used to get for five dollars when you had hair.*

**Sam Ewing**

In einem 2007 veröffentlichten Artikel erinnert sich der erfahrene Marktanalyst Richard Russell an die 125 USD, die er in seinem ersten Job nach dem College monatlich verdiente, und an die damals sehr hohen 22,50 USD, die er monatlich für seine Lebensversicherung in Höhe von 10.000 USD zahlen musste. Ein neues Auto kostete damals 450 USD. Das waren in den 1940er-Jahren fürstliche Summen, aber heute ist das Kleingeld.

Diese Abwertung ist natürlich nicht über Nacht geschehen, obwohl sie sehr schnell eintreten kann, wenn das Vertrauen der Öffentlichkeit in die geldemittierende Behörde schwindet. **Die Öffentlichkeit hat sich an die „Inflationssteuer“ gewöhnt, da sie sich scheinbar im Schneckentempo vollzieht**, zumindest nach den offiziellen Inflationsmessungen der Regierung. Es ist natürlich nicht möglich, das „allgemeine Preisniveau“ zu messen. **Es gibt eine Reihe von Tauschverhältnissen zwischen Geld und zahllosen unterschiedlichen Gütern**, deren Aufsummierung einfach keinen Sinn ergibt. Das Geld selbst unterliegt den Kräften von Angebot und Nachfrage, ebenso wie die Waren, gegen die es getauscht wird, sodass es keinen festen Maßstab gibt, an dem Preisänderungen gemessen werden können. Folglich sind diese Inflationsmessungen mit Vorsicht zu genießen.

*Inflation takes from the ignorant and gives to the well informed.*

**Venita VanCaspel**

Mit der Einführung des gesetzlichen Zahlungsmittels hat das Papiergeld das Gold aus dem Verkehr gezogen. Niemand wird solides Geld für Transaktionen verwenden, wenn er die Wahl hat, stattdessen ein unsolides Geld zu verwenden. **Im Laufe der Zeit ist Gold immer mehr von den Währungsbürokratien der Welt in private Hände übergegangen und dient als Wertaufbewahrungsmittel und Versicherung gegen das Scheitern des modernen Fiat-Geld-Experiments.** Man sollte jedoch bedenken, dass das Gegenteil eintreten wird, wenn ein unsolides Geld als Tauschmittel völlig unbrauchbar wird: In diesem Fall werden die Menschen ein alternatives Tauschmittel nutzen, von dem sie erwarten, dass es seinen Wert besser bewahrt. Während der Hyperinflation in Simbabwe z. B. begannen die Simbawwer, US-Dollar, südafrikanische Rand und Goldstaub für Zahlungen zu verwenden.

Weltweit werden derzeit nur etwa 2,5% aller offiziellen Zentralbankreserven in Form von Gold gehalten. Einige Länder halten einen weitaus größeren Anteil ihrer Reserven in Gold, vor allem die USA und viele europäische Staaten, aber selbst dann verblassen diese Reserven im Vergleich zur Menge des von ihnen ausgegebenen Papiergeldes und der Zentralbankkredite.

## Alle sind glücklich

*The hardest thing to understand in the world is the income tax.*

**Albert Einstein**

Es ist auch wichtig, festzustellen, dass die meisten Bürger, obwohl sie einer versteckten Steuer unterworfen sind, eigentlich ganz zufrieden mit den Dingen sind, wie sie sind. **Wie Gary North in einem Aufsatz festgestellt hat, scheinen alle Beteiligten zufrieden zu sein, sowohl die Räuber als auch die Beraubten.** Die Banken sind glücklich, Teil eines Kartells zu sein, das von der Zentralbank angeführt wird, was ihnen einen immensen Spielraum für die ständige und schamlose Überspekulation mit ihrem Kapital verschafft, die noch durch das „moral hazard“, das durch die Etablierung eines „Kreditgebers der letzten Instanz“, der unbegrenzt Geld aus dem Nichts zaubern kann, geschaffen wird, noch verstärkt wird. Politiker und Bürokraten sind glücklich, weil es kaum Beschränkungen für ihre Ausgabenwünsche gibt und sie nichts daran hindert, sich Stimmen zu erkaufen oder sich irgendwelchen Lieblingsprojekten hinzugeben, die sie sich gerade ausdenken.

*Today is already the tomorrow which the bad economist yesterday urged us to ignore.*

**Henry Hazlitt**

Und schließlich gibt es unter den Menschen, die eigentlich protestieren sollten, große Untergruppen, die entweder Münder des Staates sind und von dessen Großzügigkeit abhängen – das schändliche Geheimnis des Wohlfahrtsstaates besteht darin, dass er aus ansonsten freien und verantwortungsbewussten Menschen verantwortungslose Sklaven macht – oder die in ihrem Streben nach sofortiger Befriedigung so viele Schulden angehäuft haben, dass sie ganz froh sind, wenn das Geld in stetigem Tempo entwertet wird. **In einem Land, in dem die Mehrheit der Bevölkerung verschuldet ist, ist die Inflation die politisch am besten vertretbare Form der Geldpolitik.** Schließlich sind alle kurzfristig orientiert: Politiker und Bürokraten auf ihre Amtszeit, Verbraucher auf ihre Schulden und ihren Wunsch, mit Geld, das sie nicht haben, mehr Dinge zu kaufen, die sie nicht brauchen, usw.

Nur wenige denken darüber nach, dass diese Politik auf lange Sicht den Ruin bedeutet. Im Laufe der Zeit werden die Realeinkommen und der Lebensstandard der Mittel- und Unterschicht immer mehr schrumpfen, **während die wahren Nutznießer der Inflation – diejenigen, die als erste das neu geschaffene Fiat-Geld in Anspruch nehmen – in einer Art umgekehrter Umverteilung von den späteren Empfängern immer mehr Reichtum anhäufen.**

## Wohlstandsproduzenten haben kein Mitspracherecht

*Production is the only answer to inflation.*

**Chester Bowles**

Sparer und Produzenten von genuinem Wohlstand werden durch die Inflation stark benachteiligt. Sie müssen sich damit abfinden, dass durch die zusätzliche Geldschöpfung eine Nachfrage nach knappen Gütern entsteht, ohne dass zuvor ein Beitrag zum Ersparnispool geleistet wurde. Nichts kann gegen etwas getauscht werden, und ihre eigenen Ersparnisse werden es ihnen nicht mehr ermöglichen, die Nachfrage nach Gütern in dem von ihnen erwarteten Umfang auszuüben. **Es überrascht nicht, dass die kleine Elite, die tatsächlich vom Fiat-Geldsystem profitiert, sich damit zufrieden gibt, die langfristige**

**Perspektive für sich zu nutzen. Die tatsächlichen Produzenten von Reichtum sind eine sehr kleine Gruppe, zu klein, um entscheidend mitzubestimmen, wie die Dinge laufen sollen.** Sie müssten alle streiken, wenn sie Druck ausüben wollten, ganz im Sinne von Ayn Rands Hauptfigur John Galt in ihrem Roman „Atlas Shrugged“.

Leider stecken die etablierten Großunternehmen in der Regel mit dem Staat unter einer Decke und sind auch mit dem Status quo zufrieden. Ihr Hauptziel ist es, die Konkurrenz von Emporkömmlingen fernzuhalten, weshalb sie mit den verschiedenen Methoden, mit denen die Marktwirtschaft behindert wird, recht zufrieden sind. Sie geben Lippenbekenntnisse zur Idee wirklich freier, wettbewerbsorientierter Märkte ab, setzen sich aber gleichzeitig ständig für wettbewerbsfeindliche Vorschriften ein.

## Jahrzehnte erfolgreicher Propaganda

*Those who are capable of tyranny are capable of perjury to sustain it.*

**Lysander Spooner**

Der Propagandaaufwand zur Unterstützung des Fiat-Geldsystems war im Laufe der Jahrzehnte enorm, und er war recht erfolgreich. Der ehemalige Vorsitzende der Federal Reserve, Alan Greenspan, sagte anlässlich seiner halbjährlichen Anhörung vor dem Kongress einmal zu Ron Paul: *„We have had extraordinary success in replicating the features of a gold standard.“* Wir sind uns ziemlich sicher, dass er sich bewusst war, dass dies nicht der Fall ist. Und doch wäre außer Ron Paul kein Kongressabgeordneter auch nur auf die Idee gekommen, diese absurde Behauptung in Frage zu stellen. **Man sollte meinen, dass die Tatsache, dass der US-Dollar – eine der „besseren“ Fiat-Währungen der Welt – 97% seiner Kaufkraft verloren hat, seit die Federal Reserve im Geschäft ist, für sich selbst spricht.** Ludwig von Mises hat bereits 1920 gezeigt, dass eine sozialistische zentrale Wirtschaftsplanung buchstäblich unmöglich ist. Keine rationale Wirtschaft kann zentral geplant werden. Das Zentralbankwesen stellt lediglich einen Spezialfall des Theorems von der Unmöglichkeit des Sozialismus dar, das auf den Finanzbereich angewendet wird.

Es gibt immer noch eine Marktwirtschaft, die, wenn auch eingeschränkt, neben den großen Teilen der Wirtschaftstätigkeit funktioniert, die von wohlstandsmindernden Einrichtungen wie dem Staat und seinen Abhängigen übernommen wurden. **Der Teil der Wirtschaft, der als relativ frei bezeichnet werden kann, produziert unseren gesamten Wohlstand.** Er unterstützt unwissentlich den Fortbestand des Fiat-Geldsystems, indem er das tut, was er am besten kann, nämlich die Produktivität zu steigern und dadurch einen Abwärtsdruck auf die Preise von Waren und Dienstleistungen auszuüben – was dem durch die Geldinflation erzeugten Aufwärtsdruck auf die Preise entgegenwirkt.

## Wirtschaftlicher Interventionismus vs. freier Markt

*Socialism is an alternative to capitalism as potassium cyanide is an alternative to water.*

**Ludwig von Mises**

Die Befürworter des derzeitigen Systems loben dessen „Flexibilität“. Dies ist nichts anderes als ein Argument zugunsten des Interventionismus, das auf dem Irrglauben beruht, die Marktwirtschaft sei von Natur aus anfällig für „Versagen“. Ein weiteres häufig zu hörendes Argument lautet: „Wenn die Wirtschaft wachsen soll, muss auch das Geldangebot wachsen“, so als ob dies unmittelbar einleuchtend wäre. In der Tat halten viele Menschen dies für eine Binsenweisheit, da es oberflächlich betrachtet überzeugend klingt. **In Wirklichkeit bringt die Erhöhung der Geldmenge der Gesellschaft keinerlei Nutzen.** Es ist nicht wichtig, wie viel Geld man in Form von Zahlen auf einem Bankkonto hat, wichtig ist, was man mit diesem Geld kaufen kann. In einem freien Markt werden die Preise für Waren und Dienstleistungen im Laufe der Zeit immer weiter sinken. Das ist die unvermeidliche Folge der steigenden Produktivität. **Deshalb ist die weit verbreitete Annahme, dass wir eine ständige Inflationierung der Geldmenge benötigen, damit die Wirtschaft wachsen kann, ein Irrglaube.**

Es ist nicht hundertprozentig sicher, dass sich eine wirklich freie Marktwirtschaft heute auf Gold als Geld festlegen würde, obwohl die Chancen gut stehen, dass es eine wichtige Rolle spielen würde. Es scheint sehr wahrscheinlich, dass die frühere historische Periode von Versuch und Irrtum, die zur Etablierung von Edelmetallen als Geld geführt hat, immer noch weithin als wahrscheinlich angesehen würde, um ein zufriedenstellendes Ergebnis zu erzielen. Es ist jedoch nicht wirklich wichtig, ob sich Gold oder etwas anderes als Geld durchsetzen würde. **Wichtig ist, dass die Entscheidung darüber, was als Geld verwendet werden soll, von den Marktteilnehmern freiwillig getroffen wird.**

In einem ungehinderten freien Markt mit einem relativ stabilen Geldangebot wären Geldangebot und -nachfrage zwar immer noch Schwankungen unterworfen, aber es ist anzunehmen, dass diese gering wären. Ein frei zustande gekommener Markt zins würde den Unternehmern zu jedem Zeitpunkt korrekt signalisieren, wie es um die Zeitpräferenzen der Gesellschaft bestellt ist, sodass sie ihr Kapital auf die effizienteste Weise einsetzen könnten.

*A Law cannot give to Bills that intrinsick Value, which the universal Consent of Mankind has annexed to Silver and Gold.*

**John Locke**

Im Gegensatz dazu werden in einem Fiat-Geldsystem, in dem die Zinssätze von einer bürokratischen zentralen Wirtschaftsplanungsbehörde verwaltet werden, die Signale, die die Zinssätze an die Unternehmer über die erwartete künftige Verbrauchernachfrage und die tatsächlichen Kapitalkosten aussenden, ständig verfälscht und dadurch Fehlinvestitionen von knappem Kapital gefördert. Phasen, in denen sich das Kredit- und Geldangebot stark ausweitet und Fehlinvestitionen zunehmen, werden als „Wirtschaftsboom“ bezeichnet, und jeder liebt sie. **Wenn ein Aufschwung in eine Rezession umschlägt und die Liquidierung von fehlinvestiertem Kapital notwendig wird, sind sich nur wenige Menschen bewusst, dass der vorangegangene Boom schuld daran ist.** Und so wird der Ruf nach mehr geld- und fiskalpolitischen Interventionen laut, was die Malaise verlängert und vertieft, indem fehlinvestiertes Kapital künstlich am Leben erhalten wird.

Eine staatlich verordnete Fiat-Währung funktioniert auf lange Sicht einfach nicht. Wir haben empirische Beweise in Hülle und Fülle – **jedes Papiergeldsystem in der Geschichte ist gescheitert, mit Ausnahme des aktuellen, das noch nicht gescheitert ist.** Das moderne Fiat-Geldsystem ist raffinierter konstruiert als seine historischen Vorgänger und verfügt über einen weitaus größeren angehäuften realen Reichtum, aus dem es sich speisen kann, sodass es wahrscheinlich relativ langlebig sein wird, was Fiat-Geldsysteme angeht.

In einem wirklich freien Markt würde es jedoch niemals Fiat-Geld geben. Greenspan lag falsch – Regierungsbürokraten können nicht per Dekret etwas schaffen, das „so gut wie Gold“ ist.



**NZBD** 

New Zealand Bullion Depository

---

New Zealand Bullion Depository bietet Ihnen eine sichere, seriöse und diskrete Einlagerung Ihres Goldes. Für Ihre Generation und spätere Generationen.

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

# Goldlagerung: Faktencheck für Deutschland, Kanada und das Vereinigte Königreich

*„The most contrarian thing of all is not to oppose the crowd but to think for yourself.“*

Peter Thiel

## Key Takeaways

- In stürmischen Zeiten ist der Erhalt des Vermögens wichtiger als dessen Mehrung. Statt sich auf die Entwicklung des Goldpreises zu konzentrieren, erhalten Faktoren wie Vertrauen, Sicherheit, Risikodiversifizierung und die Absicherung gegen die Schwachstellen des derzeitigen Währungssystems mehr Aufmerksamkeit.
- Der Ausbruch der Coronapandemie hat das Ende einer Ära eingeläutet. So wurden rasend schnell durch Notverordnungen Freiheitsrechte beschnitten, während die Risse im Finanzsystem wegen der steigenden Verschuldung immer größer werden. Daher hat die Frage des Vermögenserhalts neue Bedeutung gewonnen.
- In den vergangenen Jahren haben wir über Liechtenstein, die Schweiz, Singapur, Neuseeland, Australien und Dubai sowie über die USA, die Cayman Islands und Österreich berichtet.
- In diesem Jahr widmen wir uns Deutschland, Kanada, und dem Vereinigten Königreich einschließlich der Kanalinseln.

## Warum die sichere Aufbewahrung von Gold wichtiger denn je ist

*There's no harm in hoping for the best as long as you're prepared for the worst.*

**Stephen King**

**Mit der Corona-Krise hat die Gebrechlichkeit des globalen Finanzsystems weiter zugenommen.** Noch nie zuvor hat die weltweite Staatsverschuldung ein solches Ausmaß erreicht, was in einer globalisierten Welt ein für alle ernstzunehmendes Problem darstellt. Gleichzeitig hat die politische Reaktion auf diesen globalen Gesundheitsnotstand das Vertrauen vieler Menschen in gesellschaftliche Institutionen wie Wissenschaft, Demokratie, Recht und Ordnung geschwächt.

**Der Ausbruch der Ukraine-Krise hat sich als zusätzlicher Katalysator erwiesen:** Als Reaktion auf das russische Vorgehen hat der Westen begonnen heftige Wirtschaftssanktionen gegen Russland zu verhängen. Zu den ersten Maßnahmen gehörten die Beschlagnahmung der russischen Devisenreserven und das Einfrieren der Vermögenswerte von mehr als 400 Personen mit angeblich engen Verbindungen zu Putin. Das eigentliche Ziel der westlichen Behörden besteht jedoch darin, die rechtlichen Rahmenbedingungen so anzupassen, dass die eingefrorenen Vermögenswerte im Zuge der Sanktionen dauerhaft beschlagnahmt werden können. Dies stellt möglicherweise einen Präzedenzfall dar. Wird die Rechtsstaatlichkeit erst einmal für einen so genannten „begründeten Ausnahmefall“ außer Kraft gesetzt, ist es ein Leichtes, diese Ausnahme willkürlich auszuweiten. **Dies verleiht der Auseinandersetzung mit der Frage nach der Erhaltung von Vermögenswerten eine neue Dringlichkeit.**

*If you decide you want to buy gold, you have the weight of history behind you.*

**Herb Stein**

Gold hat in der Vergangenheit bereits etliche Krisen überstanden, und so überrascht es nicht, dass sich viele in unsicheren Zeiten und auf der Suche nach einer vertrauenswürdigen, vom globalen Währungs- und Finanzsystem unabhängigen Anlage, an das Edelmetall wenden. Das Hauptziel von Investitionen in physische Goldbestände besteht darin, eine strategische Anlage zu halten, die nicht mit anderen Finanzanlagen korreliert ist und somit als Absicherung gegen Abschwünge an den Finanzmärkten dient.

**Gold ist außergewöhnlich, da es diese Unabhängigkeit vom globalen Finanzsystem bietet und dabei keinerlei Gegenparteierrisiko besitzt.** Da es sowohl unzerstörbar als auch leicht zu transportieren ist, kann es gar jahrhundertlang in einem Tresor gelagert werden, ohne dass Kaufkraftverluste beispielsweise durch einen Zahlungsausfall oder Inflation drohen. Zunehmend wichtiger wird auch die „Cyber-Immunität“ von Gold – arglistige Hackerattacken zählen nicht zu den möglichen Gefahren. **Diese Eigenschaften machen Gold zu einer wirksamen Diversifizierung gegen systemische Risiken an den Finanzmärkten.**

Die Wahl eines sicheren Aufbewahrungsortes ist dabei ebenso wichtig, wie die Entscheidung einer Investition in physisches Gold selbst. Allerdings ist die Entscheidung zugunsten eines Aufbewahrungsortes neben sorgfältigen Überlegungen rund um Sicherheit, Vertrauen und Liquidität auch sehr von persönlichen Faktoren (z. B. Wohnort) abhängig. Eine allgemeingültige, perfekte Lösung gibt es nicht. Verschiedene Länder können anhand von Kriterien wie

wirtschaftlicher Freiheit, Rechtsstaatlichkeit und Durchsetzung privater Eigentumsrechte, politischer und wirtschaftlicher Stabilität und historischer Erfolgsbilanz des Landes verglichen werden.

**In den vergangenen Jahren haben wir die Vorzüge der sicheren Aufbewahrung von Gold in so unterschiedlichen Ländern wie Liechtenstein, der Schweiz, Singapur, Neuseeland, Australien, Dubai, USA, Cayman Islands und Österreich vorgestellt.<sup>64</sup> In diesem Jahr werden wir Deutschland, Kanada und das Vereinigte Königreich einschließlich der Kanalinseln als Orte für die sichere Goldlagerung genauer unter die Lupe nehmen.**

## Deutschland – die verlässliche Konstante im Herzen Europas



Bildnachweis: wikimedia

**Die Bundesrepublik Deutschland, im Herzen Europas gelegen, hat sich zur viertgrößten Volkswirtschaft der Welt (3,8 Bill. USD) und zum wirtschaftlichen Zentrum Europas entwickelt, das für seine Präzision, seine Ingenieursleistungen und seine Effizienz bekannt ist.**

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

**Henry Kissinger**

Deutschland grenzt an neun Länder – Polen, die Tschechische Republik, Österreich, die Schweiz, Frankreich, Luxemburg, Belgien, die Niederlande und Dänemark – und liegt in der nordeuropäischen Tiefebene mit Gebirgslandschaften im Süden, die sich bis zu den Alpen erstrecken, sowie Zugang zur Nord- und zur

<sup>64</sup> Siehe „Goldlagerung: Faktencheck für Österreich, die USA und die Cayman Islands“, In Gold We Trust-Report 2021; „Goldlagerung – Neuseeland, Australien und Dubai im Faktencheck“, In Gold We Trust-Report 2020; „Goldlagerung: Liechtenstein, Schweiz und Singapur im Faktencheck“, In Gold We Trust-Report 2019

Ostsee. Mit einer Fläche von 350.000 Quadratkilometern ist es nur das siebtgrößte Land in Europa, doch mit den Flüssen Donau, Rhein, Oder und Elbe verfügt Deutschland über das dichteste schiffbare Flusssystem der Welt, das es ermöglichte, trotz geringer physischer Ressourcen zu einer der führenden Exportnationen zu werden. Das Fehlen natürlicher Grenzen sowohl im Osten als auch im Westen in Kombination mit der insgesamt flachen Topographie macht das Land anfällig für militärische Invasionen. Im Laufe der Jahrhunderte haben diese topographischen Gegebenheiten Deutschlands geopolitische Strategie geprägt: Erlangung regionaler Dominanz durch innere Stabilität und Stärke, um die Nachbarn von einer Invasion abzuhalten.

*It would be illogical to assume that all conditions remain stable.*

**Spock, Erster Offizier, Raumschiff Enterprise**

Diese Strategie hat sich nicht immer als erfolgreich erwiesen und das Land in einem ständigen Auf- und Abstiegszyklus gehalten. Jahrhundertlang war das Gebiet des heutigen Deutschlands mit unzähligen Königreichen, Fürstentümern und Stadtstaaten bedeckt, die Teil des 1000-jährigen „Heiligen Römischen Reiches“ waren. Erst 1871, nach drei großen Kriegen, entstand ein einheitliches Deutschland, das von Preußen beherrscht wurde. Das Gleichgewicht der Kräfte in Europa war jedoch nicht von Dauer. Als die Spannungen eskalierten, sah sich Deutschland im Rahmen der multilateralen Verteidigungsabkommen zwischen den Mächten gezwungen, Österreich zu unterstützen, indem es Russland den Krieg erklärte und damit einen Zweifrontenkonflikt auslöste, da Frankreich mit Russland verbündet war – etwas, das Deutschland seit jeher zu vermeiden suchte.

*Two thousand years ago, the proudest boast was „civis romanus sum“ [„I am a Roman citizen“]. Today, in the world of freedom, the proudest boast is „Ich bin ein Berliner!“*

**John F. Kennedy**

**Nach der Niederlage im Ersten Weltkrieg durfte Deutschland durch die Übernahme der Kriegsreparationskosten als Republik, aber nicht mehr als Monarchie bestehen bleiben.** Der großzügige Einsatz der Notenpresse – insbesondere zur Bedienung der Kriegsreparationen – mündete in der Hyperinflation der Weimarer Republik. Die zunehmende Spaltung der Gesellschaft ebnete den Weg für Hitlers Aufstieg, das national-sozialistische Regime und den Zweiten Weltkrieg. Nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs wurde Deutschland von den vier Siegermächten aufgeteilt. Während Ostdeutschland Teil des von der Sowjetunion dominierten Ostblocks wurde, wurde Westdeutschland Gründungsmitglied der Europäischen Gemeinschaften (EGKS, EWG und Euratom) und der NATO. Diese Teilung endete erst mit der Wiedervereinigung 1990, fast genau ein Jahr nach dem Fall der Berliner Mauer.

*Germans know what they do because everywhere they go there's a 'made in Germany' label on it, they can feel proud of Volkswagens, Audis, Mercedes.*

**Evan Davis**

Ein entscheidender Faktor für den Aufstieg des Landes zu einer der stärksten Volkswirtschaften der Welt war die erfolgreiche Ausrichtung des hochwertigen verarbeitenden Gewerbes auf den globalen Export, unterstützt durch deutsche Effizienz und gut ausgebildete Arbeitskräfte. „Made in Germany“ fasst diesen Erfolg im Grunde zusammen. **Ursprünglich von den Briten als Siegel für minderwertige Qualität eingeführt**, ist es heute zu einem Alleinstellungsmerkmal geworden, das hervorragende Qualität, Haltbarkeit und Zuverlässigkeit verspricht.

Darüber hinaus hat das Erbe der dezentralen und föderalen Regierungsstruktur das Entstehen einer starken mittelständischen Unternehmenslandschaft mit einer Vielzahl von Hidden Champions in Nischenbereichen begünstigt. Der Erfolg Deutschlands basiert außerdem auf einer soliden Rechtsstaatlichkeit – **im „WJP-Rechtsstaatlichkeitsindex“ belegt Deutschland den 5. Platz** – und die **Korruption ist sehr gering**. Infolgedessen bietet Deutschland seiner Bevölkerung von knapp

über 83 Millionen Menschen einen hohen Lebensstandard. Im Jahr 2019 belegte Deutschland den 6. Platz im „Index für menschliche Entwicklung“.

Eine wichtige Rolle für die soziale Stabilität Deutschlands spielt die umfassende Umverteilung des Wohlstands, die der deutschen Bevölkerung ein großzügiges System staatlicher Dienstleistungen von der kostenlosen Bildung über die allgemeine Gesundheitsversorgung bis zur Rente bietet. Dieses Wohlfahrtssystem steht jedoch zunehmend vor Herausforderungen, da die deutsche Bevölkerung schnell altert. Mit einer Geburtenrate von unter 1,6 und einem Durchschnittsalter von 46 Jahren steuert Deutschland auf einen demografischen Abstieg zu – wenn nicht gegengesteuert wird. Dies wird die Abhängigkeit des Landes von Exporten noch weiter verstärken – seit Mitte der 1990er-Jahre verzeichnet Deutschland einen Handelsbilanzüberschuss, der mitunter fast 50% des BIP ausmachte.

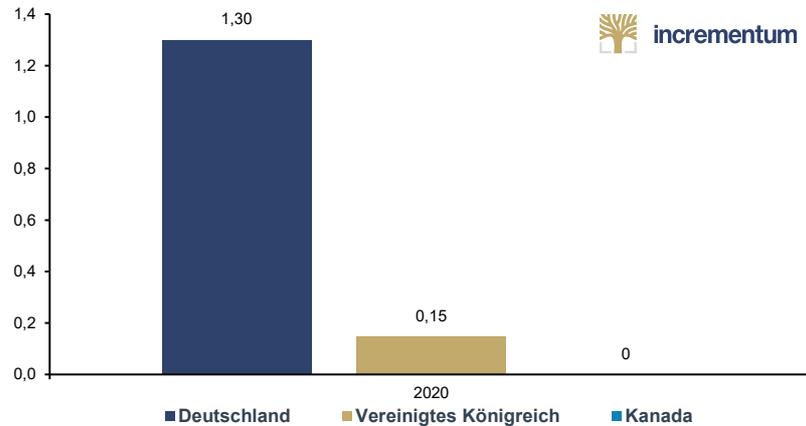
*Wenn ich mit meiner Relativitätstheorie recht behalte, werden die Deutschen sagen, ich sei Deutscher und die Franzosen, ich sei Weltbürger. Erweist sich meine Theorie als falsch werden die Franzosen sagen, ich sei Deutscher, und die Deutschen, ich sei Jude.*

**Albert Einstein**

**Beispielhaft für die deutsche Mentalität ist ihre finanzpolitische Vorsicht, sicherlich auch bedingt durch die tiefsitzende Erinnerung der Hyperinflation in der Weimarer Republik.** Im Gegensatz zu den meisten anderen europäischen Ländern ist Deutschland entschlossen, eine „schwarze Null“, also einen ausgeglichenen Bundeshaushalt, zu halten. Seit 2012 sank die Schuldenquote und fiel sogar wieder unter die Maastricht-Obergrenze von 60% des BIP. Die wirtschaftlichen Schwierigkeiten, die durch die Coronapandemie verursacht wurden, erwiesen sich jedoch als zu groß – Deutschland beschloss, seine selbst auferlegte fiskalische Zurückhaltung aufzugeben, um eine scharfe Rezession oder gar Depression zu verhindern, was zu einem Anstieg der Schuldenquote um 10 Prozentpunkte führte.

Die deutsche Zentralbank, die Deutsche Bundesbank, verfügt über die weltweit zweitgrößten physischen Goldreserven nach den USA und hält derzeit 3.359 Tonnen. Relativ gesehen entspricht dies einem Anteil von 65% an ihren gesamten Währungsreserven. Das ist ein ähnlich hoher Prozentsatz wie jener der USA. Der größte Teil dieser Reserven wurde in den 1950er- und 1960er-Jahren durch die Umwandlung von US-Dollar-Überschüssen angehäuft. Bei der Gründung des Europäischen Währungssystems und der Gründung der Europäischen Zentralbank wurden erhebliche Einzahlungen in Gold getätigt. Seit dem Jahr 2000 sind die Goldbestände nur noch geringfügig, und zwar zum Zwecke der Münzprägung, zurückgegangen. Für Schlagzeilen sorgte das Goldrückführungsprogramm der Deutschen Bundesbank, das mehr als 600 Tonnen Gold nach Deutschland zurückbrachte und Frankfurt zu einem der größten Goldlager der Welt machte.

### Zentralbank-Goldreserven pro Kopf, in Feinunzen, 2020



*Die Deutschen sind übrigens wunderliche Leute! Sie machen sich durch ihre tiefen Gedanken und Ideen, die sie überall suchen und überall hineinlegen, das Leben schwerer als billig.*

**J.W. von Goethe**

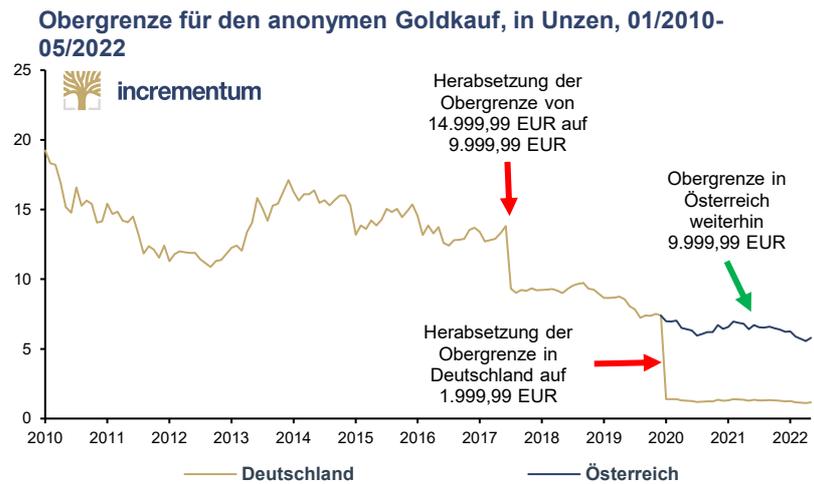
*You cannot find a bank safe deposit box in Germany because every single one has already been taken and stuffed with gold and silver.*

**Wilhelm Hankel**

### Auch bei deutschen Kleinanlegern erfreut sich Gold großer Beliebtheit.

Laut einer Studie der deutschen „Reisebank“ und des „Research Center for Financial Service“ der „Steinbeis-Hochschule Berlin“ besitzt jeder erwachsene Deutsche durchschnittlich 75 gr Gold, was einen Anstieg von 4 gr seit Ausbruch der Corona-Krise oder 5,6% entspricht. Es wird geschätzt, dass mehr als 60% der Bevölkerung Goldschmuck besitzen, während nur jeder vierte deutsche Erwachsene in physisches Gold wie Münzen und Barren investiert ist. Mit einem Goldbestand von rund 7.500 Tonnen besitzen deutsche Privatpersonen 2,7-mal so viel Gold wie die deutsche Zentralbank. **Insgesamt befinden sich rund 8% des weltweiten Goldvolumens in Deutschland.**

**Der deutsche Goldmarkt funktioniert als dezentralisiertes Netzwerk von Banken, Raffinerien sowie Groß- und Einzelhändlern.** Aufgrund der geografischen Nähe ist der deutsche Goldmarkt auch gut mit der Schweiz und Österreich vernetzt. Wichtig für Goldanleger ist die Befreiung von Gold von der Mehrwertsteuer, während Silber, Platin und Palladium unter diese Steuer fallen bzw. differenzbesteuert sind. Darüber hinaus sind Kursgewinne auf Gold für Privatanleger nach der Spekulationsfrist von einem Jahr steuerfrei. Im Zuge der verstärkten Bemühungen zur Geldwäschebekämpfung hat das bargeldliebende Deutschland in den letzten Jahren die Gesetze für anonyme Bargeldtransaktionen verschärft. Während 2017 die Obergrenze für anonyme Barzahlungen bei Goldkäufen noch bei 14.999,99 Euro lag, wurde sie 2020 auf 1.999,99 Euro gesenkt.



*Learning German is what  
eternity was made for.*

**Mark Twain**

**Weitere Herausforderungen für den privaten und anonymen Besitz von Gold stehen bevor.** Als Mitgliedsstaat der EU könnte Deutschland das europäische Vermögensregister einführen müssen – sobald dessen Einführung beschlossen ist. Die EU-Kommission hat bereits eine „[Machbarkeitsstudie für ein Europäisches Vermögensregister im Hinblick auf die Bekämpfung von Geldwäsche und Steuerhinterziehung](#)“ in Auftrag gegeben. Das Hauptziel eines solchen EU-weiten Vermögensregisters ist der Aufbau einer riesigen zentralen Datenbank, in der alle Vermögenswerte wie Kunst, Immobilien, Kryptowährungen – und Gold – erfasst werden.

**Während die Vorteile des soliden rechtlichen und politischen Umfelds in Deutschland, gestützt durch eine robuste Wirtschaft, auf der Hand liegen, macht insbesondere die risikoscheue, dabei aber sehr goldfreundliche Kultur Deutschland zu einem der Top-Lagerorte für physisches Gold.**

## Kanada – der unpräntiöseste Ort zur Lagerung von Gold



Bildnachweis: Pixabay

*Canada is a broad land – broad in mind, broad in spirit, and broad in physical expanse.*

**Harry S. Truman**

*I've been to Canada, and I've always gotten the impression that I could take the country over in about two days.*

**Jon Stewart**

*I'm Canadian. What's your superpower?*

**Anonymous**

**Kanada ist mit einer Fläche von 9.984.670 km<sup>2</sup> das zweitgrößte Land der Welt.** Mit nur 36 Millionen Einwohnern zählt es zugleich zu den am dünnsten besiedelten Ländern. Da viele Teile Kanadas entweder aufgrund des Klimas oder des Geländes unbewohnbar sind, lebt der Großteil der Bevölkerung in einem schmalen Korridor entlang der US-kanadischen Grenze. Diese Grenze ist mit über 7.000 km die längste Grenze der Welt und reicht vom Atlantik bis zum Pazifik. Toronto ist die größte Stadt Kanadas und unter Goldanlegern als Welthauptstadt des Bergbaus bekannt. Ottawa ist eine eher kleine Stadt und die Hauptstadt Kanadas, während Montreal das kulturelle Zentrum und eine der ältesten Städte Nordamerikas ist. Vancouver ist schließlich eine trendige, pulsierende Hafenstadt am Pazifik.

Das vielleicht einzigartigste geographische Merkmal Kanadas ist der Kanadische Schild, auch bekannt als Laurentisches Plateau, ein Gebiet, das größtenteils von Gletschern ausgehöhlt wurde und tausende flache Seen und sehr karge Böden hinterlassen hat. Der Schild, der sich über rund 8 Mio. Quadratkilometer erstreckt und mehr als die Hälfte Kanadas bedeckt, macht diese Regionen schwer besiedelbar, weswegen sich die Bevölkerungszentren im Süden befinden. Zusammen mit den Rocky Mountains im Westen und der schieren Größe Kanadas stellt dies Kanadas größte geographische Herausforderung dar: Die Wahrung der Einheit zwischen den verschiedenen Bevölkerungszentren. Einer der ersten Versuche, diese Herausforderung zu bewältigen, war der Bau der „Trans-Canada-Railway“ in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts.

Die ersten europäischen Kolonisten aus Frankreich und Großbritannien kamen Ende des 15. und im 16. Jahrhundert und gründeten Siedlungen in Port Royal (1605) und Quebec City (1608). Nach dem Siebenjährigen Krieg trat Frankreich 1763 den größten Teil seiner Gebiete auf dem nordamerikanischen Kontinent an das Vereinigte Königreich ab. Das Erbe der zwei Sprachen blieb dennoch bis heute erhalten. Etwa ein Jahrhundert später wurde das „Dominion of Canada“

*Canadians have been so busy explaining to the Americans that we aren't British, and to the British that we aren't Americans that we haven't had time to become Canadians.*

**Helen G. McPherson**

*Emergencies have always been the pretext on which the safeguards of individual liberty have been eroded.*

**Friedrich A. von Hayek**

*If you know the lessons of history, you know it's time to lean analog.*

**Simon Mikhailovich**

gegründet, das drei britische nordamerikanische Provinzen, die Provinz Kanada, Nova Scotia und New Brunswick, zu einer Föderation vereinte. In den folgenden 82 Jahren integrierte Kanada weitere Teile von Britisch-Nordamerika, sodass das heutige Territorium, wie wir es seit 1949 kennen, aus zehn Provinzen und drei Territorien besteht.

Seit 1848 war Kanada eine eigenständige parlamentarische Demokratie und folgte dabei den Grundsätzen des Westminster-Systems, doch in der Außen- und Verteidigungspolitik behielt Großbritannien weiterhin das Sagen. Erst im Rahmen des „Statuts von Westminster“ erkannte 1931 das britische Parlament Kanada als gleichberechtigt mit dem Vereinigten Königreich an und gewährte Kanada mit dem „Canada Act“ 1982 die volle Souveränität. Heute ist Kanada eine föderale parlamentarische konstitutionelle Monarchie. Königin Elisabeth II. ist die regierende Monarchin, die ihre Macht heutzutage vornehmlich symbolisch ausübt. Das kanadische Parlament wird von den beiden relativ zentristischen Parteien, den regierenden „Liberals“ und den oppositionellen Konservativen, dominiert, die einen pluralistischen Ansatz verfolgen.

Aufgrund seines britischen Erbes folgt das kanadische Rechtssystem dem britischen Common Law, mit Ausnahme von Quebec, das dem französischen Zivilrecht folgt. **Im weltweiten Vergleich** rangiert das kanadische Rechtssystem unter den zehn besten Justizsystemen. Dieses Bild wird durch die wiederholt **hohe Bewertung in Bezug auf die Wahrung der Eigentumsrechte** bestätigt, und die **Korruption ist sehr niedrig**.

**Allerdings wurde das Vertrauen in den Schutz der Eigentumsrechte vor kurzem stark erschüttert, als der kanadische Finanzminister das Einfrieren von Vermögenswerten von Personen durchsetzte, die mit den Trucker-Protesten in Verbindung stehen.** Dies war nur möglich, weil das Notstandsgesetz zum ersten Mal seit der Verabschiedung des Gesetzes im Jahr 1988 in Kraft trat. **Die Banken wurden von den Behörden angewiesen,** Vermögenswerte einzufrieren und Bankkonten ohne Gerichtsbeschluss und ohne die Möglichkeit, die Banken zivilrechtlich haftbar zu machen, zu sperren. Darüber hinaus erweiterte Premierminister Justin Trudeau im Rahmen des Notstandsgesetzes die Rechtsvorschriften des Landes zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung. Dies bedeutet, dass alle Zahlungsdienstleister und Crowdfunding-Plattformen der Meldepflicht gemäß des „Financial Transactions and Reports Analysis Centre of Canada“ (FINTRAC) unterliegen. **Der Ausnahmezustand ist in Kanada nach kurzer Zeit zwar wieder aufgehoben worden, aber die Katze ist aus dem Sack – alle digitalen Vermögenswerte können jederzeit und ohne jegliches Verfahren von der Regierung sanktioniert werden.**

**Mit einem BIP von 1.644 Mrd. USD gehört Kanada zu den G10-Ländern, vor Italien auf Platz 9 und dicht gefolgt von Russland auf Platz 11.** Aufgrund der geographischen Gegebenheiten erwies sich immer schon der Transport von Waren in den Süden als am effizientesten, sodass starke Handelsbeziehungen zu den USA entstanden. Im Jahr 2021 beliefen sich die kanadischen Ausfuhren in die USA, den wichtigsten Exportmarkt, auf 378 Mrd. USD. Umgekehrt beliefen sich die US-Exporte nach Kanada auf 306 Mrd. USD.

Diese Zahlen verdeutlichen, wie stark die beiden Länder wirtschaftlich miteinander verflochten sind. Darüber hinaus hat Kanada ein erhebliches Interesse an der Aufrechterhaltung friedlicher Beziehungen zu seinem mächtigen Nachbarn.

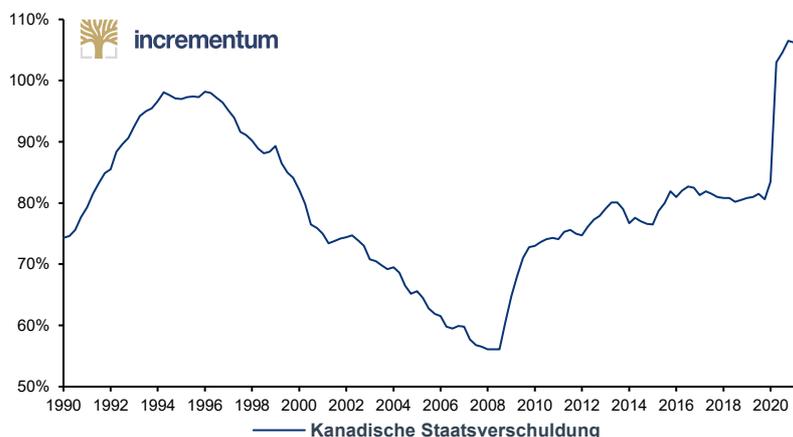
Der Kanadische Schild ist zwar eine Herausforderung für die Besiedlung, hat sich aber aus wirtschaftlicher Sicht als äußerst wertvoll erwiesen. Mit den drittgrößten Ölvorkommen nach Venezuela und Saudi-Arabien sowie (Industrie-)Metallen und Holz werden Kanadas Rohstoffvorkommen auf mehr als 33 Bill. USD geschätzt. Dieser Rohstoffschatz ist ein wichtiger Wirtschaftsfaktor in Kanada und sichert dem Land einen hohen Lebensstandard. Wenig überraschend ist darum, dass Kanada mit mehr als 550 börsennotierten Unternehmen aus dem Rohstoffsektor zu den weltweit führenden Börsenplätzen für Minen- und Energieaktien zählt.

*When you run in debt; you give to another power over your liberty.*

**Benjamin Franklin**

Trotz der gewaltigen Rohstoffvorkommen und des stetigen Wirtschaftswachstums hat die fiskalische Großzügigkeit der Regierung die Anfälligkeit des Landes für einen Wirtschaftsabschwung erhöht. Aufgrund der Ausgaben im Zuge der Coronapandemie ist die öffentliche Verschuldung Kanadas von 87% des BIP im Jahr 2019 auf 117% des BIP im Jahr 2020 angestiegen und hat damit ein ähnliches Niveau wie Spanien erreicht. Im Jahr 2021 kam es zu einem leichten Rückgang der öffentlichen Schuldenlast auf noch 112 % der Wirtschaftsleistung. Ähnlich hoch ist die Verschuldung der privaten Haushalte in Kanada, die derzeit bei 110% des BIP liegt und größtenteils auf Hypotheken zurückzuführen ist, die durch niedrige Zinssätze begünstigt wurden.

#### Kanadische Staatsverschuldung, in % des BIP, Q1/1990-Q3/2021



*If you postpone a reckoning, you almost always have to pay back with interest.*

**Rick Rule**

**Unter Goldanlegern ist Kanada für seine große Goldminenindustrie bekannt, die fünftgrößte der Welt.** Kanada beheimatet viele Goldminen und fördert rund 182 Tonnen Gold pro Jahr. Während ein Großteil des Goldes international über den Londoner Goldmarkt verkauft wird, ist Kanada auch die Heimat einer der größten Münzprägestalten, der 1908 gegründeten „Royal Canadian Mint“. Die Münzanstalt prägt nicht nur die Landeswährung, sondern bietet ihre Dienste auch anderen Zentralbanken an. Berühmt ist, dass die Raffinerie der „Royal Canadian Mint“ die erste war, die einen Reinheitsgrad von 9999 erreichte, die so genannten „four nines“. Der kanadische Maple Leaf ist eine

der meistverkauften Anlagemünzen der Welt. Im Jahr 2007 wurde die Royal Canadian Mint in das Guinness-Buch der Rekorde aufgenommen, weil sie die größte Goldmünze aller Zeiten mit einem Gewicht von 100 kg und einem Reinheitsgrad von 99,999 Prozent, eine so genannte „five nines“, hergestellt hat.



Bildnachweis: Königliche Kanadische Münze/Monnaie Royale Canadienne

**Angesichts der großen Bedeutung, die Edelmetalle für Kanada haben, überrascht es, dass die kanadische Zentralbank im Jahr 2016 ihre Goldreserven vollständig veräußert hat und nun das einzige G7-Mitglied ist, das über keine Goldreserven verfügt.** Das Finanzministerium begründete seine Entscheidung wie folgt: „The decision to sell the gold was not tied to a specific gold price, and sales are being conducted over a long period and in a controlled manner,“ und weiter heißt es: „The government has a long-standing policy of diversifying its portfolio by selling physical commodities (such as gold) and instead investing in financial assets that are easily tradable and that have deep markets of buyers and sellers.“ Im Jahr 2021 tauchten jedoch Gerüchte auf, dass Kanada seine Goldreserven um 100 Tonnen aufgestockt habe.

*Apparently the sponsors of the 1923 Act did not realize that when Canada went back on the gold standard, as she did in 1926, the effects of the operations of the Act would be vitally different from what they were during the paper money period.*

**James Creighton**

**Die Bank of Canada wurde erst 1934 und damit nach der Weltwirtschaftskrise gegründet.** Im Vergleich mit den anderen großen Zentralbanken gehört sie damit zu den jüngeren Zentralbanken. Unterstützt durch ihre engen Beziehungen zu der britischen Zentralbank, gewann die Bank of Canada jedoch schnell an internationaler Bedeutung. Gold spielte dabei eine entscheidende Rolle. Eingeführt hatte Kanada den Goldstandard 1855, also lange vor der Gründung der Bank of Canada. Der kanadische Dollar war dem US-Dollar gleichwertig gestellt und wurde zum britischen Sovereign zu 4,867 CAD bewertet. Während des Ersten Weltkriegs gab Kanada den Goldstandard auf und kehrte nur vorübergehend zwischen 1926 und 1931 zur Goldeinlösbarkeit zurück, bevor im Oktober 1931 die Goldausfuhr verboten und im April 1933 die Einlösung von Dominion-Noten in Gold ausgesetzt wurde.

Dennoch blieb das Interesse der Regierung an Gold bestehen, und 1936 kam die Idee auf, dass Großbritannien kanadisches Gold aufkauft und in kanadischen Tresoren lagert. Die die Ausweitung der Goldhandelsaktivitäten seitens der

kanadischen Zentralbank sollte insbesondere **ihren politischen Auftrag stärken**, „*to regulate credit and currency in the best interests of the economic life of the nation, to control and protect the external value of the national monetary unit*“. Ebenfalls äußerst gelegen kam die Anfrage aus Großbritannien im Jahr 1936, kanadisches Gold zu kaufen und vor Ort in den Tresoren der Kanadischen Zentralbank einzulagern. Die Einführung des vertraulichen britischen „Earmark-Kontos“ – ein Entgegenkommen unter den Zentralbanken – erlangte während des Zweiten Weltkriegs große Attraktivität und fand weitere Nachahmer unter den großen Zentralbanken. **Dies bildete die Grundlage für die auch heute noch gängige Praxis, Zentralbankgold bei anderen Zentralbanken in Verwahrung zu geben.**

*Canada is hockey.*  
**Mike Weir,**  
**Kanadischer Golfer**

Gleichzeitig, und während die internationale Goldnachfrage in den 1930er-Jahren einen enormen Anstieg verzeichnete, begann Kanada, die Aufsicht über den nationalen Goldmarkt zu verschärfen. So wurde die Royal Canadian Mint zur wichtigsten Raffinerie des Landes, **während das Goldexportgesetz von 1932** für jeden Goldexport eine **Genehmigung des Finanzministers vorschrieb**. Mit anderen Worten: Die kanadische Regierung gab sich selbst das Vorkaufsrecht für sämtliches in Kanada produziertes Gold, da sie über die Erteilung von Ausfuhrgenehmigungen entschied. Nur wenige Jahre später wurden auch Finanztransaktionen in Gold verboten.

**Auf jeden Fall ist Kanada aufgrund seiner engen Beziehungen zur Goldindustrie und der günstigen steuerlichen Behandlung von Edelmetallinvestitionen ein beliebter Ort für Goldanleger.** Gold, Silber und Platin sind in Kanada von der Steuer befreit, sofern sie den erforderlichen Reinheitsgrad – 99,5 % für Gold und Platin, 99,9 % für Silber – aufweisen und in Form von Barren, Münzen oder Plättchen vorliegen. Palladium unterliegt hingegen der Mehrwertsteuer und/oder der harmonisierten Verkaufssteuer (HST). Außerdem sind alle Verkäufer von Edelmetallen verpflichtet, KYC-Überprüfungen vorzunehmen, während die **FINTRAC-Meldepflicht** für Bargeldtransaktionen von mehr als 10.000 CAD gilt. **Die Royal Canadian Mint bietet Finanzinstituten – etwa 10% der Schweizer Goldbestände** werden in Kanada gelagert – sowie Geschäftskunden Tresordienste an.

*I believe the world needs more Canada.*  
**Bono**

**Alles in allem ist Kanada ein attraktives Land für die Lagerung von Gold, da es über eine große Goldminenindustrie verfügt und als stabiles und friedliches Land bekannt ist.**

## Vereinigtes Königreich – der größte Goldtresor der Welt



Bildnachweis: Pixabay

*There's an accent shift, on average, every 25 miles in England.*

**David Crystal**

*If you want to swim across the English Channel from England to France – you have to leave your doubt on the beach in England.*

**Lewis Gordon**

**Das Vereinigte Königreich von Großbritannien und Nordirland, oft auch nur Großbritannien oder Britannien genannt, ist ein einheitlicher souveräner Inselstaat, der auf dem größten Teil des Archipels der Britischen Inseln vor der Nordwestküste des europäischen Festlands liegt.** Die größte Insel des Archipels ist die Insel Großbritannien, auf der sich auch die Hauptstadt London befindet. Die drei Inseln Isle of Man, Guernsey und Jersey sind nicht Teil des Vereinigten Königreichs, werden aber als Kronbesitzungen vom Vereinigten Königreich militärisch verteidigt. Zusammen mit dem nördlichen Teil der Insel Irland und vielen kleineren umliegenden Inseln hat das Vereinigte Königreich eine Gesamtfläche von 242.500 km<sup>2</sup>. Es ist von Gewässern umgeben, im Westen vom Atlantik, im Nordwesten von der Irischen See und im Osten von der Nordsee.

Der Ärmelkanal, der an manchen Stellen nur 35 km breit ist, trennt das Vereinigte Königreich vom europäischen Festland. Die zerklüftete Küstenlinie des Vereinigten Königreichs mit einer Länge von mehr als 12.500 Kilometern diente im Laufe der Jahrhunderte als geographische Barriere für eine Vielzahl von Invasionsversuchen. Das Vereinigte Königreich besteht aus vier Ländern: England, Wales, Schottland und Nordirland. Die zerklüftete Topographie des Vereinigten Königreichs hat die Entstehung kultureller Unterschiede zwischen den vier Ländern begünstigt. In der parlamentarischen Demokratie und konstitutionellen Monarchie ist Königin Elisabeth II. seit 1952 das Staatsoberhaupt. Gleichzeitig ist sie auch das Oberhaupt des „Commonwealth of Nations“, dem 54 Mitgliedsstaaten und ehemalige Territorien des Britischen Empire angehören, darunter Kanada und Australien.

**Historisch gesehen waren die britischen Inseln schon immer ein interessantes Ziel für Invasionen.** Bereits 55 und 54 v. Chr. unternahmen die Römer unter Cäsar zwei Invasionsversuche, später wurde Südbritannien Teil des

Römischen Reiches. Im Laufe der nächsten tausend Jahre kam es zu einer endlosen Reihe von Invasionen durch die Europäer. Von den germanischen Angelsachsen im Jahr 400 n. Chr., den skandinavischen Wikingern im 9. Jahrhundert, der dänischen Krone im 10. und 11. Jahrhundert, den Spaniern im 16. Jahrhundert und den Franzosen im 19. Jahrhundert. Mit anderen Worten: Großbritanniens wichtigste geopolitische Herausforderung war die Abwehr von Invasionen, die es durch den Aufbau einer starken Seestreitmacht und darüber hinaus durch ein punktuell Engagement auf dem europäischen Kontinent, um die Entstehung einer dominanten Macht zu verhindern, zu bewerkstelligen versuchte.

*The sun never sets on the British Empire. But it rises every morning. The sky must get awfully crowded.*

**Stephen Wright**

Das Königreich Großbritannien wurde erst 1707 durch die politische Vereinigung der beiden Königreiche England und Schottland im Rahmen des Unionsvertrags gegründet. Ein Jahrhundert später wurden im Jahr 1800 Großbritannien und Irland durch den „Act of Union“ zum „Vereinigten Königreich von Großbritannien und Irland“ zusammengeschlossen. Im Laufe dieser Jahre stieg Großbritannien zur wichtigsten Seemacht und zum Imperium auf und begründete das „British Empire“. Das Vereinigte Königreich war an beiden Weltkriegen beteiligt, aus denen es siegreich hervorging, wenn auch mit schweren Verlusten. Nach dem Zweiten Weltkrieg wurde das Vereinigte Königreich zu einem der fünf ständigen Mitglieder des UN-Sicherheitsrats und spielte zusammen mit den USA eine führende Rolle bei der Gründung des IWF, der Weltbank und der NATO. Während die Nachkriegszeit von der wirtschaftlichen Erholung nach dem Krieg geprägt war, strebten die meisten Kolonien des britischen Empire nach Unabhängigkeit.

*We have really everything in common with America nowadays except, of course, language.*

**Oscar Wilde**

Das Vereinigte Königreich unterhielt stets enge Beziehungen zu seinen europäischen Nachbarn und war Gründungsmitglied der Europäischen Freihandelsassoziation (EFTA) sowie nach seinem Beitritt zu den Europäischen Gemeinschaften im Jahr 1972 später Gründungsmitglied der Europäischen Union, widersetzte sich jedoch dem Beitritt zur Währungsunion und dem „Vertrag von Maastricht“. Nach einem Referendum im Jahr 2016, bei dem die Mehrheit für den Austritt aus der Europäischen Union stimmte, ist das Vereinigte Königreich seit Jänner 2020 nicht mehr Mitglied der EU.

*The English are not a very spiritual people, so they invented cricket to give them some idea of eternity.*

**George Bernard Shaw**

**Großbritannien, die Wiege der industriellen Revolution und einst das größte Reich der Geschichte, gehört auch heute noch zu den größten Mächten der Welt und übt auf der internationalen Bühne erheblichen Einfluss aus.** Das Vereinigte Königreich ist eine Atommacht, hat die fünfgrößten Militärausgaben und unterhält eine starke Präsenz auf der Weltbühne, wenn auch nicht mit der Macht, die es in den Tagen des Britischen Empire ausüben konnte. Im Jahr 2021 betrug die britische Wirtschaftsleistung rund 3,1 Bill. USD und war damit die fünfgrößte der Welt, während das britische Pfund ebenfalls die **fünfwichtigste Reservewährung** der Welt ist. Das Pfund, das oft auch als Sterling, Cable oder Quid bezeichnet wird, ist die älteste noch existierende Währung und geht auf das 7. Jahrhundert zurück. Wie alle Fiat-Währungen hat auch das Pfund in den letzten Jahrhunderten erheblich an Kaufkraft eingebüßt, aber fairerweise muss man sagen, dass alle seine ehemaligen Konkurrenten – mit Ausnahme des US-Dollar – nicht mehr existieren.

*Men of business in England do not like the currency question. They are perplexed to define accurately what money is: how to count they know, but what to count they do not know.*

**Walter Bagehot**

**Eine wichtige Rolle in der Goldgeschichte Großbritanniens spielte die Entwicklung Londons zu einem der wichtigsten Finanz- und Handelsmetropolen der Welt.** Als Hafenstadt stieg London bereits im 16. und 17. Jahrhundert zu einem bedeutenden Handelszentrum auf, das die „East India Trading Company“ beherbergte. Die napoleonische Invasion in Amsterdam löste einen weiteren Zustrom von Händlern aus, die aus Amsterdam abwanderten, sodass London Amsterdam als wichtigstes Handelszentrum ablösen konnte. Im Jahr 1565 wurde die „Royal Exchange“ gegründet, und ein Jahrhundert später wurde das Kaffeehaus Lloyd's in der Lombard Street zum Geburtsort des weltweit führenden Londoner Versicherungsmarktes.



Bildnachweis: [wikimedia](#)

*You find no man, at all intellectual, who is willing to leave London. No, Sir, when a man is tired of London, he is tired of life; for there is in London all that life can afford.*

**Samuel Johnson**

Im Jahr 1694 öffnete die Bank of England ihre Pforten. Die ersten eigens dafür gebauten Tresore wurden nur wenige Jahre später aufgrund der großen Nachfrage eingerichtet, als im ersten Goldtausch 1687 große Mengen Gold von Brasilien nach London verschifft wurden. Im Jahr 1750 wurde die „London Good Delivery List“ eingeführt, in der die Raffinerien, die auf dem Londoner Goldmarkt handeln durften, formell anerkannt wurden. Diese Liste ist auch heute noch die Akkreditierung auf dem Goldmarkt schlechthin, wenn auch jetzt unter der Verantwortung der unabhängigen „London Bullion Market Association“ (LBMA). In den Tresoren der LBMA-Mitglieder lagern rekordverdächtige 9.636 Tonnen Gold, was etwa 770.877 Goldbarren entspricht, sowie 35.191 Tonnen Silber, was etwa 1.173.049 Silberbarren entspricht.

*The maxim of the British people is „Business as usual.“*

**Winston Churchill**

**Angeblich verfügt die Bank of England nach der Federal Reserve in New York über den zweitgrößten Tresor der Welt.** Die Bank of England ist eindeutig einer der größten weltweiten Verwahrer von Gold sowohl für Zentralbanken als auch für institutionelle Kunden. Zu Beginn des Jahres 2022 lagerten in den Tresoren der Bank of England knapp 5800 Tonnen. In der 326-jährigen Geschichte der Bank ist noch nie Gold aus ihren Tresoren gestohlen worden.

**Jeden Tag wird in London physisches Gold im Wert von rund 60 Mrd. USD gehandelt, was London zum Zentrum des weltweiten Goldhandels macht.** Die schiere Anzahl der in den Tresoren Londons gelagerten Edelmetalle

untermauert die enorme Größe des Marktes und sichert seine Liquidität. Diese tiefgreifende und langanhaltende Kulturgeschichte, dass Edelmetalle mit Geld gleichzusetzen sind, sowie der direkte Zugang zum größten Goldmarkt der Welt machen das Vereinigte Königreich zu einem hervorragenden Standort für die Lagerung von Gold.



Bildnachweis: pixabay

*True progress lies in the direction of decentralization, both territorial and functional, in the development of the spirit of local and personal initiative, and of free federation from the simple to the compound, in lieu of the present hierarchy from the center to the periphery.*

**Peter Kropotkin**

*I hope for nothing in this world so ardently as once again to see that paradise called England. I long to embrace again all my old friends there.*

**Cosimo III de' Medici**

*Guernsey is the rock of hospitality and freedom.*

**Victor Hugo**

### **Hochinteressant für Goldanleger sind auch die drei britischen**

**Kronbesitzungen:** die „Bailiwick Guernsey“ mit den Inseln Alderney, Brecqhou, Guernsey, Herm, Jethou, Lihou und Sark, die „Bailiwick Jersey“ mit der Insel Jersey und unbewohnten Inseln wie den Écréhous und Minquiers sowie die Isle of Man.<sup>65</sup> Sie gehören nicht zum Vereinigten Königreich, sondern sind selbstverwaltete Besitzungen der britischen Krone, für die das Vereinigte Königreich die Verantwortung für die militärische Verteidigung und die internationale Vertretung trägt. Anders als das Vereinigte Königreich waren sie nie Mitglieder der Europäischen Union, sondern nur Teil der Zollunion. Auf den verschiedenen Inseln der drei Kronbesitzungen leben ca. 260.000 Menschen. Eine Besonderheit ist nicht nur die rechtliche Unabhängigkeit vom Vereinigten Königreich, sondern auch, dass sowohl die Bailiwick Guernsey als auch die Bailiwick Jersey aus mehreren Gerichtsbarkeiten bestehen.

**Mit einer mehr als 1000-jährigen Geschichte können die Inseln auf ein stabiles rechtliches und politisches System zurückblicken.** Vor allem aber ermöglichte ihr Kommunalverwaltungsansatz, dass die Entscheidungsfindung die Umsetzung dessen ermöglicht, was im besten Interesse der Inseln liegt. Aus diesen Gründen entstand die außergewöhnliche Kombination aus rechtlicher und politischer Stabilität und finanzieller Innovation, die Jersey und Guernsey zu beliebten Offshore-Finanzplätzen werden ließ.

Ein offensichtliches Beispiel für diesen Ansatz ist die Unabhängigkeit jeder Insel, ihr eigenes Steuersystem festzulegen. **Auf Guernsey** gibt es beispielsweise eine pauschale Einkommenssteuer von 20% mit einer Steuerobergrenze für Vielverdiener, dagegen wird keine Kapitalertrags-, Erbschafts-, Vermögenstransfer- oder Mehrwertsteuer erhoben. Ähnlich verhält es sich **auf Jersey**, wo ebenfalls der Standardsteuersatz von 0% für Unternehmen gilt, mit Ausnahmen für Finanz- und Versorgungsunternehmen. Ausschlaggebend für den

<sup>65</sup> Vielen Dank an Swen Lorenz von Sarnia Asset Management für die detaillierten Einblicke.

*A miniature of all the Western world. Such wildness and such sophistication, such oldness and such newness.*

**Sir John Betjeman**

*Even in the rain and mist, the arrival at Guernsey is splendid.*

**Victor Hugo**

*The World has changed and changed utterly – although we may not realize it yet. We are likely on course for massive disruption, inflation, rising geopolitical crisis and uncertainty, and a high probability of stagflation. But – don't tell anyone.*

**Bill Blain**

Ruf der Inseln als Steuerparadies war ein inzwischen geschlossenes europäisches Mehrwertsteuerschlupfloch, das als „**Low Value Consignment Relief**“ (LVCR) bekannt ist und die mehrwertsteuerfreie Einfuhr von Waren im Wert von weniger als 22 EUR ermöglichte. Das Fehlen jeglicher Form von Mehrwertsteuer macht die Inseln zu einem **sehr interessanten Lagerort für Edelmetalle**, zumal einige Edelmetallinvestments auch von der britischen Kapitalertragssteuer befreit sind.

Im Gegensatz zu vielen anderen Offshore-Jurisdiktionen können Jersey, Guernsey und die Isle of Man auf eine lange Erfolgsbilanz in Bezug auf Professionalität, finanzielle Umsicht und Einhaltung internationaler Standards verweisen. **Alle drei Kronkolonien sind bestrebt**, die Transparenz zu verbessern und einen wirksamen Informationsaustausch in Steuerangelegenheiten zu etablieren. Es überrascht nicht, dass dieses unternehmensfreundliche Umfeld sehr begehrt ist.

Allein auf Guernsey sind mehr als 1.400 Investmentgesellschaften, 30 internationale Banken, mehr als 850 Versicherungsunternehmen und über 150 Investmentfonds ansässig, die **insgesamt mehr als 270 Mrd. GBP** verwalten. Weniger bekannt ist die Tatsache, dass Guernsey über eine eigene Börse, die **TISE**, verfügt, an der 3.500 Wertpapiere mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 500 Mrd. GBP notiert sind. Zu den **großen Namen an der Börse** gehören beispielsweise Netflix und Refinitiv.

Aufgrund ihres sicheren und zugleich innovativen Umfelds werden sie nicht selten als „**britische Schweiz am Meer**“ bezeichnet.

## Fazit: Abwägung der Risiken

**Der wichtigste Schritt in der Auswahl des idealen Goldlagerortes besteht darin, die bestehenden Marktrisiken zu prüfen und kritisch zu bewerten.** Zwar spielen geopolitische Faktoren und juristische Besonderheiten eine große Rolle, doch letztlich sind die persönliche Lebenssituation und die spezifischen Präferenzen des Anlegers ausschlaggebend. Sicherlich können alle drei Länder gute Argumente für eine sichere Goldaufbewahrung vorbringen. Doch während Deutschland mit einem stabilen politisch-wirtschaftlichen Umfeld punkten kann, liegen Kanadas Vorzüge in seiner historisch gewachsenen Verbindung zur Goldindustrie und der Nähe zum US-Markt. Das Vereinigte Königreich hat bei weitem die längste Erfahrung mit Gold und bietet einen einzigartigen Zugang zum liquidesten und transparentesten Edelmetallmarkt.



**DIE GLOBALE INSTANZ FÜR**  
**VERMÖGENSERHALTUNG DURCH**  
**DIREKTEN GOLD- UND SILBERBESITZ**



**MATTERHORN**  
ASSET MANAGEMENT AG

Matterhorn Asset Management AG  
GoldSwitzerland

Bahnhofstrasse 43  
CH-8001 Zürich  
Schweiz

+41 44 213 62 45  
[contact@goldswitzerland.com](mailto:contact@goldswitzerland.com)  
[www.goldswitzerland.com](http://www.goldswitzerland.com)

# Das synchrone Aktien- und-Goldpreismodell

*„I don't think anybody has a very good model of what makes gold prices go up or down.“*

Janet Yellen

## Key Takeaways

- Das „synchrone Aktien-und-Goldpreismodell“ erklärt den Kursverlauf des S&P 500 und des US-Dollar-Preises von Gold anhand von nur zwei Variablen: der US-Geldmenge M2 als „Basis-Treiber“ und dem Investorenvertrauen als „Steuerungsventil“.
- Das Modell basiert auf folgenden beiden zentralen Beobachtungen:
  1. Ein Preisindex im Verhältnis von 1 x S&P 500 und 1,5 Unzen Gold spiegelt die Entwicklung der US-Geldmenge M2 vergleichsweise genau wider.
  2. Die Wertaufteilung zwischen Aktien und Gold in diesem Index lässt sich durch das aktuelle Investorenvertrauen erklären.
- Das synchrone Aktien-und-Goldpreismodell liefert sowohl im Backtest als auch bei der Validierung von Zukunftsprognosen überzeugende Ergebnisse, weshalb es nicht nur für Goldinvestoren interessant ist.



**Über den Autor:** 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.

*Trust is a great force multiplier.*  
**Tom Ridge**

**In diesem Kapitel wollen wir einen neuen Validierungsansatz über die Bedeutung der Geldmenge und des Investorenvertrauens vorstellen und darlegen, auf welche Zukunftsszenarien Sie sich damit einstellen können.<sup>66</sup>**

„Dafür, dass Gold seit Menschengedenken als Geld, Asset oder Vermögenshort dient, weiß man bemerkenswert wenig darüber, wie der Preis für das Edelmetall überhaupt zustande kommt,“ schrieb das Fachmagazin „Institutional Money“ in einem Artikel mit dem Titel „Die Stunde der Spekulanten“ im März 2020.

**Wer der Frage nachgehen will, welche Faktoren die Goldpreisentwicklung wirklich erklären, muss sich mit vielen unterschiedlichen Überzeugungen auseinandersetzen.** Auch weil Gold bekanntlich keinerlei Cashflows generiert, bestehen – im Gegensatz zu Aktien und Immobilien – keine allgemein gebräuchlichen Bewertungsmethoden.

*As a general rule, the most successful man in life is the man who has the best information.*  
**Benjamin Disraeli**

Einige Beobachter sehen die Renditen der inflationsgesicherten US-Anleihen (TIPS) als maßgeblichen Bestimmungsfaktor für den Goldpreis, während andere auf die ETF-Bestände verweisen. Auch das Marktsentiment soll eine Rolle spielen. Ebenso werden die Entwicklung der Geldmenge, des US-Dollar-Index, der Verbraucherpreisinflation, der Verzinsung der 10-jährigen US-Treasuries, der Bilanzsumme der Federal Reserve, des Aktienmarkts, der Weltwirtschaft, der Credit-Spreads, der Arbeitslosenrate, der Budgetdefizite, der Staatsverschuldung, der Minenproduktion, des physischen Angebots und der Nachfrage sowie die Hochzeitssaison in Indien oder auch geopolitische Spannungen und Krisen im Allgemeinen genannt. Diese Liste an möglichen Einflussfaktoren ist damit aber noch keinesfalls vollständig.

**Den interessierten Anleger lässt diese Situation ratlos zurück.**

## Das synchrone Aktien-und-Goldpreismodell

*Over the long run, the price of gold approximates the total amount of money in circulation divided by the size of the gold stock. If the market price of gold moves a long way from this level, it may indicate a buying or selling opportunity.*  
**Ray Dalio**

**Die Korrelation zwischen der Geldmenge und den Preisen einzelner Assets wird in der Wissenschaft und auf den Kapitalmärkten breit diskutiert.** Professor Mathias Binswanger argumentiert in seinem Buch „Geld aus dem Nichts“, dass sich die Korrelation zwischen der Geldschöpfung und den Börsenkursen – insbesondere in den USA – bereits seit dem Ende des 19. Jahrhunderts beobachten lässt. (S. 253f.) Seiner Meinung nach verlagert sich in Zeiten boomender Börsen die Inflation tendenziell von der Realwirtschaft auf die Finanzmärkte.

Auch das Verhältnis zwischen Aktienkursen und dem Goldpreis ist eine viel diskutierte Beziehung. Die weit verbreitete Meinung ist, dass diese Märkte zumeist negativ miteinander korrelieren. Eine wirklich stabile Beziehung – über längere Zeiträume hinweg – besteht demzufolge jedoch nicht.

<sup>66</sup> Den Autor dieses Artikels, Herrn Dietmar Knoll können Sie erreichen unter [knoll-dietmar@gmx.de](mailto:knoll-dietmar@gmx.de).

Offensichtlich existiert bislang noch keine breiter angelegte Studie darüber, ob und gegebenenfalls wie eine gemeinsame Anlage aus Aktien und Gold mit der Geldmenge korreliert. Dies ist verwunderlich, weil einer derart diversifizierten Anlage sehr positive Eigenschaften in Bezug auf Volatilität und Risiko zugesprochen werden und sich insofern auch eine direktere Beziehung zur Geldmengenentwicklung ergeben könnte.

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

**Thomas Sowell**

**In der Logik des synchronen Aktien-und-Goldpreismodells besteht seit gut 50 Jahren eine enge und rechenbare Beziehung zwischen der Geldmenge und den Preisen für Aktien und Gold.** Diese enge Beziehung wird jedoch überlagert vom Investorenvertrauen, das – quasi als Steuerungsventil – die Allokation zwischen diesen beiden Assets regelt und – je nach Situation – das eine oder das andere Asset präferiert. Daher eliminiert die gemeinsame Betrachtung der Beziehung zwischen Aktien- und Goldpreisen zur Geldmenge mit einem 50/50-Ansatz den Einfluss des Investorenvertrauens und legt die unmittelbare Beziehung zwischen Geldmenge und den Preisen beider Assets offen.

Das aus diesen Analysen abgeleitete synchrone Aktien-und-Goldpreismodell wendet sich an mittel- und langfristig orientierte Investoren und soll Ihnen als Wegweiser – nicht nur in schwierigen Investmentzeiten – dienen.

*The intelligent investor is a realist who sells to optimists and buys from pessimists.*

**Benjamin Graham**

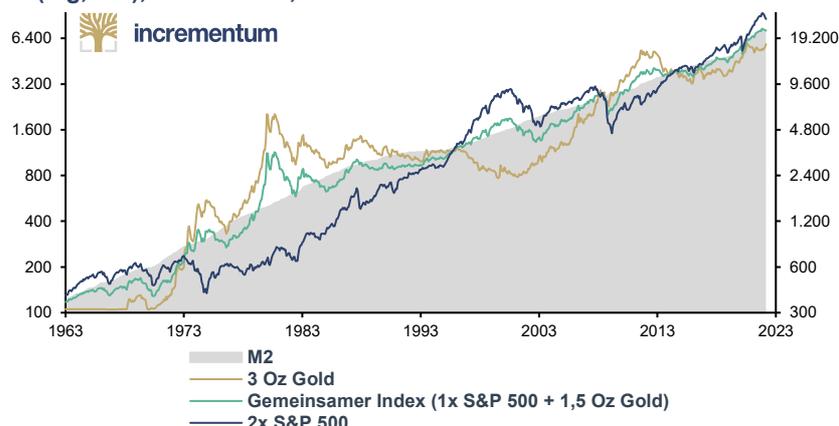
Einen ersten wichtigen Impuls für das synchrone Aktien-und-Goldpreismodell liefert die Analyse von Prof. Dr. Stefan Mittnik, die unter dem Titel „**Gold – eine wirksame Risikobremse?**“ veröffentlicht wurde. Prof. Mittnik untersucht darin das Zusammenspiel von Aktien und Gold über die letzten fünf Jahrzehnte und analysiert, wie sich Goldbeimischungen unterschiedlicher Höhe auf Rendite und Risiko eines Aktiendepots ausgewirkt hätten. Analysiert wurden die Aufteilungen 100/0, 80/20, 60/40, 40/60, 20/80 und 0/100.

**Kurzes Fazit: Gold glättet die Wogen und lässt Anleger ruhiger schlafen.**

Ein weiterer Anstoß ergab sich aus dem Artikel „**Der F.E.D. Index & Preiszunahmen**“ von Gary Christenson. Er schlägt in diesem Artikel vor, den von ihm vorgestellten F.E.D.-Index (F.E.D.= Fiat Enduring Devaluation) anstelle des CPI zur Inflationsmessung zu verwenden, da mit diesem Index auch die gestiegenen Kosten für Finanzvermögenswerte sichtbar würden. Die Zusammensetzung dieses Index war: 1 x S&P 500 + 1,5 Oz Gold. Das entspricht in etwa einer 50/50-Aufteilung auf historischer Durchschnittsbasis.

Die Ex-post-Analyse erbrachte zudem eine interessante Erkenntnis, die sich für das synchrone Aktien-und-Goldpreismodell als zentral erweisen sollte: Der gemeinsame Index aus 1 x S&P 500 und 1,5 Oz Gold folgt der Entwicklung der US-Geldmenge M2 sehr viel klarer und direkter als jedes der beiden Einzel-Assets für sich allein.

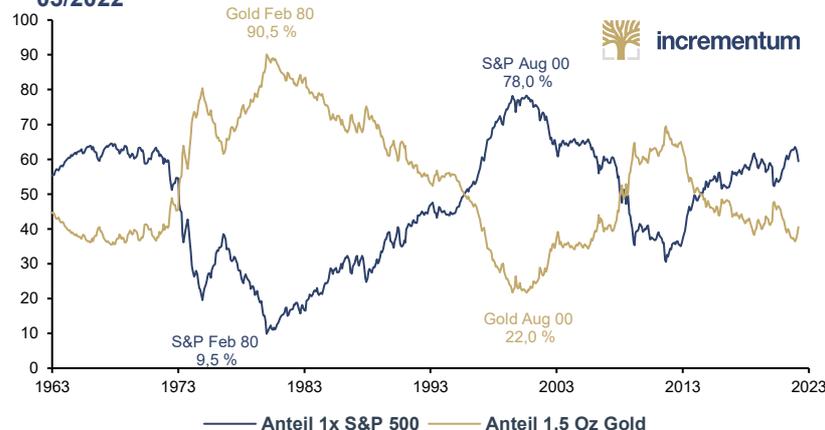
**Gold, S&P 500, und gemeinsamer Index (log, lhs), in USD, und M2 (log, rhs), in Mrd. USD, 01/1963-03/2022**



Quelle: Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Während der gemeinsame Index aus 1 x S&P 500 und 1,5 Oz Gold der Entwicklung der Geldmenge also vergleichsweise genau folgt, schwanken die Wertanteile der beiden Assets an diesem Index jedoch stark. Gold hatte seinen Peak Anfang der 1980er-Jahre mit einem Wertanteil von rund 90,5%. Der Aktienanteil hatte seinen Höchststand mit circa 78% im August 2000.

**Index-Wertanteile von 1x S&P 500 und 1,5 Oz Gold, in %, 01/1963-03/2022**



Quelle: Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Investoren kaufen Gold, wenn sie Sorge vor steigenden Schulden, Inflation, einem Verfall des US-Dollar, 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.

*Trust everybody, but always cut the cards.*

**Finley Peter Dunne**

Da Unternehmen im Vergleich zu Gold jedoch grundsätzlich wertschaffend sind, sollten – in einem normalen Umfeld und über die Zeit hinweg – Aktien eine bessere Preisentwicklung verzeichnen und damit auch einen sukzessiv höheren Wertanteil am gemeinsamen Index erlangen.

**Die Frage lautet nun: Wie passt all das zusammen und welcher Faktor ist eigentlich dafür verantwortlich, dass die Wertanteile von Aktien und Gold am gemeinsamen Index so stark schwanken?**

*Put not your trust in money, but  
put your money in trust.*

**Oliver Wendell Homes**

**Einen entscheidenden Hinweis gibt der *In Gold We Trust-Report 2019*. In dieser Ausgabe des *In Gold We Trust-Reports* wurde die Bedeutung von „Vertrauen“ aus vielen unterschiedlichen Perspektiven beleuchtet. Im Eingangszitat von Roland Baader wurde Gold als „geronnenes Vertrauen“ bezeichnet. Ein Gedanke, der gefangen nimmt und nicht wieder loslässt.**

## Die Bedeutung von Vertrauen für unser Geld- und Finanzsystem

**Wer vertraut, geht willentlich und zuversichtlich davon aus, dass sich eine Sache so entwickelt, wie versprochen oder erhofft.**

- Vertrauen bildet zusammen mit Bindungen und Normen das Sozialkapital einer Gesellschaft. Jede Form der Kooperation und Arbeitsteilung setzt zwingend Vertrauen voraus.
- Vertrauen ist die maßgebliche Triebfeder für die Kreditgewährung der Banken. Entscheidend ist das Vertrauen der Bank in die Fähigkeit und Willigkeit des Kreditnehmers, den zur Verfügung gestellten Betrag in der Zukunft – mitsamt Zinsen – zurückzahlen zu können und zu wollen. Gerät die Neukreditvergabe der Banken ins Stocken, fließt dem Finanzsystem nicht mehr genug neues Geld zu und es kommt in Schwierigkeiten.
- Vertrauen ist auch ausschlaggebend für die Entscheidung der Investoren, ihre Gelder eher offensiv – Chance/Risk on – oder eher defensiv – Sicherheit/Risk off – anzulegen. Dabei geht es um das Vertrauen in die Stärke der Wirtschaft und die Stabilität des Finanzsystems.

**Die Bedeutung von Vertrauen kann deshalb nicht hoch genug eingeschätzt werden. Sodann stellt sich die Frage: Kann man Investorenvertrauen auch messen und bewerten?**

*Denn von allen Faktoren, die sonst noch auf das Preisniveau einwirken, ist vielleicht der stärkste preisbestimmende Faktor das Vertrauen in die Währungsordnung selbst. Der Kredit, den eine Währung genießt ist wichtiger als der Kredit, der künstlich geschaffen werden kann.*

**Arthur Salz**

**Für einige Analysten ist das Vertrauen an den Kapitalmärkten nicht nur ein vages Konzept. Für Jim Grant ist Gold der Kehrwert des Vertrauens in das Bankensystem, die Wirtschaft und die Regierung.**

Steve Saville hält Gold und den S&P 500 als wichtigsten Aktienindex der Welt für die beiden entgegengesetzten Enden einer „Investitionswippe“. Zudem beschreibt er seit vielen Jahren ein Datenset, das er als das „Gold True Fundamentals Model“ (GTFM) bezeichnet. Er hält einen Großteil der insgesamt sieben einbezogenen Faktoren für Maßstäbe des Vertrauens.

Der Charme der – auch von anderen Analysten geteilten – Gegenspieler-Überlegung liegt in der historischen Perspektive. Auch in Zeiten, in denen es noch keine Aktienmärkte in der heutigen Form gab, konkurrierte Gold als das natürliche Geld mit der gewinnorientierten Finanzierung von Handelsaktivitäten, Entdeckungen und Eroberungen, oder aber dem Kauf von Ländereien. An bestimmten Orten und für kurze Zeit bestand diese Konkurrenz auch zu Tulpenzwiebeln, Südsee-Gesellschaften oder Anteilen an einer Kolonie in Louisiana. Das Austauschverhältnis von Gold mit seinem jeweils maßgeblichen

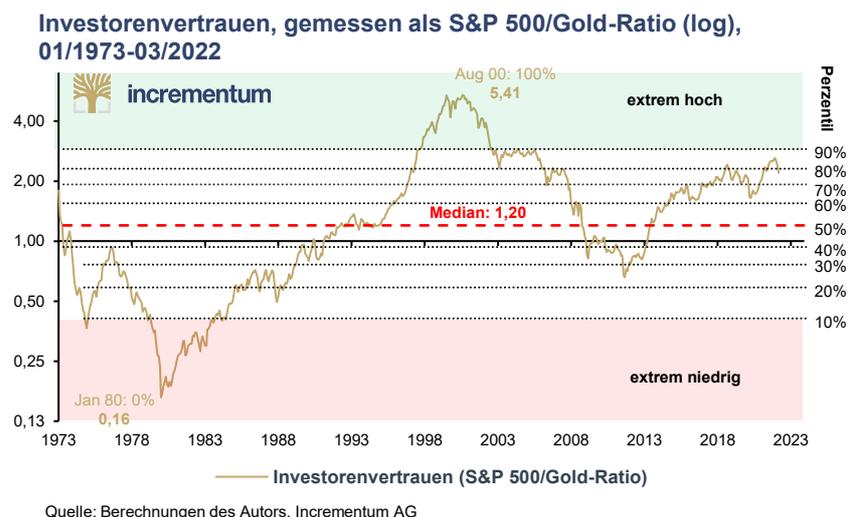
Gegenpart war aber immer bestimmt vom aktuell vorherrschenden Investorenvertrauen.

Die Neuzeit in Sachen Gold hat spätestens vor einem halben Jahrhundert begonnen, als US-Präsident Richard Nixon 1971 das Goldfenster schloss und damit die Epoche des Goldstandards endgültig beendete. Zuvor war der Goldpreis im Bretton-Woods-System weitestgehend fixiert. **Seither ist der Aktienmarkt der eindeutige Konkurrent des glänzenden Vermögenshortes.**

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

**Holländisches Sprichwort**

Kombiniert man die Ideen von Jim Grant und Steve Saville, gelangt man zwangsläufig zum Schluss, dass in der heutigen Zeit das S&P 500/Gold-Ratio ein hervorragend geeignetes Instrument zur Messung des Investorenvertrauens sein sollte, mit der Risikobereitschaft der Anleger im Nenner und deren Absicherungsbedürfnis im Zähler. **Der Einfluss der Geldmengeninflation befindet sich sowohl im Zähler als auch im Nenner und wird somit herausgekürzt. Aktien profitieren von hohen Vertrauensniveaus und Gold von niedrigen.**



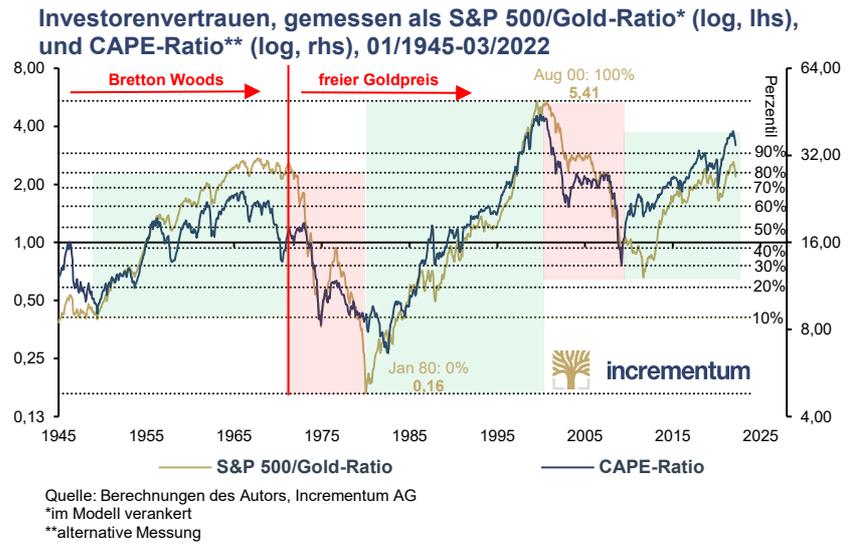
**Das synchrone Aktien-und-Goldpreismodell basiert auf der Vertrauensmessung über das S&P 500/Gold-Ratio. Doch nun stellt sich die Frage: Könnte das Investorenvertrauen auch anhand alternativer Indikatoren gemessen und bewertet werden?**

*Gold is the reciprocal of the world's faith in central banks.*

**Jim Grant**

Getestet wurde eine Reihe von Kennziffern und Ratios, denen zugesprochen wird, sensibel auf Vertrauensveränderungen an den Finanzmärkten zu reagieren wie dem Buffett-Indikator, Tobin's Q, dem US-Banken/Gold-Ratio, den US-Corporate-Bonds-Zins-Spreads, dem USD-Index und einigen Rohstoff-Ratios.

**Als der mit Abstand beste Einzelindikator hat sich in den Analysen das CAPE-Ratio für den S&P 500 erwiesen.** Obwohl der Goldpreis in diesem Ratio überhaupt keine Berücksichtigung findet, zeigt das Shiller-KGV einen sehr ähnlichen Verlauf wie das S&P 500/Gold-Ratio. Offensichtlich wirkt das Investorenvertrauen auch in dieser Kennzahl auf sehr ähnliche Art und Weise.



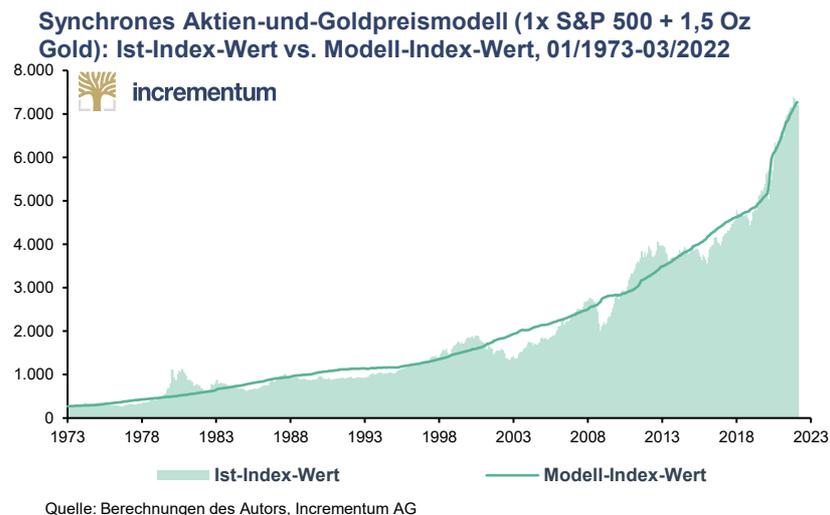
*Testing leads to failure, and failure leads to understanding.*

**Burt Rutan**

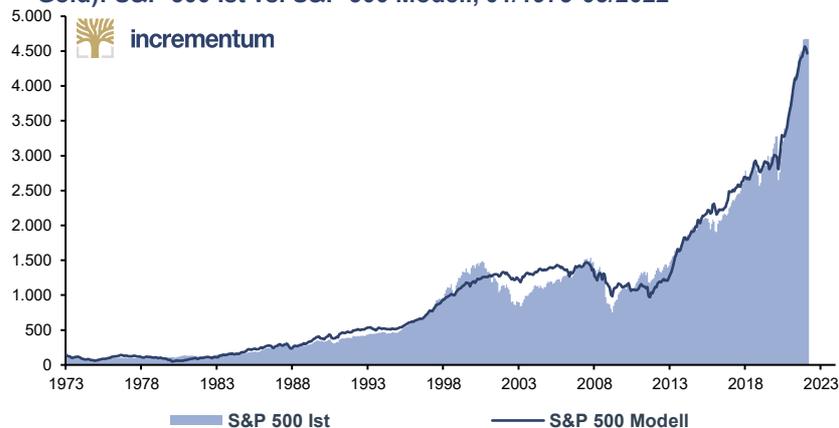
**Im Backtest liefert das synchrone Aktien-und-Goldpreis-Modell überzeugende Ergebnisse.** Beim Backtest geht es darum, das Modell und seine Aussagekraft mit Hilfe historischer Ist-Daten zu testen. Die Theorie des Backtestings geht von der Annahme aus, dass Korrelationen und Modelle, die in der Vergangenheit gut funktioniert haben, auch in der Zukunft gute Prognose-Ergebnisse liefern werden.

Das „Rechenwerk“ des synchronen Aktien-und-Goldpreismodells ist einfach. Die beiden Grundlagen sind:

- Die US-Geldmenge M2 (in Mrd. USD) bestimmt den Wert des gemeinsamen Index (in USD).
- Das Investorenvertrauen – gemessen anhand des S&P 500/Gold-Ratio – bestimmt darauf aufbauend die Wertaufteilung im Index.



**Synchrones Aktien-und-Goldpreismodell (1x S&P 500 + 1,5 Oz Gold): S&P 500 Ist vs. S&P 500 Modell, 01/1973-03/2022**



Quelle: Berechnungen des Autors, Incrementum AG

**Synchrones Aktien-und-Goldpreismodell (1x S&P 500 + 1,5 Oz Gold): Gold Ist vs. Gold Modell, 01/1973-03/2022**



Quelle: Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Die Charts verdeutlichen, dass mit dem Modell sowohl der Kursverlauf des S&P 500 als auch die Entwicklung des Goldpreises gut nachgezeichnet werden kann. Einzig in den bekannten Übertreibungsphasen – für Gold: Ende 1970er-/Anfang 1980er-Jahre und 2011/2012; für den S&P 500: 1998-2001 – überschießt das jeweilige Boom-Asset deutlich.

Auffallend sind auch die „gemeinsamen Schwächephasen“ der Ist-Werte in der Zeit von 2001 bis 2006 und dann noch einmal 2008. Wahrscheinlich sind diese Zeiten als vorübergehende Untertreibung im Zuge einer Krisenbewältigung zu interpretieren.

**Der große Nutzen des synchronen Aktien-und-Goldpreismodells ist die einfache Erstellung und Validierung von Zukunftsprognosen.**

Erforderlich sind „lediglich“ Vorgaben zur Entwicklung der Geldmenge und des Vertrauensniveaus.

## Gedanken zur weiteren Entwicklung der Geldmenge

Die letzten, auf Grundlage historischer Erfahrungswerte basierenden Geldmengenprognosen wurden im *In Gold We Trust*-Report 2020<sup>67</sup> berechnet. Damals wurden für die neu angebrochene Dekade drei unterschiedliche Szenarien skizziert und mit Wahrscheinlichkeiten gewichtet. Hierzu nochmals nachfolgende Übersicht:

Szenario	M2-Wachstum	Wahrscheinlichkeit	Historischer Bezug	*M2 2030 in Mrd.
Gering	3,9% p. a.	5%	1990er-Jahre	23.350 USD
Basis	6,3% p. a.	80%	2000er-Jahre	30.000 USD
Inflation	9,7% p. a.	15%	1970er-Jahre	42.450 USD

\*Die absolute Geldmenge im Jahr 2030 wird im *In Gold We Trust*-Report 2020 nicht genannt und wurde auf Basis M2 per Dezember 2019 auf 15.326 Mrd. USD nachberechnet.

**Per Dezember 2021 beträgt die US-Geldmenge M2 bereits 21.553,1 Mrd. USD. Das bedeutet im Vergleich zu Dezember 2019 einen Zuwachs von rund 6.215 Mrd. USD oder circa 40,5%. Die annualisierte durchschnittliche Wachstumsrate für diese beiden Jahre beträgt damit 18,5% p. a.**

*The more the state "plans" the more difficult planning becomes for the individual.*

**Friedrich A. von Hayek**

Dies zeigt, wie schwierig eine belastbare Geldmengenprognose ist, wenn die Notenbank auf „akuten Rettungsmodus“ umschaltet. In „normalen“ Zeiten sorgen die Geschäftsbanken mit ihrer Kreditvergabe für den Löwenanteil der Geldschöpfung. In Krisenzeiten halten sie sich aber mit der Vergabe neuer Kredite zurück, weshalb die Zentralbank – über Assetkäufe – für temporäre „Nothilfe“ sorgen muss.

Bemisst man das Problem an der Höhe der erfolgten Hilfsleistung, befanden sich die US-Wirtschaft und das Finanzsystem in historisch beispiellosen Schwierigkeiten. Noch Ende 2008 belief sich der von der Federal Reserve geschaffene Anteil an M2 auf rund 11%. Nach drei QE-Programmen und dem Stimulus-Paket zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie beträgt der Anteil der Federal Reserve an M2 Anfang 2022 über 40%. Er ist damit bereits deutlich höher als während des 2. Weltkrieges, wo er in der Spitze bei rund 30% lag.

*In reality there is no such thing as an inflation of prices, relatively to gold. There is such a thing as a depreciated paper currency.*

**Lysander Spooner**

Zwischenzeitlich wird argumentiert, dass die Geldschöpfung der Federal Reserve zwingend enden muss, damit die Inflation nicht weiter ausufert. Deshalb hat die Federal Reserve beschlossen, in den kommenden Monaten dazu übergehen, dem System über eine Bilanzverkürzung Liquidität zu entziehen. Die Frage ist dann, ob die im Zuge der Coronakrise erneut eingebrochene US-Bankkreditvergabe wieder allein für ausreichend neues Geld sorgen kann. Die Geschichte zeigt, dass das Finanzsystem ansonsten schnell (wieder) instabil werden könnte.

<sup>67</sup> „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2020, S. 342-344

In den ersten beiden Monaten des Jahres 2022 ist die Geldmenge M2 im Vergleich zum Dezember 2021 jedenfalls um weitere 258,7 Mrd. USD auf 21.812 Mrd. USD angewachsen, was einer annualisierten Wachstumsrate von rd. 7,2% entspricht. Beigetragen haben sowohl die Geschäftsbanken mit einer Ausweitung der Netto-Neukreditvergabe als auch die Federal Reserve mit einer fortgesetzten Bilanzausweitung.

*The first casualty of war is said to be the truth, and it probably perishes even before the first shot is fired. The second casualty of war is sound money.*

**Russell Napier**

Durch den russischen Angriff auf die Ukraine, der westlichen Sanktionen und der Bereitschaft der USA den US-Dollar als Waffe einzusetzen, drohen nun jedoch Entwicklungen, die die Federal Reserve zu einer vorzeitigen Abkehr von der beabsichtigten monetären Straffungspolitik zwingen könnten. Man muss nicht alle in den Medien diskutierten Befürchtungen teilen, die Beschäftigung mit dem neuen Buch von Ray Dalio „[The Changing World Order: Why Nations Succeed and Fail](#)“ und den Gedanken und Analysen von Zoltan Pozsar ist jedoch lohnenswert. **Hiernach wird verständlich, dass viele Analysten das Einfrieren russischer Währungsreserven als ein monetäres Erdbeben und ein Wendepunkt für die derzeitige finanzielle Weltordnung ansehen.**

In Bezug auf die Geldmengenkomponente des „synchrone Aktien- und Goldpreismodelles“ stellen sich hiernach zumindest zwei zentrale Fragen:

- Am kurzen Ende: Bleibt die Federal Reserve der beabsichtigten Verkürzung ihrer Bilanz auch dann treu, wenn es durch ein wie auch immer geartetes Schock-Ereignis, einer Rezession oder einer Stagflation tatsächlich hart auf hart kommen sollte oder reagiert sie – einmal mehr – in der gewohnten Weise und flutet den Markt erneut mit neugeschaffenen US-Dollar?
- Am langen Ende: Wer -außer der Federal Reserve – würde künftig die US-Doppeldefizite finanzieren, wenn sich bedeutende Gläubigerländer wie China, Brasilien, Indien und Saudi-Arabien alternativen Save-Haven-Anlagen zuwenden und/oder ihren Außenhandel auf alternativer Abrechnungsbasis organisieren?

**Insofern bleiben Geldmengenprognosen schwierig.** Falls Sie die im *In Gold We Trust*-Report 2020 fundiert prognostizierten Steigerungsraten teilen, ist zu berücksichtigen, dass sich aufgrund des Basiseffektes zwischenzeitlich signifikant höhere absolute Geldmengenziele für 2030 ergeben.

Dies ist wichtig, weil das synchrone Aktien-und-Goldpreismodell den Wert des gemeinsamen Index – 1 x S&P 500 + 1,5 Oz Gold – allein über die Höhe der Geldmenge definiert.

Szenario	M2-Wachstum	Zielwert in 2030 –alt	Zielwert in 2030 –neu
Gering	3,9% p. a.	23.350 Mrd. USD	30.400 Mrd. USD
Basis	6,3% p. a.	30.000 Mrd. USD	37.400 Mrd. USD
Inflation	9,7% p. a.	42.450 Mrd. USD	49.600 Mrd. USD

## Gedanken zur weiteren Entwicklung des Vertrauensniveaus

Grundsätzlich spricht vieles dafür, dass sich das Investorenvertrauen – zumindest auf mittlere und lange Frist – auf harte makroökonomische Fakten stützt. Die Frage ist, anhand welcher Kriterien sich die Stärke einer Wirtschaft eigentlich konkret festmachen lässt und wie die einbezogenen Kriterien zu einer belastbaren Gesamtbewertung verdichtet werden können.

*The biggest mistake investors make is to believe that what happened in the recent past is likely to persist. They assume that something that was a good investment in the recent past is still a good investment. Typically, high past returns simply imply that an asset has become more expensive and is a poorer, not better, investment.*

**Ray Dalio**

**Das deutsche „Stabilitäts- und Wachstumsgesetz“ (StabG) benennt vier zentrale Zielgrößen:** stabiles und angemessenes Wirtschaftswachstum, hohe Beschäftigung, Preisniveaustabilität und außenwirtschaftliches Gleichgewicht. Auf europäischer Ebene kommen durch die „Konvergenzkriterien“ und den „Stabilitäts- und Wachstumspakt“ (SWP) zwei weitere Ziele hinzu, die im Kern darauf abzielen, staatliche Defizite und öffentliche Verschuldung auf vertretbare Niveaus zu begrenzen.

Da zwischen diesen sechs Kriterien jedoch Zielkonflikte bestehen, ist es kaum möglich, alle Kriterien gleichzeitig und gleich gut zu erreichen. Gelingt dies zumindest in einer Form, die dem Optimum, der „perfekten Mitte“, nahekommt, sprechen die Finanzmärkte von einem „Goldilocks-Szenario“. Für die USA war dies z. B. Mitte bis Ende der 1990er-Jahre der Fall.

**Die nachfolgende Aufstellung verschafft einen guten Überblick über die sechs Stabilitäts- und Wachstumskriterien.** Enthalten sind sowohl die aktuellen Werte als auch die Daten per Ende 1999 und Ende 1979, ebenso die Werte-Spannen unterteilt in Perzentilen, sortiert nach dem Kriterium „was ist besser für das Investorenvertrauen“.

	Aktuelle Situation		Goldilocks-Szenario Ende 1999		Vertrauenskrise Ende 1979		Perzentile Werte 1973 - 2021				
	Wert	Rang	Wert	Rang	Wert	Rang	90%	70%	50%	30%	10%
	Mär.22		Dez.99		Dez.79						
<b>Vertrauen (S&amp;P 500/Gold-Ratio)</b>	<b>2,2</b>	77%	<b>5,03</b>	98%	<b>0,23</b>	2%	2,9	1,9	1,2	0,8	0,4
<b>Reales BIP-Wachstum</b>	<b>6,3%</b>	97%	<b>3,5%</b>	70%	<b>-2,8%</b>	6%	4,8%	3,6%	2,6%	1,6%	-2,0%
<b>Inflation</b>	<b>7,0%</b>	13%	<b>2,7%</b>	70%	<b>13,2%</b>	1%	1,4%	2,2%	3,0%	4,3%	8,7%
<b>Arbeitslosigkeit</b>	<b>3,9%</b>	93%	<b>4,0%</b>	96%	<b>6,0%</b>	48%	4,3%	5,2%	5,9%	7,1%	8,7%
<b>Leistungsbilanz</b>	<b>-3,7%</b>	17%	<b>-3,7%</b>	17%	<b>-0,4%</b>	81%	0,2%	-1,3%	-2,1%	-2,9%	-4,5%
<b>Haushaltssaldo</b>	<b>-12,1%</b>	3%	<b>1,5%</b>	97%	<b>-1,8%</b>	79%	-0,4%	-2,4%	-3,0%	-3,9%	-7,1%
<b>Staatsverschuldung</b>	<b>123%</b>	0%	<b>58%</b>	44%	<b>31%</b>	98%	32%	48%	60%	65%	103%

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

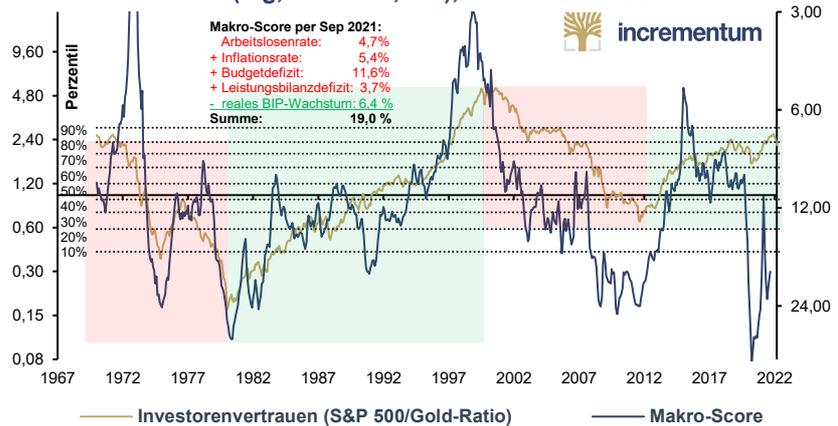
**Für die breite Öffentlichkeit stehen die Arbeitslosigkeit und die Inflation am stärksten im Fokus.** Denn sowohl eine höhere Arbeitslosenrate als auch eine Verschärfung der Inflation führen – unmittelbar und merklich – zu einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation der Bürger. Wohl auch deshalb ist die Federal Reserve beiden Zielen mit einem Doppelmandat verpflichtet.

*You take my life when you do  
take the means whereby I live.*

**William Shakespeare**

Der vom amerikanischen Ökonomen Arthur Okon in den 1960er-Jahren in die wissenschaftliche Diskussion eingeführte „Misery-Index“ addiert beide Größen gleichgewichtet. Bleibt man in dieser Logik und addiert man zum Misery-Index das Staatsdefizit bzw. subtrahiert den Überschuss sowie den Leistungsbilanzsaldo, beide in Prozent des BIP, und zieht davon das reale Wachstum in Prozent des BIP ab, erhält man einen einfachen Makro-Score, der sich über die vergangenen 50 Jahre gut mit dem Investorenvertrauen vergleichen lässt.

**Investorenvertrauen, gemessen als S&P 500/Gold-Ratio (log, lhs),  
und Makro-Score (log, invertiert, rhs), 01/1970-03/2022**



Quelle: Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Dies ist zugegebenermaßen eine sehr grobe und einfache Herangehensweise. Zudem werden bedeutende Kritikpunkte bereits auf den ersten Blick offensichtlich. Zum einen bleibt die Verschuldungsfrage unberücksichtigt. Auch darf die „Gleichwertigkeit“ unterschiedlicher Kriterien bezweifelt werden. Zudem wirken sich z. B. negative Inflationsraten (= Deflation) im Score positiv aus.

*Facts are facts and will not  
disappear on account of your  
likes.*

**Jawaharlal Nehru**

Andererseits zeigt aber bereits diese einfache Addition eine erstaunlich direkte Beziehung mit dem Investorenvertrauen. Das Hinzufügen eigener unbewiesener Bedingungen, Grenzen oder Verrechnungen würde zumindest die Transparenz und die Glaubwürdigkeit des Makro-Scores nicht verbessern. Zudem erfordert dieses „Monitoring für den Hausgebrauch“ weder eine volkswirtschaftliche Stabsabteilung noch einen Supercomputer.

Letztendlich ist es aber nicht erforderlich, dass die Überlegungen zum Makro-Score und dessen Ableitung geteilt werden. Er soll lediglich die eigene Einschätzung zur Entwicklung des Vertrauensniveaus unterstützen. Im synchronen Aktien-und-Goldpreismodell ist der Makro-Score nicht hinterlegt.

Auch ohne die beiden zuvor gezeigten Charts ist es plausibel und nachvollziehbar, dass das Investorenvertrauen und dessen makroökonomischen Grundlagen nicht immer parallel laufen. Das ist nicht ungewöhnlich, denn auf kurze Frist zählen am Kapitalmarkt nicht nur Fakten, sondern auch, ob die Daten den Erwartungen entsprechen und wie sie interpretiert und eingeordnet werden.

**Eine hohe Inflation ist z. B. dann weniger beunruhigend, wenn sie als vorübergehend angesehen wird.** Ein Wirtschaftseinbruch verliert dann den

Schrecken, wenn eine V-förmige Wirtschaftserholung mit anschließender Fortführung des realen Wachstumstrends das bestimmende Narrativ ist.

*Attitudes are more important than facts.*

**George MacDonald**

Bestätigen sich die Erwartungen jedoch nicht, setzen sich am Ende immer die harten Fakten durch. Der „Tipping Point“, an dem die Märkte und das Investorenvertrauen von Narrativ auf Realität umschalten, ist aber schwer vorherzusagen.

Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff haben dieses Phänomen in der Einleitung ihres Buches „*Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen*“ sehr treffend umschrieben: „*Hoch verschuldete Regierungen, Banken und Unternehmen können den Anschein erwecken, als kämen sie über lange Zeiten gut zurecht bis – rums! – urplötzlich das Vertrauen wegbricht.*“. Dies gilt im übertragenen Sinne sicher auch für Kapitalmärkte, Bewertungsregeln und Assetpreise.

*Forced to confront a reptile or an international financial crisis, I'll take the reptile every time.*

**Alexandra Petri**

**Um eine unkomplizierte Einschätzung des Vertrauensniveaus zu ermöglichen, wurden auch die historischen Vertrauenswerte in Perzentil-Spannen à 10% unterteilt.** Dabei werden auch die Extremwerte von 0% bzw. 100% Vertrauen gezeigt. Dies mag einerseits übertrieben erscheinen, andererseits waren die Werte aber real. Zudem kann auch für die Zukunft nicht ausgeschlossen werden, dass diese oberen und unteren Eckwerte nicht noch einmal tiefer in den Extrembereich verschoben werden.

Die Methodik und die Ergebnisse des Modells können anhand der folgenden Matrix dargestellt werden:

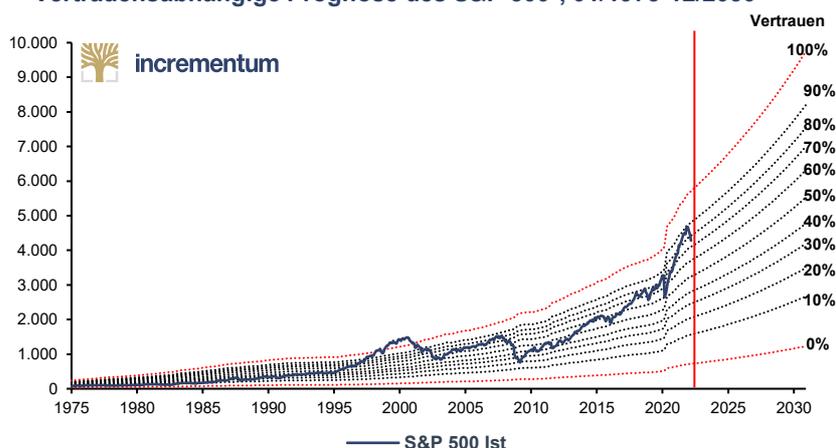
				US-Geldmenge M2, in Mrd. USD									
				22.000	24.000	26.000	28.000	30.000	35.000	40.000	45.000	50.000	
Vertrauen				Indexwert, in USD									
(S&P 500/Gold-Ratio)	Aktien-Anteil			7.333	8.000	8.667	9.333	10.000	11.667	13.333	15.000	16.667	
Werte seit 1973		am Index, in %											
5,41	100%	S&P 500	78,3	5.742	6.264	6.786	7.308	7.830	9.135	10.439	11.744	13.049	
		Gold		1.061	1.158	1.254	1.350	1.447	1.688	1.929	2.170	2.412	
2,90	90%	S&P 500	65,9	4.831	5.270	5.709	6.148	6.587	7.685	8.783	9.881	10.979	
		Gold		1.668	1.820	1.972	2.124	2.275	2.654	3.034	3.413	3.792	
2,31	80%	S&P 500	60,6	4.444	4.848	5.252	5.656	6.060	7.070	8.081	9.091	10.101	
		Gold		1.926	2.101	2.276	2.451	2.626	3.064	3.502	3.940	4.377	
1,92	70%	S&P 500	56,2	4.120	4.495	4.869	5.244	5.619	6.555	7.491	8.428	9.364	
		Gold		2.142	2.337	2.532	2.726	2.921	3.408	3.895	4.381	4.868	
1,55	60%	S&P 500	50,8	3.724	4.062	4.401	4.739	5.078	5.924	6.770	7.617	8.463	
		Gold		2.406	2.625	2.844	3.063	3.281	3.828	4.375	4.922	5.469	
1,20	50%	S&P 500	44,4	3.257	3.554	3.850	4.146	4.442	5.182	5.923	6.663	7.403	
		Gold		2.717	2.964	3.211	3.458	3.705	4.323	4.941	5.558	6.176	
0,93	40%	S&P 500	38,4	2.814	3.070	3.326	3.582	3.838	4.477	5.117	5.757	6.396	
		Gold		3.013	3.287	3.560	3.834	4.108	4.793	5.478	6.162	6.847	
0,76	30%	S&P 500	33,7	2.472	2.696	2.921	3.146	3.371	3.932	4.494	5.056	5.618	
		Gold		3.241	3.536	3.830	4.125	4.420	5.156	5.893	6.630	7.366	
0,59	20%	S&P 500	28,1	2.059	2.246	2.433	2.620	2.807	3.275	3.743	4.211	4.679	
		Gold		3.516	3.836	4.156	4.475	4.795	5.594	6.393	7.193	7.992	
0,41	10%	S&P 500	21,4	1.572	1.715	1.858	2.001	2.144	2.502	2.859	3.216	3.574	
		Gold		3.841	4.190	4.539	4.888	5.237	6.110	6.983	7.856	8.729	
0,16	0%	S&P 500	9,9	724	790	856	922	988	1.152	1.317	1.482	1.646	
		Gold		4.406	4.807	5.207	5.608	6.008	7.010	8.011	9.012	10.014	

Quelle: Berechnungen des Autors, Incrementum AG

**In der obigen Tabelle führt jeder Zuwachs der Geldmenge M2 um 1.000 Mrd. USD zu einer Zunahme des Indexwertes um 333 USD.** Dieses Verhältnis basiert auf den historischen Ist-Daten seit 1963. Vielleicht könnte man in umfangreicheren Untersuchungen und Simulationen noch eine genauere Korrelation ermitteln. Der Chart „Index-Wertanteile von 1x S&P 500 und 1,5 Oz Gold“ und der Backtest des Modells legen aber nahe, dass nur wenig Optimierungspotential besteht.

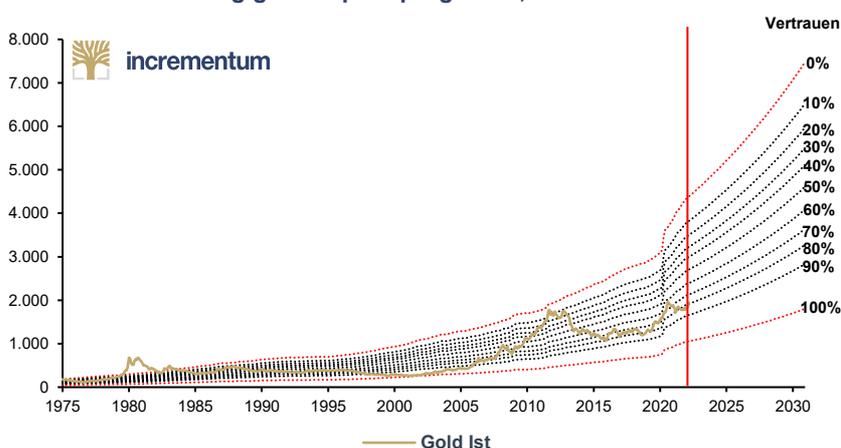
Für den Fall, dass für die nächsten Jahre eine konkrete Erwartung zur Geldmengenentwicklung besteht bzw. validiert werden soll, kann das vertrauensabhängige Spektrum möglicher Preisentwicklungen auch wie in folgendem Chart dargestellt werden.

### Vertrauensabhängige Prognose des S&P 500\*, 01/1975-12/2030



Quelle: Berechnungen des Autors, Incrementum AG  
\*mit einem unterstellten M2-Geldmengenwachstum von 6,3% p.a. zwischen 12/2021 und 12/2030

### Vertrauensabhängige Goldpreisprognose\*, 01/1975-12/2030



Quelle: Berechnungen des Autors, Incrementum AG  
\*mit einem unterstellten M2-Geldmengenwachstum von 6,3% p.a. zwischen 12/2021 und 12/2030

**Die Anwendungsmöglichkeiten des Modells sind jedoch noch breiter. Ein weiterer großer Nutzen des synchronen Aktien-und-Goldpreismodells ist die Validierung von Prognosen.** Denn unter Einbeziehung der Geldmenge wird jede Prognose für den S&P 500 auch automatisch zu einer Prognose für den Goldpreis.

Dies soll zunächst anhand einiger Kursprognosen für den S&P 500 für Ende 2022 verdeutlicht werden. Grundlage für alle nachfolgenden Berechnungen ist die „hinzugefügte“ Erwartung, dass die Geldmenge M2 im Jahresverlauf 2022 um 6,3% auf rund 23.000 Mrd. USD ansteigen wird.

Damit ist im Modell der Wert für den gemeinsamen Index von 1x S&P 500 und 1,5 Oz Gold auf 7.633 USD festgelegt. Wenn nun ein Kursziel für den S&P 500 aufgerufen wird, ergibt sich der Goldpreis folgerichtig aus dem verbleibenden Differenzbetrag.

Institut	Prognose S&P 500*	gemeinsamer Index in USD	Goldanteil (1,5 Oz)	Oz-Preis	S&P 500 zu Gold	Investorenvertrauen
Morgan Stanley	4.400	7.666	3.266	2.177	2,02	rd. 73%
Goldman Sachs	5.100	7.666	2.566	1.710	2,98	rd. 90%
Bank of America	4.600	7.666	3.066	2.044	2,25	rd. 78%
Credit Suisse	5.200	7.666	2466	1.644	3,16	rd. 91%

\* Prognosen lt. Artikel: „Factbox: Wall Street analysts' 2022 outlook for S&P 500“

Aber auch jede Goldpreisprognose ist mit dem Modell implizit eine Festlegung auf ein bestimmtes Niveau für den S&P 500, sofern die Geldmenge einbezogen wird. Auch hierfür einige Beispiele:

Institut	Prognose Goldpreis*	gemeinsamer Index in USD	Goldanteil (1,5 Oz)	S&P 500	S&P 500 zu Gold	Investorenvertrauen
ABN Amro	1500	7.666	2.250,00	5.416	3,61	~ 92%
ANZ	1.725	7.666	2.587,50	5.079	2,94	~ 90%
Scotia Bank	1.850	7.666	2.775,00	4.891	2,64	~ 84%
World Bank	1.750	7.666	2.625,00	5.041	2,88	~ 90%

\* Prognosen lt. Artikel: „Gold price forecast for 2022 and beyond: A buy, hold or sell“ (Stand 2. Februar 2022)

*I figure lots of predictions is best. People will forget the ones I get wrong and marvel over the rest.*  
**Alan Cox**

Ein bemerkenswertes Goldpreisziel für Ende 2030 hat die Weltbank mit 1.653 USD im Herbst 2021 veröffentlicht. Um die Prognose von 1.653 USD bei einem Vertrauensniveau von 83% (Stand Oktober 2021) zu treffen, müsste sich gemäß Modell die Geldmenge M2 leicht auf rund 20.000 Mrd. USD reduzieren, was faktisch einem Null-Wachstum für die nächsten 8 Jahre entspricht. Eine solche Entwicklung wäre historisch betrachtet äußerst bemerkenswert. Denn lediglich in der Kernphase der Weltwirtschaftskrise war die 8-Jahres-Wachstumsrate der Geldmenge für einige Jahre null bzw. negativ. Seither betrug die Veränderungsrate für einen 8-Jahres-Zeitraum immer mehr als 26%, umgerechnet circa 3% p. a.

Eine solche Wachstumsrate von 3,0% p. a. – das ergäbe für M2 im Jahr 2030 rund 28.100 Mrd. USD – führt im Modell dazu, dass das Vertrauen auf rund 95% ansteigen müsste, um den von der Weltbank prognostizierten Goldpreis von 1.653 USD zu begründen.

*I had preached for forty years that the time to prevent the coming of a depression is the boom. During the boom nobody listened to me...*  
**Friedrich A. von Hayek**

Steigt die Geldmenge jedoch mit der im *In Gold We Trust*-Report 2020 präsentierten Basis-Variante von 6,3% p. a. auf 37.500 Mrd. USD im Jahr 2030, führt dies beim vorgegebenen Goldpreis von 1.653 USD zu einem S&P 500 von rund 10.000 Punkten und zu einem neuen Höchstwert im Investorenvertrauen mit einem S&P 500/Gold-Ratio von 6,0. Der bisheriger Höchstwert wurde mit 5,41 im August 2000 erreicht.<sup>68</sup>

Geldmengengestützte langfristige Prognosen von Gold- oder Aktienpreisen waren in der Vergangenheit sehr selten, wohl auch deswegen, weil die Verbindung zur Geldmenge, so diese überhaupt gesehen wurde, bislang als nur sehr lose galt. Eine Ausnahme war die im *In Gold We Trust*-Report 2020 aufgestellte

<sup>68</sup> Siehe „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2020

geldmengenbasierte Goldpreisprognose für zwei unterschiedliche Wachstumsszenarien.<sup>69</sup>

Szenario	M2-Wachstum	Zielwert 2030 – alt	Goldpreisprognose für 2030
Basis	6,3% p. a.	30.000 Mrd. USD	4.800 USD
Inflation	9,7% p. a.	42.450 Mrd. USD	8.900 USD

Die Validierung der Prognose mit dem synchronen Aktien-und-Goldpreismodell zeigt, dass beide Preisprognosen allein mit der erwarteten Geldmengenausweitung nicht zu erreichen gewesen wären. Für ein unverändertes Vertrauensniveau von circa 76% (Stand Ende 2019) zeigt das Modell für 2030 einen Goldpreis von rund 2.740 USD im Basisszenario und rund 3.880 USD im Inflationsszenario.

Um die Prognosen des *In Gold We Trust*-Report 2020 für 2030 zu treffen, hätte sich – zusätzlich zur prognostizierten Geldmengenausweitung – auch das Vertrauensniveau deutlich absenken müssen: im Basisszenario auf um die 20% und im Inflationsszenario auf 0% mit einem neuen, geringfügig niedrigeren Extremwert.

Mit den zwischenzeitlich durch den Basiseffekt erhöhten absoluten Geldmengenzielen für 2030 ist der im Basisszenario prognostizierte Goldpreis von 4.800 USD nun bereits bei einem Vertrauen von rund 46% erreichbar, das Ziel von 8.900 USD im Inflationsszenario bei einem Vertrauen von rund 8%.

**Zusammenfassend vermittelt das synchrone Aktien-und-Goldpreismodell zwei wichtige Erkenntnisse:**

- Wird der Einfluss des Investorenvertrauens durch einen Hedge („gemeinsamer Index“) eliminiert oder aber – richtig gemessen – mitberücksichtigt, besteht eine starke und „rechenbare“ Verbindung zwischen der Geldmengenentwicklung und den Preisen für Aktien und Gold.
- Auf kurze Frist ist das Investorenvertrauen für die Entwicklung der Aktien- und Goldpreise maßgeblich. Im direkten Vergleich beider Variablen ist der Einfluss der Geldmengenentwicklung in der Regel nur auf mittlere und lange Sicht stark. Die historisch beispiellose Geldmengenausweitung der Jahre 2020 und 2021 stellt insofern eine Ausnahme dar.

<sup>69</sup> Siehe „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2020

*We try to create a situation where we're the casino. It's like how an actuary would set insurance rates. Predictability, predictability, predictability. What's the path to least risk? What's the greater chance of getting some return on this asset?*

**Billy Beane**

## Fazit

**Ein Modell, das anhand von nur zwei Variablen die Entwicklung des Aktienmarktes und des Goldpreises im Verlauf der letzten 50 Jahre erklären will, kann selbstverständlich nur ein stark vereinfachtes Abbild der Realität sein.** Ganz im Sinne von George Box, einem Statistiker der University Wisconsin, der einmal provokant formuliert hat: „*Alle Modelle sind falsch, aber einige immerhin nützlich.*“

Mit dem „synchronen Aktien-und-Goldpreismodell“ können aufgrund belastbarer Korrelationen zukünftige Effekte berechnet werden, die für Anlageentscheidungen bedeutsam sind. Insbesondere gibt es dem Investor ein besseres Gefühl dafür, wie sich zukünftige Geldmengenausweitungen und Veränderungen des Investorenvertrauens konkret auf Aktien- und Goldpreise auswirken können.

**Bitte lassen Sie sich nicht überraschen und beziehen Sie die Unsicherheit und die Wankelmütigkeit des Vertrauens in Ihre strategischen Anlageentscheidungen ein. Auch dabei wird Ihnen das Modell wertvolle Dienste leisten.**

**VG CX**  
**VICTORIA**  
GOLD CORP

exceptional exploration  
excellence expression exact  
extraordinary experts excel  
extra experienced executives  
expert explorer exhilarating  
excavation examine

## Leading Yukon's Next Gold Rush



TSX: VG CX | OTC: VITFF | [VG CX.COM](http://VG CX.COM)

# Für ein besseres Verständnis des Goldangebots und der Goldnachfrage

*„Lasting backwardation in gold is tantamount to the realization that gold is no longer for sale at any price.“*

Antal Fekete

## Key Takeaways

- Kupfer und Öl werden produziert, um verbraucht zu werden. Man kann daher die Rohstoffmärkte analysieren, indem man sich die Produktions- und Verbrauchsdaten ansieht.
- Gold ist anders, denn es wird nicht verbraucht. Gold wird seit Jahrtausenden angehäuft.
- Der Preis einer Ware ist auf dem Terminmarkt normalerweise höher als der auf dem Kassamarkt (Contango). Wenn sich dies umkehrt, ist das ein Beleg für eine wachsende Knappheit (Backwardation). Dies gilt für gewöhnliche Rohstoffe und für Gold, auch wenn der Mechanismus ein wenig anders ist.
- Die Verknappung von Gold auf dem Markt ist ein Vorboten einer Währungskrise.



**Über den Autor:** Keith Weiner ist der Gründer und CEO von „Monetary Metals“, einer Investmentfirma, die die Produktivität von Gold freisetzt. Keith ist ein Ökonom, der eine führende Autorität auf dem Gebiet von Gold, Geld und Kredit ist und wichtige Beiträge zur Geldtheorie geleistet hat. Darüber hinaus ist er ein erfolgreicher Unternehmer.

**Bei einem gewöhnlichen Rohstoff, wie z. B. Kupfer, addiert man das Angebot auf, und ebenso die Nachfrage.** Das Angebot ist die Summe aus Förderung und Recycling. Die Nachfrage stammt von Produzenten von Draht, Rohren usw. Wenn im nächsten Quartal eine große neue Mine in Betrieb genommen wird, sollten wir *ceteris paribus* einen Rückgang des Kupferpreises erwarten. Bei einem Streik in einer bedeutenden kupferproduzierenden Region oder im Falle einer sozialistischen Machtergreifung sollten wir mit einem Preisanstieg rechnen.

Dies gilt auch für die Importzahlen, insbesondere für Länder, deren Bausektor boomt. Wenn zum Beispiel die Kupferimporte Chinas zulegen, bedeutet dies einen Anstieg der Nachfrage.

### **Doch Gold ist anders.**

*Bei gewöhnlichen Gütern nimmt der Grenznutzen ab. Bei Gold ist das anders. Der Grenznutzen von Gold sinkt nicht.*

Gold wird schon seit Tausenden von Jahren abgebaut. Und praktisch das gesamte Gold befindet sich immer noch in menschlichen Händen. Gold wird nicht verbraucht, sondern nur aufbewahrt. Und wir bauen immer mehr ab! Denken Sie einmal über die Konsequenzen nach.

**1. Eine Goldschwemme gibt es nicht.** Wenn der Markt das gesamte Gold, das über Jahrtausende aus den Minen kam, absorbiert hat, dann wird er auch alles absorbieren, was im nächsten Jahr gefördert wird.

**2. Die jährliche Gesamtförderung ist nur ein kleiner Prozentsatz des gesamten vorhandenen Goldes.** Wenn wir dies umkehren, erhalten wir das Stock-to-Flow-Ratio (SFR), das bei Gold in Jahrzehnten gemessen wird, bei gewöhnlichen Rohstoffen hingegen in Monaten.

**3. Das gesamte jemals geförderte Gold ist potenzielles Angebot, sofern der Preis stimmt und die Bedingungen passen.** Und alle Menschen auf dem Planeten sind potenzielle Nachfrager, zum richtigen Preis und unter den richtigen Bedingungen. Dies widerspricht dem konventionellen Ansatz von Angebot und Nachfrage, den man etwa für Kupfer verwendet.

**4. Veränderungen der Minenproduktion oder der Schmuckherstellung sind im Verhältnis zum gesamten Gold, das bereits gefördert wurde, eine vernachlässigbare Größe.** So beträgt die weltweite Goldminenproduktion pro Jahr etwa 3.000 Tonnen. Die gesamte bislang geförderte Goldmenge wird auf etwa 200.000 Tonnen geschätzt. Es gibt jedoch gute Gründe für die Annahme, dass die offiziellen Schätzungen zu niedrig gegriffen sind, da die Menschen seit Tausenden von Jahren Gold vor ihren Regierungen und neugierigen Nachbarn verstecken. Und weil Gold anonym ist, kann der Bestand nur grob geschätzt werden. Die Gesamtmenge an Gold steigt also um etwa 1,5% pro Jahr.

Nehmen wir nun an, dass die Goldförderung auf 2.400 Tonnen zurückgeht. Dieser Rückgang um 20% mag auf den ersten Blick als große Veränderung erscheinen. Aber im Vergleich zu 200.000 Tonnen entsprechen diese 600 Tonnen Minderproduktion nur 0,3%. Die Auswirkung eines Förderrückgangs ist daher minimal.

**5. Ob Menschen Gold in Form von Münzen und Goldbarren oder in Form von Ringen und Ketten besitzen, ist insofern einerlei, als alles zur monetären Reservationsnachfrage zu zählen ist.** Und Veränderungen in der Form des Goldbesitzes wie das Einschmelzen von Goldschmuck zu Barren sagen nichts über die Preisentwicklung aus.

In der Wirtschaftswissenschaft ist der „Grenznutzen“ ein gängiges Konzept. Als Grenznutzen wird der Wert der nächsten Einheit eines Gutes bezeichnet. Bei gewöhnlichen Gütern ist die  $n+1$ ste Einheit weniger wert als die  $n$ -te Einheit. Angenommen, Sie wandern im Sommer in der Wüste. Im Schatten beträgt die Temperatur 46 Grad Celsius – und direkt in der Sonne ist es noch viel heißer. Sie werden sehr durstig. Sie treffen auf jemanden, der Wasserflaschen verkauft. Wie viel ist Ihnen der erste Liter wert? Sie würden Ihr Portemonnaie leeren – oder Ihr Bankkonto. Es geht um Ihr Leben. Was ist mit dem zweiten Liter? Mit diesem kommen Sie zurück in die Zivilisation. Der dritte Liter ist eine Reserve. Der vierte Liter ist bereits totes Gewicht, und daher nicht viel wert. Ab dem fünften Liter hat Wasser keinen Wert mehr für Sie.

Bei gewöhnlichen Gütern sinkt der Grenznutzen. Wenn er unter die Produktionskosten sinkt, tritt eine Angebotsschwemme ein. Die Produktion wird eingestellt und der Preis kollabiert. Der niedrige Preis lockt Käufer an, die die billige Ware für Zwecke verwenden, die normalerweise nicht gerechtfertigt sind. Die Bestände werden abgebaut, und schließlich klingt die Schwemme ab.

**6. Gold ist anders als gewöhnliche Rohstoffe.** Der Grenznutzen von Gold nimmt nicht ab – oder wenn doch, dann so langsam, dass der Goldpreis nach Tausenden von Jahren fortlaufender Akkumulation immer noch über den Produktionskosten liegt.

**7. Wenn ein Gut einen konstanten Grenznutzen hat, kann man es nicht analysieren, indem man die produzierte Menge, die auf Lager gehaltene Menge oder die gekaufte Menge, die ohnehin nicht für den Verbrauch bestimmt ist, betrachtet.**

**8. Man kann den Wert dieses Gutes auch nicht in Form von Gütern mit abnehmendem Grenznutzen messen!** Tatsächlich bedeutet der nicht abnehmende Grenznutzen von Gold, dass die nächste Einheit den gleichen Wert hat wie die vorherige. Gold ist die beste Maßeinheit für den ökonomischen Wert, so wie ein Meterstab aus Stahl die beste Maßeinheit für die Länge ist. Der Stahlmaßstab schrumpft nicht, wenn man ihn in größere Höhen bringt. Die Goldmesslatte schrumpft nicht, wenn die Goldförderung die geförderte Goldmenge erhöht.

**9. Gold ist nicht wegen seiner Knappheit wertvoll. In der Tat ist es richtig gemessen sogar ziemlich reichlich vorhanden.** Gold hat ein höheres Stock-to-Flow-Ratio als fast jeder andere Rohstoff, vielleicht mit Ausnahme von Wasser.

*Wenn Gold von einem Ort zu einem anderen transferiert wird, oder ein berühmter Käufer Gold von einem anonymen Verkäufer erwirbt, hilft das nicht, den Preis vorherzusagen.*

**10. Die Konsequenz eines hohen Stock-to-Flow-Ratios und der großen Verfügbarkeit von Gold ist, dass jeder einzelne Marktteilnehmer eine unbedeutende Menge Gold besitzt.** Selbst die USA als größter Goldhalter der Welt besitzen „nur“ 8.000 von insgesamt 200.000 Tonnen Gold. Das sind lediglich 4%.

Mit anderen Worten, die folgenden Vorgänge können die Entwicklung des Goldpreises nicht vorhersagen, außer vielleicht kurzfristig:

- Gold wird von einem Land in ein anderes transferiert oder wechselt den Besitzer.
- Gold wird von einem Tresor in einen anderen gelegt oder von einer Lagerkategorie in eine andere.
- Gold wird von einer Art von ökonomischer Entität an eine andere transferiert.
- Die Form des Goldes (Barren, Münze, Schmuck, ...) wird verändert.
- Die Minenproduktion steigt oder sinkt.
- Die Schmucknachfrage steigt oder sinkt.
- Neue Goldvorkommen werden entdeckt, oder ein behauptetes Vorkommen erweist sich als Betrug.
- Eine berühmte Persönlichkeit kauft oder verkauft Gold.

**Die obige Diskussion ist wichtig, um Gold in diesem Kontext als Geld zu etablieren.** Wenn man darüber nachdenkt, sollte Geld bestimmte Eigenschaften haben, wie z. B. einen nicht abnehmenden Grenznutzen und ein hohes Stock-to-Flow-Ratio. Das ist auch als Hintergrund für den nächsten Abschnitt wichtig, in dem es um die Analyse der Grundlagen des Angebots und der Nachfrage von Gold geht.

*Angenommen, Sie könnten Weizen auf dem Spotmarkt für 8,00 USD verkaufen und den Kontrakt für den nächsten Monat für 7,00 USD kaufen. Das deutet auf Knappheit hin.*

**Angenommen, der Markt bietet die Möglichkeit eines Gewinns für die folgende Transaktion.** Sie können Ihren Goldbarren für US-Dollar verkaufen und gleichzeitig einen Terminkontrakt kaufen, der im nächsten Monat einen gleichwertigen Barren liefern wird. Am Ende haben Sie das gleiche Gold wie vorher und zudem einige zusätzliche US-Dollar. Und nehmen wir an, dass der für diesen Handel angebotene Gewinn jeden Tag steigt. Was würde Ihnen das sagen?

Bevor wir diese Frage für Gold beantworten, nehmen wir an, dass dieser Vorgang mit einem gewöhnlichen Agrarrohstoff vorgenommen wird. Nehmen wir an, Sie könnten Weizen am Spotmarkt für 8,00 USD verkaufen und den Kontrakt für den nächsten Monat für 7,00 USD kaufen. Und jeden Tag stiege der Weizenpreis am Spotmarkt, während sich der Preis des Terminkontrakts nicht veränderte.

Um so agieren zu können, müssen Sie Weizen besitzen. Wenn Sie keinen haben, können Sie keinen Weizen auf dem Spotmarkt verkaufen, der sofort geliefert werden muss.

Wenn also der Geldkurs auf dem Spotmarkt für Weizen höher ist als der Briefkurs auf dem Terminmarkt, deutet dies auf eine Knappheit hin. Der Fachausdruck für diesen Zustand ist „Backwardation“. Normalerweise ist der Preis auf dem Terminmarkt höher als der Preis auf dem Kassamarkt, um die Kosten für die Lagerung und den Kredit für den Lagerhalter – den Kursmakler, der mit der

Spanne zwischen Kassa- und Terminmarkt handelt – zu decken und die Position zu finanzieren. **Dieser Zustand wird als „Contango“ bezeichnet.**

**Wenn am Markt hingegen Backwardation herrscht, bietet sich jedem die Möglichkeit, einen Gewinn zu erzielen, und zwar dauerhaft.** Sie ist da und bleibt bestehen. Aber niemand realisiert sie. Denn um diese einfache Möglichkeit, einen Gewinn zu erzielen, zu realisieren, muss man Weizen besitzen.

Dies gilt auch für Gold, obwohl es keine Goldknappheit gibt. Wie wir gerade gesehen haben, befindet sich praktisch alles Gold, das in der Geschichte der Menschheit gefördert wurde, in irgendjemandes Besitz. Aber auch bei Gold kann es zu einer Verknappung auf dem Markt kommen.

**Gold ist Geld, daher ist eine Verknappung auf dem Markt ernster als ein Mangel an Weizen vor der Ernte.** Um zu verstehen, warum das ökonomisch so wichtig ist, sollten wir das Konzept von Geldkurs und Briefkurs neu betrachten. Es ist allgemein bekannt, dass der Geldpreis jener Preis ist, den man erhält, wenn man sofort verkaufen muss. Und der Briefkurs ist der Preis, den man zahlen muss, wenn man sofort kaufen will. Indem man seinen eigenen Geld- oder Briefkurs abgibt, kann man auf dem Markt selber aktiv handeln, doch man riskiert, dass am Ende des Tages keine Transaktion zustande kommt.

**Zumindest in Goldkreisen ist man sich darüber im Klaren, dass das Fiat-Währungssystem auf eine Krise zusteuert.** Viele Goldanalysten sagen, dass niemand mehr Gold verkaufen wird. Mit anderen Worten: Weizen, Öl, Apple-Aktien usw. werden weiterhin zum Verkauf angeboten werden, aber niemand wird Gold zum Verkauf anbieten.

*Viele Goldanalysten sind der Meinung, dass in einer Fiat-Währungskrise das Angebot, Gold zu verkaufen, zurückgezogen werden wird. Dies ist ein Spiegelbild der Realität, dass Gold sein Angebot für den US-Dollar zurückziehen wird.*

Manche würden weitergehen und behaupten, dass Gold einzigartig ist. In einer Krise verschwindet auch bei anderen Gütern die Nachfrage. Angenommen, der „US Geological Survey“ würde sagen, dass es in Los Angeles ein schweres Erdbeben geben wird, bei dem kein Gebäude stehen bleiben wird, das höher als ein Puppenhaus ist. Alle Gebote für Immobilien würden zurückgezogen werden, und das vermutlich in einem weiten Radius von Santiago de Chile bis British Columbia, Kanada und in den Osten bis zum Mississippi. An Angeboten von verkaufswilligen Eigentümern würde es hingegen nicht mangeln! Aber es ist kein einziges Gebot zu finden.

**Analysieren wir an dieser Stelle eine Krise, in der die Verkaufsangebote (offer), nicht die Gebote (bid) für Gold zurückgezogen werden.** Wie ist diese scheinbare Anomalie zu erklären? Wie erklärten die Menschen im Mittelalter die scheinbar rückläufige Bewegung der Planeten? Innerhalb des geozentrischen Paradigmas konnten sie das nicht. Die Erklärung kam von Kopernikus, der sagte, dass es keine rückläufige Bewegung gibt. In seinem heliozentrischen Modell ist die scheinbare Rückläufigkeit nur ein Artefakt der Beobachtung anderer Planeten von der Erde aus.

**Die Erklärung für die offensichtliche Anomalie des Verschwindens der Verkaufsangebote (offer) von Gold erschließt sich nicht aus dem derzeitigen, papierzentrierten Paradigma.** Sie muss vom richtigen, dem

*Es gibt einen Grund, warum Goldbesitzer ihr Gebot für den US-Dollar zurückziehen werden.*

goldzentrierten Paradigma ausgehen. **In diesem Paradigma ist nicht der US-Dollar Geld, sondern Gold.** Gold bietet für alle Dinge, auch für die uneinlösbaren Banknoten der Federal Reserve – und der Europäischen Zentralbank. Und eines Tages wird Gold nicht mehr für den US-Dollar bieten. Das ist nicht nur ein bloßer rhetorischer Trick. Es geht nicht darum, eine gewünschte Schlussfolgerung aus einer Definition abzuleiten. Gold ist Geld ist, das ist nicht nur eine Behauptung. Es gibt einen Grund, warum Goldbesitzer ihr Gebot für den US-Dollar zurückziehen werden.

**Das liegt daran, dass die Qualität des US-Dollars abnimmt.** Der US-Dollar ist Kredit, aber ein zunehmend unsolider Kredit. Die US-Regierung – und andere große Schuldner – werden weder die Zinsen noch die Kreditsumme bei Fälligkeit bezahlen können. Sie sind darauf angewiesen, neue Anleihen zu emittieren, um fällig werdende Anleihen zu tilgen. Dieses Spiel kommt unweigerlich zu seinem Ende, auch wenn es sehr lange dauern kann, bis der Ruin eintritt. **Aber wenn es dann schließlich so weit ist, wird der Unterschied zwischen Gold und einer Währung deutlich, denn Gold weist kein Gegenparteirisiko auf.**

Im monetären Endspiel werden die Menschen nicht mehr Gläubiger für bankrotte Schuldner sein wollen. Daher werden sie verzweifelt versuchen, Gold in die Hände zu bekommen. Das Verlangen, US-Dollar gegen Gold tauschen zu wollen, steht außer Frage. Allerdings werden die Besitzer von Gold dann kein gegenläufiges Verlangen haben. Sie werden kein Gold gegen US-Dollar tauschen wollen. Daher der Rückzug des Gebots von Gold für US-Dollar.

**Das erste Anzeichen dafür wäre eine Gold-Backwardation.** Schauen wir uns die Mechanik dieser Entwicklung an. Nehmen wir an, die folgenden Preise erscheinen auf dem Bildschirm, wobei ein Future ein Kontrakt mit Fälligkeit in drei Monaten ist:

- Spot (Geldkurs): 1.800 USD
- Spot (Briefkurs): 1.801 USD
- Future (Geldkurs): 1.781 USD
- Future (Briefkurs): 1.782 USD

Man kann gleichzeitig sein Gold für 1.800 USD verkaufen und einen Kontrakt über dieselbe Menge Gold für 1.782 USD kaufen. Das ist ein Gewinn von 18 USD oder 1%. Das ist 1% für drei Monate oder 4% pro Jahr. Der Markt bietet also 4% für eine kurzfristige Transaktion. Am Ende besitzt man das gleiche Gold wie zuvor und zudem zusätzliche risikolose 18 USD. Das Risiko einer Nachschussforderung besteht nicht, weil das Gold gegen Bargeld verkauft wurde. Aus demselben Grund besteht auch kein Bedarf an einer Sicherheitsleistung.

*Gold-Backwardation ist ein Zeichen für die Erosion des Vertrauens. Sie ist der Vorboten des monetären Zusammenbruchs.*

**Aber gibt es nicht dennoch einen Grund zu zögern?** Wenn diese Transaktion wirklich risikofrei ist, warum hat diese dann noch niemand anderer getätigt? Es ist ja nicht so, dass es an Gold mangelt! Dann wird der Grund klar. Das Risiko besteht darin, dass das Gold gegen eine vertraglich vereinbarte Forderung eingetauscht wurde. Was passiert, wenn der Vertrag am Ende nicht erfüllt wird?

Gold-Backwardation ist somit ein Zeichen für die Erosion des Vertrauens. Sie ist der Vorbote des monetären Zusammenbruchs.

**Eine Gold-Backwardation sollte es daher niemals geben.** Es besteht keine Knappheit an Gold. Aber seit Dezember 2008 gibt es sie immer wieder. So war etwa Ende 2008 die Angst vor einem Zusammenbruch des Bankensystems weit verbreitet. Diese Angst zeigte sich in Form einer Gold-Backwardation. Sie hielt nicht lange an, da die Zentralbanken die Geldpolitik so stark lockerten, dass die Gefahr eines unmittelbaren Zusammenbruchs gebannt war. **Seitdem ist es immer wieder zu Gold-Backwardations gekommen.**

Der normale Zustand des Goldmarktes ist Contango. Normalerweise kann man einen Goldbarren um, sagen wir, 1.791 USD kaufen und einen Future um 1.800 USD verkaufen. Das heißt, es kann mit einem Gold-Carry-Trade ein Gewinn erzielt werden. Jemand kauft einen Gold-Future, und der Kontrahent erbringt die Dienstleistung, das Gold für ihn bis zur Fälligkeit des Kontrakts zu lagern. Dafür erhält er eine kleine Gebühr. In diesem Fall 0,5%, d. h. 2% pro Jahr.

Wenn ein Contango zu beobachten ist und das Contango zunimmt, dann können wir daraus etwas ableiten. Mehr Marktteilnehmer sind in Gold-Carry-Trades investiert als gestern. Wir können uns dessen sicher sein, weil der Gewinn – d. h. der Anreiz – höher ist. Wenn eine Person motiviert ist, in einen Gold-Carry für 9 USD pro Unze zu investieren, dann könnten für 10 USD zwei andere motiviert sein. Und so weiter.

Daraus folgt, dass bei steigendem Contango der marginale Käufer von Gold dieses im Lagerhaus (warehouse) der Terminbörse einlagert. Das ist nicht nachhaltig. Wenn der Preis steigt, bedeutet ein steigendes Contango, dass Spekulanten den Preis treiben.

In einer Backwardation ist es rentabel, den Carry-Trade aufzulösen. Das bedeutet, dass der zuvor getätigte Carry-Trade rückgängig gemacht wird. Der Lagerhalter wurde also für den Carry bezahlt, und die Backwardation bezahlt ihn erneut für den De-Carry. Das heißt, er verkauft den Barren und kauft den Kontrakt zurück. Bei zunehmender Backwardation erhöht sich der Anreiz zum Abbau des Carry-Trades. Das Lager ist nun der marginale Anbieter von Gold. Auch das ist nicht nachhaltig; aber bullisch.

Aufgelöst wurde die vorübergehende Backwardation bislang durch steigende Preise. Bei höheren Preisen sind einige Marktteilnehmer motiviert, zu verkaufen. So kommt mehr Gold auf den Markt und die Backwardation klingt bis zum nächsten Auftreten ab.

Um die Grundlagen des Gold- (und Silber-)Marktes tatsächlich zu verstehen, muss man die so genannte Goldbasis studieren.

Basis = Future (Geldkurs) – Spot (Briefkurs)

Co-Basis = Spot (Geldkurs) – Future (Briefkurs)

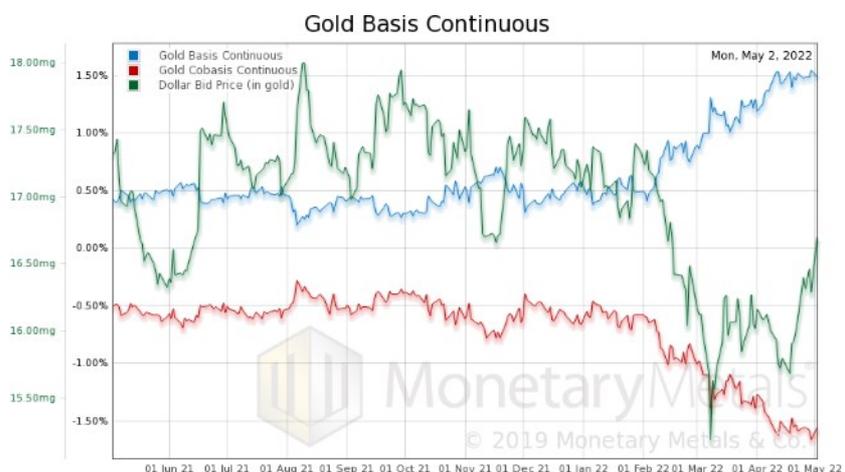
**Wenn die Basis positiv ist, befindet sich der Markt im Contango.** Ein hohes und steigendes Contango bedeutet Überfluss. Um eine positive Basis zu handeln, schließt der Lagerhalter ein Arbitragegeschäft ab, d. h., er leiht sich US-Dollar, kauft physisches Gold auf dem Kassamarkt und verkauft gleichzeitig einen Goldterminkontrakt. Der (annualisierte) Gewinn aus diesem Geschäft ist die Basis. Die Gewinnspanne dieser Transaktion wird umso größer, je größer die Differenz zwischen Basis und LIBOR ist.

**Wenn die Co-Basis positiv ist, befindet sich der Markt in Backwardation.** Eine hohe und steigende Backwardation bedeutet Knappheit. Bei Vorliegen einer positiven Co-Basis verkauft der Lagerhalter einen Goldbarren und kauft einen Terminkontrakt. Es ist wichtig, anzumerken, dass für diese Transaktion kein Kredit aufgenommen wird. Ebenso gibt es keine Nachschussforderungen. In diesem Sinne ist sie als risikofrei anzusehen. Außerdem ermöglicht eine positive Co-Basis dem Lagerhalter einen zusätzlichen Gewinn, um ein Gold-Carry-Geschäft zu schließen, das er zuvor eingegangen ist, als die Basis positiv war. Anmerkung: Es ist weder mathematisch noch physikalisch möglich, dass sowohl die Basis als auch die Co-Basis positiv sind.

*Die Goldbasis ist relativ stabil. In einem Zeitraum, in dem der Goldpreis zwischen 1.686 USD und 1.905 USD schwankte, bewegte sich die Goldbasis nur zwischen 0,2% und 0,75%.*

Es gibt noch ein paar andere interessante Dinge, die erwähnenswert sind. Erstens muss das Gold nicht in einem Terminmarktlager aufbewahrt werden. Es könnte sich in einem Banktresor befinden. Es könnte auch von einer Raffinerie oder sogar von einer Goldmine stammen. Oder der Lagerhalter hat eine Vereinbarung über die Produktion einer Mine.

Eine steigende Basis bietet einen Anreiz, neue Terminkontrakte zu eröffnen. Das heißt, der Lagerhalter kauft mehr Goldbarren auf dem Markt und verkauft dafür Terminkontrakte. Umgekehrt bietet eine steigende Co-Basis einen Anreiz, Terminkontrakte zurückzukaufen und zu schließen. Mit diesem Verständnis können wir nun einen Goldbasis-Chart interpretieren. Hier ist der Chart vom 2. Mai 2022 mit den Daten des vergangenen Jahres.



Die grüne Linie ist der Preis des US-Dollars gemessen in Gold, von aktuell 16,7 mg Gold. Dies ist im Grunde die Inversion des Goldpreises, gemessen im elastischen und volatilen US-Dollar, derzeit 1.862 USD.

Als Erstes fällt auf, dass die Basis relativ stabil ist. In einem Zeitraum, in dem der US-Dollar-Preis zwischen 15,2 mg und 18,0 mg Gold schwankte, d. h., der Goldpreis lag zwischen 1.727 USD und 2.047 USD. Die Goldbasis lag ziemlich konstant bei 0,5 %, bevor sie auf etwa 1,5 % anstieg. Dies zeigt, dass der Preisanstieg von Spekulanten auf dem Terminmarkt getrieben wurde, deren Nachfrage durch die Arbitrage des Gold-Carry auf den Kassamarkt gezogen wird.

Als Nächstes sticht die Korrelation zwischen der grünen und der roten Linie, zwischen dem Preis des US-Dollars und der Gold-Co-Basis, hervor. Diese Korrelation besteht allgemein und sie ist besonders aufschlussreich in der zweiten Februarwoche bis zur zweiten Märzwoche. In dieser Zeit fällt der Dollarpreis von 17,15 mg auf 15,19 mg, d.h. der Goldpreis steigt von 1.813 USD auf 2.047 USD. Während dieser Preisbewegung fiel die Co-Basis von -0,6 % auf -1,1 %.

*Je mehr die Käufer auf dem Terminmarkt den Preis der Goldkontrakte in die Höhe treiben, desto mehr ziehen die Lagerhalter den Preis von physischem Gold in die Höhe – und desto mehr vergrößert sich dieser Spread.*

**Mit anderen Worten: Jemand bietet den Preis für Gold-Futures nach oben.** Dadurch verbreitert sich die Basis, was einen Lagerhalter dazu verleitet, physisches Gold zu kaufen und einen Future zu verkaufen. Die Motivation des Lagerhalters ist nicht, den Goldpreis auf beiden Märkten anzugleichen, sondern die Steigerung des Arbitragegewinns. Er treibt also den Preis für Gold am Kassamarkt in die Höhe, aber nicht so stark, wie die Käufer von Futures den Preis für Futures in die Höhe getrieben haben. Je mehr die Käufer auf dem Terminmarkt den Preis der Goldkontrakte in die Höhe treiben, desto mehr ziehen die Lagerhalter den Preis von physischem Gold in die Höhe – und desto mehr vergrößert sich dieser Spread. **Mit anderen Worten: Gold ist bei niedrigen Preisen tendenziell knapper und bei höheren Preisen reichlicher vorhanden.**

Schließlich ist festzustellen, dass die Co-Basis weiter gesunken ist, obwohl der Preis des US-Dollars seither gestiegen ist, d. h. der Goldpreis gesunken ist. Es scheint, als ob Gold auf dem Markt immer reichlicher vorhanden ist, auch wenn sein Preis fällt. Mit anderen Worten, es handelt sich um den Verkauf von physischem Metall, und die Futures folgen.

Während dieser Zeit hob die Federal Reserve jedoch den Zinssatz an. Der Libor stieg von etwa 0,3 % auf etwa 1,3 %! Dies ist ein großer Move, der sich direkt auf die Kosten für die Lagerung von Gold auswirkt, die eine Kreditaufnahme zum Libor für den Kauf von Goldmetall und den gleichzeitigen Verkauf von Terminkontrakten beinhaltet. Die Basis ist etwa halb so stark gestiegen wie der Zinssatz. Wir werden die Auswirkungen auf die Preisprognose weiter unten betrachten.

Hier ist der Chart für Silber.



Die grüne Linie ist der Preis des US-Dollars in Silber, aktuell 1,4 Gramm Silber. Die Silberbasis ist weniger stabil als die Goldbasis, was darauf zurückzuführen ist, dass Silber weniger handelbar und der Silbermarkt weniger liquide ist.

Parallel zu den Preisschwankungen bewegt sich auch die Silberbasis deutlicher. Es ist das gleiche Grundmuster, d. h. ein fallender Silberpreis wird von einer fallenden Co-Basis, d. h. Knappheit, begleitet. Mit einem Unterschied. Seit Mitte April ist die Basis rückläufig. Und das trotz steigender Zinssätze. Die Knappheit von Silber - im Vergleich zu Gold - nimmt zu. Hier ist ein Diagramm der Goldbasis im Vergleich zur Silberbasis und der Gold-Co-Basis im Vergleich zur Silber-Co-Basis.



Im letzten Jahr lag das Verhältnis der Gold-Co-Basis zur Silber-Co-Basis (d.h. die rote Linie) über dem Verhältnis der Goldbasis zur Silberbasis. **Das bedeutet, dass Gold auf dem Markt das knappere Metall war.**

Seit dem 28. April hat sich dies umgekehrt. Die Verhältnisse sind so günstig für Silber wie seit einem Jahr nicht mehr, eigentlich seit mehreren Jahren nicht mehr.

Der Käufer (oder Verkäufer) von Futures ist kein langfristiger Besitzer. Er handelt mit Hebelwirkung, und das bedeutet, dass er versuchen wird, Gewinne mitzunehmen oder Verluste zu begrenzen. Er ist ein Spekulant. Im Gegensatz dazu

handelt der Käufer von physischem Metall in der Regel ohne Hebelwirkung und wahrscheinlich mit einem längerfristigen Zeithorizont.

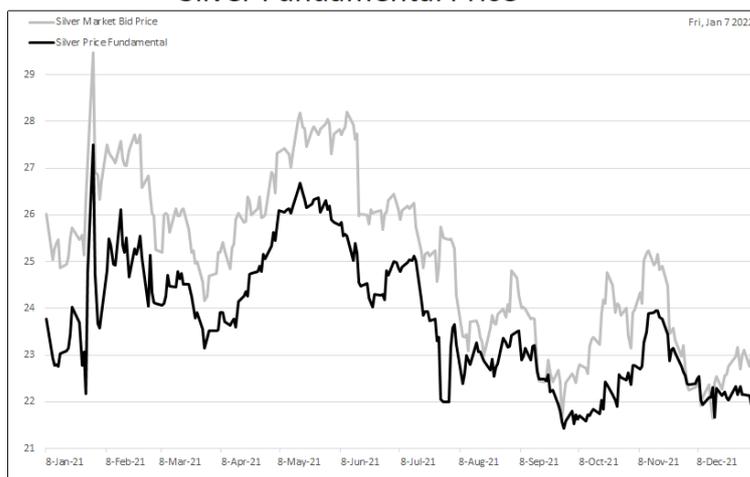
*Der Preis wird „at the margin“ festgelegt.*

**Was wäre, wenn man auf dieser Grundlage ein Modell erstellen könnte, um zu sehen, wie der Metallpreis ohne die Spekulanten aussehen würde?** Manchmal treiben die Spekulanten den Marktpreis in die Höhe. Manchmal drücken sie ihn nach unten. Der Preis wird an der Marge festgelegt, und die Händler an der Marge haben Zugang zu einer großen Menge an Krediten. „Monetary Metals“ hat ein derartiges Modell entwickelt. Hier ist ein Chart mit den Fundamentaldaten des Goldpreises.



Wie bereits erwähnt, steigt die Goldbasis – allerdings nicht so schnell wie der Libor. Der Gold-Fundamentalwert von Monetary Metals hat sich von seinem Höchststand vor einem Monat nur geringfügig entfernt, aber nicht viel. Er liegt derzeit bei 1.961 USD. Und hier ist der Chart für Silber.

Silver Fundamental Price



*Der fundamentale Silberpreis war seit letztem Jahr rückläufig, hat aber im letzten Monat den größten Teil dieses Verlustes wieder aufgeholt.*

Für Silber ergibt sich ein anderes Bild als für Gold. Der fundamentale Silberpreis war seit letztem Jahr rückläufig, hat aber im letzten Monat den größten Teil dieses Verlustes wieder aufgeholt. Wir errechnen einen fundamentalen Preis von 25,22 USD, wenn Silber ohne die Beeinflussung des Preises durch Spekulanten gehandelt würde. Das sind fast drei US-Dollar mehr als der Markt.

Wohin führt uns das also?

*Die folgenden Gedanken basieren nicht nur auf der Grundlage und Analyse der aktuellen Fundamentaldaten des Gold- und Silberpreises, sondern auf einer breiteren, makroökonomischen Sichtweise.*

**Offensichtlich hat sich etwas geändert, als auf der gesamten Welt**

**Corona-Lockdowns verhängt wurden.** Davor stand Gold bei 1.600 USD und Silber bei 18 USD. Dann, innerhalb weniger Monate, kletterte Gold auf 2.050 USD und Silber auf 29 USD. Danach sind die Preise wieder gesunken. Aber nicht auf das Niveau von vor Corona.

**Was hat sich seit Corona ebenfalls verändert, sich mittlerweile aber wieder größtenteils erholt?**

Die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihe. Sie sank am 9. März 2020 auf 0,54 %. Bis Ende 2021 hatte sie ihr Niveau von 1,8 % von vor der Corona-Pandemie noch nicht wieder erreicht. Dies geschah erst, als die Federal Reserve anscheinend ernsthaft mit einer Straffung der Geldpolitik begann – wir werden sehen, wie ernst sie es tatsächlich meint. Die Rendite erreichte im Februar vorübergehend einen Höchststand von 2,05 % und sank dann bis Anfang März unter das Niveau von vor der Pandemie. Seitdem hat sie einen Höhenflug erlebt und sogar zwischenzeitlich die 3%-Marke überschritten.

Es besteht kein direkter Zusammenhang zwischen dem Zinssatz und dem Goldpreis. In den 1970er-Jahren stiegen die Zinsen und der Goldpreis. Und wir hatten nach 2001 sinkende Zinsen und steigende Goldpreise.

Im Gefolge der Coronapandemie hat sich jedoch das Risiko, Gläubiger des Staates zu sein, erheblich erhöht. Die Staatsverschuldung ist in die Höhe geschneit, nicht aber die Schuldentragfähigkeit. Gleichzeitig sind die Zinssätze gesunken, auch wenn sich dies jetzt wieder ändert. Wir werden sehen, wie lange. Es gibt also eine *geringere* Belohnung für das Eingehen eines *größeren* Risikos. Kein Wunder, dass die Menschen zu Gold und Silber greifen.

*Eine schlagartige Verbesserung der Wirtschafts- und Zinssituation ist nicht zu erwarten. Deshalb werden sich die Menschen weiterhin dem Gold zuwenden.*

**Eine schlagartige Verbesserung der Wirtschafts- und Zinssituation ist nicht zu erwarten. Deshalb werden sich die Menschen weiterhin dem Gold zuwenden. Dies macht zwei wesentliche Unterschiede zwischen Gold und Silber deutlich.** Der eine ist, dass die Silbernachfrage zum Teil aus der Nachfrage nach Industrie- und Konsumgütern stammt. Diese wird in Zukunft nicht unbedingt steigen.

Zweitens ist Gold für viele Lohnempfänger, insbesondere in den Schwellenländern, zu teuer. Es besteht also eine Diskrepanz zwischen der Nachfrage reicher und armer Menschen. Für erstere geht es um einen sicheren Hafen, um ein bestehendes Vermögen sicher zu verwahren. Das kann die Anlage in Gold aus Gründen des Inflationsschutzes sein. Aber in zunehmendem Maße wird es auch um die Vermeidung von Zahlungsausfällen gehen. Wer Gold besitzt, geht kein Gegenparteirisiko ein und muss sich daher keine Sorgen über Kreditausfälle machen.

Wenn die Wohlhabenden Gold kaufen, legen sie den Erlös aus dem Verkauf anderer Vermögenswerte in Gold an. Im Gegensatz zu den Armen, die einen Teil ihres Lohns in Silber anlegen. Erstere haben viele US-Dollar, um Gold zu kaufen, solange ihr Vermögen viele US-Dollar wert ist. Es ist nicht notwendig, dass ihre Vermögenswerte im Preis steigen, sondern lediglich, dass sie über veräußerbare Vermögenswerte verfügen und sich Sorgen um die Zahlungsfähigkeit des Schuldners machen. Aber die Armen haben nur dann US-Dollar, die sie in Silber investieren können, wenn sie einen Lohn erhalten. Zudem müssen diese US-Dollar nach der Begleichung der Lebenshaltungskosten überhaupt erst einmal übrigbleiben.

Sinkende Zinsen üben tendenziell Druck auf die Löhne aus, und im Moment gibt es mehrere Faktoren, die die Lebenshaltungskosten in die Höhe treiben: allgemein eine zunehmende Regulierungsdichte, speziell aber für die Umsetzung der Energiewende, Handelskriege und Zölle sowie schließlich das, was man auch als „Lockdown-Peitsche“ bezeichnen kann. Die Lieferketten wurden gestört, zunächst durch den Zusammenbruch des Handels und dann durch den Nachfrageschub, der durch die fiskalischen Anreize ausgelöst wurde.

## Fazit

**Zum Zeitpunkt des Verfassens dieser Zeilen erscheinen die Fundamentaldaten von Gold vielversprechend.** Man sollte es kaufen, wenn man auf keinen anderen Vermögenswert wetten (spekulieren) und nicht in vermeintlich sichere Anlagen wie Staatsanleihen investieren möchte.

Silber hat sicherlich das Potenzial, relativ zu Gold zu steigen, insbesondere bei einem Gold-Silber-Ratio von über 80, wie es derzeit der Fall ist. Die Lieferkettenproblematik wird gelöst werden, hinsichtlich der Beschränkungen im Energiesektor und des ökonomischen Nationalismus, die beide globale Megatrends zu sein scheinen, ist allerdings weniger Optimismus angebracht.

In der Vergangenheit war die Lage für Silber oftmals besser als heutzutage. Und nach Abwägung aller Risiken dürfte sich die Situation für Silber in der Zukunft verbessern.



## The Largest Silver Producer in the U.S.



Safety, Health, and Environmental Stewardship • Honesty and Integrity • Respect and Responsibility • Teamwork and Innovation



# Des Silbers Inflationsrätsel

*„Gold is the money of capital, silver the money of commerce.“*

Dan Oliver

## Key Takeaways

- Der Silberpreis enttäuschte viele Anleger angesichts des explosionsartigen Anstiegs der Inflationsrate. Ist Silber kein monetäres Edelmetall mehr, das gegen Inflation absichert? Es gab zwei gewichtige Gründe für diese Enttäuschung.
- Erstens sanken die Realzinsen im August 2020 nicht mehr. Die inverse Korrelation von Silber und den Realzinsen stoppte den Preisanstieg. Zweitens ist der Anstieg der Verbraucherpreise nicht unbedingt mit monetärer Inflation gleichzusetzen.
- Das Problem war nicht das monetäre Metall, sondern das Fehlen einer monetären Inflation. Der Anstieg der Verbraucherpreise wurde in erster Linie durch Angebotschocks und plötzliche Nachfrageschübe verursacht.
- Die gute Nachricht – zumindest für Silberanleger – ist, dass die Wahrscheinlichkeit für ein inflationäres Jahrzehnt hoch ist.
- Das Gesamtangebot, das sowohl fundamentale als auch spekulative Mengen umfasst, stieg 2021 um 5,6% auf 1,025 Mio. Unzen (Moz). Damit ist das Gesamtangebot an Silber seit 2010 praktisch unverändert geblieben.
- Die Industrie- und Schmucknachfrage wird im Jahr 2022 wahrscheinlich eher schwach bis mäßig sein. Trotz optimistischer Prognosen für das globale Wirtschaftswachstum geht der Konsens davon aus, dass die Nachfrage das Angebot im Jahr 2022 – und in jedem weiteren Jahr bis 2025 – übersteigen wird.

## Stagnierende Realzinsen dämpfen den Silberpreis

*Trading silver is a tough way to make an easy living.*

**Rich Ross**

**Der Silberpreis korreliert stark mit den Realzinsen.** Als die realen Zinssätze Anfang August 2020 nicht mehr fielen, erreichte der Silberpreis kurz darauf seinen Höchststand. Die folgende Tabelle zeigt für verschiedene Häufigkeiten und Zeiträume, dass Silber unter steigenden Realzinsen leidet.

### Silber (in USD) ist negativ mit den Realzinsen korreliert (10-jährige US-Treasuries)

Zeitspanne	Täglich	Wöchentlich	Monatlich	Quartalsweise
Aug. '07 – Mär. '22	-0.53	-0.53	-0.54	-0.55
Feb. '18 – Mär. '22	-0.87	-0.87	-0.88	-0.89
Mär. '20 – Mär. '22	-0.70	-0.70	-0.73	-0.79

Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

August 2007 wurde als Ausgangspunkt gewählt, weil zu diesem Zeitpunkt die globale Finanzkrise begann und das Geldsystem unwiderruflich – bis jetzt – von exponentiellem Wachstum in Stagnation überging.<sup>70</sup> Im Februar 2018 setzte die vierte Phase der monetären Deflation seit 2007 ein. Im März 2020 begann die akute Reaktion auf die Pandemie und die staatlichen Maßnahmen.

*Humanity appreciates truth about as much as a squirrel appreciates silver.*

**Vernon Howard**

Anfang November 2018 erreichten die realen Zinssätze ihren Höhepunkt, verließen das Narrativ des „Globally Synchronized Growth“<sup>71</sup> und begannen einen stetigen 21-monatigen Abwärtstrend. Die Realzinsen gaben um 2,25 Prozentpunkte, von 1,17% auf -1,08% nach. In dieser Zeit stiegen die Silberpreise. Doch von August 2020 bis März 2022 stagnierten die Realzinsen (Minimum: -1,19%; Durchschnitt: -0,89%; Maximum: -0,42%). In dieser Zeit fielen die Silberpreise kräftig.

**In der ersten Phase hat die inverse Korrelation von Silber das Metall von auf Monatsbasis durchschnittlich 14,36 USD im November 2018 auf durchschnittlich 27 USD im August 2020 steigen lassen.** Und in der zweiten Phase? Die Phase, in der der CPI die höchsten Beschleunigungsraten seit mehreren Jahrzehnten verzeichnete? In dieser Phase stagnierte Silber (Minimum: 21,54 USD; Mittelwert: 24,99 USD; Maximum: 29,13 USD). **Silber ignorierte das CPI-Inferno, weil es kein CPI-Metall ist, sondern ein monetäres Metall.**

<sup>70</sup> Siehe „Wie Banker Geld in „Σ 0 ∞ € ¥“ verwandelten“, In Gold We Trust-Report 2021

<sup>71</sup> Der Name der Mainstream-Finanzwelt für den dritten Versuch, sich von der globalen Finanzkrise zu erholen. Die ersten beiden hießen „Green Shoots“ (2009-11) und „Global Growth“ (2013-14), die jeweils durch einen weiteren „unerwarteten“ Ausbruch von Geld-/Kredit-/Sicherheitenknappheit ein „unerwartetes“ Ende fanden.

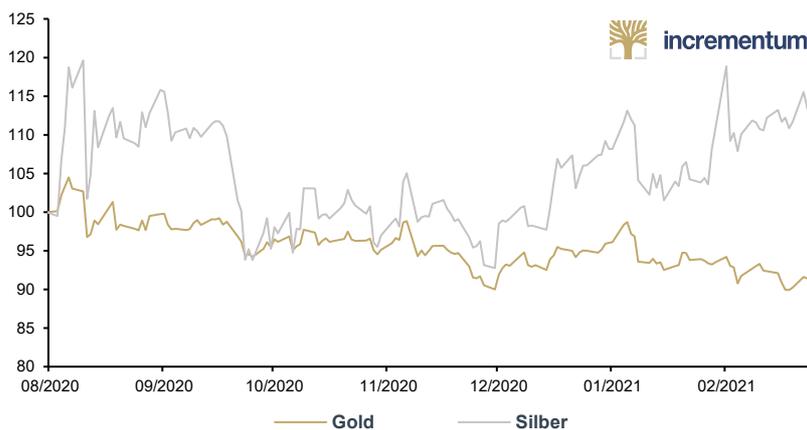


## Silber überflügelt Gold, allerdings nur vorübergehend

*Generally, the greater the stigma  
or revulsion,  
the better the bargain.*  
**Seth Klarman**

**Sowohl Gold als auch Silber legten auf US-Dollar-Basis nicht mehr zu, als die realen Zinssätze im August 2020 stagnierten,<sup>72</sup> doch die beiden Metalle haben seit diesem Sommer sehr ungleiche Entwicklungen durchlebt.** Von August 2020 bis Februar 2021 schnitt Silber relativ gesehen besser ab als Gold. Warum? Weil die Märkte davon ausgingen, dass die monetäre Reflation und die anschließende wirtschaftliche Erholung auf einer Welle kontinuierlicher fiskalischer Stimulierungsmaßnahmen gelingen würden.

### Silber und Gold, in USD, 100 = 31.07.2020, 08/2020-02/2021



<sup>72</sup> Gold, das in US-Dollar denominated ist, ist in der Regel noch stärker invers mit den realen Zinssätzen (10-jährige US-Treasury) korreliert als Silber.

*Politicians are like bad horsemen who are so preoccupied with staying in the saddle that they can't bother about where they're going.*

**Joseph A. Schumpeter**

*... politicians are not trying to solve our problems. They are trying to solve their own problems...getting elected and re-elected are No. 1 and No. 2. Whatever is No. 3 is far behind.*

**Thomas Sowell**

*Prepare for the unknown by studying how others in the past have coped with the unforeseeable and the unpredictable.*

**George S. Patton**

Konjunkturschecks, Kurzarbeit, staatsgarantierte Bankkredite! Um nur einige dieser Programme zu nennen: die Bounce-Back-Loan-Schemes in Großbritannien, die Main-Street-Lending-Programs in den USA, das französische Prêt-Garantiepar-L'état, das kanadische Highly-Affected-Sectors-Credit-Availability-Program. Alle diese Programme sollten von Politikern verwirklicht werden, die die sozioökonomische Lage von Millionen Wählern retten konnten. Kein Wunder, dass das höhere Beta von Silber gegenüber der (monetären) Inflation seine Wirkung zeigte. Es bestand eine reale Chance, dass die unfähige, glücklose Zentralbankpolitik der letzten eineinhalb Jahrzehnte aufgegeben werden würde.

**Doch je mehr Zeit verstrich, desto stärker realisierten die Märkte, dass die Politik nicht bereit war, die Welt in eine neue sozioökonomische Ordnung zu führen.** Stattdessen behandelten die gewählten Vertreter die wirtschaftlichen Umstände des Jahres 2020 als eine einmalige Sache, als einen exogenen Faktor, der überwunden werden musste. Diese Denkweise erlaubte es den Politikern, zum alten Zustand zurückzukehren, den sie als vollkommen in Ordnung ansahen, oder zumindest als sicherer für die Wähler, als die Gesellschaft in eine neue und ungewisse Zukunft zu führen.

Ein bedingungsloses Grundeinkommen wurde nicht eingeführt. Die „Modern Money Theory“ wurde nicht ausprobiert. **Der Nexus zwischen Staaten, Banken und Unternehmen**, wie ihn EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel nannte, wurde nicht weiterverfolgt. Stattdessen wurde die quantitative Lockerung fortgesetzt, die in den letzten 20 Jahren überall dort, wo sie versucht wurde, keine Wiederbelebung der maroden Volkswirtschaften oder Ankurbelung der Geldschöpfung bewirkt hat. **Es würde keine monetäre Reflation geben, die auf einer Welle der provokativen Geldausweitung durchgesetzt werden würde. Somit waren die Tage gezählt, an denen Silber besser performte als Gold.**

## Als „Fedwire“ zusammenbrach, endete die Silber-Rally

Ende Februar 2021 wurde das private Bankensystem, das Geld, Kredite und Sicherheiten schöpft, die die Weltwirtschaft und das Finanzsystem am Laufen halten<sup>73</sup>, mit einem Schock konfrontiert, von dem es sich nicht mehr erholte: Fedwire fiel für mehrere Stunden aus.

**Was ist Fedwire?** Es handelt sich um ein Echtzeit-Bruttoabwicklungssystem, das von Banken, Unternehmen und Behörden für – wie es die Federal Reserve selbst ausdrückt – „mission-critical same-day transactions“ genutzt wird. **Laut der „Treasury Market Practices Group“** der Federal Reserve passierte Folgendes:

*„On Wednesday, February 24, 2021, the Federal Reserve experienced a disruption across financial services – including Fedwire® Funds, Fedwire®*

<sup>73</sup> Siehe „Wie Banker Geld in „Σ 0 ∞ € ¥“ verwandelten“, In Gold We Trust-Report 2021

*Securities, NSS, ACH, and Credit Risk – that lasted for approximately three hours, with service resuming at approximately 2:30 pm EST.“*

Was genau passiert ist, wissen wir nicht! Zumindest hat man es uns nicht gesagt; die Behörden wollen es nicht preisgeben. Was wissen die Behörden? Und was wollen sie uns wissen lassen? Dass es sich nicht um einen Cyberangriff gehandelt hat, wie es im [Protokoll der TPMG-Sitzung vom 23. März 2021](#) heißt: „Staff noted that the root cause behind the disruption was identified quickly by staff and was not linked to a cybersecurity incident.“

Selbst der IWF stellte fest, dass bemerkenswert wenige Informationen verfügbar waren (Hervorhebung hinzugefügt):

*„According to a statement from the Federal Reserve, it took steps to help ensure the resilience of the Fedwire and NSS applications, including recovery to the point of failure. **No further details were provided.** Fedwire resumed normal operations after the 3 to 4 hours outage.“<sup>74</sup>*

*No custodian of the truth should have to fear their deliverance of the facts.*

**Jacob Riggs**

Die mangelnde Transparenz der Behörden erscheint uns ungewöhnlich, zumal sich von diesem Zeitpunkt an eine beträchtliche Anzahl an Märkten gegen eine erfolgreiche Reflationierung zu wenden begann. **Nachfolgend finden Sie eine unvollständige Liste der betroffenen Kapitalmärkte, Währungen, Rohstoffe und Bilanzpositionen:**

- **US-Treasury-Zinsstrukturkurve:** Die Kurve, die seit der Pandemie steiler geworden war, begann am 25. Februar einen (bisher) einjährigen Rückzug. Die Kurve begann sich zu abzuflachen: 5-jährige vs. 30-jährige, 10-jährige vs. 30-jährige, 20-jährige vs. 30-jährige. Der Spread zwischen 2- und 10-jährigen Anleihen begann sich einige Wochen später, Mitte März, auch zu verflachen.
- **Japanische Staatsanleihen:** Die 10-jährige Rendite erreichte ihren Höhepunkt und fiel dann bis Ende 2021.
- **Britische Gilt:** Die 10-jährige Rendite erreichte ihren Höhepunkt, bewegte sich seitwärts und fiel dann bis August 2021.
- **Swap-Spreads:** Sowohl der Spread für 5- als auch für 10-jährige Laufzeiten steigt nicht mehr an, d. h. Reflation, Erholung, und beginnt bis Juni 2021 eine mehrmonatige Verengung auf einen negativen Spread. (Fester gegen variabler Zinsswap, Spread zu US-Treasury mit ähnlicher Laufzeit.)
- **Indische Rupie:** wertete seit dem Tiefpunkt der Corona-Krise bis zum 24. Februar gegenüber dem US-Dollar auf, seither notiert sie schwächer.
- **Australischer Dollar:** wertete gegenüber dem US-Dollar seit dem Tiefpunkt der Corona-Krise bis zum 25. Februar auf, seitdem notiert er schwächer.
- **Neuseeländischer Dollar:** wertete gegenüber dem US-Dollar seit dem Tiefpunkt der Corona-Krise bis zum 24. Februar auf; seitdem notiert er schwächer.
- **Britisches Pfund:** wertete gegenüber dem US-Dollar vom Tiefpunkt der Corona-Krise bis zum 24. Februar auf; danach bewegte es sich seitwärts und wertete in weiterer Folge ab.

<sup>74</sup> Khiaonarong, Tanai, Leinonen, Harry und Rizaldy, Ryan: „Operational Resilience in Digital Payments: Experiences and Issues“, *IMF Working Paper*, No. 2021/288, 10. Dezember 2021, S. 34

*Always the bridesmaid never the bride but silver in the last year has been more like the poor stooge sweeping up the confetti and rice.*

**Christopher Ecclestone**

- **Reverse-Repos:** Das Overnight-Kreditprogramm der US-Notenbank für Staatsanleihen explodiert von 0 auf 11 Mrd. USD; es kündigte eine Supernova-Explosion auf 1,9 Bill. USD bis Ende 2021 an.
- **Repo-Ausfälle:** Händler melden eine erhebliche Zunahme von mehrwöchigen Ausfällen bei der Lieferung und Entgegennahme von US-Staatsanleihen.
- **Kupfer:** Das Metall, das sich seit dem Tiefpunkt der Corona-Krise massiv verteuerte, blieb vom 24. Februar an bis Dezember 2021 praktisch unverändert.

**Das ängstliche Bankensystem reagierte natürlich: Es kontrahierte.** Und schon seit 15 Jahren unterhält es eine ungesunde Beziehung mit einer schlecht funktionierenden Währungsordnung. Es begann, sich von der monetären Reflationierung zurückzuziehen und an der wirtschaftlichen Erholung zu zweifeln. Also kehrte das System zum Status quo zurück, in der Erwartung, dass die Wahrscheinlichkeit für Perioden der monetären Deflation zunehmen würde. **Dieses Umfeld ist für Silber nicht gerade förderlich. In der Tat erreichte das Gold/Silber-Ratio nur zwei Tage nach dem Fedwire-Blackout, am 26. Februar 2021, einen Tiefstand.**

Gold/Silber-Ratio, 01/1970-05/2022



Wie in früheren Ausgaben des *In Gold We Trust-Reports*<sup>75</sup> erläutert wurde, deutet ein steigendes Ratio auf deflationäre monetäre Umstände hin, wie man es bei globalen Depressionen und Geldknappheit beobachten kann. Ein sinkendes Verhältnis, d. h. ein steigender relativer Wert des Silbers, signalisiert das Gegenteil, eine Geldmengenausweitung.

**Ein steigendes Ratio und die unterdurchschnittliche Performance von Silber ergeben aus dieser Perspektive durchaus Sinn.** Die monetären Bedingungen hatten sich von einer Reflationierung zu einem Rückzug gewandelt. Die Wirtschaft erholte sich weiter – so gut es eben ging –, aber die monetären Bedingungen hatten sich nun gegen sie gewendet. Die geldpolitischen Warnungen haben sich seither nur noch verschärft: Der US-Dollar begann im Juni 2021 mit seiner Aufwertung, die Eurodollar-Futures-Kurve invertierte am 1. Dezember 2021 und die Renditekurve der US-Staatsanleihen, z. B. die 2-jährige gegenüber der 10-jährigen Rendite, invertierte am 1. April 2022.

<sup>75</sup> Sämtliche frühere *In Gold We Trust-Reporte* finden Sie in unserem [Archiv](#).

## Monetäres Metall in einem monetär deflationären Kontext

*You will not find it difficult to prove that battles, campaigns, and even wars have been won or lost primarily because of logistics.*

**Dwight D. Eisenhower**

**Aber wie können wir den Anstieg der Verbraucherpreisindizes erklären, ohne ihn auf die Ausweitung der Geldbasis zurückzuführen?**

Warum ist der Silberpreis bei all dieser Inflation nicht wirklich gestiegen? Weil es sich nicht um eine *monetäre* Inflation handelte, sondern um einen Anstieg der Verbraucherpreise. Dieser Anstieg wurde durch Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage und Schocks verursacht, *nicht* durch eine Ausweitung der Geldmenge. Woher wir das wissen?

- Wir haben zwei Jahrzehnte lang beobachtet, wie die Bank of Japan und das japanische Finanzministerium eine beträchtliche Ausweitung des Basisgeldes und nicht minder beeindruckende Defizit Ausgaben verfolgt haben.
- Seit 15 Jahren sehen wir, wie die Federal Reserve und das US-amerikanische Finanzministerium ihre Politik der quantitativen Lockerung überdimensionieren und nicht minder überdimensionierte Stimuli umsetzen.
- Sieben Jahre lang haben wir beobachtet, wie die EZB die Bankreserven und die EU-Regierungen die Staatsschuldenquote anschwellen ließen.

In jedem einzelnen Fall haben die Verbraucherpreise genau das *Gegenteil* von dem getan, was die Behörden wollten: Sie blieben gedämpft oder fielen sogar! **Erst als die Lieferketten wiederholt unter Druck gerieten und die Volkswirtschaften wie Lichtschalter willkürlich ein- und ausgeschaltet wurden, begannen die Verbraucherpreise zu steigen.**

Ist der Anstieg der Verbraucherpreise auf das Geld drücken zurückzuführen, das seit einer Generation *nicht mehr* funktioniert? Oder ist es wahrscheinlicher, dass es der Vorschlaghammer für einen Logistikplan war, der für die zunehmende Globalisierung entwickelt wurde? Ein Plan, der auf maximale Effizienz ausgelegt ist, aber nur minimale Widerstandsfähigkeit bietet?

## Optimismus für die Zukunft

*Asset inflation for investors is fun, consumer inflation – not so much.*

**Fred Hickey**

**Der Silberpreis wird in Einklang mit einer monetären Inflation steigen.** Das ist nicht, was wir bisher erlebt haben, aber dieses Szenario ist sicherlich nicht mehr weit entfernt. Die Zukunft von Silber ist rosig, weil die Zukunft inflationär ist.

Die nächste Krise hat bereits begonnen, Stichwort Russland/Ukraine/NATO, und sicherlich werden die weitreichenden Folgen die Politiker davon überzeugen, dass die alte Ordnung – z. B. QE, Globalisierung, Institutionen aus der Zeit des Zweiten Weltkriegs – aufgegeben und eine neue Ordnung – z. B. staatlich garantierte Bankkredite, Versorgung mit Produkten aus Region, universelles Grundeinkommen – geschaffen werden muss. Und selbst wenn es sich nicht um die derzeitige Krise in Osteuropa handelt, so gibt es doch eine ganze Reihe anderer

Kandidaten, die im Rahmen des „Fourth Turning“<sup>76</sup> auftauchen und die Politiker dazu zwingen werden, sich voll und ganz auf die Inflation einzulassen.

**Um zu wissen, wann das gute Schiff in Richtung eines neuen inflationären Horizonts gelenkt worden ist, muss man die Ankündigungen der Politiker im Auge behalten:**

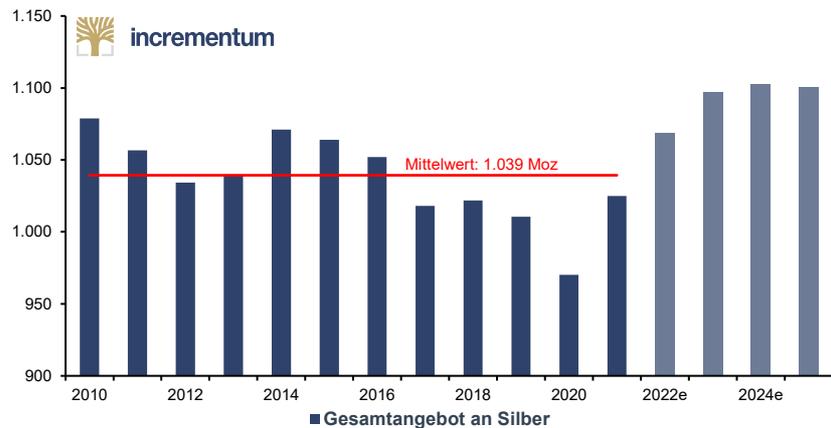
- Am 15. März 2022 kündigte der australische Energie- und Industrieminister eine Investition in Höhe von 240 Mio. AUD in Seltene Erden an;
- Am 16. März 2022 kündigte der EU-Kommissar Valdis Dombrovskis Zölle gegen indonesischen und indischen Stahl an;
- Am 16. März 2022 kündigte der französische Minister Jean Castex die Ausweitung und Verlängerung der staatlichen Bürgschaften für Bankkredite, die ursprünglich zur Bewältigung der Corona-Krise eingeführt worden waren, an;
- Am 17. März 2022 erklärte der italienische Minister Ignazio Visco: „Administrative Preise für einen kurzen Zeitraum wären keine schlechte Idee“;
- Am 19. März 2022 kündigte der italienische Ministerpräsident Mario Draghi eine Sondersteuer für italienische Energieunternehmen an, um deren inflationsbedingte Zusatzgewinne abzuschöpfen.

## Das Silberangebot wird von Mexiko und Peru gestützt

**Ein kurzer Überblick über die jüngsten Entwicklungen des Angebots an und der Nachfrage nach Silber darf an dieser Stelle nicht fehlen.** Das Gesamtangebot, das sowohl fundamentale als auch spekulative Mengen umfasst, stieg 2021 um 5,6% auf 1,025 Mio. Unzen (Moz). Analysten gehen davon aus, dass diese Menge im Jahr 2022 um 4,3% auf 1,069 Moz steigen wird. Das Gesamtbild zeigt jedoch, dass das Gesamtangebot an Silber seit 2010 praktisch unverändert geblieben ist und von 2010 bis 2021 im Durchschnitt 1,037 Moz pro Jahr betrug. Diese Stagnation erstreckt sich bis zum Jahr 2025, für das der Branchenkonsens ein Angebot von 1,100 Moz erwartet. Das ist nahezu dieselbe Menge wie die 1,079 Moz im Jahr 2010.

<sup>76</sup> Siehe „Von Dekaden, in denen nichts passiert, zu Wochen, in denen Geschichte geschrieben wird“, In Gold We Trust-Report 2021

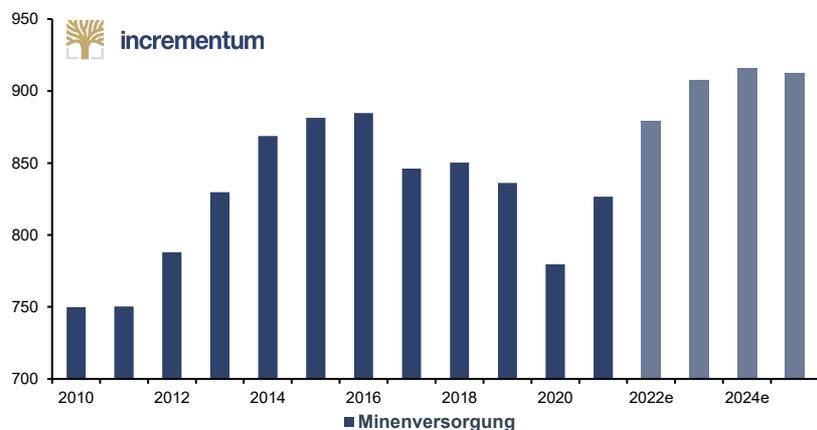
### Gesamtes Silberangebot, in Moz, 2010-2025e



Quelle: Silver Institute, Incrementum AG

Das Minenangebot hat die Verluste von 2020 im vergangenen Jahr größtenteils wieder wettgemacht und ist von 780 auf 827 Moz gestiegen; 2019 lag es bei 836 Moz. Die Konsensanalyse prognostiziert, dass die Minenproduktion im Jahr 2022 mit 879 Moz ein Sechsjahreshoch erreichen und im darauffolgenden Jahr zum ersten Mal, seit es Aufzeichnungen gibt, die 900-Moz-Grenze überschreiten wird.

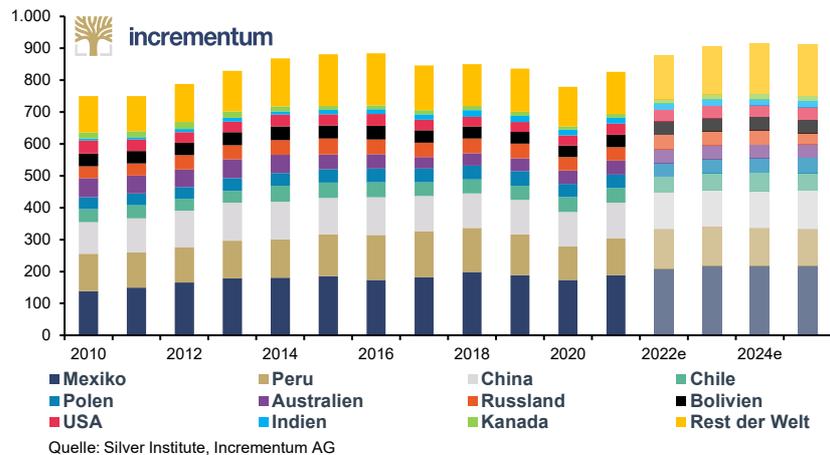
### Minenangebot, in Moz, 2010-2025e



Quelle: Silver Institute, Incrementum AG

Analysten gehen davon aus, dass Mexiko und Peru, die beiden größten Produzenten der Welt, knapp ein Drittel des weltweiten Angebots ausmachen und ihre Produktion gegenüber 2021 um 10,6% bzw. 7,5% steigern werden. China ist das einzige andere Land mit einem zweistelligen Marktanteil an der weltweiten Produktion und wird dieses Jahr voraussichtlich um 2,2% mehr produzieren als im Vorjahr.

### Minenangebot nach Ländern, in Moz, 2010-2025e



Das sekundäre Angebot besteht aus Industrie- und Fotoschrott sowie aus dem Recycling von Schmuck, Münzen und Silberwaren; es macht knapp ein Fünftel des Gesamtangebots aus. Analysten gehen davon aus, dass diese Angebotskategorie dieses Jahr gegenüber dem Vorjahr um 4,9% schrumpfen wird.

Das spekulative Silberangebot, das sich aus börsengehandelten Produkten, dem Lagerbestand der Rohstoffbörsen und Edelmetallhändler sowie den Absicherungsgeschäften von Minenunternehmen zusammensetzt, wird für das Jahr 2022 auf unwesentliche 2 Moz geschätzt. Das ist ein bullishes Zeichen, denn es zeigt uns, dass diese Finanzmarktteilnehmer nicht davon ausgehen, dass sie Silber verkaufen werden.

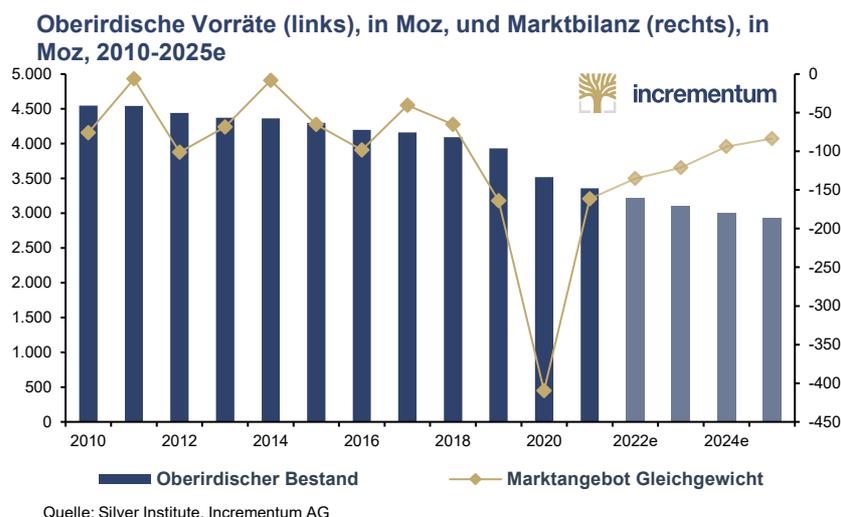
## Unrealistische Prognosen für die Silbernachfrage?

*An expert is one who knows more and more about less and less until he knows absolutely everything about nothing.*

**Nicholas Butler**

### Die Industrie- und Schmucknachfrage wird im Jahr 2022

**wahrscheinlich eher schwach bis mäßig sein.** Trotz merkwürdig optimistischer Prognosen für das globale Wirtschaftswachstum und die Entwicklung der Realeinkommen gehen die Analysten davon aus, dass die Nachfrage das Angebot im Jahr 2022 – und in jedem weiteren Jahr bis 2025 – übersteigen wird. Im kommenden Jahr sollen 1.204 Moz Silber verbraucht werden, was einem jährlichen Angebotsdefizit von 135 Moz entspricht. Diese Unzen müssen aus den oberirdischen Lagerbeständen stammen, die aktuell auf rund 3.200 Moz geschätzt werden.



Rund 55% der Nachfrage entfallen auf industrielle Zwecke wie „Elektrik, Elektronik, Batterien“, „Hart- und Lötlegierungen“ und „Katalysator für Ethylenoxid“. Zu den industriellen Nutzern gehören beispielsweise Hersteller von Solarzellen und Fahrzeugen. Die industrielle Nachfrage wuchs 2021 um 5,9% und die Analysten erwarten 2022 ein weiteres beeindruckendes Jahr mit einem Plus von 5,0%. Die Segmente „Automotive“ und „5G“ werden ihre Wachstumsrate dieses Jahr auf 17,3% und 21,3% erhöhen, so die Konsensprognose. Für uns ist der Optimismus der Analysten schwer nachvollziehbar, wenn Europa Energie rationiert, die Schwellenländer mit Nahrungsmittelknappheit konfrontiert sind, China eine Zero-Covid-Politik verfolgt und den USA eine Rezession bevorsteht.

*Silver Linings' has proved a golden opportunity for me.*  
**Anupam Kher**

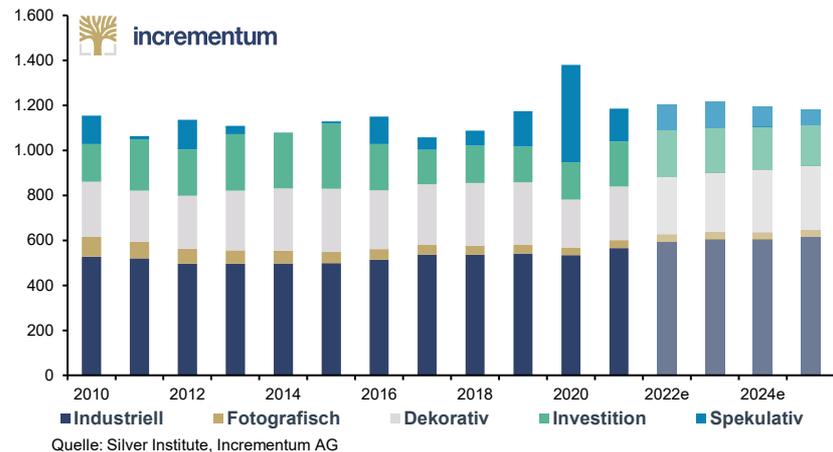
Die Fotonachfrage befindet sich in einem säkularen Abwärtstrend und wird um knapp 7% schrumpfen. Die Analysten gehen davon aus, dass Nachfrage nach Silberwaren und Schmuck wird 2022 voraussichtlich um 7,3% steigen, nachdem sie 2021 bereits um 12,0% zugenommen hat. Die Nachfrage nach Prunksilber macht 24% der Gesamtnachfrage aus. Diese Schätzungen sind erstaunlich, denn diese Kategorie wächst in Zeiten, in denen die Verbraucher ein steigendes Einkommensniveau verzeichnen und ihre wirtschaftliche Zukunft optimistisch einschätzen. **Es ist allerdings schwer nachzuvollziehen, warum die Analysten die unmittelbare Zukunft so positiv sehen.**

*Consensus is what many people say in chorus but do not believe as individuals.*  
**Abba Eban**

**Die Investmentnachfrage besteht aus staatlichen und privaten Käufen von Silber, Münzen, Medaillen und Barren. Sie macht 18% der Gesamtnachfrage aus.** Die Konsensprognose besagt, dass diese Kategorie im Jahr 2022 nur um 3,0% steigen wird. Angesichts der hohen Inflation, des Krieges in Europa, der Desintegration der Weltordnung und Märkten wie jenen für US-Treasuries und Eurodollar-Futures, die weitere wirtschaftliche Probleme vorhersagen, ist es – wieder – schwer zu verstehen, warum die Mainstream-Ökonomen die Investmentnachfrage so negativ beurteilen. Zumindest sind sie konsistent: Eine boomende Wirtschaft führt zu einer steigenden Nachfrage nach Industrie- und Schmucksilber und zu einer sinkenden Investmentnachfrage. **Die einzigen „Booms“, die Ihr Autor am Horizont sieht, sind leider zerstörerische Explosionen.**

Die spekulative Nachfrage umfasst börsengehandelte Produkte (ETPs, ETFs), Absicherungsgeschäfte von Minenunternehmen sowie die Lagerbestände von Rohstoffbörsen und Edelmetallhändlern und macht 9% der gesamten weltweiten Silbernachfrage aus. Auch hier haben rosige Prognosen hinsichtlich der Stabilität der sozioökonomischen und der geopolitischen Ordnung den Konsens ermutigt, einen Nachfragerückgang von 21,5% vorherzusagen.

### Nachfrage nach Kategorie, in Moz, 2010-2025e



## Fazit

*When confidence collapses in the private sector, this is deflationary – but when confidence collapses in the public sector, this is inflationary.*

**Daniel J. Want**

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. **Angesichts des nachfolgenden Charts erkennen Sie, geschätzter Leser, dass der inflationsbereinigte Silberpreis noch jede Menge Luft nach oben hat.**

### Silber (Nominal), und Silber (Inflationsbereinigt - April 2022), in USD, 01/1971-04/2022





## Unsere Vision ist es, ein führender Silberproduzent zu werden.

Wir entwickeln und betreiben hochwertige Silberminen auf nachhaltige Weise, um für unsere Aktionäre einen echten Mehrwert zu schaffen.

Endeavour Silver ist ein mittelgroßes Edelmetallbergbauunternehmen, das derzeit zwei unterirdische Silber-Gold-Minen in Mexiko besitzt und über eine attraktive Wachstumspipeline verfügt, in deren Mittelpunkt das Terronera-Projekt steht. Die Aktien von Endeavour Silver sind börsennotiert und bieten eine erhebliche Hebelwirkung auf den Silberpreis.

# Bitcoin: Bullenmarkt bei der Akzeptanz, Bärenmarkt beim Preis

*„If you just did an overlay of the Nasdaq and the cryptocurrency markets, they are unbelievably correlated for right now, so I think that that’s creating a lot of churn and pain in the markets. While that’s happening, billions of dollars are going into Web3.“*

Anthony Scaramucci

## Key Takeaways

- Obwohl sich Bitcoin gerade wieder in einem veritablen Bärenmarkt befindet, gibt es bemerkenswerte Geschehnisse und Fortschritte in Sachen Akzeptanz.
- Mehrere Staaten haben Bitcoin in den vergangenen 12 Monaten zum offiziellen Zahlungsmittel erklärt.
- Das Stock-to-Flow-Modell (S2F-Modell) kann die Preisentwicklung von Bitcoin historisch bemerkenswert gut erklären. Im aktuellen Zyklus befindet sich der Preis von Bitcoin unter der vom Modell angenommenen Bandbreite.
- Aufgrund der großen Bandbreite des S2F-Modells kann dieses als Orientierungshilfe bezüglich des Halving-Zyklus dienen, nicht aber als Grundlage einer automatisierten Handelsstrategie.
- Ein geldpolitischer U-Turn zurück zu einer laxen Geldpolitik könnte für ein verspätetes Hoch im Preis von Bitcoin binnen der kommenden 24 Monate sorgen.

Seit 2016, als der BTC-Preis bei ca. 500 USD notierte, schreiben wir im *In Gold We Trust-Report* jährlich ein Kapitel zum Thema Bitcoin bzw. Kryptowährungen. Auch dieses Jahr wollen wir an dieser Tradition festhalten. Nicht zuletzt auch deshalb, weil bei uns das Thema an Bedeutung gewonnen hat, da wir **mittlerweile zwei Fonds verwalten, welche Edelmetalle und Kryptowährungen kombinieren.**

## Bitcoin vs. Gold

*I would take the gold and sprinkle a little bitcoin on top.*

**Ray Dalio**

In den vergangenen Jahren haben wir uns bereits mehrfach ausführlich dieser viel diskutierten Thematik gewidmet. Interessierte Leser verweisen wir auf die Kapitel „Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?“<sup>77</sup> und „In Bitcoin We Trust?“<sup>78</sup>.

**Auf philosophischer und teilweise auch auf praktischer Ebene sind sich Gold und Bitcoin ähnlich, weil sie**

- nicht von Zentralbanken inflationierbar gemacht werden können,
- nicht die Schuld einer anderen Partei darstellen (kein Gegenparteienrisiko),
- leicht übertragbar sind und
- Werte außerhalb des Fiatgeld-Systems darstellen.

*No one has found the bottom of the Bitcoin rabbit hole.*

**Jameson Lopp**

**Aus unserer Sicht haben beide Anlageklassen Vor- und Nachteile.** Sie stehen aufgrund ihrer unterschiedlichen Eigenschaften auch nicht in direkter Konkurrenz zueinander, sondern ergänzen sich viel eher. Gold und Bitcoin sind Freunde, keine Feinde.<sup>79</sup> In der folgenden Tabelle fassen wir die wichtigsten Unterschiede zwischen Gold, Fiat-Währungen und Bitcoin zusammen, wohlwissend, dass man hierbei über die eine oder andere Nuance lange und leidenschaftlich diskutieren kann.

Eigenschaft	Gold	Fiat-Währungen	Bitcoin
Fungibilität	moderat/hoch	hoch	hoch
Übertragbarkeit	moderat	hoch	hoch
Langlebigkeit	hoch	moderat	?
Anonymität	hoch	hoch (Bargeld) gering (Giralgeld)	moderat
Nicht-monetärer Nutzen	hoch	–	–
Knappheit	moderat/hoch	gering	hoch
Dezentralisierung	moderat	gering	hoch
Volatilität	moderat	gering	hoch
Energieintensität – Schöpfung	hoch	gering	hoch
Energieintensität – Gebrauch	gering	hoch	hoch

Quelle: Incrementum AG

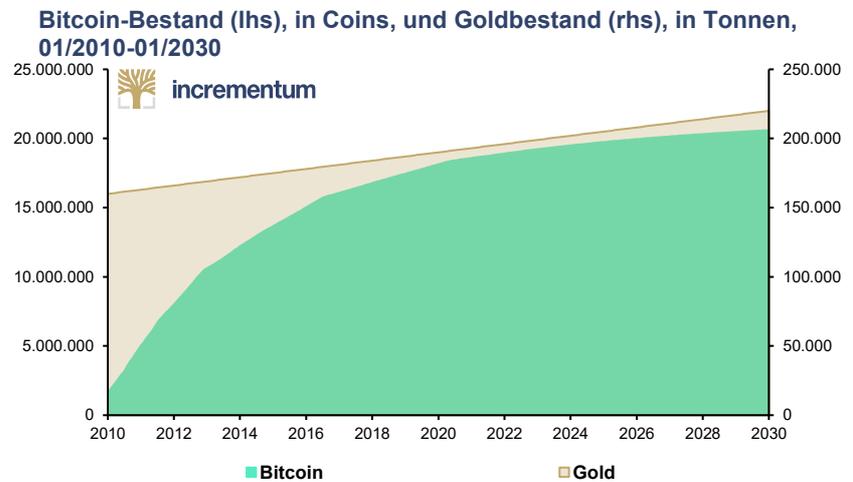
**Wohl das wichtigste Argument für Bitcoin als langfristigen Wertspeicher ist die „Nicht-Inflationierbarkeit“ des Angebotes.** In dieser fundamentalen Eigenschaft ähneln sich Bitcoin und Gold besonders. In beiden Fällen ist die künftige Entwicklung der Geldmenge sehr gut voraussehbar.

<sup>77</sup> „Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?“, *In Gold We Trust-Report* 2019

<sup>78</sup> „In Bitcoin We Trust?“, *In Gold We Trust-Report* 2017

<sup>79</sup> „Kryptos: Freund oder Feind?“, *In Gold We Trust-Report* 2018

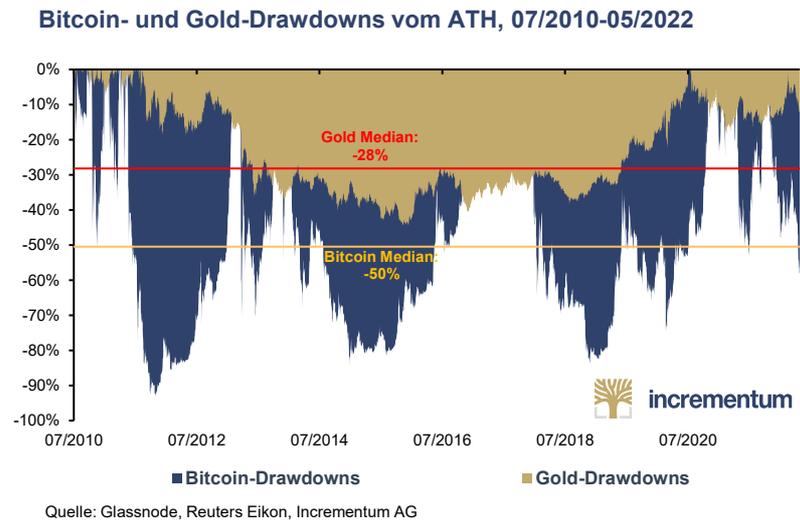
Im Gegensatz dazu werden Fiat-Währungen unter normalen Umständen stetig inflationiert, in Krisenzeiten nimmt die Inflationierung oftmals sprunghaft zu.



*I think the internet is going to be one of the major forces for reducing the role of government. The one thing that's missing but that will soon be developed, is a reliable e-cash.*

**Milton Friedman**

**Insbesondere in Sachen Volatilität weisen Gold und Bitcoin grundverschiedene Eigenschaften auf.** Gold hat bekanntermaßen eine deutlich geringere Volatilität als Bitcoin. Gemessen in jährlicher Standardabweichung liegt die Volatilität bei Gold etwa bei 15-20% p.a, während sie bei Bitcoin zwischen 60 und 100% beträgt. Die hohe Volatilität von Bitcoin bekommen Bitcoin-Halter an den Märkten aktuell wieder zu spüren. Die Drawdowns von den Allzeithochs betragen historisch betrachtet mehrmals über 80%.



## Preisentwicklung vs. Akzeptanz

*Bitcoin is like investing with Steve Jobs and Apple ... I think we are in the first inning of bitcoin and it's got a long way to go.*

**Paul Tudor Jones**

**Nach einem neuem Allzeithoch im November 2021 ist Bitcoin nun eindeutig wieder im Bärenmarkt.** Auf der logarithmischen Skala erkennt man den phänomenalen langfristigen Anstieg. Dennoch sollte man sich nicht von der Optik täuschen lassen und die kurzfristigen Rückschläge ernst nehmen.

Bitcoin (log), in USD, 01/2015-05/2022

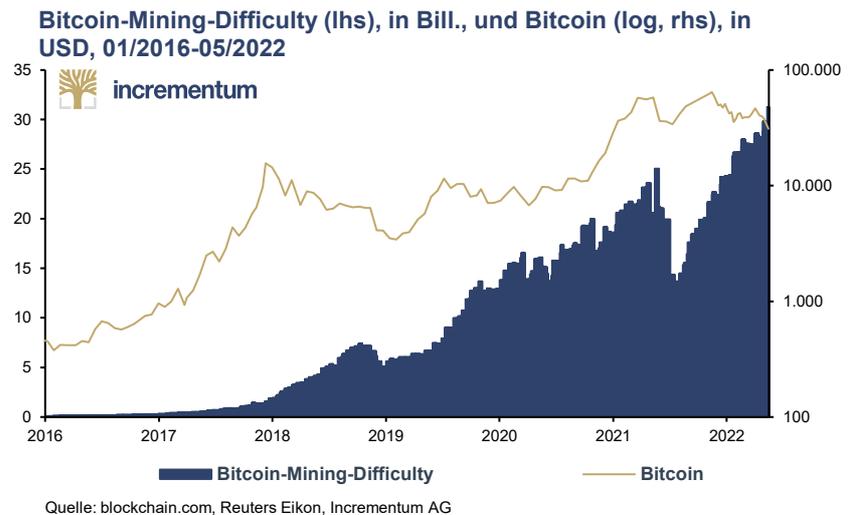


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Obwohl sich Bitcoin gerade wieder in einem veritablen Bärenmarkt befindet, gibt es bemerkenswerte Geschehnisse und Fortschritte in Sachen Akzeptanz zu berichten.** Anbei eine kleine Auswahl wesentlicher Ereignisse:

- China führt ein Mining-Verbot ein, die verlorene Hashrate wird in wenigen Monaten von Minern in anderen Ländern wettgemacht.
- Das Lightning-Netzwerk wird in die Blockchain von Bitcoin integriert.
- Bitcoin erreicht im November 2021 mit 69.000 USD ein neues Allzeit-Hoch, halbiert sich jedoch in den darauffolgenden 6 Monaten.

**Die Resilienz des Netzwerkes konnte im vergangenen Jahr einmal mehr eindrücklich unter Beweis gestellt werden.** Nach dem gesetzlichen Verbot der chinesischen Regierung, Bitcoin-Mining legal zu betreiben, gingen die chinesischen Miner binnen weniger Wochen vom Netz und sind teilweise in neue Jurisdiktionen gezogen.



**In der Zwischenzeit schreitet die Akzeptanz von Bitcoin weiter voran.**

Rund um den Globus wurden zahlreiche nennenswerte staatliche Initiativen umgesetzt, welche Bitcoin schrittweise weiter in höchst unterschiedliche Volkswirtschaften integrieren. Um hier nur einige zu nennen:

- El Salvador erklärt Bitcoin im September 2021 zum offiziellen Zahlungsmittel.
- Die Zentralafrikanische Republik führt Bitcoin im Mai 2022 als offizielles Zahlungsmittel ein.
- Madeira, eine autonome Region Portugals, kündigte an, dass keine Steuern auf Gewinne aus dem Kauf und Verkauf von Bitcoin erhoben werden und dass Bitcoin frei als Zahlungsmittel verwendet werden kann.

*Bitcoin is a technological tour de force.*

**Bill Gates**

*Another cool factoid: the DeFi protocol Celsius paid more interest to customers in 2021 than Bank of America.*

**Dan Morehead**

Obwohl diese Länder vergleichsweise klein sind, ist es erwähnenswert, dass es noch vor 18 Monaten für niemanden vorstellbar war, dass ein Nationalstaat Bitcoin als gesetzliches Zahlungsmittel einführen würde. Angesichts der aktuellen Entwicklungen auf globaler Ebene würde es uns nicht überraschen, wenn weitere Staaten folgen und künftig Bitcoin auch als Reservewährung verwenden würden.

**Aber auch auf institutioneller Ebene gibt es bemerkenswerte Fortschritte.**

„Fidelity Investments“, der größte Anbieter von Altersvorsorgeplänen (401(k)) in den USA, kündigte im April 2022 an, dass sie es Anlegern erlauben werden, bis zu 20 % ihres 401(k)-Portfolios in Bitcoin anzulegen. Dies ist die jüngste in einer Reihe von Nachrichten über die steigende Akzeptanz von Kryptowährungen unter institutionellen Anlegern.

Zu den Unternehmen, die Bitcoin besitzen, gehören u. a. Microstrategy, Tesla, Square, Block und eine Reihe von börsennotierten Krypto- und Bitcoin-spezifischen Unternehmen. In einem kürzlich erschienenen Report von VanEck wird erwähnt, dass in diesem Jahr bisher fast 160 separate 13F-Einreichungen von verschiedenen Hedge-Fonds auf ihre Bitcoin-Beteiligungen verwiesen haben.

## S-Kurven-Akzeptanz

*Yeah, Mr. White! Yeah, Science!*

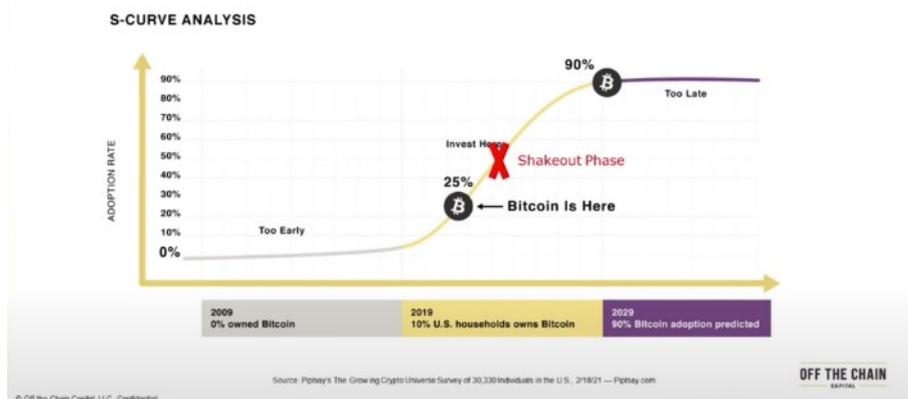
**Jesse Pinkman,  
Breaking Bad**

*Bitcoin will do to banks what  
email did to the postal industry.*

**Rick Falkvinge**

**Bahnbrechende Technologien folgen fast immer einer S-Kurven-Akzeptanz.** Dieses Muster spiegelt die kumulative Rate wider, mit der eine Bevölkerung eine neue Technologie annimmt. Dieses Muster wurde bei der Einführung von Eisenbahnen, Elektrizität, Radio, Telefon, Fernsehen, Faxgeräten, Mikrowellen, Computern, dem Internet, Mobiltelefonen und so weiter beobachtet. Die S-Kurve besagt, dass die Zeitspanne, die eine neue, bahnbrechende Technologie benötigt, um eine Durchdringung von 10% zu erreichen, im Großen und Ganzen jener entspricht, um die Durchdringung von 10% auf 90% zu steigern.

**Bitcoin wurde im Jahr 2009 erfunden.** Im Jahr 2019 besaßen 10% der US-Haushalte Bitcoin. Heute sind es nach Angaben der US-Regierung bereits 25%. Wenn wir diese Zahlen anhand des S-Kurven-Modells für die Verbreitung von Bitcoin betrachten, würde die Verbreitung von Bitcoin um das Jahr 2029 90% erreichen. Bislang stimmt dies gut mit den erwarteten Zahlen im S-Kurven-Modell überein. Das bedeutet, dass wir uns derzeit im Jahr 3 von 10 befinden, in dem Bitcoin gemäß diesem Model von 10% auf 90% Akzeptanz steigen sollte.



Betrachtet man Bitcoin längerfristig, so scheint es, als befänden wir uns noch in einem frühen Stadium der Akzeptanzkurve und als gäbe es noch viel mehr Potenzial. Es ist erwähnenswert, dass sich diese Zahlen auf die USA beziehen und die USA dem Rest der Welt bei der Bitcoin-Akzeptanz weit voraus sind. **Die Zahlen für die weltweite Akzeptanz sind extrem schwer zu messen, werden aber für 2022 auf 1 bis 2% geschätzt.**

Wenn die Akzeptanz weiterhin dem S-Kurven-Modell folgt und das begrenzte Angebot an Bitcoin berücksichtigt, ist der Preis die einzige andere Variable, die sich bewegen könnte, um die steigende Nachfrage zu decken.

## Bitcoin, die Zinswende und das S2F-Modell

**Akzeptanz und Resilienz schreiten voran, jedoch die Preise nicht.** Wie wir bereits im Rahmen dieses Reports ausführlich erörtert haben, mussten wir in den vergangenen 12–18 Monaten weltweit kontinuierlich steigende Inflationsraten

verzeichnen. Die eingeläutete Wende in der US-Geldpolitik hat nun weitreichende Folgen auf die Finanzmärkte. Wir wollen uns daher damit auseinandersetzen, inwiefern diese Wende gegebenenfalls auch Bitcoin betrifft.

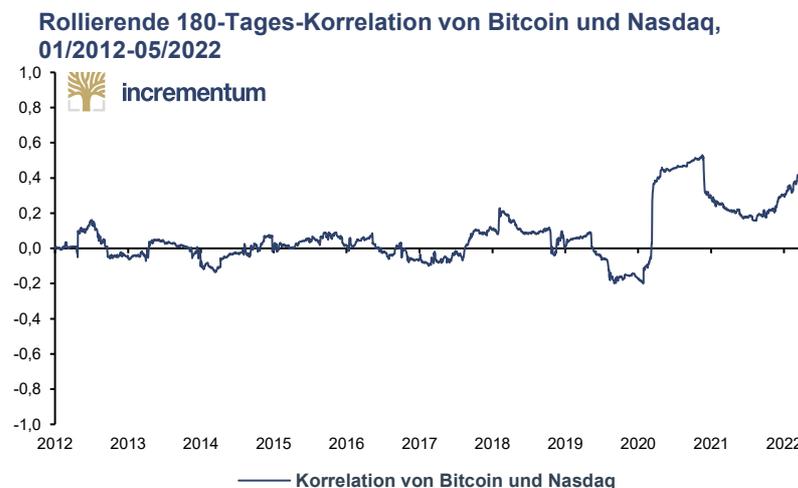
### Bitcoins Integration in die Finanzmärkte

**Bislang führte Bitcoin gewissermaßen ein „Eigenleben“ und war von den generellen Makroereignissen nur peripher betroffen.** Mit zunehmender Adaptierung und beginnender Integration in institutionelle Portfolios ist Bitcoin vermehrt den Launen der Finanzmärkte ausgesetzt. Am Höhepunkt hatte die Marktkapitalisierung von Bitcoin 1 Bill. USD deutlich überschritten, aktuell sind es etwa 600 Mrd. USD. Die Debatte darüber, ob Bitcoin als eine inflationssichernde Anlage zu bewerten ist, ist mittlerweile voll entbrannt. Hierzu haben wir im Kapitel „Stagflation 2.0“ in diesem *In Gold We Trust*-Report bereits einige Gedanken geäußert.

*The market currently views both bitcoin and the Nasdaq as „long duration, interest-rate-sensitive risky assets.*

**Brent Donnelly**

**Zuletzt ist vermehrt die Rede davon, dass Bitcoin sich wie ein Risiko-Asset verhält.** Untermauert wird diese These mit der gestiegenen Korrelation zu Aktien, insbesondere zum US-Technologieaktienindex Nasdaq. Gemäß „Kaiko Research“ stieg die rollierende 30-Tage-Korrelation zwischen Bitcoin und dem Nasdaq am 9. Mai sogar auf 0,8, dies entspricht einem absoluten Allzeithoch.



**Auch wenn derzeit die Korrelation zu Technologieaktien recht hoch ist, ist zu berücksichtigen, dass Korrelationen tendenziell nicht stabil sind.**

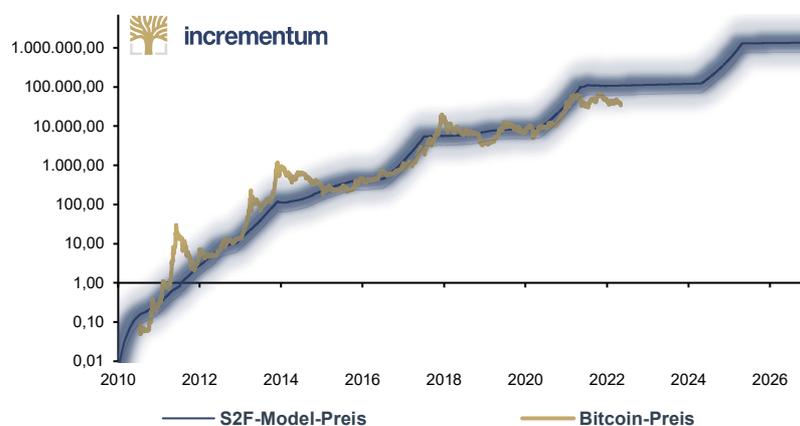
In der Vergangenheit konnte das Stock-to-Flow-Modell (S2F-Modell) von Plan B den Preisverlauf über längere Perioden deutlich besser erklären als einzelne Aktienindizes. Dieses Modell, welches wir im Rahmen des *In Gold We Trust*-Reports 2020<sup>80</sup> bereits vorgestellt haben, basiert auf dem Stock-to-Flow-Ratio, das wir u. a. in einem *In Gold We Trust*-Classic<sup>81</sup> detailliert erörtert haben. Das S2F-Modell wollen wir an dieser Stelle nochmals näher betrachten.

<sup>80</sup> „Das „Plan B“-Modell: Der Heilige Gral der Bitcoinbewertung?“, *In Gold We Trust*-Report 2020

<sup>81</sup> „Die Stock-To-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold“, *In Gold We Trust*-Classic

**Maßgebliche Prämisse des S2F-Modells ist, dass sich die im Bitcoin-Protokoll vorgesehene Halbierung der Miningrewards alle vier Jahre (Halving) signifikant auf die Preisentwicklung auswirkt.** Technisch gesehen erhöhen die Halvings das Stock-to-Flow-Ratio von Bitcoin, weil aufgrund der geringeren Mining-Erträge nach jedem Halving weniger neue Bitcoins in Umlauf gelangen. Das S2F-Modell nutzt die einzigartige Eigenschaft des Bitcoin-Protokolls, welches transparent und nachvollziehbar die vergangene und künftige Angebotskurve preisgibt, um die Preisentwicklung von Bitcoin auf Grundlage seiner historischen und zukünftigen Stock-to-Flow-Werte zu prognostizieren. Das Modell regressiert die logarithmische Preisentwicklung von Bitcoin mit dem jeweils vorherrschenden Stock-to-Flow-Ratio.

### S2F-Modell-Preis, und Bitcoin-Preis, in USD, 01/2010-12/2026



Quelle: Plan B @100trillionUSD, Glassnode, Reuters Eikon, Incrementum AG

**Bemerkenswerterweise folgte der Bitcoin-Kurs dem Pfad des prognostizierten S2F-Modells seit dessen erster Veröffentlichung im März 2019 recht präzise.** Relativierend muss man jedoch anmerken, dass das Modell aufgrund der Regression mit logarithmischen Preisen eine recht hohe Schwankungsbreite des Preises von Bitcoin verzeiht. Es eignet sich daher wohl nur beschränkt, um eine automatisierte Handelsstrategie darauf aufzubauen.

**Auch im aktuellen Zyklus gab es im vergangenen Herbst, wie vom S2F-Modell prognostiziert, einen deutlichen Preisanstieg, der jedoch unter den Erwartungen blieb.** Der Vollständigkeit halber sei angemerkt, dass es mittlerweile mehrere Varianten des Modells gibt. Gemäß der ursprünglichen Variante sollte der Preis von Bitcoin während dieses Halving-Zyklus (Mai 2020-Mai 2024) durchschnittlich 55.000 USD betragen. Eine spätere Variante, die im vergangenen Jahr häufig zitiert wurde, berechnete mit 100.000 USD einen deutlich höheren Durchschnittspreis.

**Es stellen sich nun folgende Fragen:**

- Wird der Durchschnittspreis von Bitcoin in diesem Zyklus niedriger ausfallen als von den beiden Modellvarianten prognostiziert?

*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**

- Wird es während dieses Zyklus einen verzögerten Anstieg des Preises von Bitcoin geben oder wird der Durchschnittspreis einer der Modelvarianten doch noch erreicht oder gar übertroffen?
- Hat sich die Prognosequalität des S2F-Modells verringert oder ist es gar obsolet geworden?

Aufgrund der teilweise zu bullischen Erwartungen haben sich in den vergangenen Monaten viele Analysten, Investoren und Marktbeobachter die Frage gestellt, ob der laufende Bitcoin-Halbierungszyklus bereits vorbei ist. Auch wir haben uns diesbezüglich Gedanken gemacht und Ende 2021 unser **erstes Bitcoin-Chartbook** veröffentlicht.

*Essentially, all models are wrong, but some are useful.*

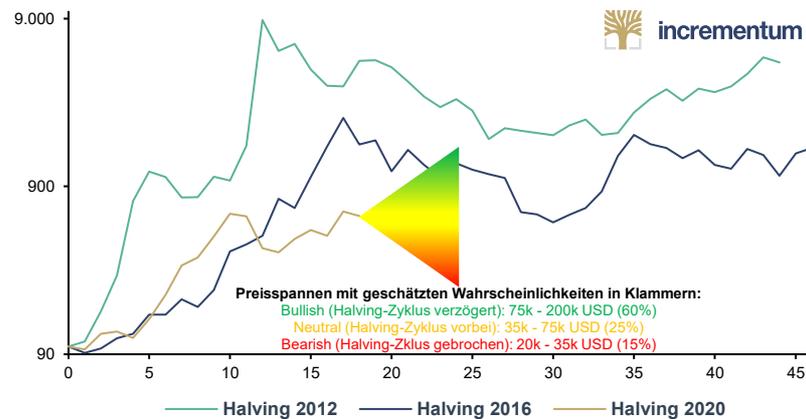
**George Box**

**Der nächste Chart lässt erkennen, dass der Preis von Bitcoin in den letzten beiden Zyklen 12 bzw. 17 Monate nach dem Halving einen Höhepunkt bildete.** Die letzte Halbierung liegt nun 24 Monate zurück und wir fragen uns, ob der Zyklus bereits im November 2021 seinen Höhepunkt erreicht hat oder ob ein erneutes Allzeit-Hoch noch in diesem Zyklus bevorstehen könnte.



**Im Dezember formulierten wir in unserem Bitcoin-Chartbook drei Szenarien für den aktuellen Halbierungszyklus.** Unserer Meinung nach war das wahrscheinlichste Szenario (60 %) ein verzögerter Höhepunkt in diesem Halbierungszyklus. Mit 40 % erachteten wir diesen Halbierungszyklus jedoch als beendet bzw. das Modell als obsolet.

### Bitcoin-Performance nach Halvings (Halving-Monat = 100, log)



**Aufgrund der zunehmenden Akzeptanz von Bitcoin, der höheren Marktkapitalisierung und des Eintritts institutioneller Anleger in den Kryptomarkt erscheint es plausibel, dass Bitcoin vermehrt sensibel auf makroökonomische Trends reagiert.** So lässt sich beispielsweise feststellen, dass der derzeitige Anstieg der Anleiherenditen den gesamten Sektor der Risikoanlagen – einschließlich der Kryptowährungen – stark negativ beeinflusst. Es ist daher nicht auszuschließen, dass diese in den kommenden Monaten weiteren Gegenwind erfahren werden, sollten die Anleiherenditen weiter steigen und sich die „Risk-off“-Bewegung fortsetzen.

*Bitcoin is also a monetary asset outside anyone's control. This contests the state's monopoly on money and banking. Less state control empowers individuals to unleash latent creativity that would otherwise be stifled by government or cultural censorship. In other words, Bitcoin increases marginal productivity in society. Bitcoin is the life raft during the great fiat flood.*

**Brandon Quittem**

**Unserer Ansicht nach könnten die aktuellen Entwicklungen an den Anleihemärkten eine weitere Verzögerung in diesem Halbierungszyklus hervorrufen.** Dennoch wollen wir dem fortgeschrittenen Stadium des Zyklus Rechnung tragen und unsere Prognose vom Dezember 2021 anpassen. Aus heutiger Sicht ist es wohl etwas unwahrscheinlicher geworden, dass wir in diesem Halvingzyklus noch ein neues Allzeit-Hoch sehen werden. Dennoch erachten wir es aufgrund der makroökonomischen Gegebenheiten nicht für ausgeschlossen, dass es zu einem verzögerten Hoch in diesem Zyklus kommt. **Mit einer Wahrscheinlichkeit von etwa 40% beziffern wir die Möglichkeit, dass Bitcoin in den verbleibenden 24 Monaten dieses Zyklus doch noch ein neues Allzeit-Hoch erreicht.** Dieses Szenario könnte sich dann manifestieren, sollte die derzeit eingepreiste geldpolitische Straffung doch nicht in der Form eintreten.

### Fazit

Es scheint plausibel, dass aufgrund der zunehmenden Verbreitung von Bitcoin unter institutionellen Investoren die Sensitivität bezüglich makroökonomischer Ereignisse zugenommen hat. Aufgrund dessen scheint eine Verzögerung des Hochpunktes im aktuellen Halvingzyklus möglich. Wegen der hohen Bandbreite des **S2F-Modells kann dieses als Orientierungshilfe bezüglich des Halvingzyklus dienen, nicht aber als Grundlage einer automatisierten Handelsstrategie.**

**Die US-Geldpolitik befindet sich derzeit in einer Phase des Übergangs von einer lockeren zu einer strafferen Politik.** In Anbetracht der hohen Inflation und der zuletzt hawkischen Kommunikation rechnen die Märkte mit einer deutlichen Änderung der Zinspolitik. Aus unserer Sicht ist es durchaus wahrscheinlich, dass steigende Volatilitäten an den Märkten die Zentralbanken erneut zu einer lockeren Geldpolitik zwingen werden.

**Wir denken daher, dass sich im Zuge der geldpolitisch bedingten Verwerfungen interessante Einstiegsmöglichkeiten bei Bitcoin und einigen ausgewählten Kryptowährungen ergeben könnten.**



**PROVEN MINE DEVELOPMENT TEAM**

**SPECIALIZING IN  
LOW CAPEX  
GOLD MINES**

We are  
**Proven Builders**

First Mine  
**In Production**

Our Execution  
**Risks are  
Minimized**

We Have  
**Organic  
Growth**



**TSX-V: MAI / OTCQX: MAIFF** **www.mineraalamos.com**

# Minenaktien – Fundamentaler und technischer Status quo

*„Great investors possess seven cardinal virtues: curiosity, skepticism, discipline, independence, humility, patience, and above all courage.“*

John Templeton

## Key Takeaways

- Die Kursentwicklung der **Minenaktien** war im Vorjahr enttäuschend. Die operative Entwicklung war hingegen exzellent. Innerhalb des Rohstoffsektors weist im Moment keine andere Branche höhere Margen aus als die Edelmetallproduzenten.
- Die **Value-Proposition** der **Minenaktien** hat sich weiter verbessert, bislang wird die wiedergefundene Profitabilität allerdings weitgehend negiert. Früher oder später werden Generalisten und Value-Investoren das Wertversprechen des Minensektors (wieder-)entdecken, denn der Sektor generiert signifikante **Free-Cash-Flows**.
- Während der **Goldpreis** im Frühjahr annähernd neue Allzeithochs markierte, spiegelt die Bewertung der Goldminenunternehmen die stark gestiegene Profitabilität noch nicht wider.
- Sollte der **Goldpreis** auch im Jahr 2022 stark bleiben, dürften die Miner trotz der anhaltenden Kosteninflation weiterhin (rekord-)hohe Margen erzielen.
- Kurzfristig erscheint uns die technische Lage angeschlagen. Nachdem in den vergangenen Wochen – entgegen der eigentlich positiven Saisonalität – bereits große Einbußen hingenommen werden mussten, könnte passend zum saisonalen Verlauf der Miner ein sommerlicher Rücksetzer hervorragende Einstiegsmöglichkeiten bieten.

## Einführung

*The stock market is a device for transferring money from the impatient to the patient.*

**Warren Buffett**

„Goldene Chancen im Minensektor“, so lautete der Titel des **letztjährigen Kapitels über Minenaktien**.<sup>82</sup> Seit seiner Veröffentlichung entwickelten sich die Kurse der Miner allerdings deutlich schwächer als erwartet. Der Gold-Bugs-Index (HUI) fiel um 21,1%, während die Junior-Miner (GDXJ) 30,2% und die Silberminer (SIL) 38,8% verloren.

Gold, Silber, HUI, GDX, GDXJ und SIL, 100 = 05/27/2021, 05/2021-05/2022



Im Vorjahr zogen wir folgenden Schluss:

*„Die potenziellen Renditen für die nächsten Jahre könnten selbst hartgesottene Goldbugs überraschen. Wir befinden uns vermutlich weiterhin in der Frühphase des Bullenmarktes. Bei der Empfehlung von Minenaktien fühlen wir uns immer noch ein wenig an den „Dancing Sasquatch Guy“<sup>83</sup> erinnert. Im Moment scheint es, dass wir uns bei Minute 1 befinden, aber wie im Video zu sehen ist, kann aus einem Solotanz in kürzester Zeit eine Massenveranstaltung werden.“<sup>84</sup>*

*Do it big, do it right, and do it with style.*

**Fred Astaire**

**Die Stimmungslage im Sektor erinnert allerdings weiterhin an die Frühphase des Dancing Sasquatch Guys. Doch es scheint, als würde sich die Anzahl der staunenden und interessierten Zuschauer langsam mehren.** Für ein kollektives Abtanzen hat es jedoch bislang noch nicht gereicht.

**Was die Fundamentaldaten betrifft, so können wir ein Jahr später mit Fug und Recht behaupten, dass die Branche „geliefert“ hat.** Die Value-Proposition der Minenaktien hat sich in der Zwischenzeit weiter verbessert, bislang wird die wiedergefundene Profitabilität weitgehend negiert. Doch irgendwann werden Generalisten und Value-Investoren das Wertversprechen des Minensektors (wieder-)entdecken. **Was zählt: dass der Sektor signifikante Free-Cash-Flows produziert.**

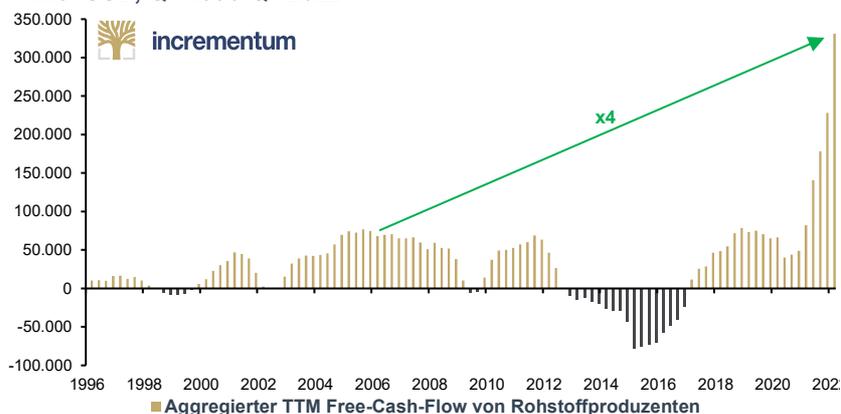
<sup>82</sup> „Goldene Chancen im Minensektor“, In Gold We Trust-Report 2021

<sup>83</sup> Großartige Interpretationen zu diesem Video finden Sie hier: Eight Leaves: „The Dancing Guy at Sasquatch!“ oder auch: „Ideas Into Execution: Giving Away An Idea To Make It Happen“.

<sup>84</sup> Siehe „Goldene Chancen im Minensektor“, In Gold We Trust-Report 2021, S. 309

**Der Rohstoffsektor als Ganzer generierte 2013-2016 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 Unternehmen im Rohstoffsektor zu wahren Cashflow-Monstern.**

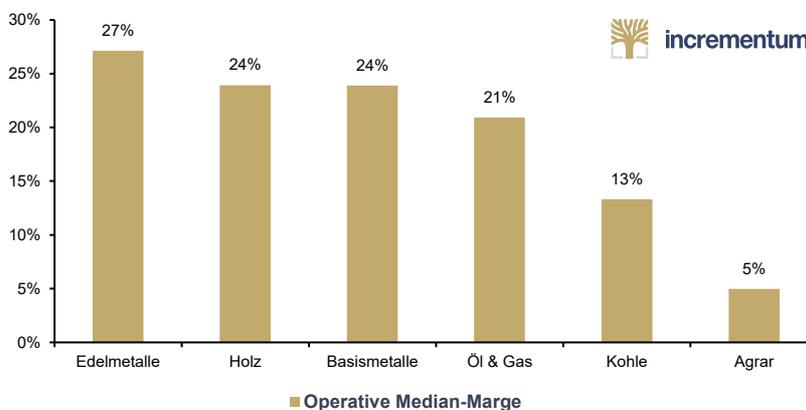
**Aggregierter TTM Free-Cash-Flow von Rohstoffproduzenten\*, in Mio. USD, Q1/1996-Q1/2022**



Quelle: Crescat Capital LLC, Tavi Costa, Bloomberg, Incrementum AG  
\*Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über 1 Mrd. USD an der kanadischen und US-Börse

**Innerhalb des Rohstoffsektors weist im Moment keine andere Branche höhere Margen aus als die Edelmetallproduzenten.**

**Operative Median-Marge nach Rohstoffen\*, Q1/2022**



Quelle: Crescat Capital LLC, Tavi Costa, Bloomberg, Incrementum AG  
\*Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über 1 Mrd. USD an der Kanadischen und US-Amerikanischen Börse

**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 9 Jahren mit einer Standardabweichung unter dem Mittelwert gehandelt werden. Auch auf Grundlage dieses Indikators scheinen Goldaktien unterbewertet zu sein.

### HUI/Gold-Ratio, 01/1997-05/2022

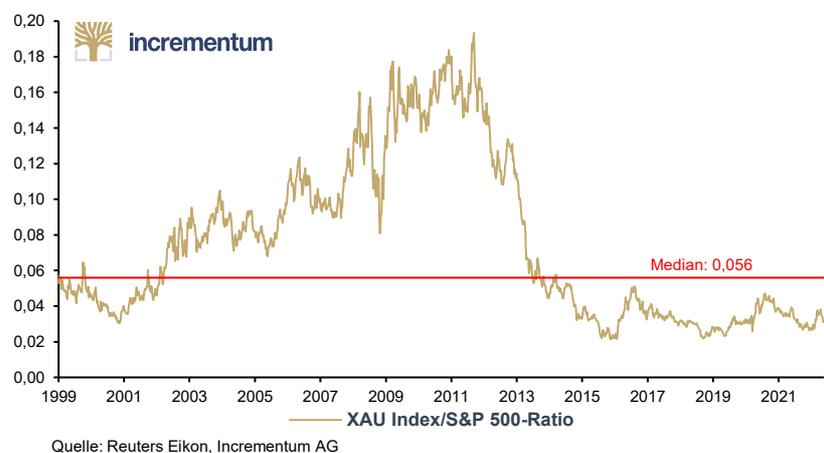


*Ausdauer wird früher oder später belohnt – meistens aber später.*

**Wilhelm Busch**

**Bevor wir die Entwicklung der Minenaktien in den letzten Jahren näher betrachten, wenden wir uns kurz der längerfristigen Perspektive zu.** Der folgende Chart zeigt die Performance der Minenaktien (XAU) im Verhältnis zu den Aktienmärkten (S&P 500) und verdeutlicht, wie niedrig die Goldminenaktien im Vergleich zum breiteren Aktienmarkt bewertet werden. Selbst wenn seit 2015 eine Stabilisierung des Ratios stattfand, liegt das aktuelle Verhältnis bei einem Fünftel des Höchstwertes aus dem Jahr 2011.

### XAU Index/S&P 500-Ratio, 01/1999-05/2022

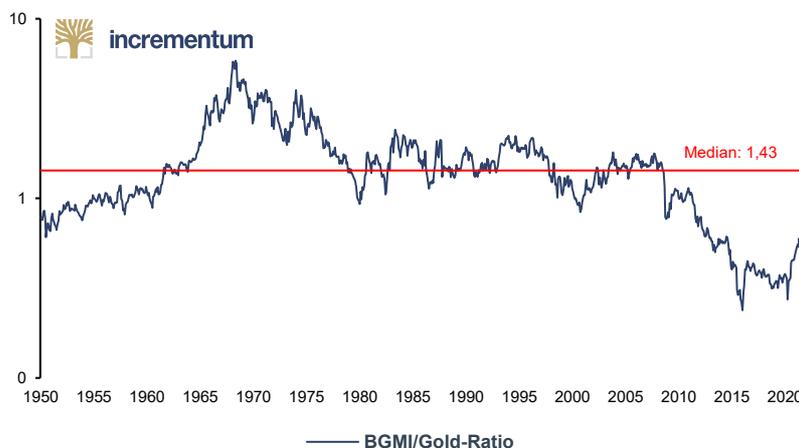


*Markets tend to return to the mean over time.*

**Bob Farrell**

**Diese Underperformance der Minenaktien wird besonders deutlich, wenn wir einen noch längerfristigen Vergleich anstellen.** Der älteste verfügbare Goldminenindex, der „Barron’s-Gold-Mining-Index“ (BGMI), notierte mit einem Stand von 0,50x meilenweit unter dem langfristigen Median von 1,43x.

**BGMI/Gold-Ratio (log), 01/1950-05/2022**



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

*All we need is just a little patience.*  
**Guns N’ Roses**

**Nun, was ist in den vergangenen 12 Monaten passiert? Die Berg- und Talfahrt stellte selbst volatilitätsgeprüfte Goldinvestoren auf die Probe. Der HUI fiel Mitte September 2021 auf 225 Punkte, um anschließend bis April 2022 wieder auf mehr als 330 Punkte zu rallieren. Seitdem tendiert er wieder deutlich schwächer.** Es ist erwähnenswert, dass der Goldpreis Anfang März beinahe ein neues Allzeithoch erreichte, der HUI am selben Tag dennoch fast 50% unter seinem Allzeithoch von 635 im September 2011 notierte. Die Aktienverwässerung der vergangenen Jahre, die teilweise die rege Geldmengeninflationierung der Notenbanken in den Schatten stellt, ist hierfür sicherlich mitverantwortlich.

**HUI-Index, 01/2004-05/2022**

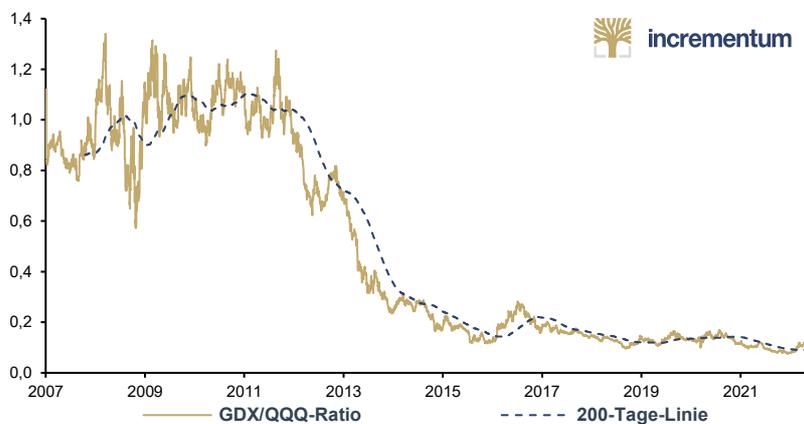


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Zwischenzeitlich hatte das Interesse am Minensektor merklich zugenommen.** Seit dem Herbst herrscht jedoch überwiegend Desinteresse und Apathie vor, wie wir im Zuge eines beliebten Kitco-Interviews im Rahmen des „Precious Metals Summit“ in Beaver Creek beschrieben. 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. Fairerweise muss

man jedoch auch anmerken, dass dies auf die Schwäche der Technologiewerte zurückzuführen ist, nicht auf die Stärke der Miner.

#### GDX/QQQ-Ratio, 01/2007-05/2022



**Wenn wir außerdem die relative Stärke innerhalb des Minensektors analysieren, scheint es, dass die Risikobereitschaft stagniert.** Die Junior-Miner (GDXJ) zeigten in den letzten Monaten relative Schwäche im Vergleich zu den Seniors (GDX).

#### GDXJ/GDX-Ratio, 01/2010-05/2022



**Ein Silberstreif am Horizont könnte sein, dass bei den bedeutenden Goldminern langsam große institutionelle Investoren, sogenannte Generalisten, das Spielfeld betreten.** So stieg Branchenprimus „Newmont“ im April bei hohem Volumen auf ein Allzeithoch von 85 USD je Aktie. Auch in Relation zu den (ehemaligen) Technologie-Highflyern Facebook (Meta), Amazon, Netflix und Google (Alphabet) braucht sich die Entwicklung der Major-Miner Barrick, Agnico Eagle, Newmont und Newcrest nicht zu verstecken.

**FANG (Facebook, Amazon, Netflix and Alphabet) und BANN (Barrick, Agnico Eagle, Newmont, Newcrest), 100 = 01/2016, 01/2016-05/2022**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Bullenmärkte werden im Pessimismus geboren, wachsen im Skeptizismus, reifen im Optimismus und sterben in der Euphorie.*

**John Templeton**

**Ein Blick auf den „Sprott-Gold-Equity-Sentiment-Index“<sup>85</sup> bestätigt unsere zuversichtliche Grundhaltung.** Die Stimmung erreichte im März 2021 einen Tiefpunkt, der Indikator erreichte fast seine zweite Standardabweichung. Seitdem haben sich der Sprott-Gold-Equity-Sentiment-Index und der GDx erholt, von Euphorieniveaus wie im August 2020 sind sie aber noch weit entfernt. Aktuell liegt der Index im neutralen Bereich, schwächte sich zuletzt jedoch wieder deutlich ab. Insofern scheint die technische Ausgangslage für weitere Kurssteigerungen gut zu sein.

**Sprott-Gold-Equity-Sentiment-Index (lhs), und GDx (rhs), 01/2014-05/2022**

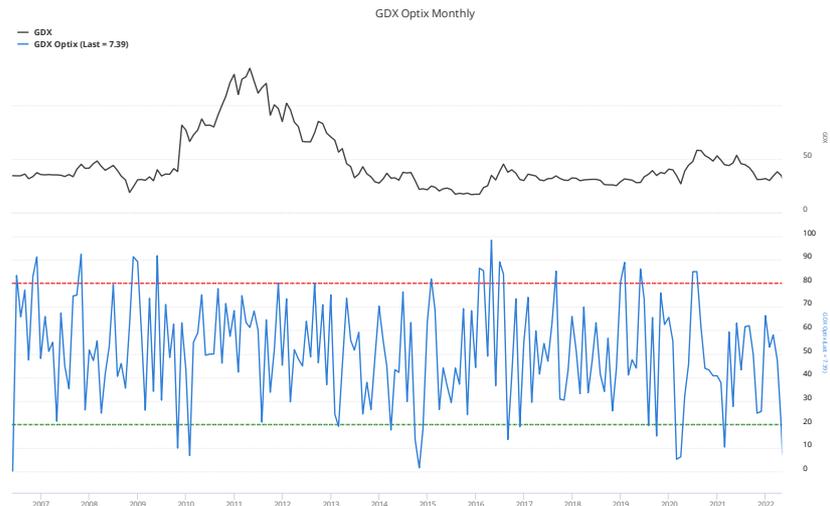


Quelle: Sprott Asset Management, Incrementum AG

**Ein etwas anderer Indikator, der „Optimism-Index“ (Optix) von „Sentimentrader“, befindet sich hingegen bereits auf Panikniveau.** Mit einem Stand von 7,39 ist die Stimmung ähnlich tief im Keller wie in einem Londoner Pub nach dem verlorenen EM-Finale im vergangenen Jahr.

<sup>85</sup> Die Daten wurden uns freundlicherweise von unserem Premium-Partner „Sprott Asset Management“ zur Verfügung gestellt.

### Optix-Index und Minenaktien (GDX), 2007-2022



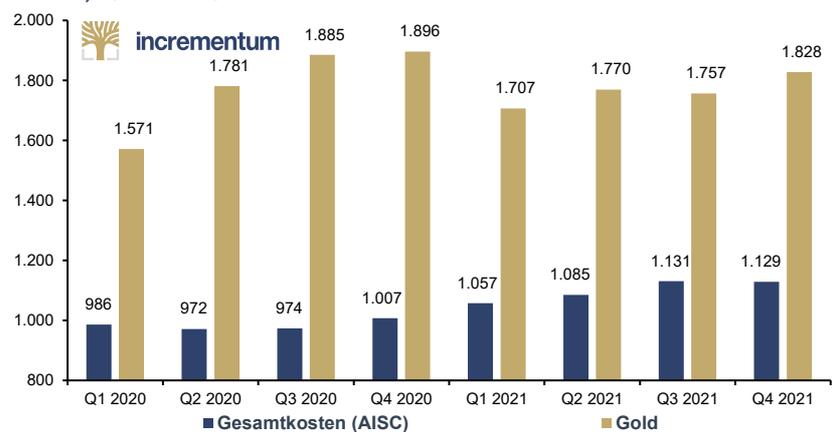
Quelle: Sentimentrader.com

*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 „Global All-in Sustaining Costs“ (AISC) der Goldproduzenten zogen im Vorjahr im Einklang mit der allgemeinen Inflation an. **So lagen diese laut WGC im Q4/2020 noch bei 1.007 USD, ein Jahr später allerdings schon bei 1.129.** Das ist ein Anstieg um 12,2%. Dieser markante Kostenanstieg im Jahresvergleich ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen, darunter die bereits erwähnte Inflation der Inputkosten, zusätzliche Kosten im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie und ein Rückgang der durchschnittlichen Goldgehalte. Die durchschnittlichen Gewinnspannen wurden durch diese steigenden Kosten unter Druck gesetzt, bleiben aber im historischen Vergleich hoch. **Sollte der Goldpreis auch im Jahr 2022 stark bleiben, dürften die Goldminenunternehmen trotz des weiteren Drucks durch die anhaltende Kosteninflation weiterhin (rekord-)hohe Margen erzielen.**

### Gesamtkosten (AISC), in USD pro Feinunze Gold, und Gold, in USD, Q1/2020-Q4/2021



Quelle: World Gold Council, Reuters Eikon, Incrementum AG

## Finanzierungstrends in der Welt der Junior-Miner

**Lassen Sie uns nun einen Blick auf die Finanzierungsaktivitäten im Bereich der Junior-Miner in den vergangenen 12 Monaten werfen.** Im Vorjahr hatte uns unser Freund Kai Hoffman eine Einführung und Interpretation seines proprietären „Oreninc-Index“ zur Verfügung gestellt. Der Index misst die finanzielle Gesundheit des Junior-Minensektors auf wöchentlicher Basis und verfolgt und protokolliert bis zu 41 Datenpunkte pro Finanzierung.<sup>86</sup>

**Betrachtet man allein die Finanzierungsaktivitäten im Bereich der Junior-Miner, so wurden 2021 beinahe die Werte aus dem Rekordjahr 2011 erreicht.** Der Sektor konnte insgesamt 6,9 Mrd. CAD an Finanzierungen einwerben. In Anbetracht der Marktstimmung im Junior-Minensektor sowie der allgemeinen Underperformance gegenüber vielen anderen Sektoren ist dies eine bemerkenswerte Leistung.

### Finanzierungsvolumen der Junior-Miner, in Mrd CAD, 2011-2021



Quelle: Oreninc.com, Incrementum AG

### Die 100 wichtigsten Finanzierungen des Jahres 2021

**3,25 Mrd. CAD brachten die 100 wichtigsten Finanzierungen im Junior-Mining-Sektor insgesamt ein.** 55% der Transaktionen entfielen auf Minengesellschaften, Projektentwickler und Juniorunternehmen, die sich auf Gold konzentrieren. Von den 10 größten Finanzierungen im Jahr 2021 waren acht goldbezogen.

*A speculator is a man who observes the future, and acts before it occurs.*

**Bernard Baruch**

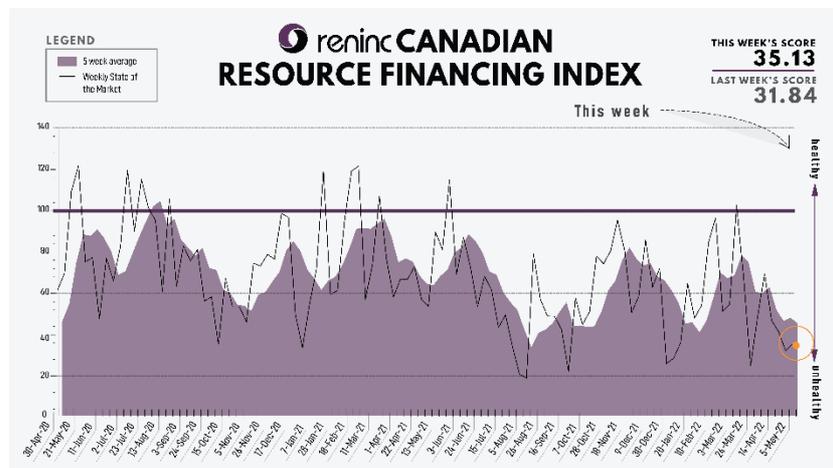
**Das zweitgrößte Interesse der Anleger zog Kupfer auf sich.** Die Anleger haben den Trend zur Elektrifizierung erkannt und sind auf diesen aufgesprungen. Kupferminenunternehmen haben mehr als 531 Mio. CAD von Investoren erhalten, was etwa 16% der Gesamtfinanzierung entspricht. **An dritter Stelle stehen Finanzierungen im Bereich der Batteriemetalle wie Lithium, Grafit und Vanadium.** Diese Gruppe konnte 324 Mio. CAD von Investoren einwerben. **Silber und Uran runden die Top 5 ab.**

<sup>86</sup> Unter [www.oreninc.com](http://www.oreninc.com) können Sie sich für den wöchentlichen Newsletter anmelden.

## Die Trends setzen sich 2022 fort

**Die ersten drei Monate des laufenden Jahres zeigten eine klare Fortsetzung der Finanzierungstrends des vergangenen Jahres.** Der Anteil goldbezogener Projekte blieb mit 54% stabil. Die drei Spitzenplätze bei Finanzierungen des Jahres 2022 mit Stand 24. März 2022 waren allesamt aus dem Goldbereich. „AMEX Exploration“ konnte 49,5 Mio. CAD für seine Explorationsaktivitäten in Quebec einwerben. Es folgen „Argonaut Gold“ mit 40,3 Mio. CAD und „Liberty Gold“ mit 30 Mio. CAD an frischem Kapital. Wie man anhand des Index erkennen kann, hat sich das Marktumfeld in den letzten Wochen jedoch deutlich eingetrübt, insofern gehen wir davon aus, dass sich das Risikobewusstsein der Anleger und damit auch die Finanzierungsfreude in den nächsten Monaten weiter abschwächen wird und Investoren selektiver vorgehen werden.

### Oreninc-Index



### Ausblick auf 2022

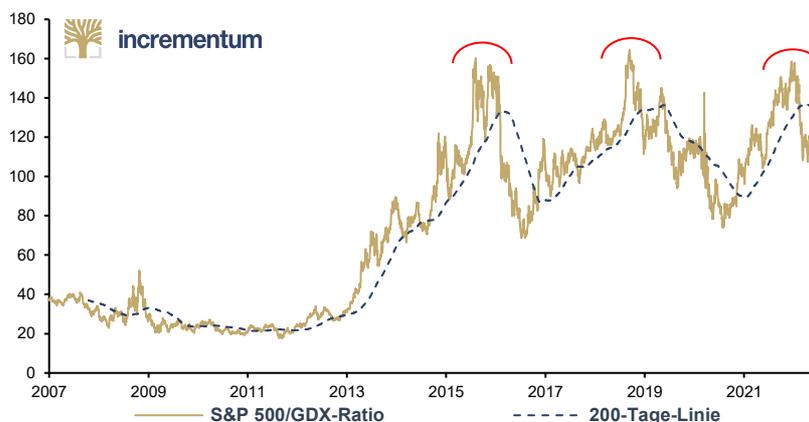
*Going in one more round  
 when you don't think you can –  
 that's what makes all the  
 difference in your life.*

**Rocky Balboa, Rocky IV**

**Bereits im In Gold We Trust-Report 2021<sup>87</sup> hatten wir erwähnt, dass sich der Minensektor in einer besseren Verfassung befindet, als man anhand der Aktienkursentwicklung vermuten würde.** Der Krieg in der Ukraine hat die allgemeine Skepsis der Anleger verstärkt, und während die Majors wie Newmont Allzeithochs markierten, werden die Juniors noch weitgehend ignoriert. Doch relativ zum Gesamtmarkt könnten wir uns vorstellen, dass die Minen nun in eine Phase der (relativen) Stärke eintreten werden. Dies suggeriert auch der nachfolgende Chart.

<sup>87</sup> Siehe „Goldene Chancen im Minensektor“, In Gold We Trust-Report 2021

### S&P 500/GDX-Ratio, 01/2007-05/2022



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 im Moment ein klar asymmetrisches Auszahlungsprofil aufweisen.**

**Kurzfristig erscheint uns die technische Lage angeschlagen. Das herausfordernde saisonale Umfeld bestätigt auch der nachfolgende Chart.** Die zweite Jahreshälfte ist für Minenaktien tendenziell schwächer, wobei die saisonale Schwäche im Juli und im Oktober besonders stark ausgeprägt ist. 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.

### Saisonalität Amex Gold Bugs Index (HUI) seit 1997



Quelle: [Seasonax](#)

**Wir sind weiterhin der festen Überzeugung, dass der Bärenmarkt der letzten Jahre dazu geführt hat, dass ein Großteil der Mining-Unternehmen nun auf einem solideren Fundament steht.** Die operativen Anstrengungen haben dazu geführt, dass die Produzenten schlanker sind, ihre Verschuldung abgebaut haben und daher stärker von steigenden Goldpreisen profitieren werden.

**Ein Vergleich einiger Kennzahlen per 31.12.2021 zeigt, wie attraktiv die Miner (NYSE Arca Gold Miners Index – GDM) im Vergleich zum breiten Gesamtmarkt (S&P500) bewertet werden.**

#### Unterschiedliche Bewertungskennzahlen für S&P 500 sowie NYSE Arca Gold Miners Index (GDM)

	S&P 500 Index	GDM Index
Price/Earnings	24,59	18,02
Price/Cash Flow	17,46	9,15
Price/EBITDA	14,59	7,87
Price/ Sales	3,08	3,14
Price/Book	4,76	1,79
Ent. Value/EBIT	20,96	15,04
Ent. Value/EBITDA	16,15	8,43
Ent. Value/Sales	3,41	3,36
Gross Margin	35,28%	37,47%
Operating Margin	16,13%	22,52%
Profit Margin	13,07%	13,34%
Return on Capital	10,15%	8,88%
Free Cash Flow Yield	3,92%	3,49%
Dividend Yield	1,27%	2,24%
Total Debt/Ent. Value	0,22	0,11
Total Debt/Total Equity	111,83	20,12
Total Debt/Total Assets	23,63	13,20
Net Debt/EBITDA	0,98	0,17

Quelle: Trey Reik, Bristol Gold Group, Bloomberg, Incrementum AG, Zahlen per 31.12.2021

**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. **Deshalb konzentrieren wir uns in unserem Research sowie unserer Investmentallokation derzeit ganz besonders auf dieses Segment.**

*Inside of a ring or out, ain't  
nothing wrong with going down.  
It's staying down that's wrong.*

**Muhammad Ali**

Antizyklische Investoren finden im Edelmetallsektor auf Sicht der nächsten Jahre eine attraktive Nische mit einem hervorragendem Chance-Risiko-Verhältnis vor. Der Fokus sollte weiterhin auf konservativ agierende Unternehmen gesetzt werden, die nicht nur Wachstum um jeden Preis auf der Agenda haben, sondern bei denen die Interessen der Aktionäre im Vordergrund stehen. **Etwas unerwartet tanzt der „Dancing Sasquatch Guy“ weiterhin nahezu allein, die Anzahl der Zaungäste, die lieber noch von außen zuschauen, als sich auf die vibrierende Tanzfläche zu begeben, hat aber zumindest nicht abgenommen.**

Nach dieser kurzen Analyse des Status quo der Minenunternehmen wollen wir uns in den beiden nachfolgenden Kapiteln den derzeitigen Herausforderungen der Minenbranche sowie dem spannenden Segment der Royalty-und-Streaming-Unternehmen widmen.

# 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  
**<\$900/oz**

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

**WE RETURNED**  
**\$180/oz**  
to shareholders  
in 2021

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



LSE:EDV  
TSX:EDV

# Die Herausforderungen des Goldminensektors

*„Either you understand your risk, or you don't play the game.“*

Arthur Ashe

## Key Takeaways

- Obwohl es einige Ausnahmen gibt, tendieren viele Goldminenaktien dazu, schwächer als Gold zu performen.
- Die Hauptgründe für die schwache Performance waren Überschreitungen bei den Investitionskosten (CAPEX), steigende Förderkosten, Probleme bei der Genehmigung neuer Minen, politische Instabilität sowie rückläufige Reserven und Neuentdeckungen.
- Aufgrund der steigenden Energie- und Baustoffpreise, der wachsenden Lohnforderungen und der allgemeinen Inflation ist davon auszugehen, dass die „All-In Sustaining Cost“ (AISC) in absehbarer Zukunft weiter steigen werden.
- Ein Segment des Minensektors, das sich in einem inflationären Umfeld gut entwickeln dürfte, sind Royalty- und Streaming-Unternehmen.

**Wie die Geschichte beweist, endeten viele „Gold Rushes“ für ein Gros der Beteiligten ernüchternd.** Abertausende Menschen verließen ihre Heimat und wanderten ans andere Ende des Kontinents, um Gold zu finden und sich und ihren Familien ein besseres Leben zu ermöglichen. Doch nur ein kleiner Teil von ihnen fand wirklich, wonach sie suchten: Gold, Reichtum und ein besseres Leben.

*The history book on the shelf,  
Is always repeating itself.*

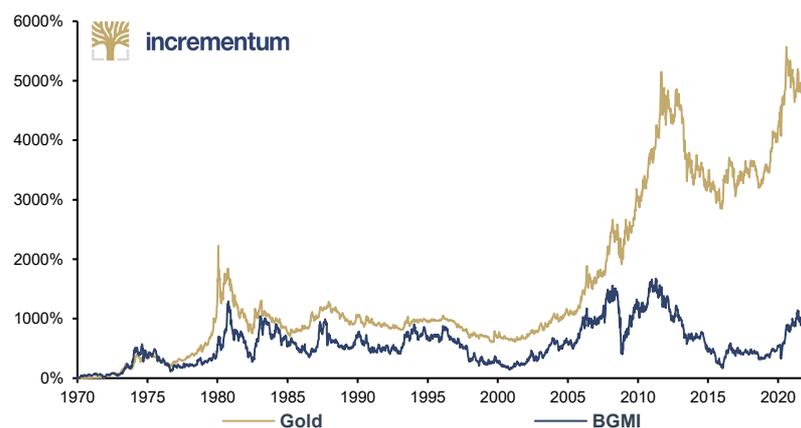
**ABBA**

Die Zeiten haben sich geändert. Heute sind die Horden von Goldsuchern durch tausende von Minenunternehmen aller Größenordnungen vertreten – und hunderttausenden Anlegern, die auf den Erfolg dieser Unternehmen wetten. Obwohl es einige Erfolgsgeschichten gibt, sind darunter auch viele Unternehmen, die ihren Anlegern nur Verluste bescheren, oder, im besseren Fall, langfristige Stagnation und Frustration.

**Das bedeutet, dass bei der Investition in Goldminenaktien zwei Dinge wichtig sind:** 1) die Auswahl des Minenunternehmens mit Bedacht zu treffen und 2) ein gutes Timing zu haben. Optimal ist natürlich eine Kombination aus beidem.

**Der folgende Chart zeigt die langfristige Entwicklung des Goldpreises und des „Barron’s Gold Mining Index“ (BGMI).** Wie zu erkennen ist, ist der Performanceunterschied auf Sicht der letzten Jahre enorm. Während der Goldpreis zwischen Jänner 1970 und Dezember 2021 um 4.937% gestiegen ist, wuchs der Wert des BGMI „nur“ um 1.027%. Wie ein einfacher Blick auf den Chart belegt, war der Unterschied in der Wertentwicklung über Jahrzehnte hinweg relativ gering. Beide Kurven bewegten sich ohne größere Abweichungen in dieselbe Richtung. In den letzten 15 Jahren änderte sich die Situation jedoch rapide. Die Goldminenaktien fingen an, hinter dem Goldpreis zurückzubleiben.<sup>88</sup>

**Gold und BGMI, 0% = 01/1970, 01/1970-05/2022**



**In der Anfangsphase der globalen Finanzkrise von 2008 gab der Goldpreis nach.** Er erholte sich jedoch sehr schnell, machte die Verluste Anfang 2009 wieder wett und erreichte 2011 neue Höchststände knapp unter 2.000 USD. Gleichzeitig waren die Goldminenbetreiber jedoch kaum in der Lage, die Höchststände von vor der Krise wieder zu erreichen. Doch als der Goldpreis zu sinken begann, fielen sie noch stärker. Und während des aktuellen Goldmarktes,

<sup>88</sup> Wir haben dieses Problem diskutiert in: „Minenaktien: Die Party hat begonnen“, In Gold We Trust-Report 2020

als der Goldpreis die Marke von 2.000 USD durchbrach und neue Rekordhöhen erreichte, war der BGMI nicht in der Lage, sich seinen früheren Höchstständen auch nur zu nähern.

**Über den gesamten Zeitraum von 52 Jahren betrug die Korrelation zwischen Gold und dem BGMI 0,559, was eine hohe positive Korrelation darstellt.**

Richtig interessant werden die Zahlen aber erst, wenn man den beobachteten Zeitraum in zwei Teilperioden unterteilt. Zwischen Jänner 1970 und August 2008 betrug die Korrelation 0,9, was einer extrem hohen positiven Korrelation entspricht. Zwischen September 2008 (dem Zusammenbruch von Lehman Brothers und dem offiziellen Beginn der globalen Finanzkrise) und Dezember 2021 betrug die Korrelation jedoch nur noch 0,348.

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

**Howard Marks**

Dieser Trend wird auch durch die Performance der beliebten Anlageprodukte „SPDR Gold Trust ETF“ (GLD), „VanEck Vectors Gold Miner ETF“ (GDX) und „VanEck Junior Gold Miners ETF“ (GDXJ) bestätigt. Der beobachtete Zeitraum beginnt am 11. November 2009, als der GDXJ (der jüngste der drei ETFs) aufgelegt wurde. Während der Goldpreis über den 12-Jahres-Zeitraum um 54% anstieg, ging der auf die größeren Goldproduzenten ausgerichtete GDX um 33% zurück und der auf kleinere Produzenten, Explorationsunternehmen und Entwickler ausgerichtete GDXJ sogar um 50%. **Doch trotz der allgemeinen Rückgänge gab es Phasen, in denen ein gutes Timing des Marktes zu beträchtlichen Gewinnen führen konnte.**

**GLD, GDX und GDXJ, 0% = 01/2010, 01/2010-05/2022**



**Was sind nun die Gründe für die schwache Performance der Goldminen?**

Eigentlich gibt es mehrere Gründe. Einige der Unternehmen sind nur von einem oder zwei dieser Faktoren betroffen, andere, die weniger Glück haben, von allen. Die wichtigsten Faktoren, die hier genannt werden müssen, sind Überschreitungen bei den Investitionskosten (CAPEX), steigende Förderkosten, Umweltschutz und Probleme bei der Erteilung von Genehmigungen, Regierungen, die einen größeren Anteil am Erfolg der Minen haben wollen, politische Instabilität sowie sinkende Reserven und ein chronischer Mangel an neuen „Major Discoveries“.

## Umweltfreundlichkeit und Probleme bei der Erteilung von Genehmigungen

*The chains that cuff humanity are made of office paper.*

**Franz Kafka**

**Die Genehmigungsprozesse werden immer komplexer, teurer und langwieriger, selbst in bergbaufreundlichen Ländern und Regionen.**

Das bedeutet, dass die Einholung der Genehmigungen mehr Kapital und auch mehr Zeit erfordert. Und manchmal versprechen selbst Anstrengungen und Ressourcen keinen Erfolg. Ein gutes Beispiel dafür ist das Projekt „New Prosperity“ von „Taseko Mines“, das in British Columbia liegt und **Reserven von 11 Mio. oz Gold und 4,2 Mrd. lb Kupfer** aufweist. Im Jahr 2010 erhielt das Projekt zwar die Genehmigung der Provinz, nicht jedoch die des Bundes. Taseko änderte die Erschließungspläne und reichte den Antrag erneut ein, allerdings erfolglos. Jetzt, mehr als 10 Jahre später, liegt das Projekt immer noch auf Eis, ohne dass im Genehmigungsverfahren nennenswerte Fortschritte erzielt wurden.

**Bekannt ist auch die Misere der riesigen Pebble-Lagerstätte in Alaska.**

Sie weist Ressourcen an Kupfer, Gold, Silber, Molybdän und Rhenium im Wert von **mehr als 600 Mrd. USD bei den derzeitigen Metallpreisen auf**. Wegen der möglichen Schäden für die Lachspopulation in der Bristol Bay gibt es jedoch starken Widerstand gegen das Projekt. Infolgedessen wurde das Genehmigungsverfahren zu einer nicht enden wollenden Odyssee.

**Erwähnenswert ist auch der Niedergang von „Lydian International“.**

Das Unternehmen errichtete die Goldmine „Amulsar“ in Armenien. Doch kurz vor Abschluss der Bauarbeiten initiierten einige Einheimische, die gegen das Projekt waren, eine Straßenblockade. Ein armenisches Gericht erklärte die Blockade für illegal, doch die armenische Regierung war nicht in der Lage, das Gesetz durchzusetzen und die Blockade zu beenden. Infolgedessen ging Lydian in Konkurs, denn das Unternehmen konnte die Schulden nicht zurückzahlen, die es zur Finanzierung des Minenbaus aufgenommen hatte.

## Ressourcen-Nationalismus: Regierungen wollen ein (viel) größeres Stück vom Kuchen

*The more the state "plans" the more difficult planning becomes for the individual.*

**Friedrich A. von Hayek**

**In Industrieländern wird es immer schwieriger, die Genehmigung für eine Mine zu erhalten, doch zumindest sind die Eigentumsrechte nach Erteilung der Genehmigung und der Errichtung der Mine gut geschützt.**

In Schwellen- und Entwicklungsländern ist es hingegen oft vergleichsweise einfach, eine Mine zu errichten, aber es ist schwieriger, sie zu behalten, da die Regierungen einen immer größeren Anteil am Kuchen haben wollen. Sie erhöhen nicht nur die Produktionssteuern, sondern beschlagnahmen manchmal auch ganze Minen.

Das jüngste Beispiel ist „Centerra Gold“ und deren Kumtor-Mine. Die Mine befindet sich in Kirgisistan, einer zentralasiatischen ehemaligen Sowjetrepublik. Die riesige Mine ist seit 1997 in Betrieb und produzierte in den letzten 5 Jahren durchschnittlich 561.000 Unzen Gold pro Jahr. Darüber hinaus **liegen die „All-in Sustaining Costs“ (AISC) bei nur etwa 700 USD pro Unze Gold**, und die Reserven

dürften bei den derzeitigen Förderraten für weitere 10 Jahre ausreichen. Centerra hat seit Langem Probleme mit den örtlichen Behörden, die Centerra vorwerfen, gegen Umweltvorschriften zu verstoßen. Außerdem verlangte die kirgisische Regierung immer höhere Steuern. Die Situation eskalierte im Frühjahr 2021, als das kirgisische Parlament ein maßgeschneidertes Gesetz verabschiedete, das es der Regierung ermöglichte, die Kumtor-Mine unter externe Verwaltung zu stellen. In weiterer Folge wurde die Mine verstaatlicht. Ein Schiedsverfahren zwischen Centerra und Kirgisistan ist im Gange, doch der Schaden für den Aktienkurs von Centerra war bereits angerichtet.

Dies ist keine Ausnahme. „Barrick Gold“ streitet seit Jahren mit der Regierung von Papua-Neuguinea über die Porgera-Mine, und „Freeport-McMoRan“ war gezwungen, die Mehrheitsbeteiligung an der indonesischen Grasberg-Kupfer-Gold-Mine aufzugeben.

## Politische Instabilität

*Boy, that escalated quickly.*

**Ron Burgundy**

**Die politische Lage wirkt sich auf die Minenunternehmen nicht nur durch höhere Steuern und Minenbeschlagnahmungen aus.** So wurde Afrika in letzter Zeit von einer Welle von Putschen heimgesucht. Im Jahr 2021 gab es Militäraufstände in Mali, Sudan, Guinea und im Tschad, im Jänner 2022 auch in Burkina Faso. Die Rebellionen bringen viel Unsicherheit mit sich, da sie in der Regel von Gewalt begleitet werden, die schnell eskalieren kann. Außerdem ist es oft schwer abzuschätzen, welche Politik von der neuen Regierung zu erwarten ist, die oft von Militärs angeführt wird, die sehr viel besser darin sind, blutige Revolten anzuzetteln, als einfache ökonomische Mechanismen zu verstehen. Aus diesem Grund neigen Investoren dazu, Minenunternehmen, die in politisch instabilen Ländern tätig sind, abzustrafen, selbst wenn ihre Aktivitäten nicht betroffen sind, zumindest nicht direkt.

*I cannot forecast to you the action of Russia. It is a riddle, wrapped in a mystery, inside an enigma; but perhaps there is a key. That key is Russian national interest.*

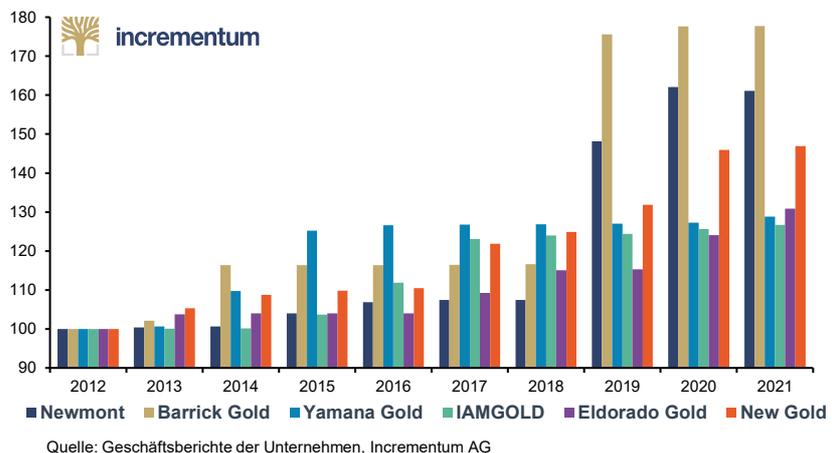
**Winston Churchill**

**Von den westlichen Goldminenunternehmen mit nennenswertem Engagement in Russland ist „Kinross“ das größte.** Die Kupol-Mine wird im Jahr 2022 voraussichtlich 350.000 Unzen Goldäquivalent produzieren, was 13% der Gesamtproduktion von Kinross entspricht. Kinross besitzt zudem das Udinsk-Projekt, für das bereits eine Machbarkeitsstudie erstellt wurde. **Einer Studie zufolge** sollte Udinsk über die siebenjährige Lebensdauer der Mine fast 300.000 Unzen Gold pro Jahr zu durchschnittlichen AISC von 580 USD pro Unze produzieren. Kurz nach Ausbruch des Krieges hat Kinross seine Aktivitäten in Russland eingestellt. Die anfängliche Marktreaktion auf den Krieg in der Ukraine ließ die Kinross-Aktien um 10 % fallen, aber die Verluste wurden in weniger als zwei Wochen wieder aufgeholt. Jüngsten Meldungen zufolge hat Kinross eine Vereinbarung mit Highland Gold getroffen, um die Kupol und Udinsk für 600 Mio. USD zu verkaufen.

## Verwässerung von Aktien

**Ein weiteres potenzielles Problem ist die Verwässerung von Aktien.** Für Minenunternehmen ist die Eigenkapitalfinanzierung oft die einzige Möglichkeit, den laufenden Betrieb und die weitere Entwicklung der Minenprojekte zu finanzieren. Die negativen Auswirkungen der Aktienverwässerung sind am besten bei Explorationsarbeiten und Junior-Minenunternehmen zu beobachten. Sie haben oft nur einen sehr eingeschränkten Zugang zu anderen Finanzierungsmöglichkeiten, und aufgrund des risikoreichen Charakters ihres Geschäfts müssen sie sich oft zu ungünstigen Bedingungen mit Eigenkapital finanzieren. Das bedeutet, dass sie neue Aktien zu sehr niedrigen Preisen ausgeben müssen und oft auch Optionsscheine beifügen müssen, um mehr Investoren zu gewinnen. Infolgedessen kann die Anzahl ihrer Aktien in nur wenigen Jahren um Hunderte von Prozent steigen.

**Gewichteter Durchschnitt der ausstehenden Aktien, 100 = 2012, 2012-2021**



**Aus diesem Chart geht hervor, dass sich die Verwässerung von Aktien auch auf die größeren Akteure im Goldminensektor auswirkt.** Diese sind zwar weniger abhängig von Eigenkapitalfinanzierungen, da sie einen viel besseren Zugang zu Fremdfinanzierungen haben. Sie verwenden jedoch für ihre Manager und Direktoren häufig Aktien als Vergütung. Und manchmal stoßen sie auf betriebliche Probleme, und da ihre Möglichkeiten zur Fremdfinanzierung erschöpft sind, ist die Eigenkapitalfinanzierung die einzige Möglichkeit, sich aus der Misere zu befreien. So waren z. B. die CAPEX-Überschreitungen beim Bau der Rainy-River-Mine der Hauptgrund dafür, dass die Aktienzahl von New Gold zwischen 2012 und 2021 um 47% anstieg. Und Eldorado Gold wurde durch betriebliche Probleme in der Kisladag-Mine beeinträchtigt, was zu einem Anstieg der Aktienzahl um 31% im selben Zeitraum beitrug.

**Darüber hinaus bezahlen Minenunternehmen in der Regel den Erwerb neuer Projekte oder ganzer Unternehmen mit eigenen Aktien.** Wie aus dem obigen Chart ersichtlich ist, stieg die Anzahl der Aktien von Barrick Gold im 10-Jahres-Zeitraum um 78 %. Der größte Teil dieses Anstiegs ist jedoch auf die Fusion mit „Randgold“ zurückzuführen, die 2019 abgeschlossen wurde. In ähnlicher Weise ist der Großteil des Anstiegs der Aktienzahl von „Newmont“ auf

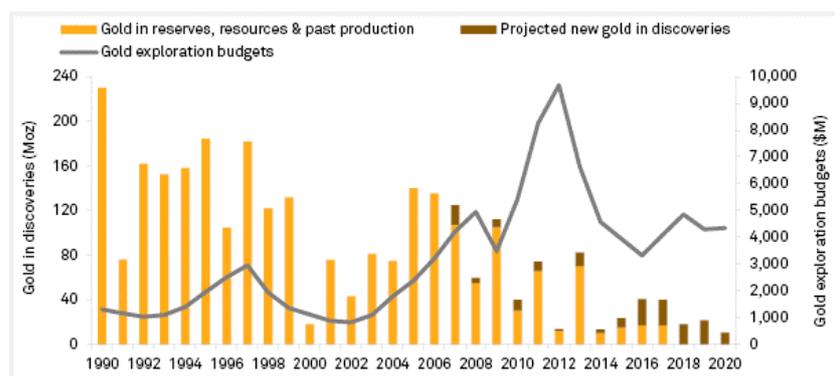
die Fusion mit „Goldcorp“ zurückzuführen. In diesen Fällen ist eine Verwässerung der Aktien nicht unbedingt eine schlechte Sache. Vorausgesetzt natürlich, dass der erworbene Vermögenswert angemessen bewertet ist und der Erwerber nicht zu viel bezahlt.

## Rückgang der Reserven und der Neuentdeckungen

*Entdeckungen lassen sich nicht planen, sie tauchen wie Puck in unerwarteten Ecken auf.*

**Max Perutz**

**Ein bedeutendes Problem des Goldminensektors ist die sinkende Zahl neuer Goldfunde, unabhängig vom Volumen der Explorationsbudgets.**<sup>89</sup> Wie aus dem nächsten Chart hervorgeht, ist das Volumen der Explorationsbudgets zwar mehr als doppelt so hoch wie in den 1990er- oder frühen 2000er-Jahren, aber das Volumen des entdeckten Goldes ist unverkennbar geringer. Es ist also im Allgemeinen deutlich teurer geworden, eine Unze Gold zu entdecken. Infolgedessen wird es für die Goldminenunternehmen, insbesondere für die großen, immer schwieriger – und auch teurer – die aktuelle Fördermenge zu halten.



Quelle: S&P Global Market Intelligence

Eine Studie von „S&P Global Market Intelligence“ zeigt, dass sich die Unternehmen in den letzten Jahren mehr auf die Explorationsarbeit in bekannten Lagerstätten („Brownfield Exploration“) konzentriert haben, als auf die Exploration neuer Lagerstätten („Grassroot Exploration“). So wurden von den 329 Goldlagerstätten, die zwischen 1990 und 2020 entdeckt wurden, nur 29 im letzten Jahrzehnt gefunden. Außerdem enthalten sie nur 8% des gesamten seit 1990 entdeckten Goldes. Dies ist der Hauptgrund dafür, dass S&P davon ausgeht, dass die Goldproduktion in den Jahren 2022 und 2023 relativ flach und ab 2024 rückläufig sein wird.

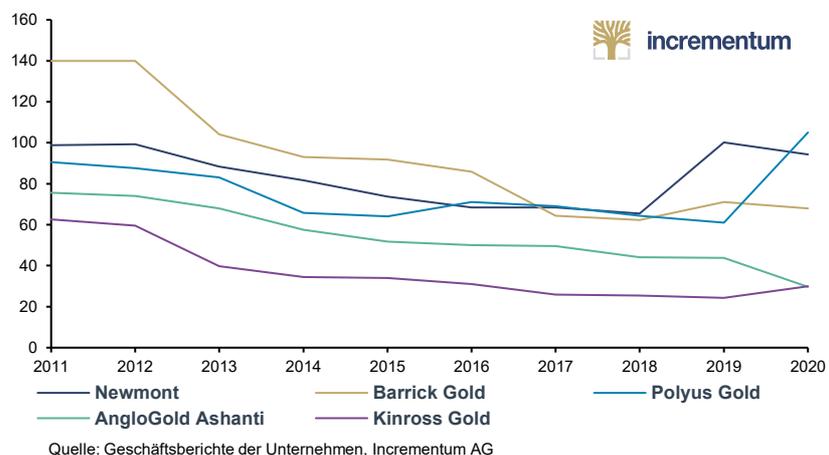
<sup>89</sup> Siehe „Goldminenaktien – Nach der schöpferischen Zerstörung ist vor der Hausse?“, In Gold We Trust-Report 2019

*...the gold price has to rise (to stimulate more exploration and make more projects economic) or we have to either be smarter/more efficient at exploration.*

**Richard Schodde**

Wie der nächste Chart zeigt, haben selbst die größten Goldminengesellschaften trotz ihres Know-hows und ihrer reich dotierten finanziellen Rücklagen Probleme, die Reserven wieder stabil zu halten. Von den fünf größten Goldminenbetreibern verzeichnete nur Polyus Gold in den letzten zehn Jahren keinen Rückgang. Der Grund dafür ist die riesige Lagerstätte „Sukhoi Log“, deren Reserven für das Jahr 2020 mit 40 Mio. oz Gold angegeben wurden. Die Reserven von Newmont sind dank der Fusion mit Goldcorp im Jahr 2018 nur leicht zurückgegangen. Die Hauptgründe für den Rückgang sind die Erschöpfung der Lagerstätten, der Verkauf von Vermögenswerten, in der Regel von solchen, die nicht zum Kerngeschäft gehören, und in den Jahren 2012 und 2013, nach dem starken Rückgang des Goldpreises, auch die Aktualisierung der Reserven auf der Grundlage niedrigerer Goldpreise, da ein kleinerer Teil der Ressourcen wirtschaftlich abbaubar ist und somit als Reserve eingestuft werden kann.

### Volumen der Goldreserven, in Mio. Feinunzen, 2011-2020



## CAPEX-Überschreitungen

*Inflation takes from the ignorant and gives to the well informed.*

**Venita VanCaspel**

Eine von McKinsey und PDAC erstellte Studie untersuchte 41 Goldminen, die zwischen 2008 und 2018 errichtet wurden und einen Investitionsaufwand von 0,5 Mrd. USD oder mehr hatten. Ihren Ergebnissen zufolge gab es bei nur 20% der untersuchten Projekte keine Kostenüberschreitungen. Andererseits kam es bei 44% der Projekte zu Kostenüberschreitungen zwischen 15 und 100% und bei 19% der Projekte sogar zu Kostenüberschreitungen von mehr als 100%.

### Ein berühmt-berüchtigtes Beispiel für eine gigantische Kostenüberschreitung ist das Pascua-Lama-Projekt von Barrick Gold.

Ursprünglich wurde im Jahr 2000 die CAPEX auf 1,2 Mrd. USD geschätzt. Bis 2004 stieg die Schätzung auf 1,4 bis 1,5 Mrd. USD an. Im Jahr 2009, als die Errichtung der Mine begann, lag die Schätzung der CAPEX bei 2,8 bis 3 Mrd. USD. Im Jahr 2011 gab Barrick bekannt, dass die Errichtung der Mine 4,7-5 Mrd. USD kosten wird. Im Jahr 2012 stieg der Betrag jedoch auf 7,5-8 Mrd. USD weiter an. Im Jahr 2013 wurden Gerüchte laut, dass die CAPEX die 10-Mrd.-USD-Marke überschreiten würden. Zu diesem Zeitpunkt beschloss Barrick, die Errichtung der

Mine auf unbestimmte Zeit einzustellen. **Barrick machte** Bauverzögerungen und höhere Arbeits-, Energie-, Material- und Projektmanagementkosten für die Kostenüberschreitungen verantwortlich.

**Das jüngste Beispiel, wenn auch weit weniger dramatisch, betrifft „Argonaut Gold“ und sein Magino-Projekt.** Als die Errichtung der Mine Anfang 2021 begann, wurden die CAPEX auf 510 Mio. USD geschätzt. Im Dezember 2021 **gab Argonaut bekannt**, dass die Kosten auf 800 Mio. USD angestiegen sind. Das bedeutet eine Erhöhung um 57%.

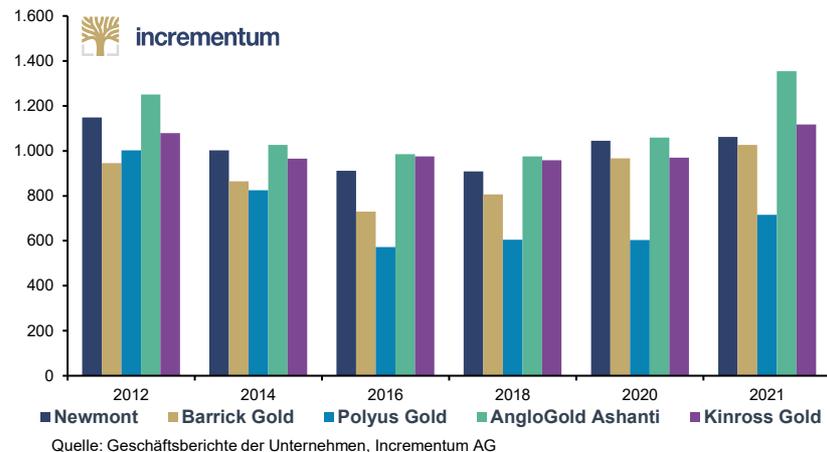
Anleger sollten sich darauf einstellen, dass ähnliche Ankündigungen in naher Zukunft häufiger gemacht werden, da die Preise für Stahl, Kupfer und andere für den Minenbau benötigte Materialien ebenso wie die Energiepreise anziehen. Darüber hinaus wird das derzeitige Inflationsniveau die Lohnforderungen bald weiter in die Höhe treiben. Infolgedessen steigt die Wahrscheinlichkeit von CAPEX-Überschreitungen rapide an. Dies gilt insbesondere für Minenprojekte, die sich in der Errichtungsphase befinden, aber deren Machbarkeitsstudien vor ein oder zwei Jahren oder sogar noch früher abgeschlossen wurden.

## Steigende Förderkosten

**Ein ähnliches Problem sind die steigenden Förderkosten.** Dieser Indikator ist über einen längeren Zeitraum nur schwer zu verfolgen, da erst 2012 eine allgemein anerkannte Methodik für die Berichterstattung über die Produktionskosten, d. h. die AISC, eingeführt wurde. Vor 2012 verwendeten die Goldminenbetreiber unterschiedliche Berichterstattungsmethoden, sodass es schwierig war, ihre tatsächlichen Förderkosten zu vergleichen. Es ist jedoch un schwer zu erkennen, wie stark die Kosten gestiegen sind. Heute liegen die AISC der größten Goldminengesellschaften mit Ausnahme von Polyus Gold im Bereich von 1.000 USD/oz. Aber noch vor 20 Jahren, im Jahr 2002, lag der Goldpreis bei rund 300 USD/oz. Das bedeutet, dass der AISC, obwohl ihn damals niemand verwendete, unter 300 USD/oz liegen musste. Bei den derzeitigen AISC wäre die gesamte Branche tot gewesen.

**Der nächste Chart zeigt die Entwicklung der AISC der wichtigsten Goldproduzenten zwischen 2012 und 2021.** Zwischen 2012 und 2016 konnten die Minenunternehmen die AISC nach unten drücken. Dies gelang ihnen aufgrund sinkender Preise für Baumaterialien, der sinkenden Energiepreise und des inflationsarmen Umfelds. Auch die sinkenden Goldpreise trugen dazu bei, denn ein niedrigerer Goldpreis bedeutet, dass die Minenunternehmen weniger Lizenzgebühren zahlen. Darüber hinaus zwangen die sinkenden Goldpreise einige Minenunternehmen mit höheren Kosten dazu, den Betrieb einzustellen oder die Abbaupläne neu zu bewerten und sich auf hochgradige Abschnitte der Lagerstätten zu konzentrieren. Natürlich kann das nicht ewig so weitergehen, und nachdem nach einiger Zeit das hochgradige Material abgebaut worden ist, bleibt nur noch das minderwertige Material übrig, wodurch die Kosten wieder anstiegen. Nach 2016 begannen die AISC zu stagnieren oder sogar zuzulegen.

### Gesamtförderkosten (AISC), in USD pro Feinunze Gold, 2012-2021



Der Wachstumstrend wurde auch durch die Coronapandemie begünstigt, da einige Minen ihre Förderung unterbrechen mussten, was einen Rückgang der Produktionsmenge und einen Anstieg der Produktionsstückkosten zur Folge hatte. Darüber hinaus mussten auch Minenunternehmen, die nicht direkt von der Pandemie betroffen waren, einige vorbeugende Maßnahmen ergreifen, die ihre Kosten in die Höhe trieben. Zudem sind in den letzten ein bis zwei Jahren die Energiepreise und die Preise für Baumaterialien erheblich gestiegen, und die Inflation hat wieder an Fahrt gewonnen, sodass zu erwarten ist, dass auch der Anstieg der Lohnforderungen nur eine Frage der Zeit ist. Nimmt man noch die höheren Goldpreise und damit die von den Minenunternehmen zu zahlenden höheren Abgaben, den sinkenden Goldgehalt und die Notwendigkeit, Gold aus größeren Tiefen oder aus Lagerstätten in abgelegenen Gebieten mit extremen Wetterbedingungen zu fördern, hinzu, kann man davon ausgehen, dass AISC von über 1.000 USD/oz zur neuen Normalität werden.

## Das aktuelle Inflationsumfeld und die damit verbundenen Herausforderungen

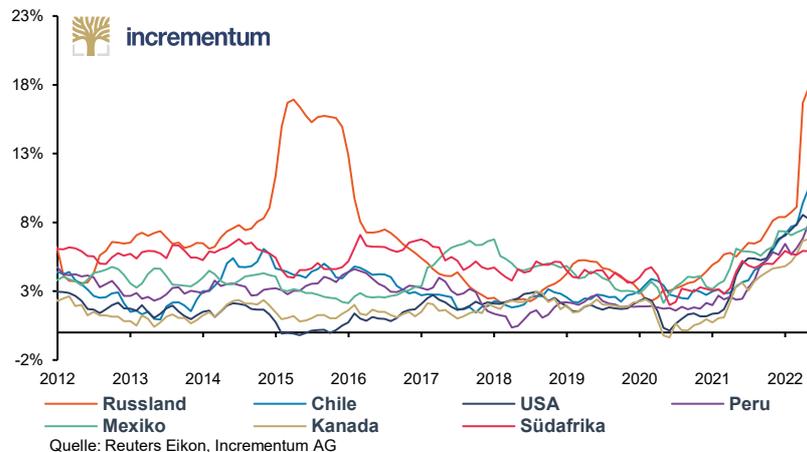
*Mit der Inflation ist es wie mit Zahnpasta. Ist sie erst aus der Tube, bekommt man sie nur schwer wieder hinein.*

**Karl Otto Pöhl**

Vor allem die beiden letztgenannten Faktoren, die CAPEX-Überschreitung und der Anstieg der Produktionskosten, werden den Minensektor in absehbarer Zukunft beschäftigen. Der Grund dafür ist der Geist der Inflation, der aus der Flasche entwichen ist.

**Der nächste Chart zeigt die Entwicklung der jährlichen Inflationsraten in einigen der wichtigsten goldproduzierenden Staaten in den vergangenen 10 Jahren.** Der aktuelle Trend in allen 7 Ländern ist eindeutig. Die Preise steigen stark an. Für Länder wie Russland, Mexiko oder Südafrika ist diese Situation nicht neu. Das gilt jedoch nicht für die USA und Kanada, wo die Inflationsraten auf Jahrzehnte hochs kletterten.

Inflation, yoy%, 01/2012-04/2022



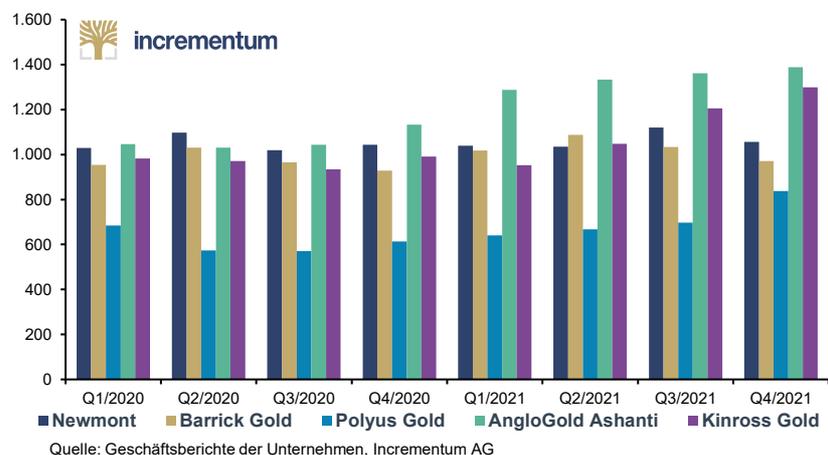
*Inflation is like a drug in more ways than one. It is fatal in the end, but it gets its votaries (devout adherents) over many difficult moments.*

**Lord D'Aberon**

Laut einer Studie von Goldmoney entfällt der größte Teil der Betriebskosten der größten Goldminenbetreiber auf die Arbeitskosten (39%), gefolgt von Treibstoff- und Energiekosten (20%), Verbrauchsmaterialien (20%), Wartung (11%) und sonstigen Kosten (10%). Die Treibstoff- und Energiekosten sind bereits gestiegen. Die Ölpreise haben die Marke von 100 USD/Barrel überschritten, ein Wert, der zuletzt im Jahr 2014 erreicht wurde. Angesichts des aktuellen Inflationsniveaus ist auch ein deutlicherer Anstieg der Arbeitskosten nur eine Frage der Zeit. **Daher sollten sich die Anleger darauf einstellen, dass die Goldproduktionskosten noch einige Zeit weiter steigen werden.**

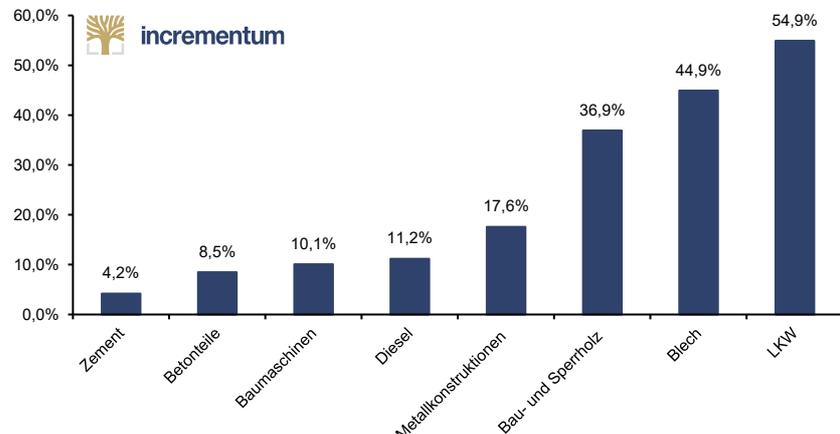
Die Branche bekommt die Auswirkungen bereits zu spüren. Die nachstehende Grafik zeigt die Entwicklung der AISC der wichtigsten Goldproduzenten in den Jahren 2020 und 2021. Wie zu erkennen ist, verzeichneten Unternehmen wie AngloGold Ashanti, Kinross Gold oder Polyus Gold im Jahr 2021 einen erheblichen Anstieg der AISC. Newmont und Barrick Gold konnten ihre Kosten vorerst unter Kontrolle halten, doch angesichts des zunehmenden Inflationsdrucks und des Ölpreises, der den höchsten Stand seit mehr als einem Jahrzehnt erreicht hat, dürfte dies nicht mehr lange der Fall sein.

Gesamtförderkosten (AISC), in USD pro Feinunze Gold, Q1/2020-Q4/2021



Die steigenden Arbeits- und Energiekosten werden auch die Ausgaben für die Errichtung neuer Minen in die Höhe treiben, das bestätigt der nachfolgende Chart der „Construction Association“.

#### Preisveränderung für wichtige Baugüter, in %, 2021



Quelle: Construction Association, Incrementum AG

Die gestiegenen Kosten könnten in Machbarkeitsstudien, die in Q4/2021 oder erst 2022 abgeschlossen wurden, zumindest teilweise bereits berücksichtigt worden sein. Doch alle älteren Studien gingen von niedrigeren Preisen aus.

#### **Infolgedessen sollten die Investoren auf eine Welle negativer Überraschungen in Form von CAPEX-Überschreitungen vorbereitet sein.**

Und wenn die Förderung schließlich beginnt, werden die wirklichen Produktionskosten höchstwahrscheinlich deutlich über den ursprünglichen Prognosen liegen. Einige Unternehmen werden sich vielleicht dafür entscheiden, die Errichtung der Mine zu verschieben und zunächst eine aktualisierte Machbarkeitsstudie zu erstellen, um negative Überraschungen zu vermeiden. Die daraus resultierenden Verzögerungen und höchstwahrscheinlich auch die verschlechterte Wirtschaftlichkeit der Projekte werden sich jedoch nicht positiv auf ihre Aktienkurse auswirken.

#### **Natürlich sollte sich eine höhere Inflation positiv auf den Goldpreis auswirken und die höheren Kapital- und Produktionskosten kompensieren.**

Es gibt jedoch keine Garantie dafür, dass der Goldpreis ausreichend steigt, um die höheren Kosten vollständig zu kompensieren. Es gibt jedoch auch die Royalty- und Streaming-Unternehmen, die von höheren Goldpreisen profitieren werden, während sie sich um die Inflation keine allzu großen Sorgen machen müssen, da ihre „Produktionskosten“ mehr oder weniger fix sind.

## Fazit

*Prospecting for gold is like looking for true love: for every nugget there's a ton of rock and dirt.*

**Lord Richard Head**

*Der Wert von Maßnahmen liegt in ihrem Zeitpunkt.*

**Laozi**

*It is often a long road to quick profits.*

**Humphrey B. Neill**

*As an investor, as long as you understand something better than others, you have an edge.*

**George Soros**

**Obwohl es Zeiten gibt, in denen die Aktien von Goldminern wirklich großartige Renditen erzielen, haben sie in den letzten 15 Jahren deutlich schlechter abgeschnitten als Gold.** Das war nicht immer der Fall.

Jahrzehntlang waren die Goldminenaktien eng mit den Goldpreisen korreliert und wiesen ähnliche Renditen auf. Das änderte sich schlagartig während der globalen Finanzkrise 2008, als die Goldminenaktien als Gruppe anfangen, schlechter abzuschneiden. Das gilt natürlich nicht für alle. Es gibt Ausnahmen, die in der Lage sind, den Goldpreis auch bei längerfristigen Anlagehorizonten zu übertreffen.

Die Hauptgründe für die schwache Performance sind CAPEX-Überschreitungen, steigende Produktionskosten, Probleme bei der Erteilung von Genehmigungen für neue Minen, das Streben der Regierungen nach einem größeren Anteil am Kuchen, politische Instabilität in einigen Ländern, in denen sich Goldminen befinden, sowie rückläufige Reserven und die Zahl der Neuentdeckungen. Da nicht alle Minenunternehmen von all diesen Faktoren in gleichem Maße betroffen sind, ist es wichtig, bei langfristigen Investitionen in die Goldminenindustrie das richtige Unternehmen auszuwählen.

**Die beste Strategie besteht darin, Aktien eines Unternehmens zu kaufen, das in einem sicheren und bergbaufreundlichen Staat tätig ist, mit niedrigen Produktionskosten, angemessenen Investitionsausgaben und gutem Explorationspotenzial.** Und natürlich muss man die Aktie zum richtigen Preis kaufen. Das bedeutet, dass man den Markt richtig timen und Käufe auf dem Höhepunkt des Zyklus vermeiden sollte. Auch in diesem Fall ist, wie Baron Rothschild einmal zynisch angemerkt hat, der beste Zeitpunkt zum Kauf, wenn Blut auf den Straßen fließt. Selbst wenn das bedeutet, dass man die Aktien mehrere Jahre lang ohne größere Gewinne hält und auf die nächste Hausse wartet.

**In absehbarer Zukunft dürfte die Inflation ein wichtiger Faktor sein, der die Performance der Goldminengesellschaften beeinflusst.**

Insbesondere die Hochkostenproduzenten könnten in Schwierigkeiten geraten, wenn ihre Produktionskosten weiter steigen bzw. der Goldpreis weiter schwächelt. Einige unangenehme Überraschungen könnten auch die Unternehmen in der Entwicklungsphase erleben, da es sehr wahrscheinlich zu einer Überschreitung der Investitionskosten kommt. Allerdings gibt es auch die Royalty- und Streaming-Unternehmen, ein Segment der Bergbauindustrie, das in einem inflationären Umfeld sehr gut abschneiden dürfte und das wir uns deshalb im nachfolgenden Kapitel näher ansehen wollen.



EMX holds a 0.7335% 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.



EMX Royalty holds a 1% gross smelter royalty over a portion of Nevada Gold Mines' Leeville (left), Four Corners and Carlin East deposits, providing the Company with ongoing cash flow.

- Transformative Cash Flow Projected In 2022 from Production Royalties On Gold, Silver, Copper, Zinc, Molybdenum and Lead
- Major Investors In EMX Shares Include EMX Management, Directors and Employees, Franco-Nevada, Newmont Mining, 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, 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)

# Royalty-und-Streaming-Unternehmen: Eine exzellente Art, in Gold zu investieren

*„We are what we repeatedly do. Excellence, then, is not an act, but a habit.“*

Aristoteles

## Key Takeaways

- Royalty-und-Streaming-Unternehmen stellen eine interessante Möglichkeit dar, in Gold zu investieren. Ihr Geschäftsmodell bietet einige Vorteile im Vergleich zu klassischen Mineninvestments.
- Die Marktkapitalisierung dieses Segments des Minensektors stieg in 15 Jahren von 2 Mrd. USD auf mehr als 60 Mrd. USD.
- Ein Index der Royalty-und-Streaming-Unternehmen im Edelmetallsektor entwickelte sich regelmäßig besser als Gold- und Silberminenunternehmen.
- Es gibt etwa 20 auf Edelmetalle fokussierte Royalty-und-Streaming-Unternehmen unterschiedlicher Größe und Anlagestrategie, was den Anlegern eine relativ große Auswahl bietet.
- Eine Konsolidierung des Sektors ist derzeit in vollem Gange.

*To anticipate the market is to gamble. To be patient and react only when the market gives the signal is to speculate.*

**Jesse Livermore**

**Heutzutage stehen Anlegern zahlreiche Möglichkeiten zur Verfügung, in Gold und andere Edelmetalle zu investieren.** Man kann physisches Gold in Form von Münzen oder Barren kaufen, in Minenaktien investieren oder in einen Investmentfonds oder einen ETF, der mit physischem oder „Papier“-Gold unterlegt ist.

**Doch wie einige Anleger bereits erkannt haben, gibt es ein spezielles Segment des Minensektors, das attraktive Renditen bei deutlich geringeren Risiken bietet: Royalty-und-Streaming-Unternehmen (R&S).**

## Das Geschäftsmodell der Royalty-und-Streaming-Unternehmen

*During the gold rush its a good time to be in the pick and shovel business.*

**Mark Twain**

Royalty-und-Streaming-Unternehmen erschließen keine Minen, sie produzieren weder Gold noch Silber oder etwas anderes. Sie müssen sich nicht mit Kostenüberschreitungen, steigenden Arbeitskosten und endlosen Genehmigungsverfahren herumschlagen. Wie der Name schon sagt, investieren Royalty-und-Streaming-Unternehmen in Royalties und Streams. Natürlich ist das nicht ganz so einfach, wie es klingt.

**Zu Beginn eine Erklärung, was eine Royalty und ein Stream ist.** Eine *Royalty* ist das Recht, einen Teil der Erlöse aus dem Verkauf der Minenproduktion zu erhalten. Ein *Stream* berechtigt hingegen, einen Teil der Minenproduktion zu einem im Voraus festgelegten Preis zu kaufen, der in der Regel weit unter dem aktuellen Marktpreis liegt.

**Zunächst einmal gibt es einen Unterschied in Bezug auf den Zweck und den Zeitpunkt ihrer Entstehung.** Eine Royalty entsteht in der Regel in den früheren Entwicklungsphasen eines Minenprojekts als Teil von Transaktionen, wenn Eigentumsrechte übertragen werden. Zum Beispiel verkauft ein unabhängiger Explorer seine Claims an ein Junior-Minenunternehmen für 1 Mio. USD und eine 2%ige „Net Smelter Return“ (NSR)-Royalty. Streams entstehen dagegen in der Regel in den späteren Erschließungsphasen als Teil des Finanzierungspakets für die Mine. Ein Beispiel: Ein Unternehmen muss Investitionskosten (CAPEX) von 500 Mio. USD für die Erschließung der Mine finanzieren. Dazu nimmt es einen Kredit in Höhe von 300 Mio. USD auf, begibt neue Aktien im Wert von 100 Mio. USD und verkauft einen 15%igen Gold-Stream für 100 Mio. USD. Auf diese Weise verkauft das Minenunternehmen gleichsam einen Teil des zukünftigen Cashflows, der durch das Projekt generiert wird. Das ist allerdings eine bessere Option als die Finanzierung durch eine Aktienemission, die die Kontrolle über das gesamte Unternehmen verwässert. Oder, um es etwas zu vereinfachen: Eine Royalty entsteht, wenn ein Junior-Explorer Geld benötigt, um sein Landpaket weiter zu explorieren. Streams entstehen, wenn ein Minenentwickler Kapital für die Erschließung der Mine benötigt.

*If you don't find a way to make money while you sleep, you will work until you die.*

**Warren Buffett**

**Für eine Royalty zahlt man nur einmal, für einen Stream öfter.** Der Eigentümer einer Royalty muss keine laufenden Zahlungen im Zusammenhang mit der Royalty leisten. Er zahlt nur für den Erwerb der Royalty und erhält dann regelmäßig Zahlungen. Dagegen muss der Eigentümer eines Streams nicht nur eine erste Zahlung für den Erwerb des Streams leisten, sondern auch laufend Zahlungen im Zusammenhang mit der Lieferung seines Anteils an der Minenproduktion. Die laufenden Zahlungen liegen in der Regel jedoch sehr weit unter dem tatsächlichen Marktpreis des zugrundeliegenden Rohstoffs. Der Kaufpreis kann als Fixpreis vereinbart werden, z. B. 300 USD/Unze Gold, oder als Prozentsatz des aktuellen Marktpreises, z. B. 25% des durchschnittlichen Goldpreises der letzten 30 Tage. Wenn die laufenden Zahlungen auf Grundlage eines Fixpreises erfolgen, enthält der Vertrag in der Regel auch eine Sicherheitsklausel, die besagt, dass der Eigentümer des Streams den vorab fixierten Preis oder den aktuellen Marktpreis zahlen muss, je nachdem, welcher Preis niedriger ist.

**Ein weiterer Unterschied liegt in der Größenordnung.** Während die Royalties in der Regel für einen sehr kleinen Teil der Produktion, meist bis zu 3%, und für alle bereits geförderten Mineralien angewendet werden, umfassen Streams meist mehrere zehn Prozent der Minenproduktion. Wenn sich der Stream auf ein Nebenprodukt bezieht, werden es oft sogar bis zu 100%. Royalties können aber auch deutlich mehr als 3% der Produktion ausmachen. Das kann zu Problemen führen, da das die Produktionskosten in die Höhe treibt und den Minenbetreiber davon abhalten kann, in die Erkundung und den weiteren Ausbau der Mine zu investieren.

*The trouble is, you think you have time.*

**Buddha**

**Und dann ist da noch der Zeitfaktor.** Während Royalties in der Regel über die gesamte Lebensdauer der Mine fließen, sind Streams oft nur so lange fällig, bis eine vorher festgelegte Produktionsmenge erreicht wird. Nach Erreichen des Schwellenwerts erlischt der Stream oder wird geändert. Ein Beispiel: Nach der Förderung von 100.000 Unzen Gold wird die Royalty von 30% auf 15% der Goldproduktion reduziert, und die laufende Zahlung steigt von 20% auf 35% des aktuellen Goldpreises.

**Es gibt verschiedene Arten von Royalties.** Die gebräuchlichste ist die „Net Smelter Return“ (NSR)-Royalty. Sie berechtigt ihren Eigentümer zum Erhalt eines bestimmten Anteils an den von der Mine erwirtschafteten Bruttoeinnahmen, abzüglich der Transport-, Schmelz- und Raffinierungskosten. Weniger häufig ist die „Bruttorendite“ (GR)-Royalty, für die die Bruttoeinnahmen aus dem Verkauf der Minenproduktion herangezogen werden, ohne Kosten abzuziehen. Eine „Nettogewinnbeteiligung“ (NPI)-Royalty berechtigt ihren Inhaber zum Erhalt eines Gewinnanteils. Der Royalty-Inhaber erhält die Zahlungen in der Regel erst dann, wenn der Minenbetreiber seine Erschließungskosten gedeckt hat. Diese Art von Royalty kann recht komplex sein, und die Zahlungsströme sind aufgrund der verschiedenen Buchführungspraktiken der Minenbetreibers schwer vorherzusagen. Es gibt auch Produktionsabgaben, die auf einem festen Preis pro Produktionseinheit basieren wie z. B. 10 USD/Tonne verarbeitetes Erz. Obwohl diese Art von Royalty eher für Eisenerzminen typisch ist, gibt es sie auch bei einigen Goldminen.

## Vorteile und Nachteile des Geschäftsmodells

Das Royalty- und Streaming-Modell ist einzigartig, da es einige der Vorteile eines Investments in ein klassisches Minenunternehmen nutzt, wie z. B. die Beteiligung an potenziellen Explorationserfolgen und an Preisanstiegen, gleichzeitig aber einige der Risiken eliminiert, insbesondere das Risiko von Kostenüberschreitungen in der Erschließungsphase einer Mine und das Risiko steigender Produktionskosten. **Die Vorteile des Geschäftsmodells lassen sich in mehreren Punkten zusammenfassen:**

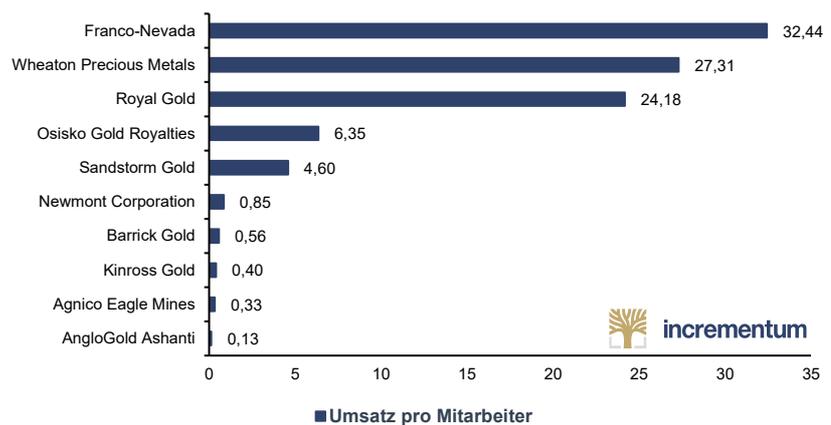
- **Royalty- und Streaming-Unternehmen sind dem Risiko steigender Produktionskosten nur beschränkt ausgesetzt:** Da es bei Royalties keine laufenden Zahlungen und bei Streams keine im Voraus festgelegten laufenden Zahlungen gibt, muss sich ein Royalty- und Streaming-Unternehmen keine allzu großen Sorgen über steigende Produktionskosten machen. Sein Cashflow bleibt davon unberührt. Allerdings nur so lange, wie die Mine in Produktion bleibt. Steigen die Produktionskosten so stark an, dass der Minenbetreiber beschließt, die Förderung einzustellen, ist davon auch ein Royalty- und Streaming-Unternehmen betroffen. Keine Produktion bedeutet, dass keine Zahlungen aus Royalties oder Streams fließen.
- **Das Risiko einer Kostenüberschreitung ist begrenzt:** Wenn die Erschließung der Mine teurer wird als erwartet (was oft der Fall ist), muss der Minenbetreiber zusätzliche Finanzierungsquellen erschließen. Dies kann Royalty- und Streaming-Unternehmen sogar die Möglichkeit bieten, einen zusätzlichen Stream oder eine Royalty zu erwerben. Und selbst wenn die Gesamtinvestitionskosten (CAPEX) so stark ansteigen, dass der Minenentwickler in Konkurs geht, wird, wenn das Projekt gut ist, ein anderes Unternehmen die Erschließung der Mine fortführen. Obwohl derartige Verzögerungen unangenehm sein können, beginnen die wirklichen Probleme für das Royalty- und Streaming-Unternehmen erst, wenn niemand bereit ist, das Projekt zu vollenden.
- **Ein weiterer Vorteil ist, dass man sich bei einem Investment in ein Royalty- und Streaming-Unternehmen einfach zurücklehnen kann, da einem der Ertrag ohne zusätzlichen Aufwand zufällt:**<sup>90</sup> Wenn der Minenbetreiber beschließt, die Mine zu erweitern, ist das Royalty- und Streaming-Unternehmen nicht verpflichtet, zusätzliches Geld beizusteuern. Es profitiert jedoch vom höheren Cashflow infolge der erhöhten Fördermenge. Ebenso muss sich das Royalty- und Streaming-Unternehmen nicht an den Explorationskosten des Minenunternehmens beteiligen. Ist das Explorationsprogramm jedoch erfolgreich und erhöhen sich die Minenreserven oder wird ein völlig neuer Erzkörper entdeckt, profitiert auch das Royalty- und Streaming-Unternehmen davon.
- **Diversifizierung als Mittel zur Risikominderung:** Man sollte nicht vergessen, dass die überwiegende Mehrheit der Explorationsprojekte erfolglos bleibt. Selbst wenn eine wirtschaftlich attraktive Lagerstätte entdeckt wird,

<sup>90</sup> Man spricht auch von einem „Happy Camper“.

bedeutet das nicht, dass die Erschließung der Mine glückt. Es gibt zahlreiche technische und administrative Hürden, die zunächst überwunden werden müssen. Royalty-und-Streaming-Unternehmen, vor allem die großen, halten deshalb Streams und Royalties an Dutzenden oder Hunderten von Projekten, was eine erhebliche Risikostreuung mit sich bringt.

- **Royalty-und-Streaming-Unternehmen sind kosteneffizient:** Während ein klassisches Minenunternehmen Hunderte oder gar Tausende von Mitarbeitern beschäftigt, braucht das Royalty-und-Streaming-Unternehmen deutlich weniger Personal. „Franco-Nevada“, das größte Royalty-und-Streaming-Unternehmen, hatte Ende 2021 beispielsweise nur 40 Mitarbeiter. Seine Einnahmen beliefen sich auf 1,3 Mrd. USD, was 32,4 Mio. USD pro Mitarbeiter bedeutet. Zum Vergleich: Der größte Goldförderer, „Newmont Corporation“, beschäftigte 14.400 Mitarbeiter und erzielte einen Umsatz von 12,2 Mrd. USD bzw. rund 850.000 USD pro Mitarbeiter. Wie im folgenden Chart zu sehen ist, erzielen auch die anderen Royalty-und-Streaming-Unternehmen deutlich höhere Einnahmen pro Mitarbeiter als die klassischen Goldminenbetreiber.

Umsatz pro Mitarbeiter, in USD, FY2021



Quelle: Eigene Bearbeitung, Macrotrends, Seeking Alpha, Incrementum AG

- **Und nicht zuletzt bieten Royalty-und-Streaming-Unternehmen einen Hebel auf steigende Preise.**

*Three things ruin people: drugs, liquor, and leverage.*

**Charlie Munger**

**Allerdings weist das Geschäftsmodell der Royalty-und-Streaming-Unternehmen auch einige Nachteile auf.** Der Hebel auf steigende Metallpreise ist geringer als bei klassischen Minenunternehmen. Und die Diversifizierung verringert zwar das Risiko, begrenzt aber gleichzeitig das Aufwärtspotenzial, da die Royalty-und-Streaming-Unternehmen nicht alles auf eine Karte setzen können, selbst wenn es sich dabei um ein hochprofitables und über viele Jahrzehnte laufendes Projekt von Weltrang handelt.

**Ein weiterer Nachteil ist der Mangel an Kontrolle.** Während das Minenunternehmen entscheiden kann, wann und was abgebaut wird, wann mit der Erschließung begonnen wird, das Bergwerk erweitert und oder stillgelegt wird, kann das Royalty-und-Streaming-Unternehmen nur abwarten, da es nur begrenzte Möglichkeiten hat, die Entscheidungsfindung zu beeinflussen.

Der Mangel an Kontrolle kann vor allem dann problematisch sein, wenn es sich um einen großen Streaming- oder Royaltydeal handelt, der den Minenbetreiber demotiviert. Dies schränkt die Rentabilität der Mine ein, und der Betreiber könnte beginnen, Investitionen in die weitere Erschließung zu vernachlässigen, insbesondere wenn er andere, rentablere Projekte im Auge hat. So besaß „Maverix Metals“ beispielsweise eine 7,5%ige NSR auf die Goldproduktion der Beta-Hunt-Mine von „Karora Resources“. Es handelte sich um eine ungewöhnlich hohe Royalty, die zu einer Zeit verhandelt wurde, als die Beta-Hunt-Mine noch eine Nickelmine mit einer beschränkten Nebenproduktion von Gold war. Daher störte die hohe Royalty auf Gold den alten Minenbetreiber nicht allzu sehr. Später entwickelte sich „Beta Hunt“ jedoch zu einer Goldmine, und aufgrund der hohen Royalties zögerte „Karora“, in eine Produktionssteigerung zu investieren. Daraufhin **verhandelten Karora und Maverix die Royalty neu** und einigten sich darauf, sie auf 4,75% zu reduzieren. Im darauffolgenden Jahr **erstellte Karora einen mehrjährigen Wachstumsplan**, um die jährlichen Produktionsmengen erheblich zu steigern.

**Grundsätzlich überwiegen aber die Vorteile des Geschäftsmodells der Royalty-und-Streaming-Unternehmen dessen Nachteile.** Aus diesem Grund schneiden die Royalty-und-Streaming-Unternehmen oft besser ab als die klassischen Minenunternehmen und erfreuen sich immer größerer Beliebtheit. Das zeigt sich an der wachsende Zahl von Unternehmen in diesem speziellen Segment des Minensektors.

## Geschichte und Gegenwart

*Acting on a good idea is better than just having a good idea.*

**Robert Half**

**Der Pionier des Royalty- und Streaming-Geschäftsmodells im Edelmetallsektor ist Franco-Nevada.** Allerdings nicht das aktuelle Unternehmen Franco-Nevada, sondern sein Vorgänger aus dem Jahr 1983. Das alte Unternehmen begründete 1985 mit dem Erwerb der Goldstrike-Mine das Royaltygeschäft. Wie sich im Laufe der Zeit herausstellte, war diese Transaktion die Geburtsstunde einer völlig neuen Branche. Natürlich hat Franco-Nevada die Royalty nicht selbst erfunden. Das Geschäftsmodell der Royalties war bereits in der Öl- und Gasindustrie weit verbreitet. Aber Franco-Nevada war das erste Unternehmen, das es in der Goldminenindustrie anwendete. Übrigens war die Goldstrike-Royalty von Franco-Nevada ein enormer Erfolg. Die Mine ist noch immer in Betrieb, Franco-Nevada ist noch immer Eigentümer der Royalty und nimmt jährlich rund 20 Mio. USD ein.

Weitere Royalties folgten, und Franco-Nevada war führend in der Royalty- und Streaming-Branche im Edelmetallsektor, als es 2002 von Newmont übernommen wurde. Im Jahr 2007 beschloss Newmont jedoch, ein großes Royalty-Portfolio zu

verkaufen, das viele Vermögenswerte umfasste, die zuvor bereits Franco-Nevada gehörten. Das alte Management von Franco-Nevada, darunter auch der Gründer Pierre Lassonde, beschloss, den Jackpot noch einmal zu knacken. Sie gründeten Franco-Nevada erneut und erwarben das von Newmont angebotene Royalty-Portfolio. Das neue Unternehmen knüpfte an den Erfolg des alten an, und heute, fast 15 Jahre später, ist Franco-Nevada mit einer Marktkapitalisierung von mehr als 28 Mrd. USD – das entspricht ca. dem BIP von Island – das größte Royalty-und-Streaming-Unternehmen weltweit. Auf die Frage nach dem Erfolg von Franco-Nevada und seinem Geschäftsmodell, **antwortete Pierre Lassonde:**

*„We get a free perpetual option on the discoveries made on the land by the operators, and we get a free perpetual option on the price of gold. It's the optionality value of the land, the value of the operator spending money on our land, and the optionality to higher gold prices. And that is worth so much money. When you buy a stream, on the other hand, you get price optionality. You're buying, say, 100,000 ounces of gold for the next 25 years. So you get optionality on the price of the commodity, but you don't get much optionality on the land.“*

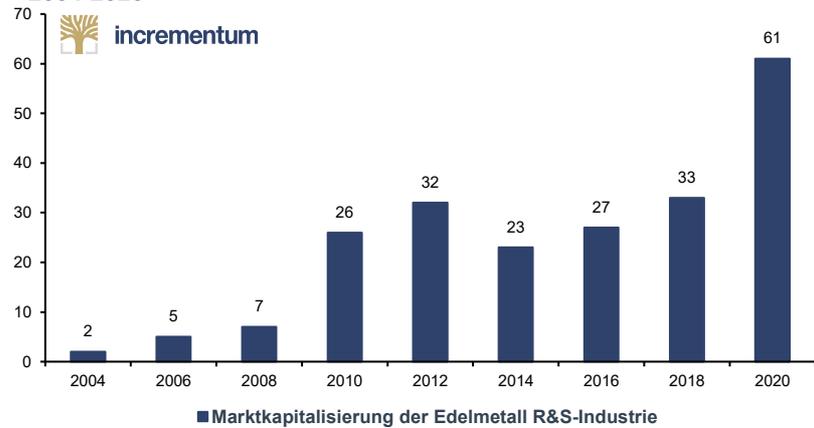
*Silver, gold – I don't discriminate! I like sparkly things.*

**Charlaine Harris**

**„Wheaton Precious Metals“, das zweitgrößte Royalty-und-Streaming-Unternehmen im Edelmetallsektor mit einer Marktkapitalisierung von ca. 20 Mrd. USD, wurde 2004 unter dem Namen „Silver Wheaton“ gegründet.** Wie der Name schon sagt, lag der Schwerpunkt ursprünglich auf Silber, was sich im Laufe der Zeit geändert hat. Der erste Vermögenswert war ein 100-prozentiger Silber-Stream des mexikanischen Minenunternehmens „Luismin“ von „Wheaton River Minerals“. Diese Mine produzierte etwa 8 Mio. Feinunzen Silber pro Jahr, was einen guten Start für „Silver Wheaton“ bedeutete. Weitere Streams folgten bald. Noch vor Ende 2004 erwarb „Silver Wheaton“ einen 100%igen Silber-Stream der Zinkgruvan-Mine von „Lundin Mining“, der rund 2 Mio. Unzen Silber pro Jahr liefern sollte. Das Unternehmen wuchs weiter, konzentrierte sich aber nicht nur auf Silber, und so nahm der Anteil von Gold an den Einnahmen weiter zu. Im Jahr 2016, nach dem Erwerb des Gold-Streams der Salobo-Mine von „Vale“, teilten sich die Einnahmen fast zu gleichen Teilen auf Gold und Silber auf. In der Folge änderte „Silver Wheaton“ 2017 seinen Namen in „Wheaton Precious Metals“. Heute ist das Unternehmen stärker in Silber engagiert als seine Konkurrenten, seine Haupteinnahmequelle ist jedoch Gold. Im Jahr 2021 belief sich die „Wheaton“ zurechenbare Produktion auf 342.546 Feinunzen Gold, 26 Mio. Feinunzen Silber und 20.908 Feinunzen Palladium.

**Das drittgrößte Unternehmen, „Royal Gold“, wurde 1986 gegründet, als das Öl- und Gasunternehmen „Royal Resources“ die „Denver Mining Finance Corporation“ übernahm.** Das fusionierte Unternehmen plante ein Goldminenunternehmen werden, konzentrierte sich aber schnell auf Royalties. Der Eckpfeiler des Unternehmens wurde die „Cortez Mining Complex“-Royalty. Trotz Umstrukturierungen wird sie bis heute von „Royal Gold“ gehalten.

### Marktkapitalisierung der Edelmetall R&S-Industrie, in Mrd. USD, 2004-2020



Quelle: Eigene Bearbeitung, Bloomberg, Company Reports, Scotiabank, Incrementum AG

Im Laufe der Zeit entstanden zahlreiche neue, auf Edelmetalle spezialisierte Royalty-und-Streaming-Unternehmen. Und auch die Marktkapitalisierung der Branche wuchs. Von 2 Mrd. USD im Jahr 2004 auf mehr als 66 Mrd. USD per Ende April 2022.

**Heute gibt es etwa 20 Royalty-und-Streaming-Unternehmen, die sich auf Edelmetalle konzentrieren.** 6 von ihnen haben eine Marktkapitalisierung von über 1 Mrd. USD: Franco-Nevada, Wheaton Precious Metals, Royal Gold, Osisko Gold Royalties, Triple Flag Precious Metals und Sandstorm Gold. Die übrigen Unternehmen liegen deutlich unter dieser Marke. Die kleinsten, Star Royalties und Empress Royalty, haben eine Marktkapitalisierung von weniger als 50 Mio. USD.

### Marktkapitalisierung am 30. April, 2022, in Mio. USD

Franco-Nevada	28.923
Wheaton Precious Metals	20.245
Royal Gold	8.565
Osisko Gold Royalties	2.273
Triple Flag Precious Metals	2.240
Sandstorm Gold	1.424
Maverix Metals	664
Gold Royalty	483
Nomad Royalty	467
Metalla Royalty and Streaming	257
EMX Royalty Corporation	214
Trident Royalties	178
Great Bear Royalties	109
Vox Royalty	108
Elemental Royalties	89
Altus Strategies	86
Saifish Royalty Corp	80
Orogen Royalties	62
Star Royalties	38
Empress Royalty	21

Quelle: Eigene Bearbeitung, money.tmx.com, Incrementum AG

## Ist eine M&A-Welle im Anrollen?

*Too many companies are looking for a Brad Pitt when in the right circumstances, they might be able to settle for a Bart Simpson.*

**Liam Twigger**

**Da in den vergangenen Jahren die Zahl der Royalty-und-Streaming-Unternehmen im Edelmetallsektor deutlich zunahm, stellte sich unvermeidlich die Frage nach einer branchenweiten Konsolidierung.**

Die Anleger brauchten nicht lange zu warten. Am 21. Juni 2021 gab mit „Gold Royalty“ eines der kleineren Unternehmen, das erst 2020 gegründet worden war, die Übernahme von „ELY Gold Royalties“ bekannt. Und im September erwarb es auch „Abitibi Royalties“ und „Golden Valley Mines“. Durch diese Übernahmen stieg die Marktkapitalisierung von Gold Royalty von rund 200 Mio. USD auf fast 700 Mio. USD, und die Zahl der Vermögenswerte wuchs auf mehr als 190. Und Gold Royalty plant, seine Expansion fortzusetzen. Im Dezember beschloss das Unternehmen, eine weitere Akquisition zu tätigen. Dieses Mal fiel die Wahl auf „Elemental Royalties“. Doch während die ersten beiden Transaktionen freundliche Übernahmen waren, handelt es sich in diesem Fall um den Versuch einer feindlichen Übernahme. Die kürzlich angekündigte freundliche Übernahme von Nomad Royalty durch Sandstorm Gold dürfte Sandstorm helfen, seine kurzfristigen Wachstumsaussichten erheblich zu steigern. Angesichts der Anzahl kleinerer Akteure kann man davon ausgehen, dass sich die Konsolidierung fortsetzen wird und es früher oder später zu weiteren Übernahmen kommt.

*Mergers are like marriages. They are the bringing together of two individuals. If you wouldn't marry someone for the 'operational efficiencies' they offer in the running of a household, then why would you combine two companies with unique cultures and identities for that reason?*

**Simon Sinek**

**Mit der wachsenden Anzahl an Royalty-und-Streaming-Unternehmen haben sich auch verschiedene Investitionsstrategien herausgebildet.**

Die großen Unternehmen haben eine große Anzahl von Royalties in ihren Portfolios, vom Volumen her sind jedoch Streams weitaus bedeutender. Ein typischer Stream liefert einen größeren Cashflow als eine Royalty, was für große Unternehmen besser geeignet ist. Eine Royalty, die 2 bis 3 Mio. USD pro Jahr einbringt, kann für kleinere Unternehmen wie Empress Royalty oder Star Royalties sehr interessant sein, aber nicht so sehr für Franco-Nevada oder Wheaton Precious Metals. Ein weiterer Vorteil für die größeren Akteure ist, dass das Stream-Segment nicht so überlaufen ist. Es gibt nur einige wenige Unternehmen, die es sich leisten können, einen Stream im Wert von mehreren hundert Millionen USD zu erwerben, sodass der Wettbewerb geringer ist. Eine Royalty im Wert von 20 Mio. kann sich fast jedes der oben genannten 20 Unternehmen leisten. Der Wunsch, größere Geschäfte zu machen, ist wahrscheinlich einer der Gründe, warum Gold Royalty eine so aggressive Übernahmestrategie verfolgt.

**Einige der kleineren Unternehmen haben spezifische Strategien entwickelt, wenn es um den Erwerb neuer Vermögenswerte geht.**

„Empress Royalty“ betont zum Beispiel, dass es lieber neue Royalties kauft als alte zu erwerben. Daher arbeitet es direkt mit den Minenunternehmen zusammen. Den umgekehrten Weg wählte „Vox Royalty“. Sein wichtigster Wettbewerbsvorteil ist eine proprietäre Datenbank mit mehr als 8.000 Royalties. Laut Vox handelt es sich um die weltweit größte Datenbank dieser Art. Sie ermöglicht es, potenzielle Verkäufer dieser Royalties besser zu identifizieren und anzusprechen. Das mag stimmen, wie auch der jüngste Erwerb einer Royalty für das Limpopo-Projekt von „Sibanye“ zeigt, das über gemessene, angezeigte und abgeleitete (M&I) Ressourcen im Umfang von 36 Mio. Feinunzen Platin, Palladium, Rhodium und Gold verfügt. Royalties und Streams auf solch attraktiven Vermögenswerten werden normalerweise von den größeren Unternehmen gehalten. Außerdem hat Vox die Royalties zu einem wirklich guten Preis erworben.

**Es gibt auch Unternehmen, die ihre eigenen Royalties kreieren.** Sie kombinieren das Geschäftsmodell des Projektentwicklers mit dem von Royalty-und-Streaming-Unternehmen. Ursprünglich begannen sie als Projektentwickler, aber mit der Reifung der Projekte wurde ihr Royalty-Portfolio immer größer und zum wichtigeren Teil ihres Geschäfts. Ein typisches Beispiel ist unser geschätzter Premium-Partner „EMX Royalty“, früher bekannt als „Eurasian Minerals“. EMX besitzt heute fast 150 Royalties an Projekten in verschiedenen Teilen der Welt, hat aber auch zahlreiche Explorationsprojekte und verkauft diese immer wieder an andere Unternehmen.

*Diversification is a protection against ignorance. It makes very little sense for those who know what they're doing.*

**Warren Buffett**

Darüber hinaus finden sich Unternehmen, die ein hybrides Modell entwickelt haben oder zu entwickeln versuchen. Das bedeutet, dass sie nicht nur in Streams und Royalties investieren, sondern auch ihr eigenes Minenprojekt zu entwickeln versuchen. Dieses Modell kann zwar ein attraktives Wachstumspotenzial bieten, bringt aber auch einige der operativen Risiken mit sich, die beim typischen Royalty- und Streaming-Geschäftsmodell wegfallen. Deshalb ist das Hybridmodell bei den Anlegern nicht allzu beliebt. Ein gutes Beispiel ist „Osisko Gold Royalties“. Ende 2019, nachdem die Übernahme von „Barkerville Gold“ und dessen Cariboo-

*A vegan in a Hummer has a lighter carbon footprint than a beefeater in a Prius.*

**Michael Pollan**

Projekt bekannt gegeben wurde, begann der Aktienkurs von Osisko hinter dem seiner Konkurrenten zurückzubleiben. Die Situation verbesserte sich im Herbst 2020, als eine Ausgliederung des Explorationsprojekts in ein separates Unternehmen namens „Osisko Development“ angekündigt und abgeschlossen wurde.

**Aufmerksamkeit sollte auch dem neuesten Trend in der Royalty- und Streaming-Branche gewidmet werden, dem „Carbon Credit**

**Streaming“.** Der jüngste Anstieg der Preise für Emissionszertifikate hat Royalty- und-Streaming-Unternehmen angezogen. So hat „Star Royalties“ eine Tochtergesellschaft namens „Green Star Royalties“ gegründet, die in Projekte zum CO<sub>2</sub>-Ausgleich investiert. Die Carbon-Streams und -Royalties funktionieren auf die gleiche Weise wie jene in Gold. Der Unterschied besteht darin, dass der Cashflow nicht durch ein Minenprojekt, sondern durch ein Klimaschutzprojekt generiert wird. Die Klimaschutzprojekte, z. B. die Aufforstung von Wäldern, verringern den CO<sub>2</sub>-Gehalt in der Atmosphäre. Der Projektbetreiber erhält Emissionszertifikate, die der Menge des vermiedenen CO<sub>2</sub> entsprechen. Die CO<sub>2</sub>-Zertifikate werden anschließend an Unternehmen verkauft, die sie als Ausgleich für das von ihnen emittierte CO<sub>2</sub> benötigen wie Stahlhersteller, Kohlekraftwerke usw. Star Royalties als Royalty-und-Streaming-Unternehmen im Edelmetallsektor, ist aber nur ein kleiner Akteur in der Carbon-Stream-Branche. **Der Marktführer in diesem Royalty- und Streaming-Segment ist derzeit die „Carbon Streaming Corp.“. Weitere Börsengänge sind in diesem Segment zu erwarten.**

## Die Performance der Royalty-und-Streaming-Unternehmen

*In order to be irreplaceable, one must always be different.*

**Coco Chanel**

**Wie bereits erwähnt, haben die Royalty-und-Streaming-Unternehmen einige Vorteile im Vergleich zu den klassischen Minenunternehmen.**

Das macht sie zu einer attraktiven Anlagemöglichkeit. Am wichtigsten ist jedoch ihre Performance im Vergleich zu anderen Vermögenswerten, seien es Minenaktien oder physische Metalle.

*Investing is not about a once-in-a-lifetime opportunity. It is a life-long journey of prudent investments that grow with time. You need to start small and let the magic of compounding do its trick.*

**Naved Abdali**

Der nächste Chart zeigt die Wertentwicklung eines einfachen Royalty-und-Streaming-Index, der als durchschnittliche Rendite der fünf größten Branchenakteure – Franco-Nevada, Wheaton Precious Metals, Royal Gold, Sandstorm Gold, Osisko Gold Royalties (hinzugefügt am 7. Juli 2016) – berechnet wird. Wie zu sehen ist, übertraf der R&S-Index in den letzten 10 Jahren Gold, abgebildet durch den SPDR Gold Trust ETF (GLD), und Silber, abgebildet durch den iShares Silver Trust ETF (SLV), sowie Gold- und Silberminen, abgebildet durch den VanEck Vectors Gold Miners ETF (GDX) und VanEck Vectors Junior Gold Miners ETF (GDXJ). Vor allem die Outperformance gegenüber klassischen Minern ist beeindruckend: Der R&S-Index stieg um 90%, während der GDX um 41% und der GDXJ sogar um 64% nachgab.

**Performance von GLD, SLV, GDX, GDXJ und R&S, 0% = 12/2011, in %, 12/2011-04/2022**



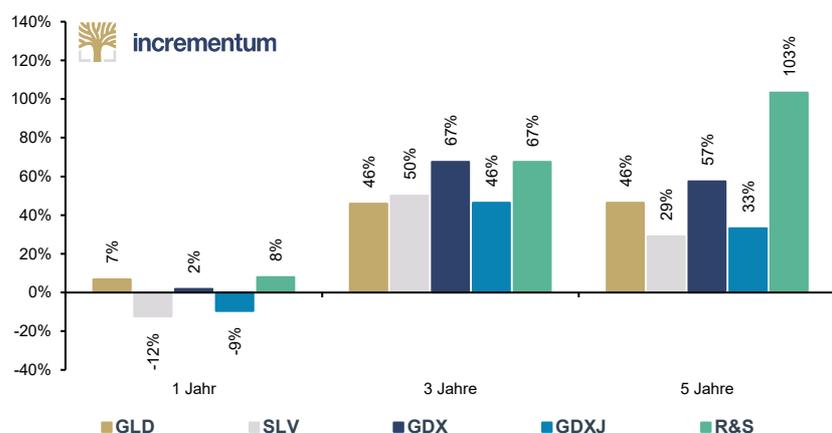
Quelle: Eigene Bearbeitung, YahooFinance, Incrementum AG

*In any investment, you expect to have fun and make money.*

**Michael Jordan**

Die Royalty- und Streaming-Unternehmen haben auch in kürzeren Zeiträumen eine überdurchschnittliche Performance erzielt, wie der nächste Chart zeigt. Auf 5-Jahres-, 3-Jahres- und auch auf 1-Jahres-Sicht haben sie besser abgeschnitten als GLD, SLV, GDX und GDXJ. Die einzige Ausnahme ist der GDX, der in den letzten drei Jahren um 67,5% zulegte, während der R&S-Index um 67,46% stieg.

**Performance-Vergleich, in %, 04/2017-04/2022**



Quelle: Eigene Bearbeitung, YahooFinance, Incrementum AG

**Fazit**

*In order to achieve superior results, an investor must be able – with some regularity – to find asymmetries: instances when the upside potential exceeds the downside risk. That’s what successful investing is all about.*

**Howard Marks**

**Die Royalty- und Streaming-Unternehmen stellen ein besonderes Segment des Minensektors dar.** Es gibt etwa 20 auf Edelmetalle ausgerichtete Royalty- und Streaming-Unternehmen unterschiedlicher Größe mit verschiedenen Geschäftsstrategien, was den Anlegern eine größere Vielfalt an Möglichkeiten bietet, in Edelmetalle zu investieren. Sie geben die Chance, an Preissteigerungen zu partizipieren und gleichzeitig die mit klassischen Minenunternehmen verbundenen operativen Risiken zu eliminieren. Darüber hinaus zeigen die historischen Daten, dass dieses Segment des Minensektors in der Lage ist, Gold und Silber sowie Gold- und Silberminenunternehmen regelmäßig zu übertreffen.

**Es gibt beträchtliches Potenzial für weiteres Wachstum in der Royalty-und-Streaming-Branche.** Darüber hinaus können Investoren auch von neuen Trends profitieren, wie z. B. den CO<sub>2</sub>-Streams, oder von der Branchenkonsolidierung die sich gerade abzeichnet.



## Focusing on what matters.

To make mining work, we build trust with our stakeholders, create value for our shareholders, and contribute to the well being of our people, their families and the communities in which we operate.



**AGNICO EAGLE**

We make  
mining work.



**agnicoeagle.com**

Stock Symbol: AEM (NYSE and TSX)

# Die neue emissionsarme Wirtschaft: Gold als Retter?

*„The ESG push and related green transformation effort have so much political capital behind them that failure is simply not an option. The best analogy to me is the euro.“*

Steen Jakobsen

## Key Takeaways

- Die COP26-Konferenz war ein Aufruf zu einem neuen Wirtschaftsparadigma: die Umstellung auf eine CO<sub>2</sub>-arme Wirtschaft durch die Energiewende.
- Viele Goldproduzenten sind gut positioniert, um von der Einführung einer CO<sub>2</sub>-Steuer zu profitieren.
- In der neuen emissionsarmen Wirtschaft muss für den Minensektor eine neue wirtschaftliche Kennzahl etabliert werden: die „All-In-Emissionskosten“ (AIEC).
- Die Unternehmen mit den besten ESG-Ratings weisen ein geringeres Kreditausfallsrisiko auf.
- Eine Erhöhung des Goldanteils im Portfolio eines Anlegers hat einen erheblichen Einfluss auf den CO<sub>2</sub>-Fußabdruck und die Emissionsintensität des Gesamtportfolios. Eine Goldallokation verringert den CO<sub>2</sub>-Fußabdruck eines Portfolios im Vergleich zum S&P 500.

**Wir beginnen unseren diesjährigen Artikel dort, wo wir mit dem In Gold We Trust-Report 2021 aufgehört haben.**<sup>91</sup> Wir werden die COP26-Konferenz, den sich daraus ergebenden Paradigmenwechsel hin zu einer emissionsarmen Wirtschaft und seine Bedeutung für goldproduzierende Unternehmen erörtern. **Zudem führen wir eine neue Metrik für Goldproduzenten ein: die All-in-Emissionskosten (AIEC).**

Anschließend befassen wir uns mit den Wettbewerbsvorteilen von Gold gegenüber anderen Anlageklassen in Bezug auf CO<sub>2</sub>-Emissionen und damit, wie Gold die Emissionen eines Portfolios ausgleichen kann. **Schließlich konzentrieren wir uns auf ein in den letzten 18 Monaten immer wiederkehrendes Thema: das Länderrisiko.**

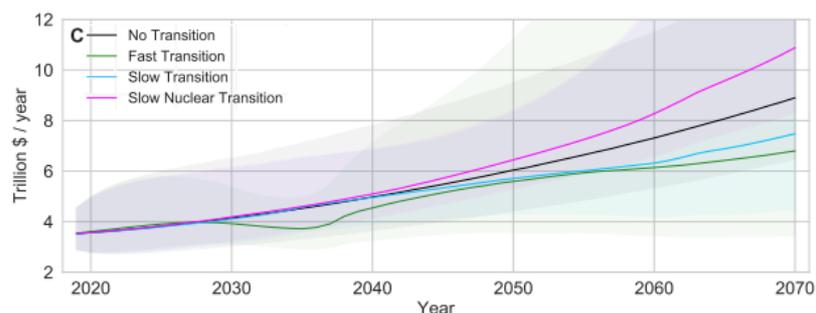
## COP26: Motor des Wandels für das neue Wirtschaftsparadigma

*The current impact of decarbonization on prices is minimal - be it from emissions trading or carbon taxes. We must complete the green transition of the economy to prevent the Earth from turning into a frying pan.*

**Christine Lagarde**

Mit zwölfmonatiger pandemischer Verspätung fand im Oktober 2021 die UN-Klimakonferenz (COP26) in Glasgow statt. Dies war die internationale Bühne, auf der die wichtigsten ESG-Ziele für die nächsten fünf Jahre festgelegt wurden. **Der Gipfel endete mit der einstimmigen Verabschiedung des „Glasgow-Pakts“**, der darauf abzielt, die Ambitionen und Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels zu verstärken, indem das 1,5°C-Ziel beibehalten wird und die Dringlichkeit definiert wird, die globale Erwärmung zu bekämpfen und dabei die Treibhausgasemissionen (GHG) zu reduzieren. **Mit anderen Worten bedeutet dies, den Weg zu Netto-Null-Emissionen im Jahr 2050 mit Taten statt mit Versprechungen energisch zu verfolgen.**

### Kosten der Energiewende



Quelle: Way, Rupert, Penny, Mealy und Farmer, Doyne J.: „Estimating the costs of energy transitions scenarios using probabilistic forecasting methods“, INET Oxford Working Paper, No. 2021-01, S. 12

*I am anti-tax, but I am pro-carbon tax.*

**Elon Musk**

Um die Netto-Null zu erreichen, muss eine unvorstellbare Menge an Kapital über Jahrzehnte hinweg allokiert werden. **Woher sollen die benötigten Mittel kommen?**

<sup>91</sup> Siehe „ESG und Ihr Portfolio“, In Gold We Trust-Report 2021

## Wird die neue CO<sub>2</sub>-arme Wirtschaft den Planeten oder die Regierungen retten?

*I've got 99 problems, but the new low carbon economy isn't one.*  
**Not Jay-Z**

Sie haben es erraten: Das Geld wird aus der Druckerpresse der Zentralbanken kommen. **Da die quantitative Lockerung allmählich einer quantitativen Straffung weichen müsste, suchen die Zentralbanken nach neuen Gründen, um die Wirtschaft künstlich anzukurbeln. Das soll einen wirtschaftlichen Zusammenbruch vermeiden und das endlos steigende Wachstum fortsetzen.** Kein Regierungschef möchte mit einem rigiden Sparkurs in Verbindung gebracht werden. In diesem Sinne hat die COP26 den idealen Ausweg geboten: die Rettung des Planeten durch die Konzentration auf die Energiewende und die Reduzierung der CO<sub>2</sub>-Emissionen – koste es, was es wolle. Die neue Wirtschaft soll auf CO<sub>2</sub> weitestgehend verzichten.

**Die Finanzierung der Energiewende wird es den Regierungen ermöglichen, neue Ziele für die Schuldenaufnahme zu setzen:**

- **Höhere Geldumlaufgeschwindigkeit**
- **Verbesserung der Schuldeneffizienz:** Steigerung des US-BIP und Erhöhung der US-Neuverschuldung im Verhältnis zum BIP
- **Schaffung von hochqualifizierten Beschäftigungsmöglichkeiten**
- **Verlorene Chancen bei fossilen Brennstoffen ersetzen**
- **Steuern erhöhen:** Einführung eines einheitlichen Systems für CO<sub>2</sub>-Gutschriften

*So, I came up with 'eMMT', which stands for Environmental-Modern Monetary Theory.*  
**Marin Katusa**

Um dies zu erreichen, muss das Geld *anders* ausgegeben werden als seit Beginn der quantitativen Lockerung. Es soll an Konsumenten, Bauunternehmen, Projektbetreibern und Finanziers fließen, die den Kampf gegen den Klimawandel unterstützen.

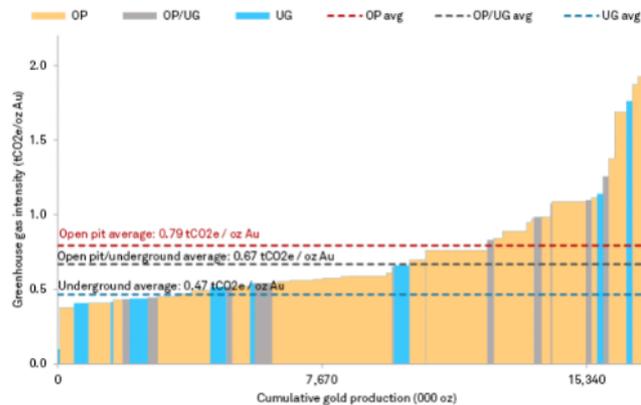
Wie im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report<sup>92</sup> erörtert, sind wir der Ansicht, dass Goldminenunternehmen von solchen neuen Finanzierungen profitieren und sich deshalb auf die Finanzierung der Energiewende konzentrieren sollten, das Hauptziel dabei: die Maximierung der Emissionsreduktion.

## Goldminer und CO<sub>2</sub>-Emissionen

Die Goldminenunternehmen emittierten 2019 durchschnittlich fast 1 Tonne CO<sub>2</sub> pro produzierter Unze Gold. Allerdings gibt es sowohl regional als auch zwischen Tagebau- und Untertagebauverfahren enorme Unterschiede. Im Untertagebau sind die CO<sub>2</sub>-Emissionen im Durchschnitt niedriger als im Tagebau oder im Hybridbergbau.

<sup>92</sup> Siehe „ESG und Ihr Portfolio“, *In Gold We Trust-Report 2021*

### Durchschnittliche Emissionen abhängig vom Goldminentyp



Quelle: S&P Global: „Greenhouse gas and gold mines – Emissions intensities unaffected by lockdowns“

*The way in which Mining organisations position themselves today in preparation for this more sustainable future could redefine competitive advantage over the next decade.*

**Steven Walsh**

Das folgende Beispiel gibt einen interessanten Einblick in die Möglichkeiten der Emissionsminderung, macht aber auch deutlich, dass viele andere Faktoren die Emissionen einer Goldmine beeinflussen:

- **„Barrick/Newmont Nevada JV“:** Aufgrund eines Anstiegs der Scope-2-Emissionen durch eingekauften statt vor Ort erzeugten Strom lagen die Emissionen des Joint Ventures im Jahr 2020 bei 3,6 MtCO<sub>2e</sub>, was einem Anstieg von 25% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Das kohlebefeuerte TS-Kraftwerk der Mine wird derzeit von Barrick und Newmont auf den Betrieb mit Erdgas umgestellt. Nach Abschluss der Umstellung dürften rund 650.000 t CO<sub>2e</sub> oder etwa 24% der Scope-1-Emissionen des Standorts für 2020 entfallen.

*These numbers are increasingly important – carbon taxes could come in, so you need to establish your exposure.*

**George Cheveley**

### Einführung eines neuen Konzepts: „All-in-Emissionskosten“ (AIEC)

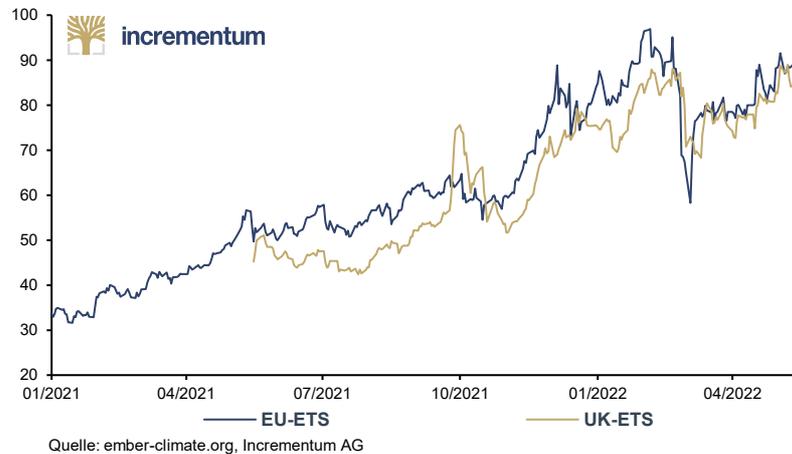
Ein Vergleich von Goldminenunternehmen oder künftiger Goldminen allein anhand der Emissionen ist äußerst schwierig, da diese als nicht-finanzielle Informationen ausgewiesen werden. Investoren müssen stundenlang Nachhaltigkeitsberichte durchforsten, um die gegenwärtigen und künftigen Kosten von Scope-1- und Scope-2-Emissionen zu ermitteln. **In der neuen emissionsarmen Wirtschaft muss für den Minensektor eine neue wirtschaftliche Kennzahl etabliert werden: die „All-In-Emissionskosten“ (AIEC).** Diese Kennzahl wird die nichtfinanziellen Kosten für Investoren und Interessengruppen in finanzielle Kosten umwandeln.

$$\text{AIEC} = \frac{\text{Scope-1 \& 2-Emissionen} \times \text{Preis für Emissionsgutschriften}}{\text{Produzierte Unzen insgesamt}}$$

Die AIEC ergeben sich aus der Summe aller Scope-1- und Scope-2-Emissionen eines Goldminenunternehmens, multipliziert mit dem prognostizierten Preis für Emissionsgutschriften, dividiert durch die produzierte Goldmenge. Scope-1-Emissionen fallen direkt im Unternehmen an, Scope-2-Emissionen sind die durch die Energielieferanten emittierten klimaschädlichen Gase. Scope-3-Emissionen umfassen schließlich jene Emissionen, die in der vor- und nachgelagerten

Lieferkette anfallen. **Wir gehen davon aus, dass die AIEC innerhalb kürzester Zeit in der gesamten Mining-Branche eingeführt werden.**

**EU-ETS, in EUR, und UK-ETS, in GBP, 01/2021-05/2022**

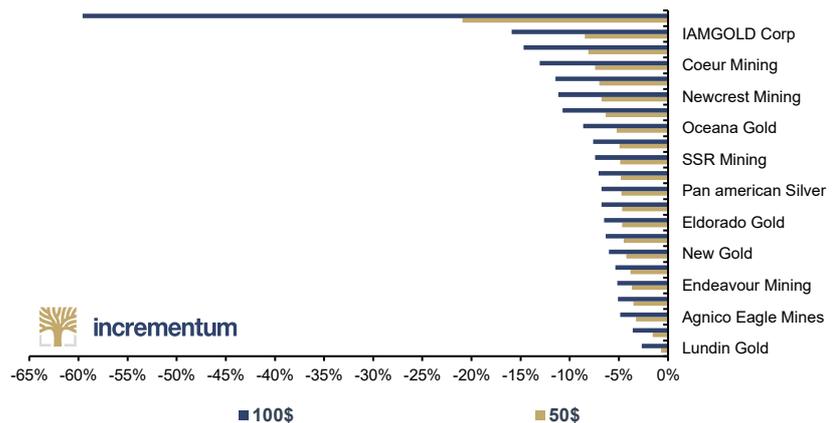


*We are looking at climate stress tests. I think it's very likely that climate stress scenarios, as we like to call them, will be a key tool going forward.*

**Jerome Powell**

Wie aus diesem Chart hervorgeht, variieren die Preise für Emissionsgutschriften in den verschiedenen Regionen der Welt und könnten dementsprechend zu finanziellen Vorteilen und verbesserter Wirtschaftlichkeit führen. Wir sind der Auffassung, dass die AIEC nicht in die AISC einbezogen werden sollten, sondern als eigenständige Kennzahl zu betrachten sind. **Dies wird eine der wichtigsten Kennzahlen für die Finanzierung neuer Goldminenprojekte werden**, da sie das langfristige Kapitalrisiko aufzeigt und es Investoren ermöglicht, CO<sub>2</sub>-Emissionen einfach in US-Dollar umzurechnen und in ihre Bewertungsmodelle einzubeziehen.

**Negative Auswirkungen der CO<sub>2</sub>-Steuer, in % des EBITDA**



Für die meisten Goldminenunternehmen hätte die Einführung einer CO<sub>2</sub>-Steuer nur begrenzte Auswirkungen auf ihre Bilanzen. Darüber hinaus wäre sie für Unternehmen mit hohen Emissionen ein Anreiz, ihre Umstellung im Rahmen der Energiewende rasch zu planen und durchzuführen.

## Portfolio-Allokation: CO<sub>2</sub>-Auswirkungen auf Goldinvestments

*Ignoring the need for ESG-focused knowledge and talent can have an effect on the company's technical analysis, risk management, auditing and disclosure capabilities. We can't wait on this. We've got to do it today.*

**Jennifer Reynolds**

**Gold hat einen erheblichen Vorteil gegenüber anderen Metallen und Rohstoffen.** Bei der Berechnung der CO<sub>2</sub>-Emissionen eines Produkts wird der größte Teil häufig „Scope 3“ zugeschrieben. **Die Scope-3-Emissionen von Goldminenunternehmen sind jedoch nahezu vernachlässigbar**, da ihr Produkt, der Goldbarren, nur sehr wenig verarbeitet wird, hauptsächlich zu Schmuck und Münzen. **Im Gegensatz dazu sind die Scope-1- und Scope-2-CO<sub>2</sub>-Emissionen pro produzierter Unze Gold bei großen Betrieben extrem niedrig.** **Daher hat eine Erhöhung des Goldanteils im Portfolio eines Anlegers einen erheblichen Einfluss auf den CO<sub>2</sub>-Fußabdruck und die Emissionsintensität des Gesamtportfolios.**

### Goldallokation und Kohlenstoffintensität des Portfolios (tCO<sub>2e</sub>/USD 1Mn)



Quelle: World Gold Council: „Gold and climate change - Decarbonising investment portfolios“, S. 2

*Today, buying gold or gold equities is not only a good investment from an ESG perspective, but given its work in remote, poor or otherwise neglected areas of the world, it can also be one of the best impact investments you can make.*

**Peter Sinclair,**  
**Advisor, World Gold Council**

Bei einem Portfolio, das zu 70% aus Aktien und zu 30% aus Anleihen besteht, konnte die Emissionsintensität eines Portfolios durch eine 10%-Allokation in Gold um 7% reduziert werden. Ein 20%iger Goldanteil reduziert die Emissionen um 17%, wie das World Gold Council in seinem Report „Gold and climate change - Decarbonising investment portfolios“ berechnet hat.

Noch interessanter ist, dass Studien gezeigt haben, dass sich die Goldallokation nicht nur positiv auf die CO<sub>2</sub>-Portfolio-Emissionen auswirkt, sondern dass sie ihren Vorteil gegenüber dem S&P 500 zeigt.

Je nachdem, wie sich die Emissionsberechnung im Laufe der Zeit entwickeln wird, könnte physisches Gold der einzige wirklich emissionsneutrale Vermögenswert sein. Bereits gefördertes Gold verursacht keinerlei Emissionen, da diese ausschließlich beim Abbau und der Raffination des Goldes entstehen. **Der Besitz von physischem Gold verursacht keine Emissionen.** Dies bedeutet, dass physisches Gold bald die Emissionsauswirkungen eines Portfolios noch weiter verbessern und dessen CO<sub>2</sub>-Diversifizierung erhöhen könnte.

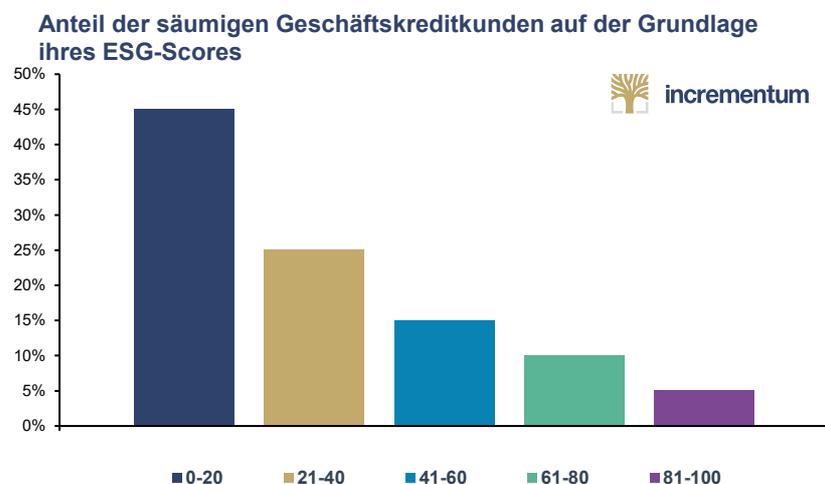
**Sollten Anleger bei Investitionen in ein Goldminenunternehmen nur noch die Emissionen berücksichtigen?** Eine solche Denkweise würde alle ESG-Themen extrem einschränken. Selbst wenn die Folgen der COP26-Resolution darin bestehen, sich hauptsächlich auf die Emissionen zu konzentrieren, sind die Goldminenunternehmen mit immer schwierigeren externen Faktoren konfrontiert, was die Investitionsentscheidungen für alle Interessengruppen, von den Produzenten bis zu den Bankern oder Investoren, immer komplexer macht.

*...the possible causality between sustainability and credit risk could convince regulators to allow banks to hold less capital against loans to companies with high ESG metrics.*

**Bain & Company**

## ESG und Kreditrisiken

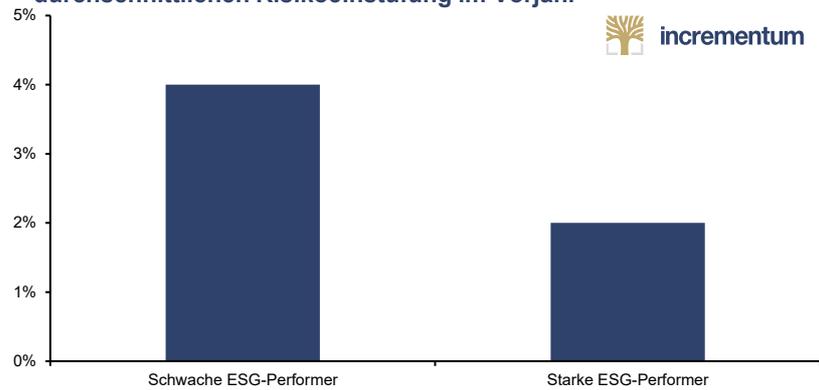
**Die Korrelation zwischen ESG-Score und Aktienperformance ist gut dokumentiert und nachgewiesen.**<sup>93</sup> Aktien mit höheren ESG-Bewertungen haben sich besser entwickelt als der Markt und eine größere Widerstandsfähigkeit gezeigt – eine Korrelation, die während der Corona-Pandemie anhielt. Da wir uns jedoch mit den Aspekten einer CO<sub>2</sub>-armen Wirtschaft befassen, stellt sich die Frage, wie sich ESG auf die Kreditausfallraten für Banken auswirken. Gibt es einen Anreiz sowohl für den Kreditgeber als auch für den Kreditnehmer, Unternehmen und Projekte mit einem hohen ESG-Rating zu besseren Zinssätzen und Kreditbedingungen zu finanzieren? **Die Antwort lautet ja, denn der Prozentsatz der säumigen Geschäftskreditkunden auf der Grundlage ihres ESG-Scores**



Noch interessanter ist, dass bei einem direkten Vergleich von Unternehmen, die ein Jahr nach der Gründung die gleiche Risikoeinstufung hatten, die **Wahrscheinlichkeit von Unternehmen, mit einem niedrigen ESG-Rating im Laufe des Jahres mit ihren Zahlungen in Verzug zu geraten, etwa doppelt so hoch ist wie bei Unternehmen mit einem hohem ESG-Rating.**

<sup>93</sup> Siehe „ESG-Compliance und Finanzstabilität – Zwei Konzepte, die einander ergänzen“, In Gold We Trust-Report 2020

### Geschäftskreditkunden in Verzug, basierend auf der gleichen durchschnittlichen Risikoeinstufung im Vorjahr



Quelle: Bain & Company, Incrementum AG

*There is a growing body of evidence to demonstrate that taking ESG matters seriously improves business performance; ESG best practice must become integral to the business and should be a given.*

**Kamran Ahmad**

Anlageausschüsse werden ihre ESG-Analysen noch weiter vertiefen müssen, um die Genauigkeit ihrer Risikomodelle zu erhöhen und die Risikobewertung ihrer Kunden zu verbessern. Dies könnte sich in besseren Finanzierungsbedingungen niederschlagen und **die Finanzierungskosten für erstklassige ESG-Unternehmen reduzieren**. Die Nachfrage der Investoren nach nachhaltigen Anlagen übersteigt derzeit das Angebot. Eine Bank, die ihre ESG-intensiven Kredite verbriefen und verkaufen kann, wird in der Lage sein, günstigere Finanzierungen von Regierungen zu erhalten.

## Länderrisiko: Chance oder Risiko?

**Das Länderrisiko, das schon immer zu den größten Risiken bei Investitionen im Minensektor gehörte, liegt inzwischen auf dem dritten Platz, mit weiter steigender Tendenz.** Derzeit gibt es über 50 Länder, in denen Gold geschürft wird. Davon entfallen auf nur 15 Länder fast 75% der derzeitigen Weltproduktion. Keines dieser Länder hat klare Zielvorgaben, wie es bis 2050 die Netto-Null erreichen möchte. Und die meisten von ihnen stellen ein hohes politisches und ökonomisches Risiko dar.

## Risikobewertung der 15 wichtigsten goldproduzierenden Länder, 2020

Land	Produktion, in Tonnen	Länderrisiko (wirtschaftlich und politisch)	CAT Netto-Null	Scope 1, 2 & 3 absolute Emission pro Tonne Gold
China	368,3	Hoch	Schlecht	n. v.
Russland	331,1	Hoch	Schlecht	14.421
Australien	327,8	Niedrig	Schlecht	16.449
USA	190,2	Niedrig	Durchschnitt	15.031
Kanada	170,6	Niedrig	Durchschnitt	9.795
Ghana	138,7	Mäßig	Schlecht	13.333
Brasilien	107,0	Hoch	Schlecht	6.452
Usbekistan	101,6	Hoch	Schlecht	n. v.
Mexiko	101,6	Hoch	Schlecht	17.211
Indonesien	100,9	Mäßig	Schlecht	n. v.
Südafrika	99,2	Mäßig	Schlecht	23.710
Peru	97,8	Mäßig	Schlecht	10.268
Mali	93,8	Hoch	Schlecht	n. v.
Burkina Faso	93,4	Hoch	Schlecht	n. v.
Sudan	83,8	Hoch	Schlecht	n. v.

Quelle: Climate Action Tracker, World Gold Council, Mining.com, Emission (tCO<sub>2e</sub>) pro Tonne Gold, Incrementum AG

Die Goldminenunternehmen dieser Länder haben die besten Möglichkeiten, von der Planung zum Handeln überzugehen und die Energiewende sowohl bei der selbst erzeugten als auch bei der zugekauften Energie einzuleiten. **Indem sie sich verpflichten, aus fossilen Brennstoffen auszusteigen, werden diese Unternehmen an ihren Standorten als Vorreiter des Wandels wahrgenommen, geben ein Beispiel für verantwortungsvolles Handeln und vermeiden einen massiven Anstieg der Preise für Emissionszertifikate.** Wie bereits erwähnt, ist dieser Anreiz von großer Bedeutung, da die derzeitige Nachfrage nach der Finanzierung solcher Projekte das Angebot übersteigt, was die Finanzierungskosten signifikant senkt.

## Politisches Risiko

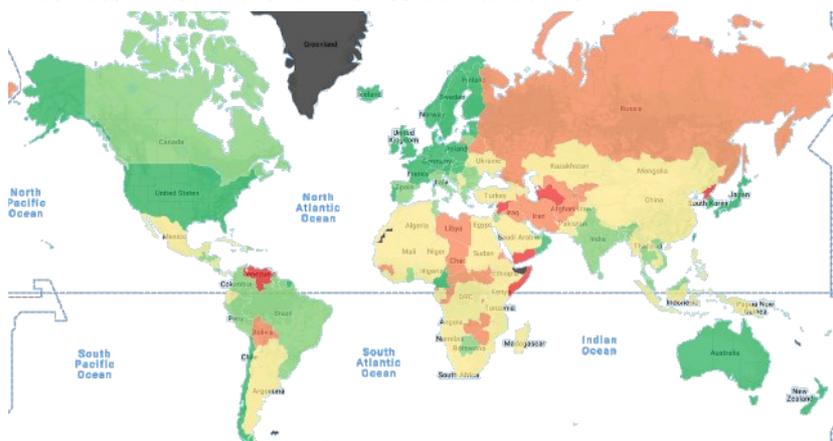
*Manchmal ist es am einfachsten, ein Problem zu lösen, indem man aufhört, sich an dem Problem zu beteiligen.*

**Albert Einstein**

**Geopolitische Paradigmenwechsel sind im Gange, und der Rohstoffsektor steht im Mittelpunkt vieler dieser Veränderungen.**

Risiken in Bezug auf die Rechtsprechung, insbesondere politische und ökonomische Risiken, gehören heute zu den drei wichtigsten Anliegen, wenn ein Prüfungsausschuss eine neue Investition prüft.

### Index des wirtschaftlichen Risikos der Länder 2021



Quelle: Marsh

*Die Natur neigt, wenn sie universellen Gesetzen überlassen wird, dazu, aus dem Chaos eine Ordnung zu schaffen.*

**Immanuel Kant**

Viele Goldminenunternehmen sind im vergangenen Jahr von politischen Unruhen und staatlichen Eingriffen betroffen gewesen oder werden in naher Zukunft davon betroffen sein:

- **Papua-Neuguinea:** Die Regierung entzog Barrick die Lizenz für den Betrieb der Goldmine. Erst nachdem Barrick 51% der Anteile an die Regierung von Papua-Neuguinea übergeben hatte, wurde die Mine wieder in Betrieb genommen.
- **Mali:** Der Staatsstreich hat vorerst keine direkten Auswirkungen auf die Goldförderung.
- **Sudan:** Der Premierminister ist aufgrund von Spannungen zwischen der Bevölkerung und der Armee zurückgetreten, was vorerst keine direkten Auswirkungen auf die Goldförderung hat.
- **Kasachstan:** Die Regierung trat im Jänner 2022 nach Unruhen und Massenprotesten wegen der Ölpreiserhöhungen zurück, was vorerst keine direkten Auswirkungen auf die Goldminenunternehmen hat.
- **Kirgisistan:** Die Regierung beschlagnahmt die Kumtor-Goldmine von Centerra.
- **Russland:** Invasion in die Ukraine durch Russland. Vorübergehende Aussetzung des Ankaufs der inländischen Goldproduktion durch die Zentralbanken. Ausschluss der russischen Goldproduzenten aus den FTSE-Aktienindizes. Massive Desinvestitionen von internationalen Investoren.
- **Chile:** Der Oberste Gerichtshof stoppt das Projekt der Pascua-Lama-Mine von Barrick. Chile prüft zudem die Möglichkeit, Kupfer- und Lithiumminen zu verstaatlichen und deren Steuersatz auf bis zu 80% zu erhöhen.

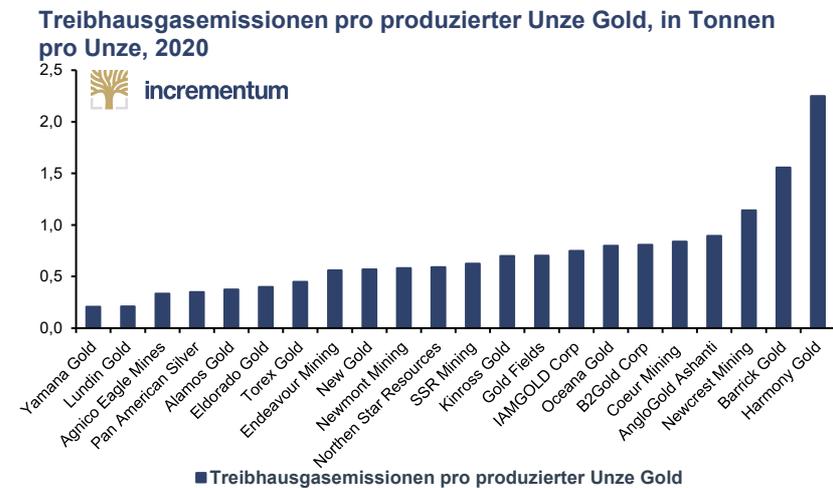
## ESG-Vorzugsschüler und Sitzenbleiber im Jahr 2021

*Gold actually has a much better standing at actually providing negative correlation.*

**Chris Brycki**

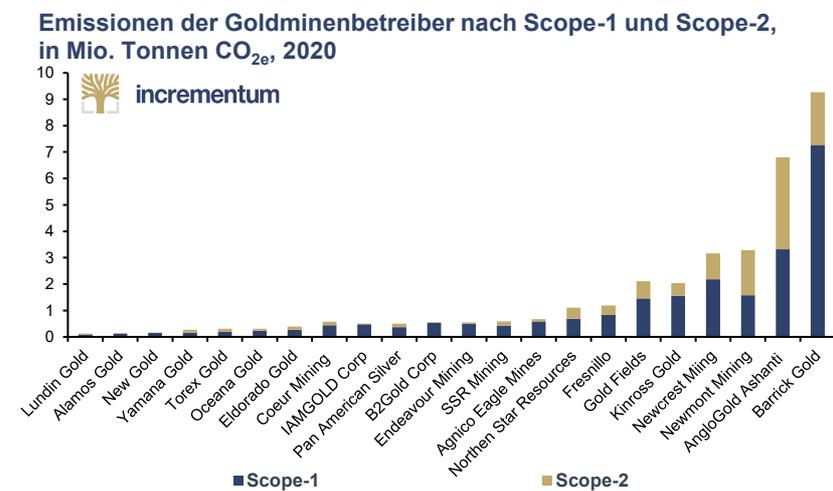
**Es ist schwierig, den Klassenbesten und den Klassenschlechtesten ausschließlich anhand von ESG-Ratings zu ermitteln.** Unternehmen können sehr hoch eingestuft sein, bis sich in einer ihrer Minen eine Katastrophe ereignet. Bei einer genaueren Betrachtung der ESG-Ratings haben wir die besten und die schlechtesten Unternehmen in Bezug auf die gesamten

Treibhausgasemissionen pro produzierter Unze Gold sowie auf die gesamten Scope-1- und Scope-2-Emissionen ermittelt.



Quelle: Bloomberg, S&P, berichtende Unternehmen, Incrementum AG

Es scheint eine Korrelation zwischen dem ESG-Rating eines Unternehmens und den Emissionen zu geben, sowohl pro Unze Gold als auch in Bezug auf Scope-1- und Scope-2-Emissionen. Insbesondere zwei Unternehmen emittieren große Mengen CO<sub>2</sub>: „AngloGold Ashanti“ und „Barrick Gold“. Diese Unternehmen verwenden hauptsächlich Kohle zur Stromerzeugung und sollten sich auf einen raschen Umstieg auf erneuerbare Energien konzentrieren.



Quelle: Bloomberg, S&P, berichtende Unternehmen, Incrementum AG

## Rückverfolgbarkeit: Eher früher als später

**Wie können Anleger wissen, ob der Goldbarren, den sie gekauft haben, von einem der besten oder einem der schlechtesten ESG-Goldproduzenten stammt?** Anleger wollen sich beispielsweise von Gold fernhalten, das in Konfliktgebieten gefördert wird. Um diesem wachsenden Bedarf gerecht zu werden, entwickelt das „World Gold Council“ in Zusammenarbeit mit

der „London Bullion Market Association“ (LBMA) sowie aXedras und Peer Ledger ein digitales System zur Aufzeichnung der Lieferkette von Gold. Durch den Einsatz der Blockchain-Technologie werden alle Transaktionen und Bewegungen in einem Ledger aufgezeichnet. Dieser Ledger wird nicht in vollem Umfang öffentlich sein, wie es bei Bitcoin der Fall ist, sondern nur den Stakeholdern zur Verfügung gestellt. Diese Initiative, die sich zunächst auf die einfache Rückverfolgbarkeit konzentriert, könnte sich zu einer vollständig transparenten Liefer- und Verwahrungskette für Goldbarren und -münzen entwickeln.

## Wie man diese Risiken umschifft

Strategien, die ESG als zentrale Überlegung im Anlageprozess einsetzen, werden zunehmend beliebter. Die Ereignisse im Öl- und Gassektor im Mai 2020, als ein niederländisches Gerichtsurteil das Ziel von „Royal Dutch Shell“, die CO<sub>2</sub>-emissionen bis 2030 von 20% auf 45% zu reduzieren, beschleunigte, und am selben Tag „Exxon Mobil“ gezwungen war, zwei von „Engine No. 1“, einem aktivistischen Hedgefonds, ausgewählte Aufsichtsratsmitglieder zu akzeptieren, zeigen deutlich, dass ESG nicht nur eine dauerhafte Erscheinung ist, sondern das Verhalten von Unternehmen von nun an bestimmen wird.

*The ESG and green transformation is simply the single largest policy bet ever undertaken, and the main consequences will be inflation and ever lower real rates.*

**Steen Jakobsen**

Die „Prinzipien für verantwortungsbewusstes Investieren der Vereinten Nationen“ (UNPRI) bieten dafür einen praktischen Rahmen. Diese sechs Prinzipien sollen Investoren helfen, einen ESG-Ansatz zu strukturieren, der mit jenem der globalen Mitbewerber vergleichbar ist und gleichzeitig breit genug ist, um nicht auf ein unrealistisches Mandat beschränkt zu werden. Seit ihrer Gründung im Jahr 2006 wurden die UNPRI von fast 4.000 Organisationen und Personen unterzeichnet, die im Jahr 2021 ein Vermögen von etwas mehr als 120 Bill. USD verwalteten.

## Fazit

*Forget the „super-cycle“, this is bigger.*

**Robert Friedland**

**Überall auf der Welt nehmen die staatlichen Eingriffe zu.** Angesichts der Tatsache, dass es schwierig ist, das tatsächliche Ergebnis der COP26, den daraus resultierenden Paradigmenwechsel zu einer CO<sub>2</sub>-armen Wirtschaft und die Verstaatlichung des Minensektors abzuschätzen, muss sich der Goldsektor verpflichten, Strategien für eine Netto-Null-konforme Produktion bis 2050 zu planen und umzusetzen. Wenn nicht, um den Planeten zu retten, so doch, um Zugang zu den derzeit günstigen Finanzierungsbedingungen zu erhalten.

*Everybody complains about the weather, but nobody does anything about it.*

**Mark Twain**

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich Anleger auf den aktuellen Inflationssturm vorbereiten und gleichzeitig die zusätzlichen Kosten der CO<sub>2</sub>-armen Wirtschaft vermeiden sollten. **Sie sollten aktiv erwägen, in Goldminenunternehmen mit guten ESG-Ratings zu investieren und ihre Goldquote zu erhöhen.**

# Sprott

## Investition in Ihre Zukunft



**Sprott legt seinen Fokus gezielt auf  
Investitionsstrategien mit Edelmetallen und  
realen Vermögenswerten.**

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.®

# Technische Analyse

*„Geduld ist sehr bitter, aber ihre Früchte sind süß.“*

Jean-Jacques Rousseau

## Key Takeaways

- Seit dem Allzeithoch 2020 hat eine Konsolidierung stattgefunden, die ein gesundes Fundament für weitere Kursanstiege bieten sollte.
- Der Coppock-Indikator hat Ende 2015 ein langfristiges Kaufsignal generiert. Die Tasse-Henkel-Formation ist weiterhin intakt, der Ausbruchversuch ist jedoch mehrmals gescheitert. Das Kursziel dieser Formation läge bei 2.700 USD.
- Der Optix-Index notiert bei 49 und somit im neutralen Terrain. Das Sentiment ist somit grundsätzlich konstruktiv, ein „wash-out“ hat jedoch noch nicht stattgefunden.
- Die saisonale Analyse des Goldpreises zeigt, dass in den Jahren mit US-Zwischenwahlen ab Ende Mai saisonaler Gegenwind einsetzt, der sich Anfang Juli aber wieder umkehrt. Der Juni ist – nach dem Mai – der zweitschwächste Monat in Zwischenwahljahren.
- Das „Midas Touch Gold Modell“™ ist am 19. April in den bearishen Modus gewechselt. Die Ausgangslage hat sich seitdem weiter verschlechtert und ein nachhaltig bullisches Signal ist momentan nicht zu erkennen.

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 positiven technischen Einschätzung kommen. Seit dem Allzeithoch im August des letzten Jahres hat eine spekulative Bereinigung stattgefunden, die ein gesundes Fundament für weitere Kursanstiege bieten sollte ... Insofern scheinen die Voraussetzungen für die Fortsetzung des neuen Bullenmarktes aus technischer Sicht hervorragend.“<sup>94</sup>*

Diese Einschätzung hat sich als teilweise korrekt herausgestellt. Wenige Tage nach der Veröffentlichung des *In Gold We Trust*-Report 2021 setzte ein Abwärtstrend ein, der erst bei 1.680 USD (38,2% Fibonacci-Retracement des Aufwärtstrends von 2015 bis 2020) seinen Boden fand. Anschließend begann eine mehrmonatige Konsolidierung, die Anfang 2022 eine Rally bis nahe der Allzeithochs einleitete, ehe der Goldpreis (zumindest auf USD-Basis) ab Anfang April wieder den Rückwärtsgang einlegte.

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

**W. D. Gann**

#### **Wie sieht nun unsere aktuelle technische Einschätzung des**

**Goldpreises aus?** Für die langfristige Standortbestimmung ziehen wir erneut die Coppock-Kurve und damit einen verlässlichen Momentum-Indikator heran.<sup>95</sup> Als Kaufsignal gilt, wenn der unter der Nulllinie liegende Indikator nach oben dreht, also einen positiven Wert annimmt. Der Vorteil dieses Indikators liegt darin, dass man große Trendwechsel verlässlich erkennt. Seit Ende 2015 steht der Indikator auf Kauf. Ab Sommer 2020 tendiert die Kurve leicht gen Süden. Seit Dezember 2021 befindet sie sich nun wieder im Aufwärtstrend. Der KST<sup>96</sup> hat hingegen nach unten gedreht, befindet sich aber nach wie vor im positive Terrain.

**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.**

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

**Bob Farrell**

#### **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 Anfang Mai 2022 für Ende 2022 an, so wird im Median ein Preis von 1.900 USD erwartet. Die Kursziele für das Jahresende der Folgejahre sind: 1.800 USD (2023), 1.787 USD (2024), 1.700 USD (2025) und abermals 1.700 USD (2026). De facto erwarten die Analysten somit eine Seitwärtsbewegung.

<sup>94</sup> „Technische Analyse“, *In Gold We Trust*-Report 2021, S. 334

<sup>95</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>96</sup> Der „Know Sure Thing“-Indikator (KST) von Martin Pring misst das Preismomentum von vier verschiedenen Preiszyklen.

Das wäre eine Entwicklung, die – sofern man sich mit Marktzyklen beschäftigt – äußerst unwahrscheinlich erscheint.

### Bloomberg: Analysten-Konsens für Gold: 2022-2026

Gold \$/t oz							
Browse As Of 05/09/22 Ticker Type Actual							
Quarterly Forecast Yearly Forecast							
Overview Curve Analysis Ranking							
Firms Standard Custom Rank All Updated Last 6 Months							
Consensus	Spot	As Of	2022	2023	2024	2025	2026
Median	05/03/22	1900.00	1800.00	1787.00	1700.00	1700.00	1700.00
Mean	05/03/22	1891.98	1812.79	1791.06	1720.00	1700.00	1700.00
High	05/03/22	2068.00	2150.00	2000.00	1850.00	1800.00	1800.00
Low	05/03/22	1630.00	1406.25	1600.42	1610.00	1600.00	1600.00
Forward	1873.06	05/09/22	1889.13	1940.32	2046.53	2072.12	2072.12
Diff (Median - Curr)			+10.87	-140.32	-346.53	-372.12	-372.12

Quelle: Bloomberg

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

**Dave Rosenberg**

**Bei Silber zeigt sich ein ähnliches Bild.** Per Jahresende wird im Median ein Preis von 24 USD erwartet, anschließend soll der Silberpreis 2023 auf 22,94 USD fallen und 2024 minimalst auf 23 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 Schweinsstelze und ein Maß Bier bei veganen Antialkoholikern.**

### Bloomberg: Analysten-Konsens für Silber: 2022-2026

Silver \$/t oz							
Browse As Of 05/09/22 Ticker Type Actual							
Quarterly Forecast Yearly Forecast							
Overview Curve Analysis Ranking							
Firms Standard Custom Rank All Updated Last 6 Months							
Consensus	Spot	As Of	2022	2023	2024	2025	2026
Median	05/03/22	24.00	22.94	23.02	22.99	24.50	24.50
Mean	05/03/22	23.74	22.07	23.11	22.99	24.50	24.50
High	05/03/22	26.80	28.20	26.95	24.70	24.50	24.50
Low	05/03/22	21.00	17.50	20.00	21.27	24.50	24.50
Forward	22.24	05/09/22	22.92	23.15	23.74	24.10	24.40
Diff (Median - Curr)			+1.08	-0.21	-0.71	-1.11	+0.10

Quelle: Bloomberg

*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**

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

*Man is not a rational animal; he is a rationalizing animal.*

**Robert A. Heinlein**

**Wenn der Optix-Index über die rot gestrichelte Linie bei 75 Punkten steigt, so gilt es, vorsichtiger zu werden.** Liegt er bei 30 Punkten oder darunter, ist der Pessimismus hingegen ausgeprägt und das Downside-Risiko limitiert. Aktuell notiert der Optix-Index bei 49 und somit im neutralen Terrain. Man erkennt zudem, dass im Zuge der Korrektur der letzten Monate keine Sentiment-Tiefststände markiert wurden. Dies bestätigt unsere Einschätzung, dass die Stimmung im Sektor grundsätzlich konstruktiv ist, ein weiterer „wash-out“ aber möglich erscheint.

### Optix-Indikator und Goldpreis, 2002-2022



Quelle: 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 Coxe**

Bezüglich der Stimmungslage im Silbersektor hatten wir im Vorjahr geschrieben: „Bei Silber hat die Party scheinbar noch nicht wirklich begonnen, wenngleich die Gäste nun langsam eintreffen.“<sup>97</sup> Weitere Partygäste sind zwischenzeitlich tatsächlich hinzugekommen, andere haben die Party aber rasch wieder frustriert verlassen. Der Optix-Index notiert aktuell bei 39, also nahe des bearishen Territoriums.

### Optix-Indikator und Silberpreis, 2002-2022



Quelle: Sentimentrader.com

**Auch heuer wollen wir zudem einen kurzen Blick auf die saisonalen Muster werfen.** Der folgende Chart zeigt die jährliche Entwicklung von Gold in US-Midtermelection-Jahren. Deutlich ist zu erkennen, dass ab Ende Mai saisonaler Gegenwind einsetzt, der sich Anfang Juli aber wieder umkehrt.<sup>98</sup> Juni ist – nach Mai – der zweitschwächste Monat in Wahljahren. Insofern sollte aus saisonaler Sicht in den nächsten Wochen weiterer Gegenwind zu erwarten sein.

<sup>97</sup> „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2020, S. 327

<sup>98</sup> Die saisonalen Charts wurden uns von unseren Freunden von [www.seasonax.com](http://www.seasonax.com) zur Verfügung gestellt.

### Saisonalität von Gold in Zwischenwahljahren



Quelle: [Seasonax.com](https://www.seasonax.com)

Bei Silber lässt sich ein starker saisonaler Aufwärtstrend ab Juli erkennen. Juni markiert den schwächsten Monat und auf Wochensicht scheint der Montag für antizyklische Zukäufe prädestiniert zu sein.

### Saisonalität von Silber in Zwischenwahljahren



Quelle: [Seasonax.com](https://www.seasonax.com)

## Das Midas Touch Gold Model™<sup>99</sup>

„Nichts hat eine solche Kraft, den Geist zu erweitern, wie die Fähigkeit, alles, was du im Leben beobachtest, systematisch und wahrhaftig zu untersuchen.“

Marcus Aurelius

Wie immer an dieser Stelle ist es Zeit für ein Update zum aktuellen Stand des „Midas Touch Gold Modells“<sup>TM100</sup> sowie einem kurz- bis mittelfristigen Ausblick von 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 Model 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, Tradingview

*To anticipate the market is to gamble. To be patient and react only when the market gives the signal is to speculate.*

**Jesse Livermore**

**Der Goldpreis erreichte am 7. August 2020 mit Kursen um 2.075 USD ein neues Allzeithoch, welches bis heute seine Gültigkeit hat.** Die seit fast zwei Jahren laufende Korrektur ist also noch nicht endgültig ausgestanden und im Vergleich zum *In Gold We Trust*-Report 2021 steht der Goldpreis aktuell lediglich 32 USD höher. Nachdem die Unterstützung um 1.680 USD im vergangenen Jahr dreimal den Angriffen der Bären standgehalten hatte, konnte der Goldpreis ab dem 9. August 2021 bis zum 8. März 2022, aber innerhalb von acht Monaten insgesamt um gut 390 USD bzw. 23,2% zulegen. Allerdings konnte diese beachtliche Aufwärtsbewegung erst ab Ende Jänner 2022 echtes Momentum entfalten. Zuvor handelte der Goldpreis meist trickreich seitwärts und sorgte so für eine Aufgabestimmung kurz vor dem Jahreswechsel.

<sup>99</sup> Wir bedanken uns bei Florian Grummes für diesen Exkurs. Florian Grummes 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>100</sup> Eine detaillierte Beschreibung des Modells und seiner Philosophie finden Sie im *In Gold We Trust*-Report 2016.

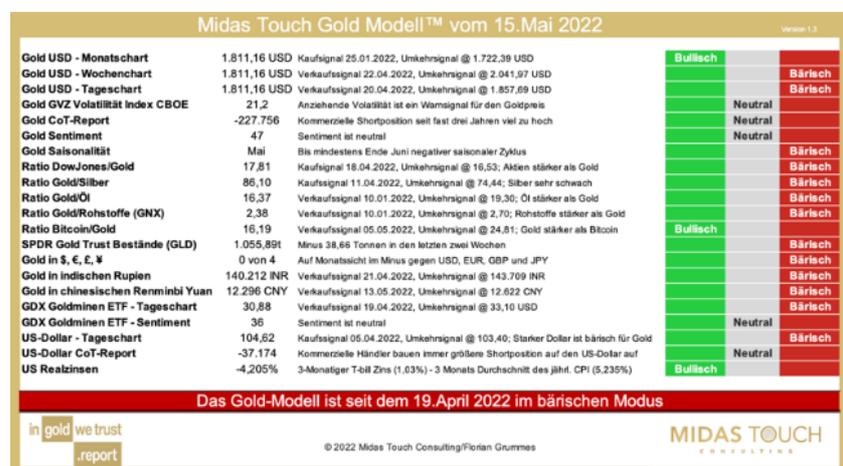
Mittlerweile sind die Kurse vom Frühjahrshoch bei 2.070 USD jedoch deutlich um 270 USD bzw. 13% zurückgegangen. Insbesondere seit dem 18. April, als eine erste größere Erholungsbewegung am Goldmarkt knapp unter der Marke von 2.000 USD scheiterte, ging der Goldpreis in die Knie und wurde zuletzt im Zuge der Liquidationswelle an den Finanzmärkten gnadenlos nach unten durchgereicht.

*Try to see it my way. Only time will tell if I am right or I am wrong. While you see it your way, there's a chance that we may fall apart before too long.*  
„We Can Work It Out“,  
The Beatles

**Weder die 200-Tagelinie (aktuell 1.836 USD) noch die breite Unterstützungszone um 1.830 USD konnten den Abverkauf bislang stoppen.** Zum aktuellen Wochenschlusskurs konnte sich der Goldpreis aber immerhin oberhalb der im August 2018 gestarteten Aufwärtstrendlinie ins Wochenende retten, womit die Chancen für eine unmittelbar bevorstehende Gegen- bzw. Erholungsbewegung zunehmen.

**Im großen Bild befindet sich der Goldpreis also noch immer in einer Konsolidierungs- bzw. Korrekturphase.** Da der Konsens der Edelmetallfans bis zuletzt klar auf dem sicher geglaubten unmittelbaren Ausbruch aus der großen Tasse-Henkel-Formation (Cup-Handle) lag, musste wie so oft an den Märkten das genaue Gegenteil passieren. Trotzdem ist der Ausbruch auf neue Allzeithochs höchstwahrscheinlich nicht aufgehoben, sondern nur verschoben worden. Dazu bräuchte es aber nachhaltige Kurse oberhalb von 2.000 USD. Dann könnte es schnell gehen. Angesichts der imminenten Kursschwäche sollte man aber besser mit einem Zeitrahmen von ein bis drei Jahren planen, bis der Ausbruch über das Bollwerk zwischen 2.000 und 2.070 USD tatsächlich gelingen wird.

### Midas Touch Gold Modell™



Quelle: Midas Touch, Tradingview

*The first principle is that you must not fool yourself – and you are the easiest person to fool.*  
Richard Feynman

**Das Midas Touch Gold Modell™ ist am 19. April in den bärischen Modus gewechselt. Die Ausgangslage hat sich seitdem weiter verschlechtert und ein nachhaltig bullisches Signal ist momentan in weiter Ferne.** Rückblickend wechselten zahlreiche Bausteine durch den Kursrutsch unter die Marke von 1.940 US-Dollar zwischen dem 18. und 22. April in den bärischen Modus. Insbesondere waren dies neue Verkaufssignale auf dem Tages- und Wochenschart für den Goldpreis in US-Dollar als auch in indische Rupien sowie beim GDX Goldminen ETF. Hinzu kam ein Verkaufssignal seitens des DowJones/Gold-Ratios. Das Gold/Silber-Ratio drehte bedingt durch die

schwache Entwicklung beim Silberpreis bereits am 11. April und kündigte damit das Drama der letzten Wochen frühzeitig an. Einzig der Monatschart für den Goldpreis in US-Dollar sowie das Bitcoin/Gold-Ratio als auch die negativen Realzinsen in den USA steuern derzeit bullische Signale bei.

**Insgesamt lassen sich derzeit folgende Schlussfolgerungen aus dem Midas Touch Gold Modell™ ableiten:**

- **Auf dem Monatschart für den Goldpreis gegen den US-Dollar ist immer noch ein Kaufsignal aktiv.** Dieses würde derzeit erst bei Kursen unterhalb von 1.722 USD negiert. Auf der Oberseite hingegen benötigt es momentan Kurse oberhalb von 2.041 USD, um auch den Wochenchart wieder bullish klassifizieren zu können. Bis dahin fehlen derzeit 230 USD. Wir müssen also davon ausgehen, dass der Goldpreis wohl viel Zeit benötigen wird, bis sich ein neues nachhaltig bullisches Setup auf allen drei entscheidenden Zeitebenen (Monats-, Wochen- und Tageschart) einstellen wird.
- **Auch das stark gestiegene Gold/Silber-Ratio macht klar, dass man sich in Geduld üben müssen.** Bis der Silberpreis mit einer deutlichen Outperformance gegen Gold die nächste Übertreibungsphase auf der Oberseite einläutet, kann es noch lange dauern.
- **Auffällig ist auch die Schwäche des Goldpreises gegen die anderen Rohstoffe.** Da ein deutlich schwächerer Ölpreis angesichts der schwierigen geopolitischen Lage vorerst nicht absehbar ist und viele andere Rohstoffe zunehmend unter Angebotsschwierigkeiten leiden werden, wird sich ein neues Kaufsignal für den Goldpreis hier vermutlich noch länger hinziehen.
- **Zwar hat der Bitcoin den Goldpreis in den letzten Jahren gnadenlos outperformt, momentan favorisiert das Bitcoin/Gold-Ratio allerdings Gold.** Derzeit benötigt man knapp 16 Unzen Gold für einen Bitcoin.
- **Der US-Dollar-Index stieg in den letzten 12 Monaten um gut 17,3% und setzte insbesondere in den letzten Wochen dem Goldpreis zu.** Dank der steilen Rally notiert der US-Dollar-Index derzeit auf dem höchsten Stand seit 21,5 Jahren. Die stark überkaufte bzw. überhitzte Lage könnte allerdings bald eine Gegenbewegung erzwingen, womit zumindest eine vorübergehende Erholung beim Goldpreis möglich werden würde. Sollte der US-Dollar-Index unter 103,40 fallen, wechselt dieser Baustein innerhalb des Midas Touch Gold Modells™ auf bullish.

## Gold in USD (Tageschart)



Quelle: Midas Touch, Tradingview

**Auf dem Tageschart fiel der Goldpreis ohne große Gegenwehr in den letzten 20 Handelstagen von 1.998 USD bis auf 1.799 USD.** Damit wurde am Freitag, den 13. Mai, die große dunkelgrüne Aufwärtstrendlinie erreicht und zumindest per Tages- und Wochenschlusskurs nicht unterschritten. Trotz dieses heftigen Kursrutsches und einer klar überverkauften Lage sind bislang allerdings kaum Signale für einen Boden und eine mögliche Erholung auszumachen. Vielmehr wurde die Unterstützungszone um 1.850 USD innerhalb von fünf Handelstagen geknackt. Die 200-Tagelinie (aktuell 1.836 USD) hielt dem Druck der Bären gar nur zwei Handelstage stand. Der Stochastik-Oszillator wäre eigentlich stark überverkauft, hat sich aber seit 10 Handelstagen unterhalb von 20 eingeknistert und damit den Abwärtstrend bis auf weiteres festgezurr.

*We believe that now is the time to start layering in gold exposure, not when the rest of the world tries to do so.*

**John Hathaway**

**Da die Konsequenzen aus dem Platzen der Tech-Blase bislang noch nicht vollständig absehbar** sind und eine gnadenlose Liquidationswelle allen Märkten in großem Stil seit Wochen den Boden unter den Füßen wegzieht, sind auch am Goldmarkt noch deutlich tiefere Kurse denkbar. Kurzfristig sollte das „Actio-und-Reactio-Prinzip“ allerspätestens um das Dezembertief bei 1.750 USD für eine steile Zwischenerholung sorgen. Diese könnte auch jetzt schon starten und den Goldpreis zumindest wieder über die 200-Tagelinie in Richtung der Marke von 1.850 USD hieven. In einem zweiten Erholungsschritt wäre dann ein vermutlich erfolgloser Anlauf an die neue Abwärtstrendlinie im Bereich um 1.900 USD möglich. Im Anschluss müsste der Goldpreis bis zum Hochsommer seine leicht steigende 200-Tagelinie dann jedoch einem zweiten Test unterziehen, schließlich steht es sich auf zwei Beinen besser.

*Great opportunities do not come every year.*

**Charles Dow**

**Alternativ geht der Crash an den Finanzmärkten mehr oder weniger direkt weiter.** Das ausgebombte Sentiment spricht allerdings dagegen. Der Goldpreis würde sich diesem Crash-Szenario ähnlich wie 2008 sicher nicht entziehen können und würde vermutlich mindestens bis auf ca. 1.680 USD zurücksetzen. Daher heißt es im aktuellen Umfeld weiter vorsichtig und auf Sicht zu fahren. Nur wer am finalen Tiefpunkt noch genügend Liquidität besitzt, kann die sich dann bietenden Chancen auch erfolgreich nutzen.

*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**

**Insgesamt befindet sich der Goldpreis nicht nur charttechnisch, sondern auch saisonal in einem sehr schwierigen Fahrwasser.** Eine bullische Erwartungshaltung hat sich in der Vergangenheit zwischen März und Juli selten bezahlt gemacht. Am besten hält man als Goldbug in dieser Phase einfach geduldig die Füße still, denn erst ab August wäre der Beginn einer neuen mehrmonatigen Aufwärtswelle im Edelmetallsektor denkbar.

## Fazit

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.

*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**

**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 jedoch deutlich zäher und langwieriger als erwartet. Die Stimmungslage hat sich zuletzt zwar eingetrübt, ein extrem bearischer „wash-out“ hat jedoch (noch) nicht stattgefunden.

Aus saisonaler Sicht könnten die nächsten Wochen noch Gegenwind mit sich bringen. Auch die zuletzt gestiegene relative Stärke von Gold gegenüber Silber und den Minenaktien stimmt uns vorsichtig. **Insofern scheinen die Voraussetzungen für die Fortsetzung des Bullenmarktes aus technischer Sicht kurzfristig eingetrübt. Für die nächsten Wochen erwarten wir ein diffiziles Marktumfeld.**

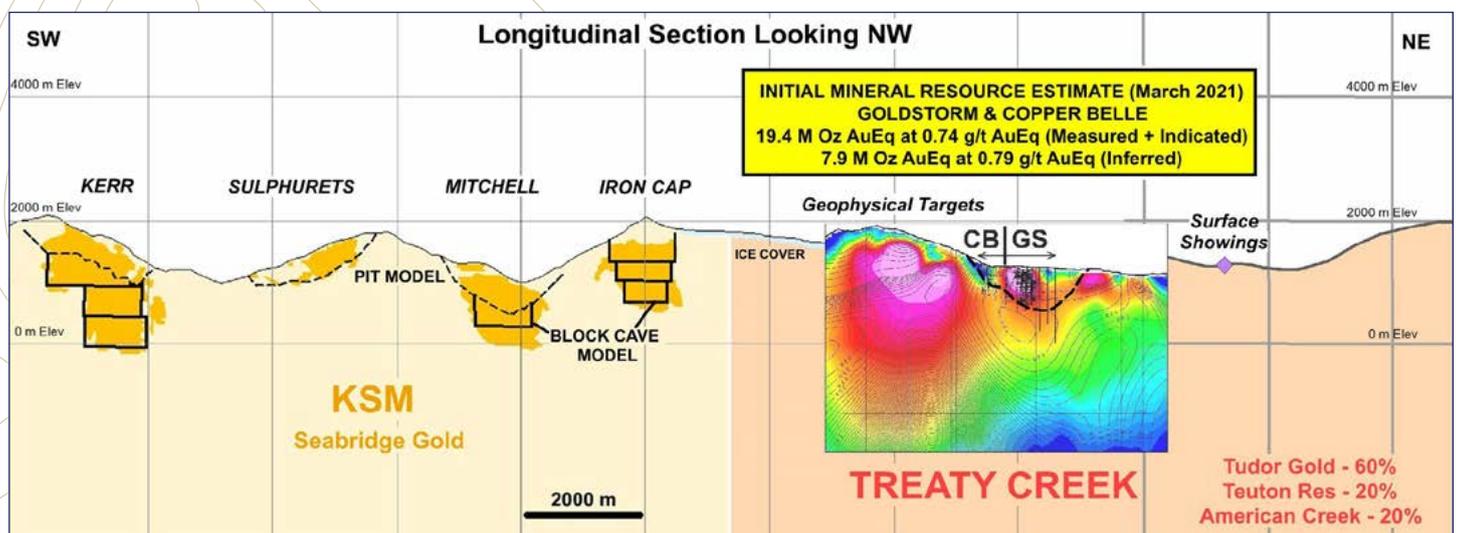


# TUDOR GOLD

## Why Invest in TUDOR GOLD Corp.?

- ✓ **Initial Mineral Resource Announced in March 2021 – Treaty Creek is one of the largest gold discoveries of the last 30 years!**
  - 19.4 million ounces of 0.74 g/t AuEq (M&I) plus 7.9 million ounces of 0.79 g/t AuEq (Inferred).
- ✓ **Excellent Geopolitical Climate for Investment and Developing Large Deposits**
  - Tudor controls over 35,000 Ha in the Golden Triangle bordering the world-class KSM (Seabridge Gold) and Valley of the Kings (Pretium Resources) deposits.
  - Excellent infrastructure in mining friendly jurisdiction in B.C. (Canada), that host numerous famous past producers. Current operations in the region include Red Chris open-pit and block cave deposits with Skeena Resources advancing the Eskay Creek Project towards open-pit production.
  - Positive involvement from First Nations directly associated with mines and advanced projects such as Treaty Creek, with include signed engagement contracts to fast-track the exploration and permitting processes.
- ✓ **Strong Shareholders and Top Management**
  - Close to 50% owned by Chairman of the Board **Walter Storm** (co-founder of Osisko Mining) and famous resource investor **Eric Sprott**. President and CEO, **Ken Konkin**, (P.Geo.) is an award winning geologist and was instrumental in the discovery of the Valley of the Kings deposit.
- ✓ **Excellent Exploration Potential for discovery of other Mineralized Systems similar to Goldstorm Deposit**
  - Goldstorm Deposit remains open in all directions and depth – Tudor plans an extensive drill program in 2022.
  - Several high potential drill targets (e.g. Eureka, Perfect Storm, CBS) exist on the property, some of which have returned significant gold values from previous drill seasons.

## Treaty Creek – One of the Largest Gold Discoveries of the last 30 years!



# Quo vadis, aurum?

*„Our New World Disorder will be characterized by greater volatility, higher inflation and deeper financial repression.“*

Alexander Chartres

## Key Takeaways

- Die Geldpolitik steht mit dem Rücken zur Wand. Sie ist gezwungen, zumindest so zu tun, als ob sie der wölfischen Teuerung die Stirn böte, ohne dabei einen rezessiven Bären hervorzurufen.
- Die Federal Reserve handelt spät, aber (vorerst) entschlossen. International geraten dadurch Zentralbanken zunehmend unter Zugzwang.
- 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.
- Die aktuelle Teuerungswelle könnte im Zuge der zunehmenden Vermögenspreisdeflation noch dieses Jahr ihren Höhepunkt erreichen. Ein Umschwenken der Geldpolitik könnte jedoch schon die nächste Teuerungswelle einleiten.
- Der Goldpreis ist von der Straffung der Federal Reserve ebenfalls betroffen. Auch wenn sich Gold relativ zu allen anderen Anlageklassen dieses Jahr wacker schlägt, ist kurzfristig auch für Gold mit weiterem Gegenwind zu rechnen.
- Wir halten an unserem langfristigen Kursziel von 4.800 USD bis 2030 fest. Damit der Goldpreis bis zum Ende des Jahres weiterhin auf Kurs bleibt, müsste er auf etwa 2.200 USD steigen. Sofern die Geldpolitik vom angekündigten, harschen Weg abrückt, halten wir dies für realistisch.

## Everything-Bubble, Stagflation, Everything-Crash ...

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

**Robert Kiyosaki**

**Seit Jahren werden die Nachrichten von Berichten über globale Krisen dominiert.** Es scheint fast so, als würde ein Unglück das nächste jagen: Finanzkrise, Eurokrise, Klimakrise, Pandemie und seit Februar nun auch noch ein Krieg mitten in Europa. Die scheinbar chaotische und fragile Zeit, in der wir leben, sorgt unter großen Teilen der Bevölkerung für zunehmende Verunsicherung, Angst und Nachrichtenverdrossenheit. Bemerkenswerterweise hat sich diese Verunsicherung an den Kapitalmärkten bislang bestenfalls kurzfristig manifestiert. Betrachtet man die langfristige Entwicklung globaler Aktien- und Bondmärkte, könnte man meinen, dass all diese Krisen niemals stattgefunden hätten.

**Aggregierte Bilanzsumme der Fed, EZB, BoJ, und PBoC (lhs), in Bill. USD, und Kursentwicklung des globalen Aktien- und Anleihenmarkts\* (rhs), 01/2000-04/2022**



*Don't become a mere recorder of facts, but try to penetrate the mystery of their origin.*

**Ivan Pavlow**

Ein wesentlicher Grund für die spektakulären Renditen von Aktien-, aber auch Immobilien- und Anleiheinvestoren, insbesondere in den vergangenen 25 Jahren, ist, dass jede Krise im Sinne des vorherrschenden interventionistischen Zeitgeistes mit immer extremeren geldpolitischen Maßnahmen beantwortet wurde. Die Marktteilnehmer wurden wie Pawlow'sche Hunde auf diesen „Fed-Put“ konditioniert. **Die wahren Kosten dieser Politik der monetären Leckerli blieben lange Zeit verborgen.**

*An essential point in the social philosophy of interventionism is the existence of the inexhaustible fund which can be squeezed forever. The whole system of interventionism collapses when this fountain is drained off: The Santa Claus principle liquidates itself.*

**Ludwig von Mises**

**Voraussetzung für das Aufrechterhalten dieser Täuschung waren in erster Linie die starken, strukturell disinflationären Kräfte.** Die aus dem Nichts geschöpfte Liquiditätsflut schwappte zunächst vermehrt in die Kapitalmärkte und blähte die Vermögenspreise auf. Diese „Everything-Bubble“ erweckte den Eindruck, dass das Wachstum ungebrochen weitergehen könne, dass Defizite und die Geldmengenausweitung kein Problem wären und dass selbst globale Lockdowns und Produktionsstillstände der Wirtschaft bestenfalls kurzfristig etwas anhaben könnten. Die Eingriffe im Zuge der Coronakrise leiteten jedoch einen Wandel ein. **Der von uns im Vorjahr skizzierte monetäre Klimawandel war der Beginn eines Paradigmenwechsels, hin zu einem inflationären Umfeld. Der Krieg in der Ukraine und die mit ihm einhergehenden Sanktionen und Exportbeschränkungen sind nur ein weiterer Brandbeschleuniger.**

*Hängt dei Kopf, bist Charlie  
Brown, bist vom Lebn enttäuscht  
Des scheene am Enttäuschtsein is  
– du bist daunn ent-täuscht!*

**Pizzera & Jaus**

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

**Jim Reid**

**Nun befinden wir uns am Beginn einer großen Ent-täuschung.** Während sich in Zeiten der Disinflation zumindest ein kleiner Teil der Bevölkerung an den steigenden Vermögenswerten erfreuen konnte, tun sich Verbraucher, aber auch Anleger in Zeiten erhöhter Teuerungsraten zunehmend schwerer.

Die omnipräsente Teuerung bedeutet für den größten Teil der Menschen eine spürbare Verminderung des Lebensstandards. Wenn der „reale Kuchen“ kleiner wird – sei es in Form höherer Preise, kleinerer Verpackungsgrößen oder dünnerer Suppen – hat dies weitreichende Konsequenzen für das Konsumverhalten und die Investitionstätigkeit. Verteilungsfragen werden gesellschaftlich noch härter ausgefochten und tragen zu nationalen und internationalen Spannungen bei, und verstärken die ohnehin schon bestehende Polarisierung weiter. **Die Rückkehr des Wolfes und aller mit ihm verbundenen Kalamitäten erhöhen zunehmend den Druck auf die Währungshüter, die Kaufkraft der Währung tatsächlich zu hüten.**

**Die Geldpolitik steht daher mit dem Rücken zur Wand. Sie ist gezwungen, zumindest so zu tun, als ob sie dem Wolf die Stirn böte.** Die zaghaften Versuche, die Liquiditätsflut einzubremsen, beginnen jedoch die Probleme offenzulegen, die jahre-, wenn nicht gar jahrzehntelang durch inflationäre Notmaßnahmen verdeckt wurden. So wie im Jahr 2018, **als wir vor den unweigerlichen Konsequenzen der versuchten geldpolitischen Gezeitenwende warnten**, sprechen wir nun eine weitere explizite Warnung aus. **Neben der wölfischen Inflation droht nun auch eine bärige Rezession.**

## Der zum Scheitern verurteilte Balanceakt

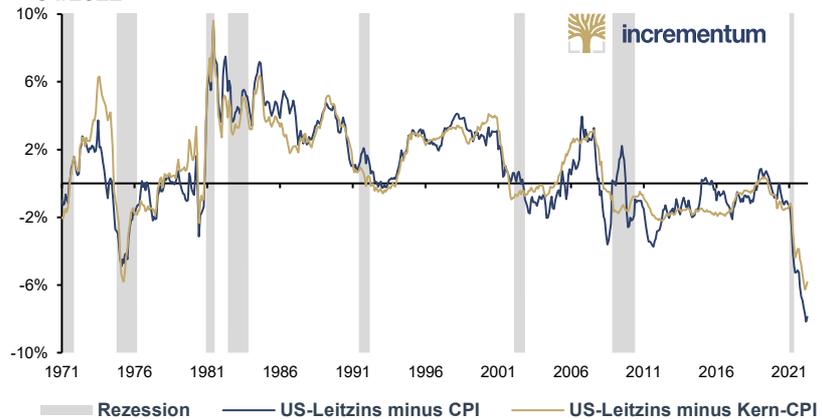


Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Angesichts der Jahrzehntehochs bei diversen Inflationsindikatoren – Verbraucherpreise, Kerninflation, Erzeugerpreise, Importpreise – mutierte in den vergangenen Monaten so manche geldpolitische Taube zu einem Falken.** In den USA besteht aktuell der Eindruck, als könnte der Federal Reserve die Anhebung der Zinsen gar nicht schnell genug gehen. Angesichts einer Inflationsrate von 8,3% ist das wenig verwunderlich.

**Der reale Leitzins war noch nie auf einem derart niedrigen Niveau wie aktuell.** Daran haben auch die ersten Zinsschritte nichts geändert. Legt man der Berechnung des Realzinses die Kerninflationsrate zugrunde, so ist der reale Leitzins am niedrigsten Stand seit 1971.

US-Leitzins minus CPI, und US-Leitzins minus Kern-CPI, 01/1971-04/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

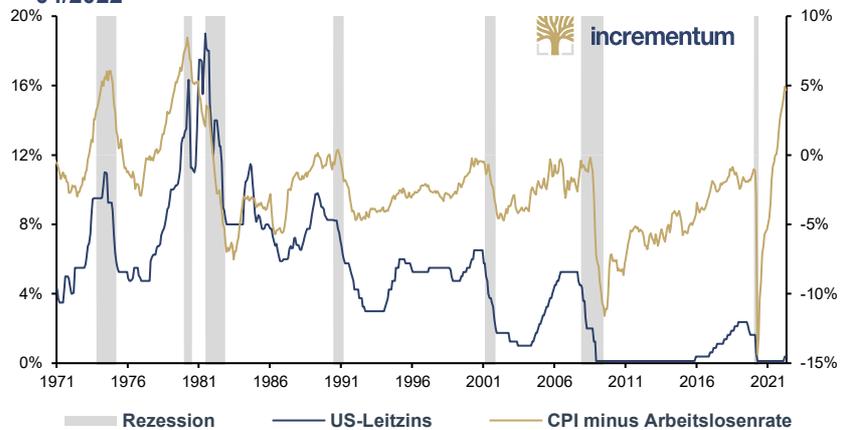
*The last duty of a central banker is to tell the public the truth.*

**Alan Blinder,**  
**ehem. Federal Reserve**  
**Vice Chairman**

**Auf Grundlage der offiziellen Arbeitslosen- und Teuerungsstatistik hätte die Federal Reserve, die ein duales Mandat hinsichtlich Beschäftigung und Preisstabilität verfolgt, schon längst handeln müssen.**

Die Spanne zwischen dem CPI und der Arbeitslosenrate ist in den USA aktuell so hoch wie seit vier Jahrzehnten nicht mehr. Damals lag der Leitzins allerdings um 15 Prozentpunkte (!) höher als heute.

US-Leitzins (lhs), und CPI minus Arbeitslosenrate (rhs), 01/1971-04/2022



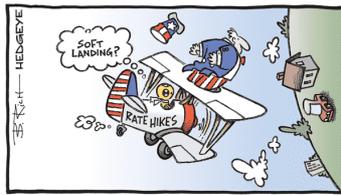
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*The Fed is attempting a controlled demolition with a high potential for butterfly effects.*

**Paul Wong**

Um den Rest ihrer Glaubwürdigkeit zu wahren, hatte die Federal Reserve daher keine andere Wahl, als aggressive Zinsschritte anzukündigen und mit deren Umsetzung zu beginnen. Das Tempo und die Vehemenz des erwarteten und bereits begonnenen Straffungszyklus – eine Fed Funds Rate von fast 3,50% bis zum Sommer 2023 sowie ein annualisiertes QT-Tempo von 1,14 Bill. USD – wäre die aggressivste geldpolitische Straffung, die es seit Paul Volcker gegeben hat.

Dass die Federal Reserve zu spät agiert, **hat Mitte Mai bemerkenswerterweise sogar Jerome Powell eingeräumt**: „If you had perfect hindsight you’d go back and it probably would have been better for us to have raised rates a little sooner.“



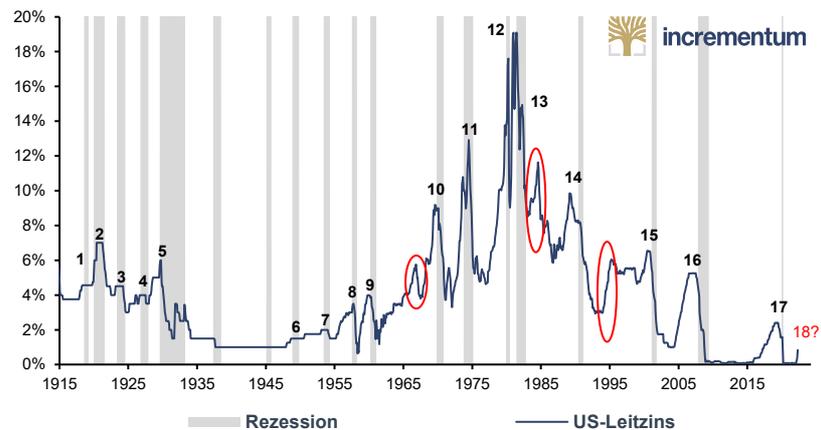
Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Neben dem Einbremsen der Inflation ist es das erklärte Ziel, die geldpolitische Kehrtwende zu bewerkstelligen, ohne eine Rezession auszulösen.** Dieser Balanceakt einer „sanften Landung“ ist aus unserer Sicht jedoch von vornherein zum Scheitern verurteilt. Ein Blick in die Geschichte bzw. in die letzten *In Gold We Trust*-Reporte<sup>101</sup> bestätigt unsere Zweifel.

**Zur Erinnerung: Jeder Zinserhöhungszyklus seit Anfang der 1980er-Jahre endete unter dem Höchststand des vorangegangenen Zyklus.** Das würde bedeuten, dass die Zinserhöhungen allerspätestens bei einer Zinsspanne von 2,25–2,50% beendet werden. So wurde die Federal Reserve in Q4/2018 von den Märkten genötigt, zu einer lockeren Geldpolitik zurückzukehren. Der S&P 500 gab damals zwischenzeitlich über 20% ab und Powell seinen erst Anfang Dezember 2018 zum Entsetzen der Finanzmärkte verkündeten „Autopilot“ schon im darauffolgenden Monat wieder auf.

Doch dieses Mal soll alles anders sein; so wollen uns zumindest die Federal Reserve und weite Teile der Ökonomenzunft glauben machen. **Der folgende Chart spricht allerdings eine andere Sprache, denn lediglich 3 von 20 Zinserhöhungszyklen endeten nicht mit einer Rezession.**

#### US-Leitzins, 01/1915-05/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*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?*

**Zerohedge**

#### Quantitative Tightening: Very, Very Frightening?

**Die Straffung der US-Geldpolitik besteht aber nicht nur aus aggressiven Zinserhöhungen.** Gleichzeitig ist auch ein Quantitative Tightening (QT), also eine Verkürzung der Bilanzsumme, vorgesehen. Unserer Meinung nach sind die QT-Pläne ambitioniert, um nicht zu sagen illusorisch. Die Bilanzsumme der Federal Reserve soll allein im Jahr 2022 um 522,5 Mrd. USD und 2023 um 1.140 Mrd. USD verkürzt werden. Das wäre ein Rückgang um fast 6% im laufenden Jahr und um weitere rund 13% im nächsten Jahr. Dieser Prozess soll so lange fortgesetzt werden, bis die Federal Reserve entscheidet, dass sich die Bilanz „normalisiert“ hat, oder bis die nächste Krise eine Kehrtwende erzwingt. Zweiteres wird definitiv eher eintreffen.

<sup>101</sup> Sämtliche früheren *In Gold We Trust*-Reporte finden Sie in unserem [Archiv](#).

**Werfen wir zunächst einen Blick in die Vergangenheit. Die bisherigen QE-Programme der Federal Reserve hatten folgende Auswirkungen auf die Kapitalmärkte:**

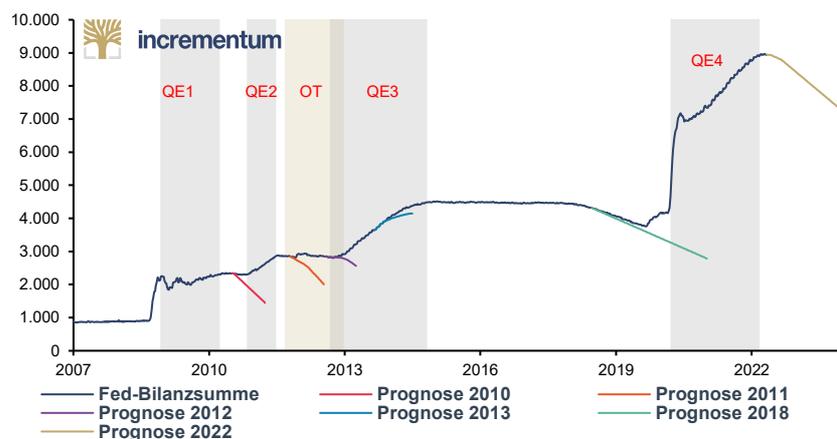
- Steigende Aktienmärkte
- Zunehmende Risikofreudigkeit
- Fallende Renditeaufschläge (Unternehmensanleihen, Junk)
- Sinkende Zinsen
- Gedämpfte Preisinflation
- Rekordniedrige Volatilität

*Liquidity is like the tide. When the tide rises, all the boats (financial assets) tend to float higher. When the tide goes out, all the boats (financial assets) tend to sink into the mud.*

**Richard Duncan**

**Es scheint naheliegend, dass QT exakt die gegenteiligen Konsequenzen wie QE hat.** Zur Erinnerung: Der letzte Straffungsprozess verlief schrittweise und behutsam. Die Federal Reserve begann im Oktober 2017 und damit knapp zwei Jahre nach der ersten Zinserhöhung. Das QT-Volumen wurde nur langsam erhöht und zwar von 10 Mrd. USD pro Monat auf 50 Mrd. USD pro Monat in Q4/2018. Die scharfe Aktienmarktkorrektur im Dezember 2018 zwang die Federal Reserve, die Zinserhöhungen auszusetzen und ein schnelles Ende des QT anzukündigen. Nur wenige Quartale später wuchs die Notenbankbilanz erneut.

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



Quelle: Reuters Eikon, Federal Reserve, Incrementum AG

*If Mike Tyson gave me fair warning that he was going to punch me in the face, no matter how prepared I'll be, I'm still going to hit the floor.*

**Peter Boockvar**

**Kann die Reduktion der Zentralbankbilanz diesmal gelingen, ohne dass es zu einer Rezession und/oder einer Neuauflage einer Finanzkrise kommt?** Erhebliche Zweifel sind angebracht. In ihrer 109-jährigen Geschichte hat die Federal Reserve genau sieben Mal versucht, ihre Bilanzsumme zu reduzieren (1921-22, 1928-1930, 1937, 1941, 1948-1950, 2000 und 2017-2019).<sup>102</sup> Die letzte Episode kann praktisch außer Acht gelassen werden, weil sich die Federal Reserve rasch wieder von ihrer Straffungspolitik verabschieden musste. Davor folgte auf fünf der sechs historischen QT-Bemühungen der Federal Reserve eine Rezession, wobei 1941, das Jahr des US-amerikanischen Eintritts in den 2. Weltkrieg, die einzige Ausnahme bildet.

**Die Federal Reserve läuft Gefahr, die Auswirkungen der Zinserhöhungen und Bilanzkürzungen auf die Eindämmung der**

<sup>102</sup> Siehe Reik, Trey: „Broad Equity Valuation and Market Internals“, Bristol Gold Group, 31.März 2022

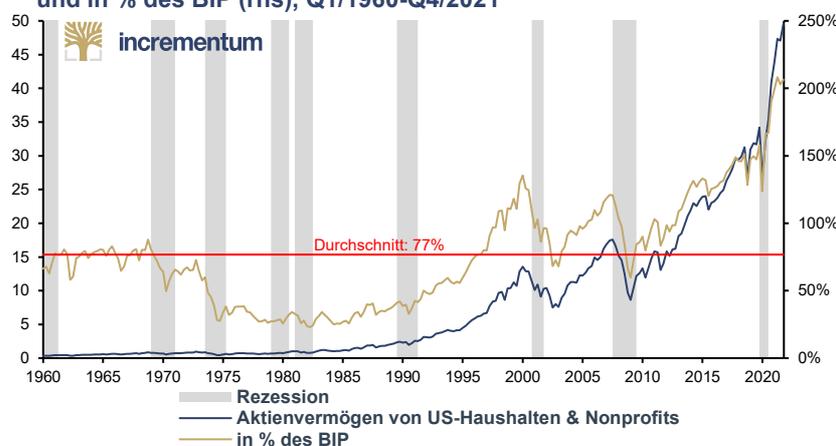
**Inflation genauso zu überschätzen, wie sie die Auswirkungen der Zinssenkungen auf die Ankurbelung der Inflation unterschätzt hat.**

*Financialization is profit margin growth without labor productivity growth....  
Financialization is the zombification of an economy and the oligarchification of a society.*

**Ben Hunt**

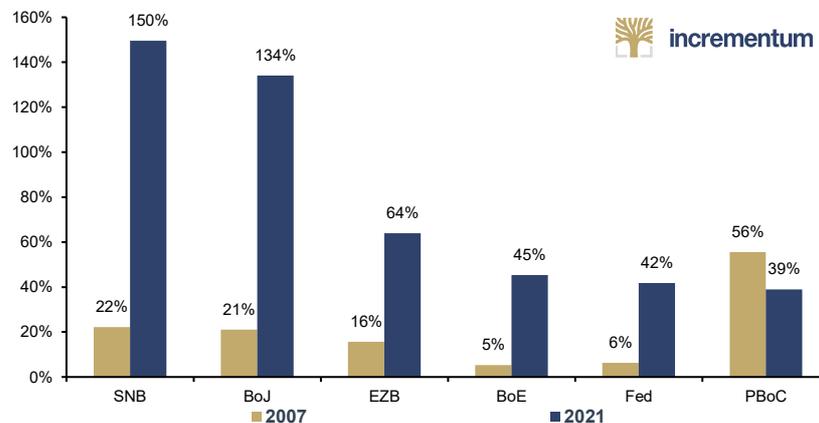
**Denn die Abhängigkeit des US-Konsumenten von hohen und steigenden Vermögenspreisen ist größer denn je. Der Aktienbesitz der privaten Haushalte war per Q4/2021 mit 50 Bill. USD auf einem neuen Allzeithoch. Dieser Betrag entspricht der doppelten US-Wirtschaftsleistung und liegt damit weit über dem historischen Mittel von 77%. Vor einem Jahrzehnt besaßen die privaten Haushalte lediglich Aktien im Wert von 12,8 Bill. USD oder rund 80% des BIP. Aus diesem Grund wirkt eine Korrektur um 20% heutzutage wie ein Einbruch von 60% vor 10 Jahren.**

**Aktienvermögen von Haushalten und Nonprofits (lhs), in Bill. USD, und in % des BIP (rhs), Q1/1960-Q4/2021**



**Während die Federal Reserve den geldpolitischen Rückzug versucht, setzt sich der „monetäre Surrealismus“ andernorts munter fort.** Die QE-Programme der anderen wichtigen Zentralbanken wie der EZB und der BoJ sind noch am Laufen, wenngleich sich auch hier die Stimmen zugunsten eines vorsichtigen Ausstieges mehren. Aus dem nächsten Chart wird klar ersichtlich, dass die Bilanzen der BoJ und der SNB in Relation zum BIP erheblich größer sind als die ihrer Pendanten. Man erkennt zudem, dass – mit Ausnahme der PBoC – die Notenbankbilanzen in Relation zum BIP überall massiv ausgeweitet wurden.

**Zentralbank-Bilanzsummen, in % des BIP, 2007 und 2021**



*As a QT footnote, it is instructive to note that the Fed has never demonstrated much skill in reducing its balance sheet—almost every instance has led directly to U.S. recession.*

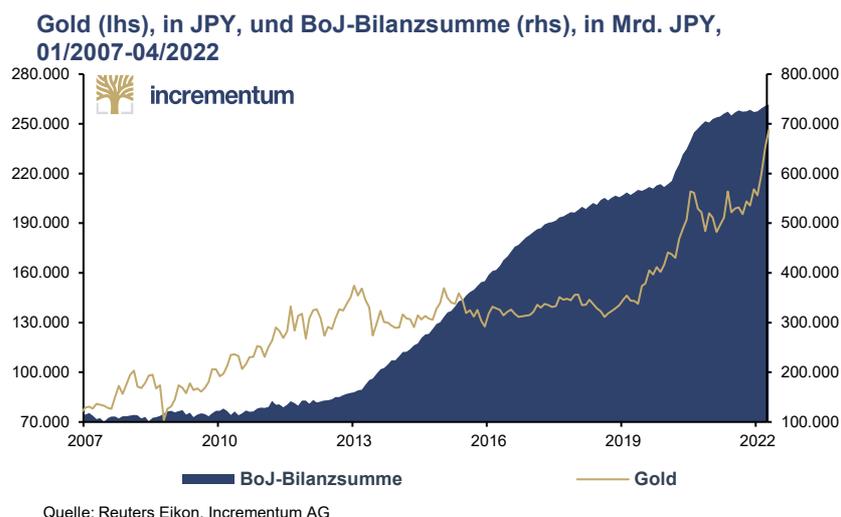
**Trey Reik**

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. **So steigen in der Eurozone die Erzeugerpreise mit 5,3% pro Monat und damit mittlerweile pro Monat stärker als früher im gesamten Jahr.**

**Die Hoffnung, dass durch dieses Zuwarten eine weitere Eurokrise verhindert werden könnte, wird sich als falsch erweisen.** Eindrucksvoll zeigen dies die herben Verluste des Euro gegenüber dem US-Dollar, die den Inflationsdruck in der Eurozone nur weiter verstärken, und die daraus resultierende Performance des Goldpreises auf Euro-Basis.



**Unter den Industriestaaten scheint die monetäre Verlotterung im Land der aufgehenden Sonne am weitesten fortgeschritten zu sein.** Man sollte den geldpolitischen Entwicklungen in Japan deshalb besondere Beachtung schenken, da sie als Blaupause für die westliche Welt dienen könnten. Die in Japan eskalierende Yield Curve Control zeigt bereits Wirkung. **Der Goldpreis markierte in JPY zuletzt zahlreiche Allzeithochs.**



*The Powell pivot is alive and well and it is coming very soon.*

**Raoul Pal**

**Die Zentralbanken stehen also vor einem unlösbaren Dilemma**, ein Dilemma, das sie selbst durch ihre ultra-laxe Geldpolitik verursacht und durch ihr monatelanges Leugnen des Inflationsschubs verschlimmert haben.<sup>103</sup> Sie sitzen nun in jener Grube, die sie sich selbst gegraben haben. Die große Frage lautet: Was passiert, wenn die Notenbanken auf den geldpolitischen Pausenknopf drücken und danach einen U-Turn einleiten müssen? Unserer Meinung nach würde dies die nächste Abwertungs- und Teuerungswelle einleiten und die Währungen der westlichen Welt weiter fragilisieren. **Was wiederum die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken gefährlich ins Wanken brächte.**

## Stagflation 2.0 – der Albtraum für gemischte Portfolios?

**Das Thema Teuerung war für die Kapitalmärkte lange Zeit so wichtig wie das Studieren des Schneeberichts in der Sahara;** so lange, dass viele Anleger vergessen haben oder nie darüber nachdenken mussten, wie sich bestimmte Assetklassen in einem stark inflationären Umfeld verhalten.

*Inflation is like kryptonite for bonds.*

**Jason Zweig**

Für einen Großteil der gemischten Portfolios sind gleichzeitig fallende Aktien und Anleihen das absolute Worst-Case-Szenario. **In den letzten 90 Jahren gab es lediglich vier Jahre, in denen sowohl US-Aktien als auch Anleihen im selben Jahr eine negative Jahresperformance auswiesen. Aktuell deutet alles darauf hin, dass 2022 das fünfte Jahr werden könnte.**

Jahr	S&P 500	UST10Y
1931	-43,84%	-2,56%
1941	-12,77%	-2,02%
1969	-8,24%	-5,01%
2018	-4,23%	-0,02%
2022 YTD	-15,57%	-9,04%

Quelle: NYU, Reuters Eikon (Stand: 13. Mai 2022), Incrementum AG

<sup>103</sup> Siehe Stöferle, Ronald, Taghizadegan, Rahim und Hochreiter, Gregor: *Die Nullzinsfalle: Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird*, 2019

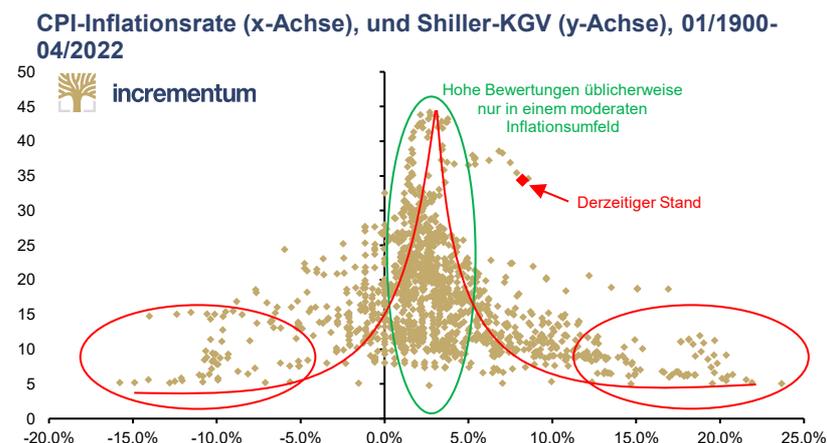
### Doch was waren damals eigentlich die Gründe für diese „Portfolio-Stereowatsche“?<sup>104</sup>

- 1931 wurde inmitten der Weltwirtschaftskrise das britische Pfund, die damalige Weltreservewährung, abgewertet und vom Goldstandard abgekoppelt. Dies wirkte inflationär.
- 1941 wurden die USA von Japan angegriffen und in den 2. Weltkrieg hineingezogen. Kurz darauf wurde eine explizite Steuerung der Renditekurve (YCC) eingeführt, was ebenfalls inflationär wirkte.<sup>105</sup>
- 1969 war der Beginn einer hochinflationären Ära, in der die USA den US-Dollar nur 18 Monate später abwerteten und Nixon die USA – zunächst „vorübergehend“ – von der Goldeinlöseverpflichtung entband. Dies wirkte abermals inflationär.
- 2018 sah sich die Federal Reserve nach kräftigen Verlusten an den Börsen gezwungen, ihr Zinserhöhungsprogramm zu beenden. Sieben Monate später setzte der nächste Zinssenkungszyklus ein. Als Reaktion auf den Anstieg der Reposätze begann sie neuerlich, ihre Bilanz auszuweiten. Die Wirkung war wiederum inflationär.

*Ultimately, investors will need to choose where to place their faith – in history books or in crystal balls.*

**Jordan Eliseo**

**Man erkennt, dass die Inflation in all den genannten Fällen eine zentrale Rolle spielte.** Aber nicht nur die Vermögen werden durch die Inflation entwertet, sondern auch die Geschäftsmodelle vieler Unternehmen. **Deshalb haben wir in den Vorjahren wiederholt darauf hingewiesen, dass bei höheren Teuerungsraten die Auswahl des richtigen Aktiensektors bzw. des richtigen Unternehmens an Bedeutung gewinnt.** Dass hohe Inflationsraten für Aktien zunächst Gegenwind darstellen, bestätigt auch der nächste Chart, der die monatlichen Bewertungen des S&P 500 anhand des Shiller-KGV und der dazugehörigen Inflationsrate zeigt.



Quelle: Robert J. Shiller, Incrementum AG

**Es zeigt sich, dass Aktien in einem stark deflationären und in einem hoch inflationären Umfeld meist schlecht reüssieren.** Das liegt vor allem daran, dass die Absätze und Margen der Unternehmen unter Druck geraten.

<sup>104</sup> Gromen, Luke: FFTT, 18. Februar 2022

<sup>105</sup> Siehe „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021, S. 44-47

*The US stock market today looks a lot like it did at the peak before all 13 previous price collapses. That doesn't mean that a bear market is imminent, but it does amount to a stark warning against complacency.*

**Robert J. Shiller**

Aufgrund der aktuell hohen Inflationsraten ist der S&P 500 mit einem Shiller-KGV von knapp 34 nach wie vor zu hoch bewertet. **Um dem bisherigen empirischen Muster treu zu bleiben, müsste sich das Shiller-KGV bei einer konstant bleibenden Inflationsrate in etwa halbieren.**

**Um wieder einen Wert innerhalb des allgemeinen statistischen Musters zu erreichen, müssten also entweder die Kurse, die Inflationsrate oder beide fallen.** Wir gehen davon aus, dass die Inflationsrate in den USA im Laufe dieses Jahres ihr vorläufiges Hoch erreichen wird. Getrieben von einer nachlassenden Nachfrage, zunehmend rezessiven Tendenzen und schwindenden Basiseffekten wird sich die Teuerung verlangsamen, jedoch in diesem Jahr voraussichtlich weiterhin auf einem Niveau von über 5% yoy verbleiben. **In diesem Fall wäre eine Fortsetzung der Korrektur am US-Aktienmarkt aus Bewertungssicht völlig angemessen.**

**Der folgende Chart zeigt den Verlauf der 10-jährigen annualisierten Realrendite von Aktien (S&P 500 TR) und Anleihen (10-jährige US-Treasuries) in den vergangenen 140 Jahren.** Bemerkenswert ist, dass die Renditen größtenteils symmetrisch verlaufen, was auf eine längerfristig positive Korrelation der beiden Assetklassen schließen lässt. Doch während Aktien noch immer eine hohe Rendite erzielen, befindet sich die annualisierte Realrendite für Anleihen das erste Mal seit knapp 40 Jahren im negativen Bereich.



*I think the biggest potential surprise out there is that the stock/bond correlation – which everyone assumes will go to negative one in a crisis – instead goes to one.*

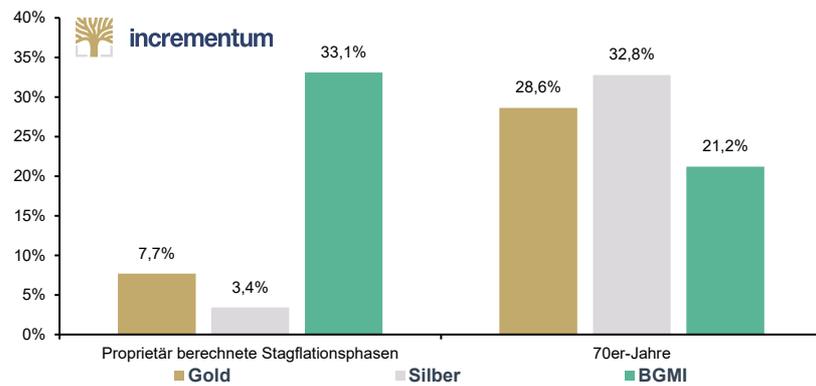
**Kevin Muir**

**In den vergangenen 140 Jahren rutschte die Aktienrendite erst viermal in negatives Terrain.** Auslöser waren die beiden Weltkriege, die Stagflation in den 1970er-Jahren und die Finanzkrise 2007/08. Und jedes Mal, bevor die langjährige Rendite einbrach, befand sich der Aktienmarkt zuvor in einer Phase der Euphorie, gekennzeichnet durch eine annualisierte Rendite von teilweise weit über 10%.

**Das Hoch des aktuellen Zyklus datiert vom September 2021, mit einer Aktienrendite von 14,3%. Seitdem ging es mit der Rendite leicht bergab.** Die Frage ist nun, was die Alternative beziehungsweise der ideale Portfoliobegleiter zum breiten Aktienmarkt ist, wenn Anleihen mit einer hohen

positiven Korrelation zu Aktien im stagflationären Umfeld eine negative langjährige Realrendite aufweisen. **Unsere quantitativen Auswertungen zeigen, dass Gold, Silber und Minenaktien im stagflationären Umfeld historisch gesehen eine hervorragende Performance erzielten.**

**Durchschnittliche annualisierte Realrenditen von Gold, Silber, und BGMI in proprietär berechneten Stagflationsperioden und 1970er-Jahren**



**Eines steht fest: Einen Wolf und einen Bären im Verbund wird man mit einem klassischen 60/40-Portfolio nicht bezwingen können.** Nicht nur die historische Performance von Gold, Silber und Rohstoffen in vergangenen Stagflationsphasen sprechen für eine entsprechend höhere Gewichtung dieser Vermögenswerte als unter normalen Umständen. Auch die relative Bewertung von Technologieunternehmen zu Rohstoffproduzenten ist ein Argument für ein antizyklisches Investment in Letztere. **Die Marktstrategen der BoA sprechen bereits von „FAANG 2.0“:**

- Fuels
- Aerospace
- Agriculture
- Nuclear and Renewables
- Gold and Metals/Minerals

**Marktkapitalisierung vom NASDAQ 100, MSCI Global Materials, and MSCI World Energy, in Bill. USD, 03/2012-05/2022**



*Volcker couldn't achieve a soft landing when he raised aggressively during high inflation with markets valued at 40% vs GDP & US debt at 30% vs GDP but we are confident we can achieve a soft landing raising aggressively with markets valued at 190% vs GDP & debt at 124% vs GDP.*

**Sven Heinrich**

**Für Gold sind Rezessionen typischerweise ein positives Umfeld.** Wie unsere Analyse im *In Gold We Trust*-Report 2019<sup>106</sup> gezeigt hat, sind Phasen, in denen an den Märkten und in der Realwirtschaft der Bär dominiert, für Gold bullische Zeiten. Betrachtet man die Performance über den gesamten Rezessionszyklus, so fällt auf, dass Gold in jeder der vier Rezessionsphasen<sup>107</sup> sowohl in US-Dollar als auch in Euro im Durchschnitt deutliche Preiszuwächse verzeichnen konnte. Aktien (gemessen am S&P 500) konnten hingegen nur in der Schlussphase der Rezession deutlich zulegen. **Damit konnte Gold die Aktienverluste in den Frühphasen der Rezession hervorragend kompensieren.** Darüber hinaus fällt auf, dass Gold im Durchschnitt umso stärker performte, je höher die Kursverluste des S&P 500 waren. **Auch während der jüngsten Rezession 2020 hat dies erneut hervorragend funktioniert.**

	Dauer der Rezession	S&P 500				Gold in USD				Gold in EUR			
		Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4
1. Rezession	Q1/1970 – Q4/1970	-1,8%	-4,6%	-7,0%	7,0%	-8,9%	-6,6%	0,0%	5,9%	4,6%	11,1%	3,0%	
2. Rezession	Q1/1974 – Q1/1975	-8,0%	0,3%	-15,0%	16,6%	-10,9%	58,5%	89,7%	-1,1%	7,2%	51,8%	51,0%	-6,2%
3. Rezession	Q2/1980 – Q3/1980	7,1%	-2,1%	7,7%	10,0%	70,1%	-22,8%	-5,9%	21,8%	27,5%	0,5%	20,2%	-1,6%
4. Rezession	Q4/1981 – Q4/1982	-7,4%	2,9%	12,8%	15,9%	-14,6%	0,8%	1,2%	14,2%	2,6%	-4,8%	21,0%	10,4%
5. Rezession	Q4/1990 – Q1/1991	-10,7%	-0,1%	13,8%	13,9%	7,1%	-3,3%	-7,9%	-4,7%	4,6%	-9,3%	-12,2%	-3,6%
6. Rezession	Q2/2001 – Q4/2001	-5,7%	1,3%	-8,1%	0,5%	-1,5%	3,8%	5,4%	1,3%	-0,8%	8,3%	5,5%	-4,4%
7. Rezession	Q1/2008 – Q2/2009	0,5%	-10,2%	-50,4%	-18,0%	21,6%	14,3%	16,3%	24,0%	2,2%	12,2%	31,4%	19,8%
8. Rezession	Q1/2020 – Q2/2020	8,5%	-20,0%	-4,0%	20,0%	3,1%	3,6%	17,4%	13,3%	0,2%	5,3%	17,1%	11,2%
	<b>Durchschnitt:</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,2%</b>	<b>6,0%</b>	<b>14,5%</b>	<b>9,3%</b>	<b>6,2%</b>	<b>8,6%</b>	<b>18,1%</b>	<b>3,6%</b>

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

*95% of all financial history happens within two standard deviations of normal, and everything interesting happens outside of two standard deviations.*

**Ric Kayne**

**Insgesamt zeigt sich, dass Gold Aktienkursverluste während Rezessionen größtenteils abfedern konnte.** Für Anleihen, den klassischen Aktiendiversifikator, sieht es hingegen weniger gut aus. Die hohe Verschuldung, die Zombifizierung der Wirtschaft und die immer noch sehr lockere Geldpolitik schmälern das Potenzial von Anleihen als Aktienkorrektiv. **Gold ist daher auch zukünftig ein unverzichtbarer Portfoliobestandteil, der Anleger in Stresssituationen an den Finanzmärkten ruhig schlafen lässt.**

## Der Kalte Krieg 2.0 als struktureller Inflationstreiber?

*Die Fürstin zuckte zusammen und sprach: Ich begreife wirklich nicht, warum die Männer nicht ohne Kriege leben können; ganz Moskau spricht nur vom Krieg.*

**Leo Tolstoi**

In seinem im Jahr 1911 veröffentlichten Bestseller „The Great Illusion“ 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 anzuzetteln. Der „großen Illusion“ erlag demnach derjenige Staatenlenker, der sich von einem Krieg eine positive Auszahlung für sein Land versprach.

<sup>106</sup> Siehe „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen“, *In Gold We Trust*-Report 2019

<sup>107</sup> Phase 1: Eintrittsphase, Phase 2: Inoffizielle Rezession, Phase 3: Offizielle Rezession, Phase 4: Letztes Quartal der Rezession

*Illusionen empfehlen sich dadurch, dass sie Unlustgefühle ersparen und uns an ihrer Statt Befriedigungen genießen lassen.*  
**Sigmund Freud**

*I am an old man and have known a great many troubles, but most of them never happened.*  
**Mark Twain**

*I have seen the future and it is very much like the present, only longer.*  
**Kehlog Albran**

*Europa ist nicht ein Gebilde, das für sich leben könnte. Europa ist nur möglich innerhalb der Welt und innerhalb der Weltwirtschaft.*  
**Gustav Stresemann**

**Beklemmend ist, wie nach über hundert Jahren ein großer Teil der Öffentlichkeit und der politischen Elite abermals haargenau demselben Irrglauben aufsitzen konnte.** Bis zum 23. Februar dieses Jahres hielt sich der Glaube an eine Weltordnung, angesichts derer man sich, so Peter Sloterdijk, in weiten Teilen Europas einredete, „wir seien aus der Epoche ausgestiegen, in der Kriege stattfinden“, während Putin vor aller Augen, aber im toten Winkel dieser Weltanschauung mobilmachte.

**Wir hoffen und glauben, dass eine Eskalation bis zum Äußersten zwischen der NATO und Russland vermieden werden wird.** Doch das Eintreten in einen langwierigen, teuren und zermürbenden 2. Kalten Krieg erscheint zunehmend wahrscheinlich. Zeitenwende, Paradigmenwechsel und Zäsur zählen zu jenen Begriffen, die zuletzt beinahe hyperinflationär benutzt wurden. Fakt ist, dass zahlreiche Assetklassen bereits eine geopolitische (Kriegs-)Prämie eingepreist haben und dass die Hochblüte der Globalisierung und ihre disinflationären Effekte zu Ende gegangen sind.

**Russland wird auf viele Jahre hinaus für die westliche Staatengemeinschaft ein Pariastaat sein.** Als Reaktion wird sich Russland wirtschaftlich und politisch immer mehr Asien zuwenden. So soll die geplante 2.600 km lange Gaspipeline „Power of Siberia 2“ Russland in Zukunft in die Lage versetzen, westsibirisches Gas von der Yamal-Halbinsel nach China zu liefern. Das bestehende Pipeline-Netz erlaubt aktuell nur den Export nach Europa.

Somit scheint es wahrscheinlich, dass eine westliche „Wertegemeinschaft“ und eine pan-asiatische von China und Russland dominierte Zweckgemeinschaft, das Weltgeschehen in Zukunft dominieren werden. Regionen, die traditionell keiner der beiden Blöcke zurechenbar sind (Lateinamerika, die Golfstaaten, Südostasien, Afrika) werden vermutlich situativ und opportunistisch „Allianzen auf Zeit“ eingehen, oder aber in Interessenabwägung wirtschaftlicher, politischer oder kultureller Faktoren sich für oder gegen die strategische Einbindung in eine der beiden Sphären entscheiden.

**Dieses Streben nach Blockautarkie wird sich insbesondere für Europa als nahezu unmöglich und jedenfalls als sehr teuer erweisen. Der „Rohstoffhebel“, den Russland, aber auch China gegenüber Europa haben, wird dramatisch unterschätzt.**<sup>108</sup> Zoltan Pozsar hebt den Fall Deutschlands hervor, wo Rohstoffimporte – hauptsächlich Energieimporte aus Russland – im Wert von 27 Mrd. USD eine Wirtschaftstätigkeit im Wert von 2 Bill. USD unterstützen. **Die Hebelwirkung der Rohstoffe wirkt sich aber nicht nur auf die konjunkturelle Entwicklung markant aus, sondern auch auf die Inflation.**

Für die EU ist Russland zum Beispiel ein bedeutender Lieferant von Palladium, einem wichtigen Element für Chemie- und Fahrzeugkatalysatoren, Brennstoffzellen und elektronische Anwendungen. Nach Angaben des „US-Geological Survey“ importiert die EU 98% der Seltenen Erden (REEs) aus China. Seltene Erden sind unverzichtbare Bestandteile von vielen High-Tech-Produkten,

<sup>108</sup> Siehe 13D Research: „What I learned this week“, 21. April 2022

Militärequipment, aber auch für erneuerbare Energien. **Der Schwenk von kohlenstoffbasierten Energieformen auf sogenannte erneuerbare Energien, die mittlerweile auch schon als „Energie der Freiheit“ bezeichnet werden, tauscht allerdings nur eine Abhängigkeit (Russland) gegen eine andere (China) aus.**

**Von Energie über Basis- und Batteriemetalle bis hin zu Edelmetallen und Agrarrohstoffen:** Der Ukraine-Krieg wirbelt nun die Lieferketten und alteingesessene Angebots-/Nachfragemuster durcheinander. **Dies wird die Commodity-Preise auf einem neuen, höheren Niveau einpendeln lassen.**

#### Rohstoffpreise\*, 01/1915-04/2022



Quelle: 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

*The ESG push and related green transformation effort have so much political capital behind them that failure is simply not an option. The best analogy is the euro.*

**Steen Jakobsen**

**Kurzfristig sieht die Situation an den Rohstoffmärkten überkauft aus.**

Solange die Federal Reserve keine Anstalten macht, den Zinserhöhungspfad zu verlassen, wird das generelle Umfeld für „Risk-Assets“ diffizil bleiben. **Eine Kehrtwende der Geldpolitik bzw. das Drücken des geldpolitischen Pausenknopfes der Federal Reserve wird den Startschuss für den nächsten Aufwärtszyklus geben.** Dieser wird wahrscheinlich mit einem schwächeren US-Dollar einhergehen. Die Aufwärtsdynamik in den vergangenen Monaten trotz des festen US-Dollars war für uns erstaunlich und zugleich ein Zeichen für die inhärente Kraft des Rohstoff-Bullenmarktes. Auch ein zunehmend expansives China sollte dem Sektor weitere Unterstützung geben.

#### Gold und die „Militarisierung des Geldes“

**Die sich abzeichnende Blockbildung wird auch die bestehende globale Währungsordnung grundlegend umgestalten.** Die „Militarisierung des Geldes“ durch das Einfrieren der russischen Währungsreserven hat den Prozess der De-Dollarization weiter beschleunigt. Gewiss, neue multi- und internationale Institutionen und Arrangements entstehen nicht über Nacht. **Aber das Vertrauen in die bestehende US-Dollar-zentrierte Währungsordnung dürfte in geopolitisch bedeutenden Staaten endgültig passé sein.**

Die neue Weltwährungsordnung wird angesichts der erwartbaren Multipolarität einen international anerkannten Vertrauensanker benötigen, und dafür scheint Gold aus mehreren Gründen prädestiniert zu sein.

- **Gold ist neutral**

Die bisherige globale Leit-, Reserve- und Handelswährung, der US-Dollar, hat spätestens mit dem Einfrieren der russischen Währungsreserven den für diesen Status mindestens nötigen Anschein der politischen Neutralität aufgegeben. Gold gehört hingegen keinem Staat, keiner politischen Partei, keinem Diktator. In einer neuen Weltwährungsordnung kann Gold somit das verbindende Element in einer wesentlich brüchiger gewordenen, multi-polaren Welt darstellen.

- **Gold hat kein Gegenparteirisiko**

Finanzielle Vermögenswerte haben ein Gegenparteirisiko. Wenn der Schuldner nicht zahlen will oder nicht zahlen kann, ist die Forderung des Gläubigers nichts wert. Gold weist dagegen kein Gegenparteirisiko auf. Und das Risiko, das dem Eigentümer der Zugriff auf sein Gold verboten wird, ist für Staaten einfach durch die Lagerung des Goldes innerhalb der Staatsgrenzen oder bei einem befreundeten Staat zu lösen.

- **Gold ist liquide**

Gold zählt zu den liquidesten Vermögenswerten weltweit. 2021 wurde Gold täglich im Ausmaß von fast 150 Mrd. EUR gehandelt. [Die LBMA hat in einer Studie gezeigt](#), dass Gold teilweise über eine höhere Liquidität verfügt als Staatsanleihen.

## Best of *In Gold We Trust*-Report 2022

**Weitere wesentliche Erkenntnisse des diesjährigen *In Gold We Trust*-Reports „Stagflation 2.0“ sind die folgenden:**

- **Verschuldung**: Der Schein trügt – so kann in aller Kürze die Entwicklung der Verschuldungssituation im Jahr 2021 zusammengefasst werden. Der Rückgang der (Staats-)Schuldenquoten ist vornehmlich darauf zurückzuführen, dass aufgrund des markanten Wirtschaftseinbruchs 2020 das Wirtschaftswachstum 2021 weit überdurchschnittlich war. Die aus dem Basiseffekt resultierende Reduzierung der Schulden(-quoten) ist keinesfalls ein Indiz dafür, dass der Trend zu immer höheren Schulden(-quoten) gebrochen wurde. Die nominelle Verschuldung hat hingegen die Marke von 300 Bill. USD zum ersten Mal überschritten.
- **Inflation**: Auch wenn wir es für wahrscheinlich halten, dass sich die Inflationsraten im 2. Halbjahr 2022 langsam zurückziehen, so rechnen wir – analog zu den Corona-Wellen – mit aufeinanderfolgenden Inflationswellen. Und es scheint, als würde sich die nächste Inflationsvirusvariante bereits ankündigen. Fest steht: Die Ära der „Great Moderation“ dürfte definitiv zu Ende sein.

- **De-Dollarization:** Das Einfrieren der russischen Währungsreserven ist von seiner Tragweite für die globale Währungsordnung vergleichbar mit der Schließung des Goldfensters durch Richard Nixon im Jahr 1971. Und während der Ukraine-Krieg den Westen beschäftigt, bauen Moskau und Peking ihre Kooperation massiv aus. Der lange unangefochtene (Petro-)Dollar ist angeschlagen, was sich daran zeigt, dass das Verhältnis zwischen Saudi-Arabien und den USA selten schlechter war als momentan. Wie die monetäre Architektur der Welt aussehen wird, wenn sich der Staub gelegt hat, ist unklar. Sicher scheint: Gold und Rohstoffe werden massiv an Bedeutung gewinnen.
- **Bitcoin:** Das „Stock-to-Flow-Modell“ (S2F-Modell) konnte die Preisentwicklung von Bitcoin historisch bemerkenswert gut erklären. Im aktuellen Zyklus befindet sich der Preis von Bitcoin allerdings signifikant unter der vom Modell angenommenen Bandbreite. Obwohl sich Bitcoin momentan wieder in einem veritablen Bärenmarkt befindet, nimmt die Akzeptanz von Bitcoin weiter zu, nicht nur unter (institutionellen) Anlegern, sondern auch bei Regierungen. So haben El Salvador und die Zentralafrikanische Republik Bitcoin zum offiziellen Zahlungsmittel erklärt.
- **Silber:** Der Silberpreis enttäuschte viele Anleger angesichts des explosionsartigen Anstiegs der Inflationsrate. Ist Silber kein monetäres Edelmetall mehr, das gegen Inflation absichert? Es gab zwei gewichtige Gründe für diese Enttäuschung: Erstens sanken die Realzinsen im August 2020 nicht mehr. Die inverse Korrelation von Silber und Realzinsen stoppte den Preisanstieg. Zweitens ist der Anstieg der Verbraucherpreise nicht unbedingt mit monetärer Inflation gleichzusetzen. Die gute Nachricht – zumindest für Silberanleger – ist, dass die Wahrscheinlichkeit für ein inflationäres Jahrzehnt hoch ist.
- **Minenaktien:** Die Hauptgründe für die schwache Performance des Goldminensektors sind Überschreitungen bei den Investitionskosten (CAPEX), steigende Förderkosten, Probleme bei der Genehmigung neuer Minen, politische Instabilität sowie rückläufige Reserven und Neuentdeckungen. Aufgrund der steigenden Energie- und Baustoffpreise, der wachsenden Lohnforderungen und der allgemeinen Inflation ist davon auszugehen, dass die „All-In Sustaining Costs“ (AISC) in absehbarer Zukunft weiter steigen werden.
- **Royalty-und-Streaming-Unternehmen:** Die Marktkapitalisierung dieses Segments des Minensektors stieg in 15 Jahren von 2 Mrd. USD auf mehr als 60 Mrd. USD. Ein Index der Royalty-und-Streaming-Unternehmen im Edelmetallsektor entwickelte sich regelmäßig besser als Gold- und Silberminenunternehmen.
- **ESG:** In einer neuen emissionsarmen Wirtschaft muss für den Minensektor eine neue wirtschaftliche Kennzahl geschaffen werden: die „All-In-Emissionskosten“ (AIEC). Diese Kennzahl wird die nichtfinanziellen Kosten für Investoren und Interessengruppen in finanzielle Kosten umwandeln. Grundsätzlich hat eine Erhöhung des Goldanteils im Portfolio eines Anlegers einen erheblichen Einfluss auf den CO<sub>2</sub>-Fußabdruck und die Emissionsintensität des Gesamtportfolios.

- **Technische Analyse:** Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns kurzfristig zu einer eher durchwachsenen technischen Einschätzung kommen. Die Stimmungslage hat sich zuletzt zwar eingetrübt, ein extrem bearischer „Wash-out“ hat jedoch (noch) nicht stattgefunden. Aus saisonaler Sicht könnten die nächsten Wochen noch Gegenwind mit sich bringen.

## Quo vadis, aurum?

*This is gold, Mr. Bond.*

*All my life I've been in love with its color... its brilliance, its divine heaviness.*

**Auric Goldfinger**

**Für Goldanleger war 2021 angesichts der stark gestiegenen Teuerung enttäuschend. Vielleicht waren auch die Erwartungen zu hoch, denn 2019 und 2020 waren für Chrysophile fantastische Jahre.** Doch Gold hat unserer Meinung nach schlussendlich seine Rolle recht gut erfüllt, selbst wenn die Performance 2021 hinter den allgemeinen Erwartungen lag. Es hat im Zuge der zuletzt volatilen Lage für Stabilität und Ruhe im Portfolio gesorgt. Der Goldpreis hat den kollabierenden Aktien, Anleihen und Kryptomärkten sowie dem rallierenden US-Dollar die Stirn geboten. **Eine wirkliche Aufwärtsdynamik beim Goldpreis ist jedoch erst wieder zu erwarten, wenn die geldpolitische Kehrtwende zu einer ultra-lockeren Geldpolitik eingeläutet wird. Wann das passiert, ist die Gretchenfrage.**

**Wie ernst kann man also die harte Linie der Federal Reserve nehmen?**

Bei seiner halbjährlichen Befragung vor dem Bankenausschuss des Senats wurde **Jerome Powell von Senator Richard Shelby (Rep) gefragt:** „*Volcker put the economy in a recession to get inflation under control. Are you prepared to do what it takes to get inflation under control?*“, worauf Powell antwortete: „*I hope history will record that the answer to your question is yes.*“

*If stocks don't fall, the Fed needs to force them.*

**Bill Dudley**

**Die Federal Reserve scheint es durchwegs ernst zu meinen. Allerdings droht bei einer konsequenten Umsetzung der kommunizierten Straffung die „Everything-Bubble“ im „Everything-Crash“ zu enden.** Aktien, Anleihen und Kryptowährungen sind der restriktiveren Geldpolitik bereits zum Opfer gefallen. Immobilien wären als nächstes auf der Liste.

*It seems long, but it won't last forever.*

**Bambi's Mutter**

Auch international ist als Konsequenz der geldpolitischen Wende in den USA mit Verwerfungen zu rechnen. Der Eurozone und den Schwellenländern, aber auch Japan könnte aufgrund steigender Renditen Ungemach drohen. **Kurzfristig sollten Goldanleger daher wohl noch mit Gegenwind rechnen,** insbesondere dann, wenn sich in panikartigen Situationen weitere Kursrückgänge an den Märkten ergeben sollten. Je größer der Sturm an den Finanzmärkten, desto wahrscheinlicher ist allerdings eine erneute Abkehr von der strafferen Geldpolitik.

*Bottoms are better to watch than to try and catch.*

**Rebecca „Becky“ Quick**

**Sobald die Federal Reserve genötigt ist, vom geplanten Kurs abzugehen, erwarten wir die Fortsetzung der Rally und neue Allzeithochs.** Wir halten es für illusorisch, dass die US-Notenbank dem Markt die sprichwörtliche „Punchbowl“ längere Zeit entziehen kann, und bezweifeln, dass die Verwandlung von Tauben in Falken von Dauer sein wird. Die meisten Falken werden sich bloß als Tauben im Falkengewand entpuppen und infolge der

unweigerlichen Konsequenzen der Straffung der Geldpolitik – Rezession, Renditeanstieg, Börsenkorrektur, Konkurse, Arbeitslosigkeit – eher früher als später ihr Falkengewand ablegen werden.

**Sollte sich der seit Jahresbeginn anhaltende Abwärtstrend an den Aktien- und Bondmärkten fortsetzen, so scheint eine forsche Gegenreaktion der Federal Reserve nur eine Frage der Zeit zu sein.** Wie könnte ein neuerlicher U-Turn aussehen? Welches Kaninchen können Zentralbanker noch aus dem Hut zaubern? Folgende Instrumente befinden sich noch im Werkzeugkasten der Geld- und Fiskalpolitik:

- Yield Curve Control
- Erneutes QE bzw. QQE
- Finanzielle Repression
- Weitere fiskalische Stimuli
- MMT bzw. Helikoptergeld
- CBDCs
- In der Eurozone: Weitere Vergemeinschaftung der Schulden über Ausgabe zusätzlicher Eurobonds

*Chance favours only the prepared mind.*

**Louis Pasteur**

Der Einsatz einer bzw. mehrerer dieser Instrumente ist eine ausgemachte Sache, wobei die weitere Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik unaufhaltsam voranschreiten wird. **Fest steht: Die kommenden Rettungsmaßnahmen werden zunehmend größere, aggressivere und abstrusere Züge annehmen.**

**Ein sukzessiv höherer Anteil der Defizite wird über die digitale Druckerpresse finanziert werden.** Je länger und enger diese Liaison zwischen Geld- und Fiskalpolitik anhält, desto größer die stagflationären Kräfte und desto höher die Wahrscheinlichkeit eines vollständigen Vertrauensverlustes.

*Just because nobody complains doesn't mean all parachutes are perfect.*

**Alfred Hawthorne Hill**

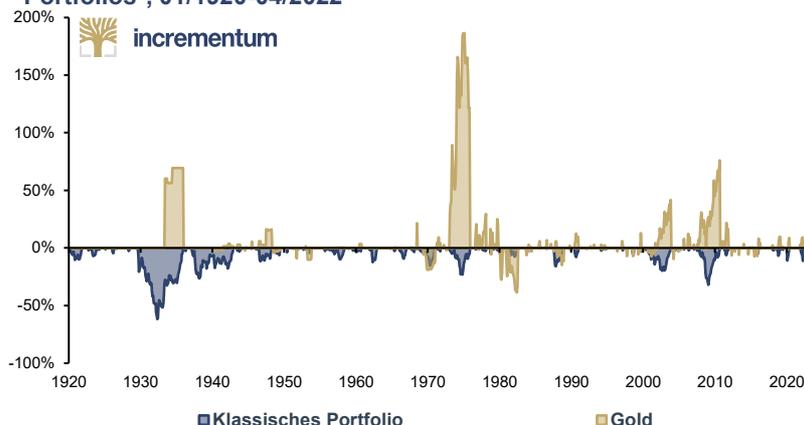
**Viele Portfolios scheinen weiterhin unzureichend auf die Stagflation 2.0 vorbereitet zu sein.** Das liegt wohl auch daran, dass heute fast keine Fondsmanager aktiv sind, die ein inflationäres oder gar stagflationäres Umfeld während ihrer Investmentkarriere erlebt haben. Darüber hinaus basieren die meisten Portfoliostrategien auf Rückrechnungen über 10, 20 oder maximal 30 Jahre. Die wenigsten von ihnen berücksichtigen daher das stagflationäre Umfeld der 1970er-Jahre.

*Our New World Disorder will be characterised by greater volatility, higher inflation and deeper financial repression.*

**Alexander Chartres**

**In der aktuellen Phase, die vom Wiederaufkeimen der Stagflation geprägt ist, braucht es aufgrund der positiven Korrelation zwischen Aktien und Anleihen einen Portfoliodiversifikator, der funktioniert.** Die Erfahrung lehrt, dass Gold diese Rolle hervorragend erfüllt hat. Wann immer das klassische Portfolio einen Drawdown erlebte, bewies Gold seine Fähigkeiten als verlässlicher Portfolio-Hedge.

**Gold-Performance während Drawdowns eines klassischen Portfolios\*, 01/1920-04/2022**



Quelle: Bridgewater, Reuters Eikon, goldchartsrus.com, Incrementum AG  
 \*60% Aktien (S&P 500 TR) / 40% IG-Anleihen

Im *In Gold We Trust*-Report 2020 stellten wir anlässlich des Übergangs in eine neue Dekade unsere Goldpreisprognose bis 2030 vor.<sup>109</sup> Der zentrale Input-Faktor dieser Schätzung ist der Golddeckungsgrad der Geldmenge. In unserem Basisszenario sind wir damals von einer jährlichen M2-Geldmengenausweitung von 6,3% p.a. ausgegangen. Das daraus resultierende Kursziel lag bei 4.800 USD.

*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**

**Nun illustrieren wir unseren prognostizierten Goldpreis-Pfad bis 2030 und den tatsächlichen Goldpreis.** Bisher orientierte sich Gold recht gut an der vorgezeichneten Preisentwicklung. **Damit der Goldpreis bis zum Ende des Jahres weiterhin auf Kurs bleibt, müsste er auf 2.187 USD steigen.** Unter Berücksichtigung der im diesjährigen *In Gold We Trust*-Report diskutierten Entwicklungen sind wir fest davon überzeugt, dass dies ein realistisches Ziel ist, sofern die Geldpolitik vom angekündigten, harschen Weg abrückt. **Ebenfalls halten wir am langfristigen Kursziel von rund 4.800 USD bis 2030 fest.**

**Zwischenstand zur Goldpreisprognose bis 2030: Tatsächlicher und prognostizierter Goldpreis, in USD, 01/1970-12/2030**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

<sup>109</sup> Siehe „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2020

*Keep cool.*

**Erasmus (1466-1536)**

**Für Anleger und Investoren werden die kommenden Jahre zweifelsfrei herausfordernd. Wolf und Bär in freier Wildbahn – sicherer aber im Zoo – sind faszinierende Raubtiere, in der Wirtschaft aber ein „Duo infernale“, das dem Anleger in der Stagflation 2.0 alles abverlangen wird.** Die Volatilität an den Kapitalmärkten, in der Weltpolitik, der Konjunktur, an der Zinsschraube und insbesondere die Inflationsvolatilität werden uns noch einige Zeit begleiten.

**Wir sind der festen Überzeugung, dass Gold gerade in diesem Umfeld die Resilienz eines breiten Portfolios erhöht und im Rahmen der Stagflation 2.0 ein unverzichtbarer Portfoliobestandteil sein sollte.**

*Passts auf, seids vuasichtig und lossts eich nix gfoin!*

**Dr. Kurt Ostbahn**

Wir freuen uns, die gold-relevanten Entwicklungen weiter für Sie zu analysieren und unsere Gedanken mit Ihnen zu teilen. Gemeinsam werden wir diese Herausforderungen meistern. Denn gerade auch in Zeiten der Stagflation 2.0 gilt:

**IN GOLD WE TRUST**

# 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“, einem kanadischen Explorationsunternehmen mit Projekten im legendären „Golden Triangle“ (British Columbia) und zudem 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*-Report 2022:**

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer, Stefan Thume, Florian Hulan, Theresa Kammel, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Philip Mastny, Peter Young, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Heinz Blasnik, Hans Fredrik Hansen, Julien Desrosiers, Emil Kalinowski, Elizabeth and Charley Sweet, Marc Waldhausen, Dietmar Knoll, Max Urbitsch, Trey Reik, Alexander Ineichen, Herwig Zöttl, Tom Pohnert, Keith Weiner, Brent Johnson, Grant Williams, Markus Hofstädter, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Hans Engel, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, David Schrottenbaum, Offroad Communications, dem World Gold Council, dem gesamten Incrementum-Team, sowie unseren Familien!

## Das In Gold We Trust-Report-Team



**Gregor Hochreiter**  
Chefredakteur



**Richard Knirschig**  
Quantitative Analyse &  
Charts



**Jeannine Grassinger**  
Assistenz



**Stefan Thume**  
Webdesign & Medien



**Peter Árendáš**  
Autor



**Julien Desrosiers**  
Autor



**Fabian Grummes**  
Autor



**Florian Grummes**  
Autor



**Lois Hasenauer**  
Quantitative Analyse &  
Charts



**Katrin Hatzl-Dürnberger**  
Lektorat Deutsch



**Handre van Heerden**  
Autor



**Philip Hurtado**  
Autor



**Nikolaus Jilch**  
Autor



**Emil Kalinowski**  
Autor



**Theresa Kammel**  
Autorin



**Philip Mastny**  
Social Media



**Charley Sweet**  
Lektorat Englisch



**James Twadell**  
Autor



**Peter Young**  
Autor

## Kontakt

Incrementum AG  
Im alten Riet 102  
9494 – Schaan/Liechtenstein

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

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

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

## Disclaimer

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, eine Anlageanalyse noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden.

Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Incrementum AG) keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Informationen bzw. Informationsquellen bzw. daraus resultierend Haftungen oder Schäden gleich welcher Art (einschließlich Folge- oder indirekte Schäden, entgangenen Gewinn oder das Eintreten von erstellten Prognosen).

**Copyright: 2022 Incrementum AG. All rights reserved.**

## Unsere Premium-Partner



### Agnico Eagle

Agnico Eagle ist ein führendes kanadisches Goldbergbauunternehmen, das Minen in Kanada, Australien, Finnland und Mexiko betreibt und in diesen Ländern sowie in den Vereinigten Staaten und Kolumbien Explorations- und Erschließungsarbeiten durchführt.

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



### Asante Gold

Asante Gold ist ein aufstrebender Goldproduzent in Ghana, Westafrika. Wir streben Wachstum durch organische Exploration und gezielte Akquisitionen an. 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 einem aufstrebenden Goldlager im zentralen lappländischen Greenstone-Belt tätig ist. Das Unternehmen konzentriert sich auf die Weiterentwicklung seiner Flaggschiffprojekte Risti und Launi sowie auf JVs mit B2Gold und Kinross.

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



### Caledonia Mining

Caledonia Mining ist ein profitables, dividendenzahlendes Goldbergbauunternehmen. Das Unternehmen erwarb Ende 2021 ein zusätzliches Explorationsprojekt und prüft weitere Möglichkeiten mit dem Ziel, ein Multi-Asset-Goldproduzent in Simbabwe 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 fast 20 Jahren mit einer Erfolgsbilanz smarter Deals. Mit mehr als 300 Royalties und Beteiligungen steht EMX mit seiner Diversifikation in Gold, Kupfer, Batteriemetallen, starken Partnern wie Franco Nevada und neu einsetzenden Geldzuflüssen vor einer Neubewertung.

[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 USA und der fünftgrößte Goldproduzent in Quebec. Hecla ist außerdem der drittgrößte US-Produzent von sowohl Zink als auch Blei.

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



### Matterhorn Asset Management AG

MAM ist ein weltweit führendes Unternehmen für privaten Besitz von Gold und Silber. Die Barren werden ausserhalb des Bankensystems in privaten Hochsicherheitslagern mit direktem Kundenzugang gelagert. Wir streben danach, unseren Kunden einen einzigartigen und persönlichen Service zu bieten.

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



### Minera Alamos

Minera Alamos ist ein aufstrebender Goldproduzent, der gerade seine erste Goldmine in Betrieb nimmt. Die kommerzielle Produktion wird für 2022 erwartet. Durch die Spezialisierung auf niedrige Investitionskosten bleibt das Minera-Modell vom Inflationsdruck 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

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

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



### Sprott

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

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



### Tudor Gold

Tudor Gold ist ein Explorationsunternehmen in der „Golden Triangle“ Region in B.C., Kanada. Das Flaggschiffprojekt Treaty Creek hat eine Ressource von 19,4 MOZ AuEq (M+I) plus 7,9 MOZ AuEq (Inferred).

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



### Victoria Gold

Victoria Gold (VGCX) ist der führende Goldentwickler und -produzent im Yukon. Die Eagle-Goldmine im zentralen Yukon, Kanada, wird die Produktionsrate auf 250.000 Unzen/Au im Jahr 2023 steigern. 2022 startet das Explorationsprogramm im nahegelegenen Zielgebiet Raven.

[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)

