

in **gold** we trust
.report

28. Mai 2019
Compact Version

Extended Version (328 Seiten) erhältlich unter
www.ingoldwetrust.report



Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion



incrementum

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

Wir bedanken uns herzlich bei unseren
Premium-Partnern für die Unterstützung des
In Gold We Trust-Reports 2019



Einleitung

„Put not your trust in money, but put your money in trust.“

Oliver Wendell Holmes

Key Takeaways

- Vertrauen ist der Grundwert unserer gesellschaftlichen Ordnung. Die Erosion des Vertrauenskapitals ist derzeit in vielen Bereichen zu beobachten.
- Die Vertrauenserosion in die internationale Währungsordnung manifestiert sich in den höchsten Goldkäufen der Notenbanken seit 1971 sowie im Repatriierungstrend der Goldbestände.
- Gold hat seine Eigenschaft als verlässlicher Portfolio-Diversifikator erneut bestätigt, als in Q4/2018 das Vertrauen in die „Everything Bubble“ getestet wurde. Während die Aktienmärkte Verluste im zweistelligen Prozentbereich erlitten, legte Gold um 8,1% und Minenaktien sogar um 13,7% zu.
- Die Normalisierung der Geldpolitik wurde durch den Börseneinbruch in Q4/2018 jäh gestoppt. Der von uns prognostizierte „monetäre U-Turn“ hat nun begonnen.
- Die Rezessionsgefahren sind deutlich höher als vom Markt diskontiert. Im Falle eines Abschwunges ist mit Negativzinsen und QE sowie der Umsetzung noch extremerer geldpolitischer Ideen wie MMT zu rechnen.
- Wenn es um das Vertrauen in Wertanlagen geht, so ist unser Votum eindeutig. Vertrauen blickt in die Zukunft, bildet sich in der Gegenwart und speist sich aus der Vergangenheit. Gold kann als Anlageinstrument auf eine erfolgreiche fünftausendjährige Geschichte zurückblicken.

Einleitung

„Gold ist ‚geronnenes‘ Vertrauen oder, wenn man so will, auch geronnenes Misstrauen gegen alle anderen Wertversprechen. Das führt uns auf die Spur seiner seltsamen Preisbewegungen: Sein Preis steigt, wo immer Misstrauen aufkommt (Misstrauen in die Zukunft, die Politik, die Regierenden), und er fällt oder stagniert, wo Vertrauen herrscht.“

Roland Baader

Vor Ihnen, werter Leser, liegt die 13. Ausgabe unseres *In Gold We Trust-Reports*.¹ Es ist eine besondere Ausgabe. Noch nie haben wir so viel Zeit, Energie, Geld, Herzblut und Liebe in den Report investiert. Noch nie war das Team an Mitarbeitern so groß. Noch nie analysierten wir ein so breites Spektrum an Themen. Erstmals publizieren wir den *In Gold We Trust-Report* auch auf Chinesisch, und damit für einen Markt, der für uns und für den Goldsektor immer mehr an Bedeutung gewinnt.

Vertrauen erweckt Vertrauen.
Friedrich Wilhelm

Es ist aber auch deshalb ein besonderer Jahrgang, weil wir als Leitmotiv ein Thema gewählt haben, das für die zwischenmenschliche Kooperation und die wirtschaftliche Prosperität von hoher Bedeutung ist. Der Begriff ist so entscheidend, dass er seit jeher integraler Bestandteil des Namens unserer jährlichen Publikation ist: „**Vertrauen**“.

Lassen Sie uns mit der Definition beginnen:

ver-trau-en: „in jemanden, oder etwas sein Vertrauen setzen; auf jemanden, oder auf etwas bauen; sicher sein, dass man sich auf jemanden oder auf etwas verlassen kann.“^{2,3}

*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

Vertrauen ist ein oftmals unterschätztes Gut. Viele von uns setzen Vertrauen als gegeben voraus. So gut wie alle menschlichen Interaktionen bauen auf Vertrauen auf. Wir vertrauen beim Restaurantbesuch darauf, dass der Koch keine verdorbenen Lebensmittel verwendet, sich die Hände wäscht und eine schmackhafte Mahlzeit zubereitet. Wir vertrauen darauf, dass der Pilot, die Crew und die Techniker einen einwandfreien Job machen, wenn wir uns in ein Flugzeug setzen und in den Urlaub fliegen. Wir vertrauen, dass unsere Freunde für uns da sind, wenn wir sie wirklich brauchen und wir vertrauen unserem Partner, dass er uns stets treu bleibt. Ohne ein Mindestmaß an Vertrauen ist eine menschliche Beziehung – selbst in einer rudimentären Ausprägung – schlichtweg undenkbar.

¹ Sämtliche frühere Ausgaben des *In Gold We Trust-Reports* können Sie in unserem [Archiv](#) kostenfrei downloaden.

² Duden.de-Eintrag: „[vertrauen](#)“

³ Zur Etymologie von Vertrauen: „Vertrauen ist als Wort seit dem 16. Jahrhundert bekannt (althochdeutsch: „fertruon“, mittelhochdeutsch: „vertruwen“) und geht auf das gotische *trauan* zurück. Das Wort „trauen“ gehört zu der Wortgruppe um „treu“ = „stark“, „fest“, „dick“. Im Griechischen steht dafür „πίστις“ (pistis) („Glaube“), im Lateinischen „fiducia“ (Selbstvertrauen) oder „fides“ (Treue). So steht im antiken und mittelalterlichen Gebrauch Vertrauen im Spannungsfeld von Treue und Glauben (z. B. bei Demokrit, der fordert, nicht allen, sondern nur den Bewährten zu vertrauen). Für Thomas von Aquin ist Vertrauen durch Erfahrung bekräftigte Hoffnung auf Erfüllung von erwarteten Zuständen unter der Prämisse des Vertrauens auf Gott.“ Wikipedia-Eintrag „[Vertrauen](#)“.

Vertrauen ist der Grundwert des zwischenmenschlichen Miteinander und der Kitt unserer gesellschaftlichen Ordnung.

Vertrauensgewinn, Vertrauenserosion und gesellschaftliche Polarisierung

Vertrauen blickt in die Zukunft, bildet sich in der Gegenwart und speist sich aus der Vergangenheit.

Vertrauen innerhalb einer Gesellschaft muss wachsen, es ist nicht einfach da. Gesellschaften zeichnen sich durch unterschiedliche Vertrauensniveaus aus. Man unterscheidet so genannte „High Trust Societies“ und „Low Trust Societies“. ⁴ In einer Gesellschaft mit hohem Grundvertrauen (High Trust Society) sind die Individuen offener gegenüber neuen persönlichen Freundschaften oder neuen Geschäftsbeziehungen, während es in Gesellschaften mit geringerem Grundvertrauen (Low Trust Society) große Hürden gibt, zu Personen außerhalb des Familienverbands Vertrauensverhältnisse aufzubauen. ⁵

Analog zum Kapitalstock einer Gesellschaft, der eine höhere Produktivität der Wirtschaft zufolge hat, kann auch das Vertrauenskapital aufgezehrt und verspielt werden.

Wie beim physischen Kapital ist der Aufbau des Vertrauenskapitals wesentlich beschwerlicher als dessen Verzehr und wie beim physischen Kapital kann der vom Vertrauenskapital Zehrende kurzfristig übermäßig viel konsumieren – er nimmt, ohne zu geben.

Neid ist ein Feind des Vertrauens. Den Neidkomplex populistisch zu züchten, untergräbt das gesellschaftliche Vertrauen.

Hans Haumer

Die westliche Welt ist weitestgehend eine Hochvertrauensgesellschaft.

Die Kooperation beruht nicht mehr auf der Zugehörigkeit zu einer überschaubaren Gemeinschaft wie z. B. einem Clan, sondern zu einer vergleichsweise anonymen Gesellschaft, in der man sich wechselseitig vertraut. Ohne diesen Vertrauensvorschuss, ohne dieses Aufeinander zugehen, gibt es keine für beide Seiten gewinnbringende Kooperation. **Die Indizien mehren sich jedoch, dass dieses Vertrauen zunehmend erodiert.**

Die Phantasie, in ihrem höchsten Flug, sie strengt sich an und tut sich nie genug. Doch fassen Geister, würdig, tief zu schauen, zum Grenzenlosen grenzenlos Vertrauen.

Johann Wolfgang von Goethe, Faust 2. Teil

Vertrauen in Institutionen wie Politik, Wissenschaft und Medien ist gesellschaftlich von entscheidender Bedeutung. Konfuzius war der Auffassung, dass drei Dinge für das Regieren notwendig seien: Waffen, Nahrung und Vertrauen. Wenn ein Herrscher nicht vermag, alle drei Dinge zu erhalten, sollte er zuerst die Waffen, dann die Nahrung und zuletzt das Vertrauen aufgeben. ⁶

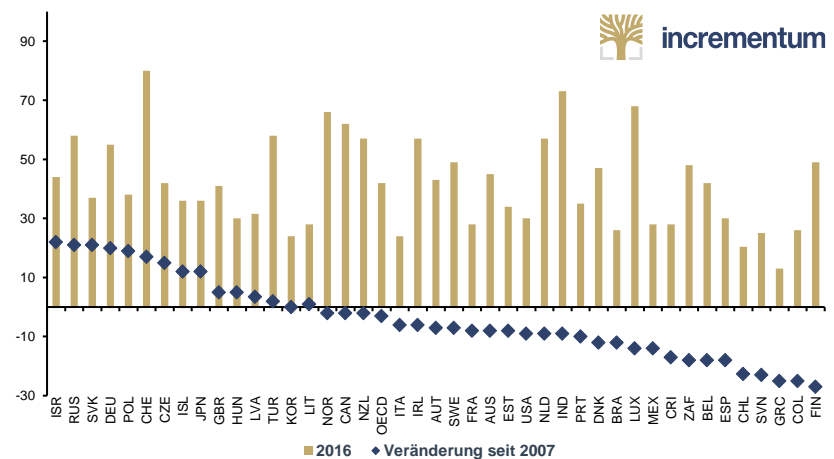
Politik, Wissenschaft und Medien haben in den letzten Jahren – mitunter deutliche – Vertrauenseinbußen erlitten. Der General Social Survey misst seit 1972 das Vertrauen der US-Amerikaner in verschiedene Werteträger. Seit 2000 erodiert das Vertrauen in praktisch alle Institutionen, mit Ausnahme des Militärs. Nur jeder Fünfte hat noch Vertrauen in Banken, in Kirchen, in Big Business und nur jeder Zehnte (!) in die Regierung. Dieser Vertrauensschwund ist, wie der nächste Chart zeigt, ein globales Phänomen.

⁴ Vgl. Wikipedia-Eintrag: „[High trust and low trust societies](#)“, sowie Stöferle, Ronald-Peter, Hochreiter Gregor und Taghizadegan, Rahim: *Die Nullzinsfalle*, FinanzBuch Verlag, 2019, Kapitel 3

⁵ Vgl. Govier, Trudy: *Social Trust and Human Communities*, 1997, S. 129 ff.

⁶ Vgl. Haumer, Hans: *Vertrauen. Angst und Hoffnung in einer unsicheren Welt*, 2009, S. 101

Vertrauen in Regierungen, in %, 2016 bzw. Veränderung seit 2007



Quelle: World Gallup Poll, OECD, Incrementum AG

*Wir wollen keine Zukunft mehr.
Wir wollen nur, dass die
Gegenwart nicht aufhört.*
Philipp Blom

Unter den Millennials schwindet das Vertrauen in die Demokratie, so Neil Howe. Howe bezieht sich dabei auf Studien des Harvard Professors Yascha Mounk, die belegen, dass nicht nur US-amerikanische, sondern auch westeuropäische Jugendliche den Glauben an die Demokratie verloren hätten. Je später die Befragten geboren seien, desto geringer ihr Vertrauen in demokratische Institutionen und desto größer der Wunsch nach starken Führern.⁷

Ein nicht unwesentliches Nebenprodukt des Vertrauensverlustes innerhalb der Bevölkerung ist die zunehmende gesellschaftliche Polarisierung.⁸ Diese Entwicklung ist so ausgeprägt, dass der Grad der Polarisierung teilweise sogar in persönlicher Verachtung gipfelt. So zeigen Umfragen: Amerikaner sind politisch so polarisiert wie seit dem Bürgerkrieg nicht mehr. Einer von sechs US-Bürgern redet seit der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten mit einem nahen Verwandten oder einst engen Freund nicht mehr, wenn dieser dem anderen politischen Lager angehört.⁹

*Wenn der Himmel lacht, werden
große Probleme klein; wenn der
Himmel weint, werden kleine
Probleme groß.*
Chinesisches Sprichwort

Auch in Europa sind unterschiedliche Symptome des Vertrauensverlusts, begleitet von zunehmender gesellschaftlicher Polarisierung, zu erkennen. Nicht nur das Aufkommen von rechts- und linkspopulistischen Parteien und Bewegungen ist ein Anzeichen für den Vertrauensverlust in die etablierte Parteienlandschaft. Phänomene wie die Gelbwesten-Proteste in Frankreich oder die Reichsbürgerbewegung in Deutschland sind klare Hinweise dafür, dass ein Teil der Bürger Europas der Regierung das Vertrauen entziehen. Vor kurzem hinzu gekommen ist die Friday-for-Future-Bewegung, die den Politikern offen vorwirft, ihrer Verantwortung nicht gerecht zu werden.

⁷ Vgl. „Neil Howe: Super-bullish the U.S.A. in the 2030s. But between now and then...“, Macrovoices, April 2019

⁸ Vgl. „Populismus und dessen wahre Wurzel“, In Gold We Trust-Report 2017

⁹ Karl Gaulhofer schreibt in seinem lesenswerten Kommentar „So klappt es auch mit Feinden“: „Schon seit 2014 ist die Asymmetrie in der Zuschreibung von Motiven (meine Überzeugungen beruhen auf Liebe, deine auf Hass) so groß wie zwischen Palästinensern und Israelis. Dabei leiden neun von zehn Amerikanern unter der Spaltung.“ Gaulhofer, Karl: „So klappt es auch mit Feinden“, Die Presse, 10. April 2019. Diesbezüglich sei das Buch „Love your Enemies“ von Arthur C. Brooks empfohlen.

Millennials are the least likely to actually think that democracy is important. A lot of millennials look at democracies today and they see these are governments which seem to be perennially dysfunctional. All they do is borrow from our future. They do nothing to invest in our future.

Neil Howe

Das Vertrauen in die Massenmedien ist zweifelsohne ebenfalls gesunken. Dazu beigetragen hat nicht nur Donald Trump, der seit seinem Amtsantritt regelmäßig die Redlichkeit der Presse hinterfragt. Auch zahlreiche andere mediale Ereignisse wie z. B. der Skandal um den deutschen Journalisten Claas Relotius, der einige seiner Artikel frei erfunden hatte,¹⁰ haben das Vertrauen in die Medien fundamental beschädigt. Die Bezeichnung der Mainstreammedien als „Lügenpresse“ ist Ausdruck dieses Vertrauensverlusts, der die bereits angesprochene gesellschaftlichen Polarisierung weiter vertieft.

Das Vertrauen in die Wissenschaft nimmt ebenfalls ab. Skepsis gegenüber wissenschaftlichen Erkenntnissen lässt sich an unterschiedlichen Beispielen festmachen. Viel beachtete Themen wie die Klimadebatte werden hochemotional geführt, während die unterschiedlichen Lager den jeweils präsentierten wissenschaftlichen Fakten der anderen Seite tiefes Misstrauen entgegenbringen. Der Vertrauensentzug manifestiert sich aber auch durch Anzweifeln von höchst konventionellen wissenschaftlichen Erkenntnissen. So erfreuen sich dubiose Weltanschauungen wie die „Flat Earth Theory“ zunehmender Beliebtheit.¹¹

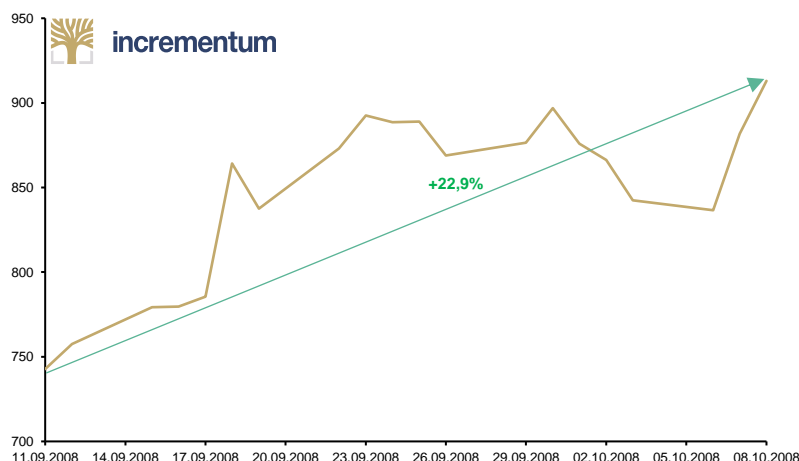
Die beschriebenen Phänomene der zunehmenden Vertrauenserrosion sind unserer Meinung nach besorgniserregende Entwicklungen, jedoch sollen sie keineswegs der Schwerpunkt dieser Publikation sein. Dennoch wollen wir einleitend bewusst auf diese offensichtlich stattfindenden Entwicklungen hinweisen, um das Leitmotiv des diesjährigen Reports in den entsprechenden Kontext zu bringen. **Denn wenn das Vertrauensniveau tatsächlich generell abnimmt, hat dies womöglich auch schwerwiegende Implikationen auf eine der wesentlichsten Institution unserer heutigen Gesellschaft: Geld.**

Ein besonderes eindrückliches Beispiel, wie Gold auf den Vertrauensverlust in das Geldsystem reagiert, bildet der folgende Chart ab. Er zeigt den Kursverlauf des Goldes einige Tage vor und einige Wochen nach der Pleite von Lehman Brothers am 15. September 2008.

¹⁰ Vgl. [Alle Beiträge zum Fall Claas Relotius](#), [spiegel.de](#)

¹¹ Vgl. Ronald-Peter Stöferle: [Keynote-Präsentation](#) am European Gold Forum in Zürich, April 2019

Goldpreisentwicklung im Rahmen der Lehman-Pleite, in USD, 11.09.2008-08.10.2008



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

When you devalue money, you devalue trust.

Dylan Grice

Vertrauen in das Geldwesen

Aus hohem Grundvertrauen innerhalb einer Gesellschaft resultiert ökonomische Prosperität, denn erst Vertrauen ermöglicht eine effiziente Arbeitsteilung. Voraussetzung hierfür ist ein Tauschmittel, das allgemeines Vertrauen genießt, weil sonst der Austausch von Gütern und Dienstleistungen nur sehr eingeschränkt möglich ist. Geld ist in letzter Konsequenz geistige Energie, die der Mensch erarbeitet, erbt, und in weiterer Folge vernünftig verbraucht, verschenkt oder verspielt. Geld ist ein abstrakter Energiespeicher.¹² David Hume beschrieb Vertrauen als *performance of promises*, als die *Erfüllung von Versprechen*, und beschreibt dabei die Perfidität der Inflation trefflich. **Es findet eine Entwertung der Zukunft durch gebrochene Versprechen statt.**

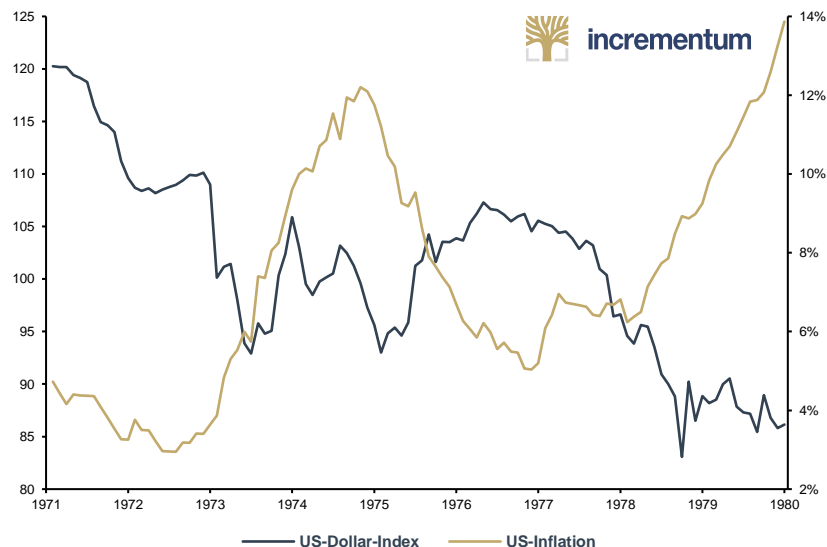
Wie unsere treuen Leser nur zu gut wissen, ist unser derzeitiges Geldwesen seit fast einem halben Jahrhundert de facto ungedeckt und entmaterialisiert. Umso wichtiger ist für den Dollar und das internationale Währungssystem daher der Vertrauensaspekt. Betrachtet man die Währungsgeschichte unter dem Blickwinkel des Vertrauens, so erkennt man eine klare Zyklizität von schwindendem und wiedergewonnenem Vertrauen.

Bereits im ersten Jahrzehnt nach der endgültigen Entmaterialisierung des Geldsystem im August 1971 geriet das internationale Währungssystem gehörig ins Wanken. Mehrere US-Rezessionen gepaart mit internationalen Konflikten und hoher Preisinflation brachten die nunmehr ungedeckte Weltleitwährung enorm unter Druck. Tatsächlich verloren internationale Investoren zunehmend das Vertrauen in den US-Dollar. So mussten beispielsweise im Jahr 1978 US-Anleihen in den Hartwährungen Schweizer Franken und D-Mark, die so genannten Carter-Bonds¹³, begeben werden, denn sowohl Franken als auch D-Mark genossen zu dieser Zeit höheres Vertrauen als der durch die hohen Inflationsraten angezählte Greenback.

¹² Vgl. Hans Haumer: Vertrauen. Angst und Hoffnung in einer unsicheren Welt. 2009, S. 85

¹³ Vgl. U.S. Department of Treasury: „Resource Center – International – Exchange Stabilization Fund – History“

US-Dollar-Index (linke Skala) vs. US-Inflation (rechte Skala), in %, 01/1971-01/1980



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Nur durch eine höchst restriktive Geldpolitik, die bis heute ihresgleichen sucht, konnte die Federal Reserve unter Paul Volcker das Ruder herumreißen, den US-Dollar rehabilitieren und das Vertrauen sukzessive wiederherstellen.¹⁴

Das Vertrauenskapital in die US-zentrische Ordnung wuchs weiter mit dem Fall des kommunistischen Ostblocks Anfang der 1990er-Jahre. Im Kampf der Systeme



Quelle: Wiki Commons

ging das mit den USA assoziierte „neo-liberale, kapitalistische System“ als vermeintlicher Sieger hervor. Auch geopolitisch gab es für die US-zentrische Weltordnung bis Anfang der 2000er-Jahre Rückenwind. Der einflussreiche US-Geostratege Zbigniew Brzeziński sprach davon, dass die USA die „*einzigste globale Supermacht im umfassenden Sinne*“¹⁵ seien. **Erst die**

Ereignisse in den Jahren 2008-2009 sollten eine ernsthafte Wende darstellen. Erstmals seit den 1980er Jahren war das Vertrauen in das US-zentrische System fundamental erodiert.

Vertrauenserosion in die internationale Währungsordnung

Die stetigen Goldkäufe sowie die Repatriierung der Goldbestände zeigen eindeutig das zunehmende Misstrauen vieler Zentralbanken in die US-zentrische Währungsordnung an. Letztes Jahr haben wir diese Thematik unter dem Punkt „*Währungspolitische Gezeitenwende*“¹⁶ aufgegriffen und auch dieses Jahr behandeln wir neuerlich die Thematik der De-Dollarization,

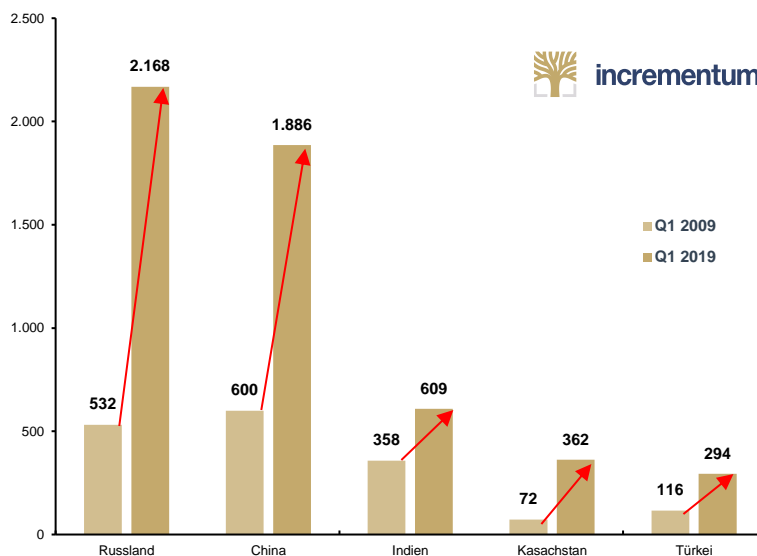
¹⁴ Zwei Kapitel befassen sich mit diesem Kapitel der Währungsgeschichte: 1) „Die Relevanz von John Exter“, inklusive einem Interview mit Barry Downs, dem Schwiegersohn von John Exter; 2) „Die Geschichte wiederholt sich (nicht): Plaza-Abkommen 2.0 ante portas?“ Diese Kapitel finden Sie in der „Extended Version“, die Sie kostenlos herunterladen können unter ingoldwetrust.report/igwt.

¹⁵ Brzeziński, Zbigniew: Die einzige Weltmacht: Amerikas Strategie der Vorherrschaft, S. 44

¹⁶ In Gold We Trust-Report 2018

die nun auch in etablierten Mainstream-Medien angekommen ist,¹⁷ in einem eigenständigen Kapitel.¹⁸ **Berichte über die abermalige Erhöhung der Goldbestände der russischen und der chinesischen Zentralbank sind für die meisten Goldfreunde nichts Neues.**

Anstieg der Goldreserven in Schwellenländern, in Tonnen, Q1/2009 vs. Q1/2019



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

2018 erhöhten aber nicht nur die „üblichen Verdächtigen“ ihre Goldreserven. Dem Beispiel der „Achse des Goldes“¹⁹ folgte auch eine zunehmende Anzahl weiterer Zentralbanken. Exemplarisch sei an dieser Stelle auf die vor kurzem vorgenommene Verzehnfachung der ungarischen Goldbestände erwähnt. In der offiziellen Meldung der ungarischen Zentralbank zu den ersten Goldkäufen seit 1986 heißt es:

„In normal circumstances, gold has a confidence-building feature, i.e. it may play a stabilising role and act as a major line of defence under extreme market conditions or in times of structural changes in the international financial system or deep geopolitical crises. In addition, gold continues to be one of the safest assets, which can be related to individual properties such as the limited supply of physical precious metal, which is not linked with credit or counterparty risk, given that gold is not a claim on a specific counterparty or country.“²⁰

Dem ist nichts hinzuzufügen. Es scheint, als wären die ungarischen Notenbanker aufmerksame Leser des *In Gold We Trust*-Reports.

¹⁷ Vgl. „Putin Push to Dump Dollar Proves Hard Sell With Russia Inc.“, Bloomberg, 18. Jänner 2019

¹⁸ Dieses Kapitel finden Sie in der „Extended Version“, die Sie kostenlos herunterladen können unter ingoldwetrust.report/igwt.

¹⁹ James Rickards zählt den Iran, die Türkei, Russland und China dazu. Vgl. Rickards, Jim: „Axis of Gold“, Daily Reckoning, 20. Dezember 2016.

²⁰ Pressemitteilung: „Hungary’s Gold Reserve Increase Tenfold, Reaching Historical Levels“, Magyar Nemzeti Bank, 16. Oktober 2018

Countries that have been exporting to the US and accumulating dollars in return are increasingly getting the joke, but they aren't laughing.

Luke Gromen

Weitere Katalysatoren für die Emanzipation vom US-Dollar sind unter anderem die währungs- und wirtschaftspolitischen Repressalien der USA, welche unter der Trump-Administration immer offensichtlicher von Statten gehen. Diese umfassen neben expliziten Sanktionen wie im Falle von Russland und dem Iran auch die politische Einflussnahme auf das Zahlungsabwicklungssystem SWIFT.²¹ Selbst im ansonsten US-getreuen Deutschland werden erstmals Stimmen lauter, die sich für mehr Selbstbewusstsein in Sachen internationaler Währungspolitik aussprechen. So schrieb der deutsche Außenminister Heiko Maas in einem Gastbeitrag im Handelsblatt im Herbst 2018:

„Deshalb ist es unverzichtbar, dass wir europäische Autonomie stärken, indem wir von den USA unabhängige Zahlungskonzepte einrichten, einen Europäischen Währungsfonds schaffen und ein unabhängiges Swift-System aufbauen.“²²

Und auch von Seiten der EU wird die Kritik am Währungsmonopol des Greenbacks sukzessive lauter. In seiner „Rede zur Lage der Union 2018“ merkte EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker an:

*„Es ergibt keinen Sinn, dass wir in Europa unsere Energieimporte – die sich auf 300 Milliarden Euro pro Jahr belaufen – zu 80 Prozent in US-Dollar bezahlen. Schließlich stammen nur rund zwei Prozent unserer Öleinfuhren aus den USA. Genauso wenig Sinn macht es, dass europäische Unternehmen europäische Flugzeuge nicht in Euro, sondern in Dollar erwerben. [...] **Der Euro muss das Gesicht und Werkzeug der neuen europäischen Souveränität werden.**“²³*

If the modern world is ancient Rome, suffering the economic consequences of monetary collapse, with the dollar our aureus, then Satoshi Nakamoto is our Constantine, Bitcoin is his solidus, and the Internet is our Constantinople.

Saifedean Ammous

Vertrauensaufbau in neue Technologien

Auch als Folge der Vertrauenserrosion in die internationale Währungsordnung werden zunehmend neue Technologien geprüft, um Sanktionen zu umgehen bzw. um mehr Autonomie bei der internationalen Zahlungsabwicklung zu erlangen. So soll beispielsweise der Iran an diversen Blockchain-Projekten arbeiten, welche eine Umgehung der US-Sanktionen vereinfachen.²⁴ Aber auch eine steigende Anzahl privater Krypto-Projekte im Bereich Gold sind in dem Zusammenhang erwähnenswert.²⁵ Die „Technologische Gezeitenwende“, die wir im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report bereits beschrieben haben, schreitet also definitiv voran.²⁶ **Die neuen Technologien müssen sich jedoch erst über einen längeren Zeitraum bewähren, um sich das Vertrauen für die breitere Nutzung zu verdienen.**

²¹ Vgl. „Die Dominanz des Dollars weckt Unmut“, *Neue Zürcher Zeitung*, 4. April 2019

²² Vgl. Maas, Heiko: „Wir lassen nicht zu, dass die USA über unsere Köpfe hinweg handeln“ (Gastkommentar), *Handelsblatt*, 21. August 2018

²³ Jean-Claude Juncker: „Lage der Union 2018 – Die Stunde der europäischen Souveränität“, 12. September 2018, Hervorhebung im Original

²⁴ Vgl. „Iran in Talks With 8 Countries for Use of Cryptocurrency in Financial Transactions“, news.bitcoin.com, 29. Jänner 2019

²⁵ In diesem Zusammenhang untersuchen wir diverse interessante Projekte in Kapitel „Kryptos: Freund oder Feind?“, *In Gold We Trust*-Report 2018

²⁶ *In Gold We Trust*-Report 2018

Die „Everything-Bubble“: Eine Blase des illusionären Vertrauens?

Obwohl sich auf internationaler Ebene die Indizien mehren, dass das Vertrauen in die US-zentrische Weltordnung in zunehmendem Maße bröckelt, spiegelt sich der vermeintliche Vertrauensverlust bislang weder in einem schwachen US-Dollar, noch in einem signifikanten Goldpreisanstieg (in USD) wider. Wie ist das zu erklären?

Was man als die Übel des Konjunkturniedergangs ansieht, ist das Gewahrwerden der Folgen des durch die Kreditausweitung vorgetäuschten Aufstieges.
Ludwig von Mises

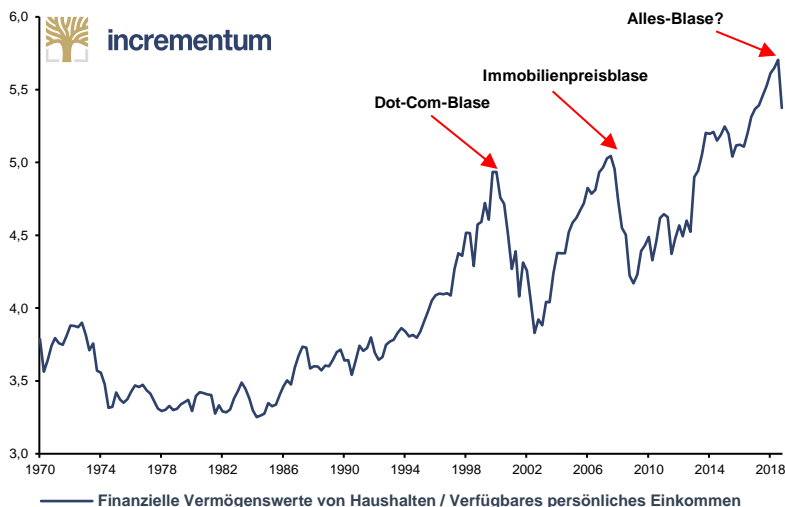
Aus unserer Sicht trägt das „wirtschaftspolitische All-in“ von Donald Trump maßgeblich dazu bei. In den Jahren nach der Finanzkrise haben die globalen Zentralbanken der Wirtschaft exorbitante monetären Stimuli verabreicht. Knapp 20 Bill. USD – eine Zahl mit 13 (!) Nullen – an Zentralbankgeld wurden ex nihilo geschöpft. Die Aktienmärkte wurden bewusst zum Steigen gebracht, um den so genannten Vermögenseffekt zu forcieren. Dieser schien allerdings im Jahr 2015 nicht mehr zu greifen, die Aktienmärkte gerieten im Zuge von Wachstumsängsten ins Taumeln.

Wenn wir uns an das Wahljahr 2016 zurückerinnern, schienen damals diverse Indikatoren merklich in Richtung Wirtschaftsabkühlung und nahender US-Rezession zu deuten. Der Goldpreis quittierte das absehbare Ende der wirtschaftlichen Expansion und die neuerlichen geldpolitischen und fiskalischen Stimuli mit der ersten signifikanten Kursrally seit dem Beginn des Bärenmarktes. In der schicksalhaften Wahlnacht im November 2016 wurde die Dynamik zwischenzeitlich jedoch gestoppt. Die Renditen am langen Ende der Zinskurve stiegen und ermöglichten der Federal Reserve in den folgenden Quartalen die vom Markt lang ersehnten Zinserhöhungen durchzusetzen, ohne dass sie die Zinskurve invertieren musste.

Risk cannot be destroyed, it can only be shifted through time and redistributed in form. If you seek total control over risk, you will become its servant.
Chris Cole

Durch massive Steuererleichterungen auf Pump und einem Stimmungswechsel vieler desillusionierter Wähler, die häufig aufgrund wirtschaftlicher Unzufriedenheit Donald Trump wählten, konnte tatsächlich der Wirtschaftszyklus noch einmal verlängert werden. Nicht nur die Aktienmärkte, sondern auch Corporate Bonds, Luxusimmobilien und Kunstgegenstände haussierten auf zuvor unvorstellbare Preisniveaus. Infolgedessen haben wir bereits im Vorjahr Jesse Felders treffende Bezeichnung von der „Everything Bubble“ zitiert.

Everything-Bubble: Finanzielle Vermögenswerte/Verfügbares persönliches Haushaltseinkommen, Q1/1970-Q4/2018



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Wide diversification is only required when investors do not understand what they are doing.
Warren Buffett

Einzig die Rohstoffe wurden zur rauschenden Party der „Everything Bubble“ nicht eingeladen, wie der nächste Chart zeigt. Deutlich erkennbar ist die deutliche relative Unterbewertung der Rohstoffe anhand des S&P GSCI im Vergleich zum S&P 500. Um auf die Trendlinie zurückzukehren – was im Schnitt alle 6 bis 8 Jahre passiert – müsste der S&P 500 um 44% fallen und der S&P GSCI um 112% steigen. Fürwahr ein Szenario, das derzeit als denkunmöglich erscheint. Ein Blick auf diesen Chart bzw. in die Geschichtsbücher relativiert diese Denkmöglichkeit jedoch.

S&P GSCI (linke Skala), vs. S&P 500 (rechte Skala), in Punkten, 01/1970-05/2019



Quelle: Prof. Dr. Torsten Dennin, Lynkeus Capital, Bloomberg, Incrementum AG



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Solange die Party an den Aktienmärkten weitergeht, scheint das Vertrauen in das kreditfinanzierte Wachstumsmodell intakt. Die Allzeithochs der US-Aktienmärkte werden vom Präsidenten regelmäßig medial ausgeschlachtet und Investoren und Kommentatoren lobpreisen die Wiederauferstehung der USA als globale Konjunkturlokomotive. Im Zuge der globalen Konjunkturabkühlung werden die US-Konsumenten als „Consumers of last resort“ gefeiert. Noch nicht einmal der permanent aufkochende Handelskonflikt zwischen China und den USA vermag den Anlegern die Stimmung zu verderben. **Doch wie sehr soll man darauf vertrauen, dass dieser langjährige Aufschwung nachhaltig ist?**

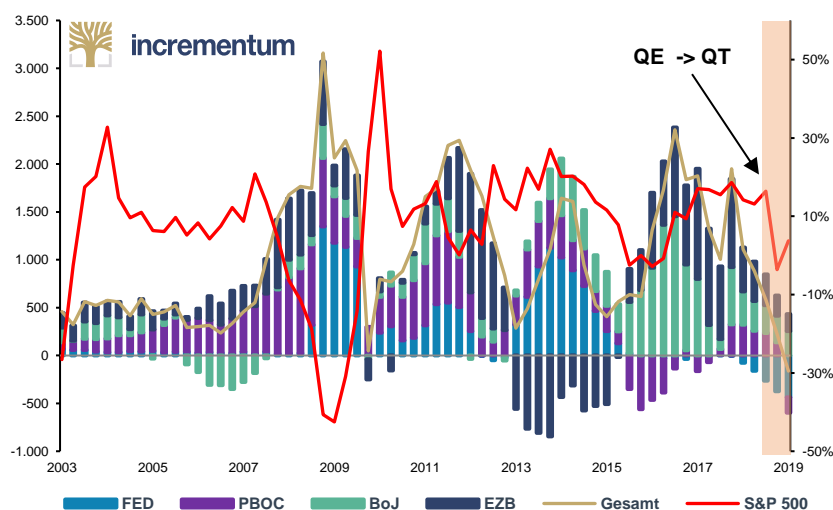
Man muss nicht allzu weit unter der Oberfläche der Konjunkturdaten suchen, um hinsichtlich der Nachhaltigkeit des Aufschwungs stutzig zu werden. Völlig ausgeblendet werden nach wie vor der Schuldenanstieg auf Staats- und insbesondere auch auf Unternehmensebene. Diese Thematik behandeln wir detailliert im nächsten Kapitel „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“²⁷.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Vergangenes Jahr hatten wir daher unter dem Titel „monetäre Gezeitenwende“ davor gewarnt, dass die geplante Rückführung der Liquidität im Zuge von QT an den Aktienmärkten fundamentalen Schaden anrichten würde. Genau dies ist auch im vierten Quartal 2018 eingetreten: Die Aktienmärkte erlitten ihr größtes Debakel seit Jahren und prompt kündigte die Federal Reserve die Einstellung der Zinserhöhungen an. Gold reagierte inmitten dieses turbulenten Umfelds drehbuchmäßig und rallierte im Q4/2018 um 8,1%.

Quartalsveränderung der Zentralbankenbilanz (linke Skala), in Mrd. USD, und Veränderungsrate S&P 500 (rechte Skala), YoY%, 2000-2019



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

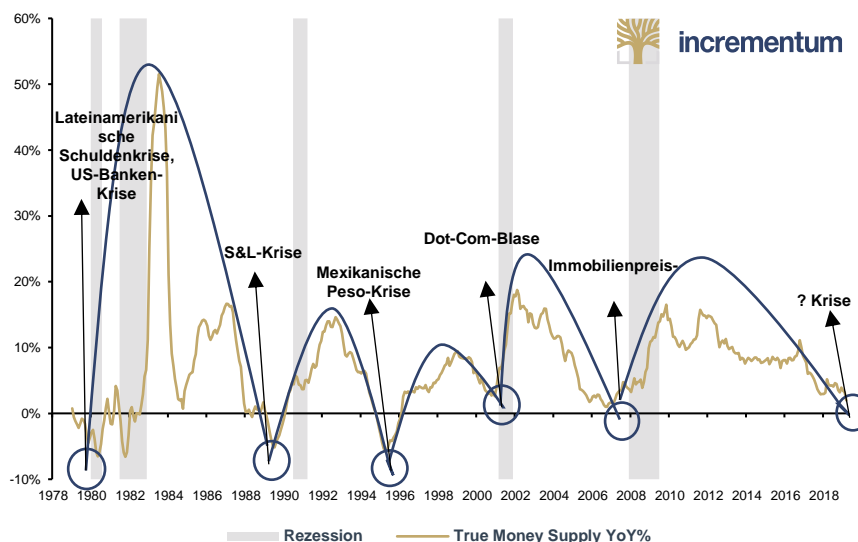
²⁷ Dieses Kapitel finden Sie in der „Extended Version“, die Sie kostenlos herunterladen können unter ingoldwetrust.report/igwt.

The continuing slowdown in money supply growth represents a palpable threat to the bubble in asset prices...the lagged effect of slowing money supply growth on economic activity has already become noticeable.

Acting-man.com

Tatsächlich wurde auch die lang angekündigte Normalisierung der Zentralbankbilanz (Quantitative Tightening), die gemäß Jerome Powell im Dezember 2018 noch „auf Autopilot“ lief, bereits in der nächsten FOMC-Sitzung abgesagt. **Einmal mehr verläuft die Geldpolitik also massiv asymmetrisch: Während in den Jahren zuvor die Federal Reserve ihre Bilanz um 3,7 Bill. USD ausgeweitet hat, wird sie voraussichtlich nur 0,7 Bill. USD davon wieder zurückführen können.**

True Money Supply, YoY in %, 01/1978-05/2019



Quelle: Michael Pollaro, Incrementum AG

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

Russell Napier

Vertrauensverlust in die Geldpolitik?

Wie lange lässt sich der aktuelle Zustand an den Finanzmärkten fortsetzen? Wie lange vertrauen die Marktteilnehmer noch in die Allmacht der Währungshüter? Wann platzt die Blase des irregeleiteten Vertrauens?

Vorerst hat die Notenbank die Normalisierung der Geldpolitik nur pausiert und (noch) nicht umgekehrt! Es wurde jedoch schon etliche Male kommuniziert, dass im Falle einer neuerlichen wirtschaftlichen Abkühlung auf die altbekannten expansiven Mittel der Geldpolitik zurückgegriffen wird. Es gibt jedoch zwei wesentliche Unterschiede zum vergangenen Mal:

- Die Zinsen sind global auf extrem niedrigem Niveau und müssten aller Voraussicht nach deutlich ins negative Terrain gesenkt werden.
- Ein neuerliches QE würde jegliche Normalisierungsbemühungen zunichtemachen und das Vertrauen in die Notenbanken massiv schwächen.

Things that can't go on forever, won't. Debts that can't be paid, won't be.

Glenn Reynolds

Derzeit genießen herkömmliche Risikoanlagen wie Aktien, Unternehmensanleihen etc. nach wie vor das Vertrauen der Investoren. Dies könnte sich schnell ändern, wenn die aktuelle Expansion, die dieser Tage zum längsten wirtschaftlichen Aufschwung in der Geschichte der USA geworden ist, zu Ende geht. Dass die kommende Rezession aufgrund der Ausgangslage ungemütlich werden könnte, haben bereits viele Granden des

Kapitalmarkts geäußert, wie zum Beispiel Jeffrey Gundlach: „When the next recession comes there is going to be a lot of turmoil.“²⁸

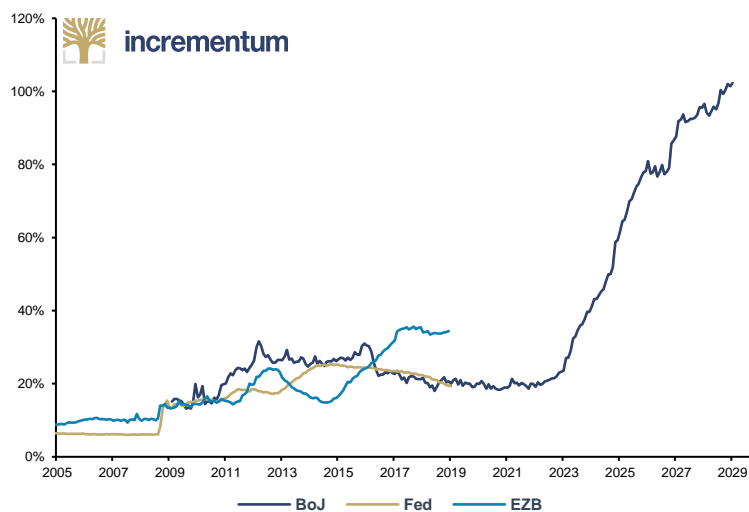


Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Aber auch von anderer Seite droht der Vertrauensblase Ungemach. Je näher die kommenden Präsidentschaftswahlen rücken, umso größer wird der Druck der Trump-Administration auf die Federal Reserve werden, den Aufschwung keinesfalls abzuwürgen und die Geldschleusen erneut zu öffnen. Medial hat sich Präsident Trump hierbei geschickt in Stellung gebracht, indem er die Federal Reserve bereits etliche Male wegen der Zinserhöhungen und des Quantitative Tightening kritisierte. Wenn nun tatsächlich eine Abkühlung eintritt, so wird Trump der Federal Reserve den Schwarzen Peter zuschieben und sich damit schmücken, auch in volkswirtschaftlichen Fragen kompetent zu sein.

Man kann getrost die Wette eingehen, dass die Notenbanken die Schleusen öffnen werden, sobald sich die Rezessionswolken verdichten. Wie aus nachfolgendem Chart ersichtlich ist, scheinen Federal Reserve und EZB noch – insbesondere relativ zur Bank of Japan (BoJ) – reichlich Spielraum für weitere Bilanzausweitungen zu sehen. Japan scheint seinen westlichen Pendanten hinsichtlich der Notenbankpolitik ca. 10 Jahre voraus zu sein.

Notenbankbilanzen Federal Reserve, EZB sowie BoJ (BoJ 10 Jahre zeitversetzt), jeweils in % des BIP, 2005-2030



Quelle: FFTT, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

MMT is the post hoc justification of both easy fiscal policy and easy monetary policy. As such, it is the new intellectual darling of every political and market Missionary of the Left AND the Right.

Ben Hunt

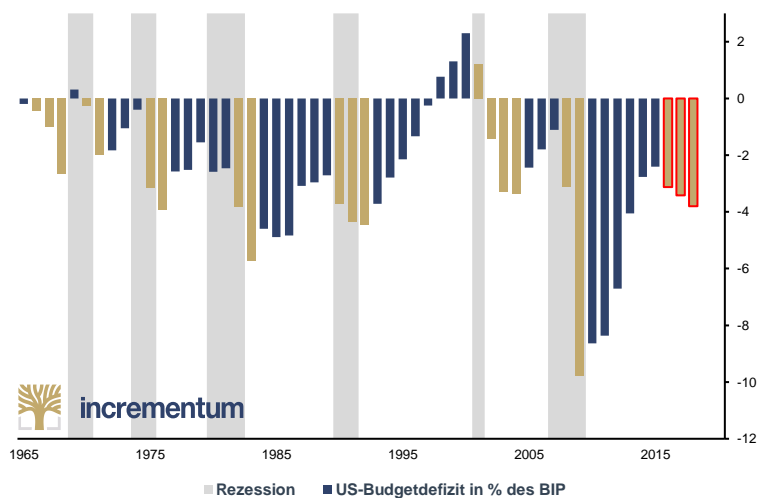
Aber auch von den oppositionellen Demokraten wird die Unabhängigkeit der Federal Reserve zunehmend getestet werden. Der linke Flügel der Partei erstarkt und liebäugelt zunehmend mit wahnwitzigen monetären Experimenten, die unter dem Schlagwort MMT („Modern Monetary Theory“)²⁹ bekannt sind. Ein Wahlsieg der Demokraten bei den Präsidentschaftswahlen im nächsten Jahr wäre womöglich der „perfect storm“ für das US-Wirtschaftsmodell, das bislang durch Aktienpreisinflation, eine gut gelaunte Investorenschaft und die allgemeine Auffassung einer brummenden Wirtschaft aufrecht halten konnte. All dies könnte sich mit einem politischen

²⁸ Vgl. [Interview mit Jeffrey Gundlach](#), Yahoo!Finance, 13. Februar 2019
²⁹ Böse Zungen sprechen auch von „Magical Money Tree“.

Linksrutsch schlagartig ändern. Dazu werden wir im kommenden Wahljahr ausführlich berichten.

Bereits jetzt scheint fiskalische Verantwortung im Weißen Haus keinerlei Bedeutung mehr zu haben. Denn trotz Steuereinnahmen in Rekordhöhe stieg das US-Budgetdefizit im Fiskaljahr 2018 zum 3. Mal in Folge. Dies ist ein Unikum in der Geschichte der Vereinigten Staaten, bislang gab es außerhalb von US-Rezessionen nie 3 aufeinanderfolgende Jahre mit zunehmenden Budgetdefiziten.

US-Budgetdefizit, in % des BIP, 1965-2018



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Gavekal, Incrementum AG

Jedenfalls sehen wir uns darin bestätigt, dass wir vor 2 Jahren unsere Vierjahres-Preisprognose bewusst an die Legislaturperiode des US-Präsidenten gebunden haben. Denn durch zunehmende interventionistische Lenkungsmaßnahmen sowie durch indirekte und direkte Beeinflussung der Geldpolitik wird offensichtlich die Politik immer stärker mit den Finanzmärkten verzahnt. **Die Aktualisierung unserer Goldpreis-Szenarien und die Prognose finden Sie wie immer im Fazit dieser Publikation.**

In Gold We Trust

Das Vertrauen der Bevölkerung, dass die Politik Wachstum und Beschäftigung hochhalten kann und dass die Notenbanken die Inflation unter Kontrolle haben, wird bei der nächsten Rezession ernsthaft getestet werden. Ein Übergreifen dieses Vertrauensverlustes auf andere Grundpfeiler der westlichen Welt wie z. B. Medien, Finanzsystem und Justiz könnte verheerende Folgen nach sich ziehen.

Wenn es um das Vertrauen in spezifische Wertanlagen geht, ist unser Votum – jedenfalls für einen Teil der Wertanlage – eindeutig. Vertrauen blickt in die Zukunft, bildet sich in der Gegenwart und speist sich aus der Vergangenheit. Gold kann als Anlageinstrument auf eine erfolgreiche fünftausendjährige Geschichte zurückblicken, in der es die Kaufkraft über längere Zeitperioden stets bewahren konnte und niemals wertlos wurde. Gold ist die universelle Währungsreserve auf die sich heutzutage Notenbanken, Investoren

I think that today's head-scratcher for the world's central banks – why haven't our easy money policies created inflation in the real world? – will soon be replaced by a new head-scratcher – why haven't our tighter money policies tamed inflation in the real world?

Ben Hunt

*If it not be now, yet it will come.
The readiness is all.*

Hamlet

*Die Wahrheit wird oft zu einem
langen Schlaf gezwungen, aber
wenn sie erwacht, reicht ihr
erhellendes Licht bis in die
letzten dunklen Kammern des
Irrtums und der Ignoranz.*

Roland Baader

und Privatpersonen aus allen Teilen der Erde, jeder Religion und jeder Bevölkerungsschicht wieder rückbesinnen.

Eines soll an dieser Stelle nicht ungesagt bleiben: Sollte unsere Diagnose stimmen und das Vertrauen generell zurückgehen, muss dies nicht zwangsweise nur negativ sein. Auch wenn viele der genannten Entwicklungen als besorgniserregend eingestuft werden sollten, dürfen wir nicht vergessen, dass Vertrauen einer Zyklizität unterliegt. Eine Enttäuschung in die vertrauten Institutionen kann durchaus der Grundstein für ein solideres Fundament in der Zukunft sein.

Gold blickt in eine Zukunft, die prädestiniert scheint, den natürlichen Stellenwert des einzigartigen Edelmetalls wieder zu erlangen. Das – augenblicklich – hohe Vertrauen in die Fähigkeiten der Notenbanker und die vermeintliche Stärke der US-Ökonomie sind unserer Meinung nach die wesentlichen Gründe für die etwas kraftlose Entwicklung des gelben Metalls. Wenn die Omnipotenz der Zentralbanken oder aber der kreditgetriebene Rekordaufschwung von den Märkten in Frage gestellt wird, wird dies eine grundlegenden Paradigmenwechsel einläuten und Gold zu alten Ehren und neuen Höhen verhelfen.

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 13. *In Gold We Trust*-Reports genauso viel Freude bereitet wie uns das Schreiben.

Herzlich,

Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek

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

Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes

„Gold’s Perfect Storm investment thesis argues that gold is at the beginning of a multiyear bull market with ‘a few hundred dollars of downside, and a few thousand dollars of upside’.

The framework is based on three phases: testing the limits of monetary policy, testing the limits of credit markets, and testing the limits of fiat currencies.“

Diego Parilla

Key Takeaways

- Im letzten Jahr konnte Gold in den meisten Währungen Zugewinne verbuchen, mit den drei nennenswerten Ausnahmen USD, CHF und JPY.
- In allen bedeutsamen Währungen konnte Gold relativ zum jeweiligen heimischen Aktienmarkt zulegen.
- Seitdem der Euro am 1. Jänner 1999, d. h. vor 20 Jahren, als Buchgeld eingeführt wurde, ist der Goldpreis in EUR um 356% oder im Schnitt um 7,8% pro Jahr gestiegen.
- Trotz der starken Verluste an den Börsen in Q4/2018 war Gold im Vergleich zu den Aktien in den vergangenen 50 Jahren niemals so günstig wie heute.
- Zentralbanken und die ETF-Investoren zählen weiterhin zu den Nettokäufern von Gold.

Auch heuer wollen wir zu Beginn des *In Gold We Trust*-Reports unsere traditionelle Standortbestimmung vornehmen. Wir werden uns kritisch mit der Goldpreisentwicklung auseinandersetzen und analysieren, ob wir uns nun tatsächlich – wie im Vorjahr beschrieben – in der Frühphase eines neuen Bullenmarktes befinden oder ob sich unsere fundamentale Grundeinschätzung als fehlerhaft erwiesen hat.

Status Quo von Gold im Währungskontext

„Like gold, U.S. dollars have value only to the extent that they are strictly limited in supply. But the U.S. government has a technology, called a printing press (or, today, its electronic equivalent), that allows it to produce as many U.S. dollars as it wishes at essentially no cost.“

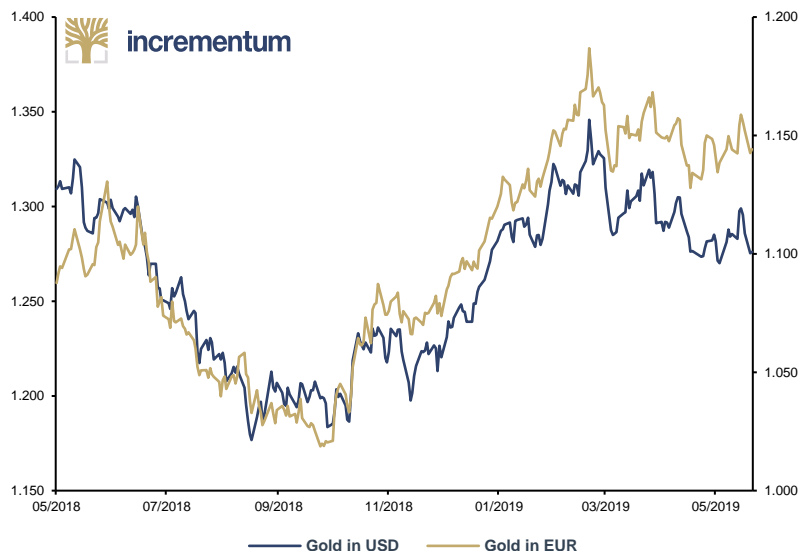
Ben Bernanke

The problem is not so much to see what nobody has yet seen, as to think what nobody has yet thought concerning that which everybody sees.

Arthur Schopenhauer

Beginnen wir unsere Standortbestimmung mit der Betrachtung einiger wichtiger Performance-Daten. Die Entwicklung im Kalenderjahr 2018 war auf USD-Basis mit einem Minus von -2,1% enttäuschend, auf Euro-Basis blieb hingegen ein Plus von 2,7%. Die Entwicklung war in den beiden Jahreshälften höchst ambivalent. Während der Goldpreis im Jänner 2018 kurz (intraday) über die Marke von 1.400 USD schielte, setzte anschließend ein Kursrutsch bis auf 1.180 USD im August ein. Ein sommerliches „Panic Low“ war erreicht. Danach begann eine Rally, die zu Jahresende deutlich höhere Kursniveaus von bis zu 1.300 USD brachte. Summa Summarum war das eine durchaus beachtliche Entwicklung, insbesondere angesichts der Tatsache, dass der USD-Index (DXY) 2018 um 4,3% fester tendierte. Auf EUR-Basis war die Entwicklung deutlich weniger volatil, der Goldpreis oszillierte innerhalb einer Spanne von knapp 90 EUR.

Goldpreisentwicklung seit dem letzten In Gold We Trust-Report, in USD (linke Skala), und in EUR (rechte Skala), 05/2018-05/2019

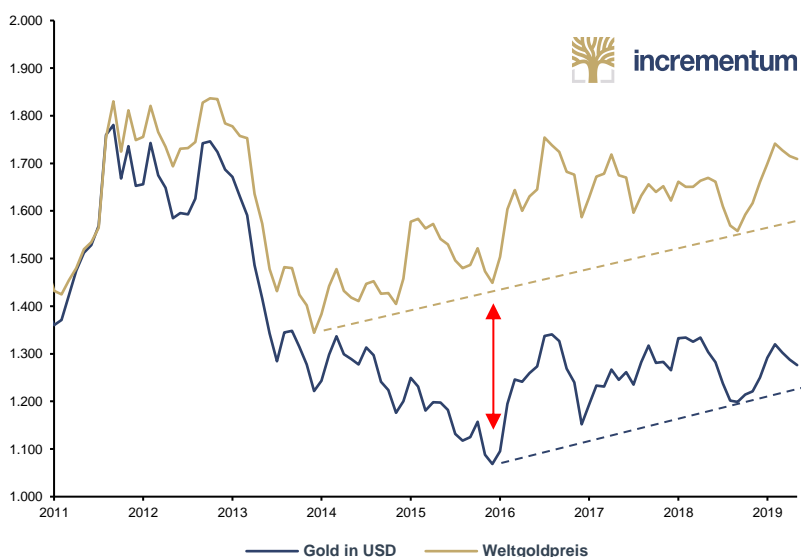


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Der Weltgoldpreis notiert nahe seiner Allzeithochs!

Der nächste Chart zählt zu den Klassikern jedes In Gold We Trust-Reports. Er zeigt den so genannten Weltgoldpreis, der den Goldpreis nicht in US-Dollar oder Euro, sondern als handelsgewichteten Außenwert des US-Dollars darstellt. Ein Blick auf den Chart zeigt, dass der Weltgoldpreis mittlerweile nicht mehr allzu weit von seinem Höchststand von 1.836 USD (im Monatsmittel) im Oktober 2012 entfernt ist. Vergleicht man nun den Weltgoldpreis mit dem Preis in US-Dollar, so erkennt man, dass der US-Dollar-Goldpreis seit seinem Tiefststand Ende 2015 nun ebenfalls wieder sukzessive „higher lows“ markiert. Dies bestätigt unsere positive Grundeinschätzung.

Weltgoldpreis, in USD, und Goldpreis in US-Dollar, 01/2011-05/2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Sehen wir uns nun die Preisentwicklung seit 2010 an. Es zeigt sich, dass der Goldpreis zuletzt unter die 50-Tage-Linie fiel. Der längerfristige gleitende Durchschnitt (200-Tage-Linie) liegt aktuell aber ca. 1.260 Punkten und sollte nach unten hin Unterstützung bieten.

Gold in USD, 50- und 200-Tage-Linie, 01/2010-05/2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

The role of the U.S. dollar as the world's reserve currency ought to give the FED a triple mandate: Dollar strength can cause havoc for a world swimming in a pool of dollar-denominated debt.

Yra Harris

Nun wollen wir das Währungsspektrum noch weiter aufgliedern und betrachten den Goldpreis in den wichtigsten Währungen. Das Gesamtjahr 2018 war für Gold in den meisten Weltwährungen positiv. Einzig in den (vermeintlichen) Safe-Haven-Währungen (USD, CHF, JPY) wurden (leichte) Verluste verbucht. Nach wie vor bleibt die durchschnittliche Performance in diesem säkularen Bullenmarkt beeindruckend. So liegt der Mittelwert der jährlichen Performance von 2001 bis 2019 bei 9,1%. Gold konnte in dieser Zeit – trotz deutlicher Korrekturen – praktisch jede andere Anlageklasse und vor allem jede andere Währung deutlich outperformen. Seit Anfang 2019 ist die Entwicklung relativ unspektakulär. Im Schnitt beläuft sich das Plus auf 0,8%.

Gold Performance in diversen Währungen, in %, 2001-2019

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

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Goldprice.org, Incrementum AG, Zahlen per 21.05.2019

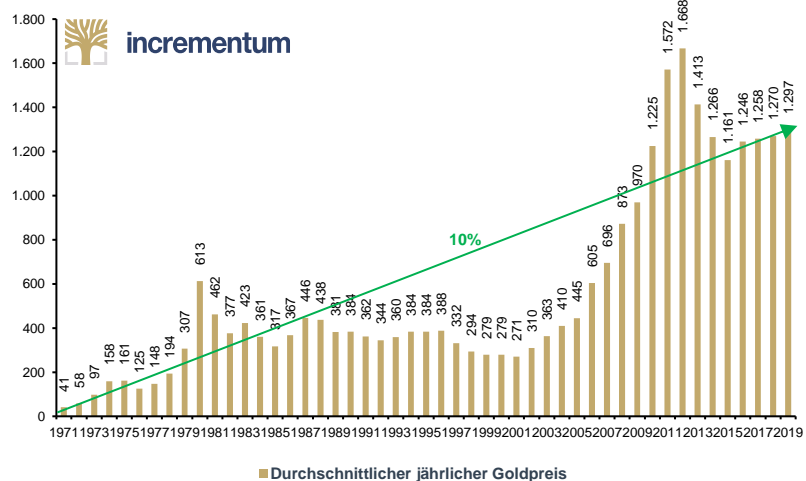
Diminution in the dollar's value was so slow there seemed no cause for public alarm. It was like watching an ice cube melt. It happens, yet slowly.

Jim Rickards

Blättern wir nun aber ein wenig weiter zurück in den

Geschichtsbüchern. Seit dem 15. August 1971 – dem Beginn der neuen monetären Zeitrechnung – beläuft sich die jährliche Steigerungsrate des Goldpreises in US-Dollar auf 10%. Die inflationsbereinigte Aufwertung der „Währung“ Gold gegenüber dem US-Dollar beträgt im Schnitt 4,5% pro Jahr. Dass sich die Korrektur der Jahre 2013-2015 im langfristigen Kontext relativiert, lässt sich anhand der nachfolgenden jährlichen Durchschnittspreise erkennen. **Zudem stellt der Chart eindrucksvoll unter Beweis, dass das regelmäßige Akkumulieren von Gold („Goldsparen“) unter Ausnutzung des Cost-Average-Effekts ratsam erscheint.**

Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis, in USD, 1971-2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Treue Leser wissen: Wir vertreten die Meinung, dass Rohstoffe die

Antithese des US-Dollars darstellen. Zwischen Bewegungen in den Rohstoffpreisen und dem US-Dollar bestehen Wechselwirkungen, wobei die Kausalität stärker als allgemein angenommen vom US-Dollar ausgeht. Dies lässt

Gold, in the end, is not just competition for the dollar; it is competition for bank deposits, stocks and bonds most particularly during times of economic stress.

Paul Volcker

Like Liberty, gold never stays where it is undervalued.

John S. Morrill

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 post war 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

sich auch mit der kriselnden USD-zentrischen Währungsordnung erklären, auf die wir im Kapitel „De-Dollarization“ abermals ausführlich eingehen werden.³⁰

Die Indizien einer zukünftigen US-Dollar-Schwäche verdichten sich unserer Meinung nach langsam, aber sicher. Besonders erwähnenswert erscheint uns hier auch die bewusste Schwächung der eigenen Währung im Rahmen von Handelskriegen, um die Exportwirtschaft zu unterstützen. Kein Wunder also, dass Präsident Trump den verbalen Druck auf die Federal Reserve zuletzt weiter erhöhte: *„We have a gentleman that likes raising interest rates in the Fed, we have a gentleman that loves quantitative tightening in the Fed, we have a gentleman that likes a very strong dollar in the Fed.“*³¹

Die Konsensmeinung scheint zu sein, dass ein starker US-Dollar automatisch niedrige Goldpreise bedeutet. Diese These lässt sich auch empirisch untermauern. **Unsere Analysen zeigen jedoch, dass der Zusammenhang klar asymmetrisch ist: Ein starker US-Dollar schadet dem Goldpreis deutlich weniger, als ein schwacher US-Dollar Gold beflügelt.**³²

Zudem scheint es, als würden sich die historischen Muster derzeit verändern. Die „autonome Steigerungsrate“, also die Rate des Goldpreisanstiegs, die unabhängig von Wechselkursschwankungen ist, wird sich unserer Meinung nach weiter erhöhen. Dies liegt u. a. darin begründet, dass der Einfluss der Schwellenländer auf die Goldnachfrage in den letzten Jahren maßgeblich gewachsen ist. Insofern könnte sich die historisch inverse Beziehung zwischen dem US-Dollar und dem Goldpreis in Zukunft abschwächen. **Was gut für den US-Dollar ist, muss nicht immer schlecht für Gold sein.**

Treue Leser kennen bereits unsere These, wonach Gold seit jeher aus jenen Ländern abwandert, in denen der Kapitalstock aufgezehrt wird, und in jene Länder fließt, in denen Kapitalaufbau stattfindet, die Wirtschaft prosperiert und das Sparvolumen steigt.³³ Die Römer hatten dies bereits vor mehr als 2.000 Jahren festgestellt, als Chinesen und Inder im Tausch gegen Gewürze und Seide lediglich Gold und keine römischen Waren akzeptierten.

2020 werden 50% des Welt-BIPs von den Schwellenländern erwirtschaftet, im Jahr 2000 betrug deren Anteil lediglich 19%. Wie wir in den Vorjahren ausführlich beschrieben haben, weist ein Großteil der Schwellenländer ein deutlich größeres Faible für Gold auf, als die Industrienationen.³⁴ Daraus sollte sich ein natürliches, langfristiges Wachstum der Goldnachfrage speisen. Gemessen an der jährlichen physischen Goldnachfrage stieg der Anteil der Schwellenländer in den letzten fünf Jahren auf 70%. **Mehr als die Hälfte entfiel dabei auf China und Indien. Die prägende historische Erfahrung finanzieller Repression, eines instabilen Geldwesens und der damit verbundenen Kaufkraftverluste dürften – abgesehen von**

³⁰ Dieses Kapitel finden Sie in der „Extended Version“, die Sie kostenlos herunterladen können unter ingoldwetrust.report/igwt.

³¹ „Trump Says Dollar Too Strong in Renewed Criticism of Powell“, Bloomberg, 2. März 2019

³² Vgl. „Gold im Portfoliokontext“, In Gold We Trust-Report 2015

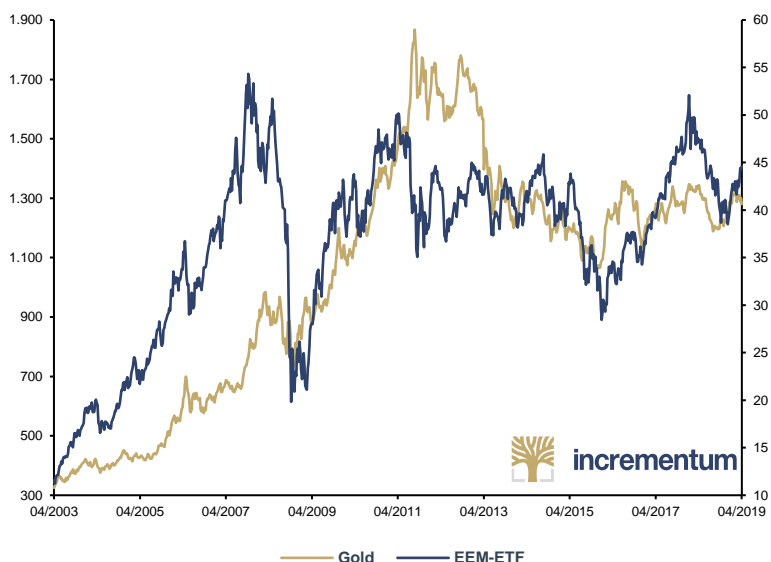
³³ Vgl. „The Long Monetary March“, Myrmikan Update, 17. September 2013; aktualisiert am 23. September 2013

³⁴ Vgl. „Portfolioeigenschaften von Gold“, In Gold We Trust-Report 2018

kulturellen und religiösen Aspekten – die ausschlaggebenden Faktoren für die höhere Basisnachfrage nach Gold sein.

Im nachfolgenden Chart erkennt man eindrucksvoll, wie hoch die Korrelation zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung der Emerging Markets (gemessen am EEM-ETF³⁵) und dem Goldpreis mittlerweile ist.³⁶

Goldpreis, in USD (linke Skala), und EEM-ETF (rechte Skala), 04/2003-04/2019



Quelle: investing.com, Incrementum AG

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

Georg Simmel

Fazit

Die ganze Welt blickt scheinbar ausschließlich auf den US-Dollar-Goldpreis. Die ganze Welt? Nein, wir haben auch auf die Vielzahl jener Währungen geblickt, in denen sich der Goldpreis bereits nahe seiner Allzeithochs befindet. Dass selbst im Euroraum der Goldpreis in US-Dollar mehr mediale Aufmerksamkeit genießt als der Goldpreis in Euro, und dass deswegen die durchaus beachtlichen Zugewinne des Goldes in Euro unter den Tisch fallen, erscheint uns unverständlich, und lässt Gold wesentlich unattraktiver erscheinen, als es für den Euro-Anleger tatsächlich ist.

Das 20-Jahr-Jubiläum der Einführung des Euro als Buchgeld soll uns Anlass sein, die Performance des Goldes in Euro über diesen Zeitraum näher zu betrachten. Seit der Einführung des Euro als Buchgeld hat der Goldpreis in Euro um 367% oder 7,8% pro Jahr zugelegt.

³⁵ EEM – iShares MSCI Emerging Markets ETF

³⁶ Anmerkung: Wobei für beide Anlageklassen die Entwicklung des USD naturgemäß von zentraler Bedeutung ist. Ein schwacher Dollar unterstützt Gold und Emerging Markets und vice versa.

Goldpreis, in EUR, 01/1999-05/2019



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Der Kaufkraftverlust des Euro gegenüber Gold kommt in einer anderen Darstellungsweise noch eindrücklicher zum Vorschein. Der Chart bildet ab, wie viele Milligramm Gold einem Euro entsprechen. Kamen am 1. Jänner 1999 noch 124,8 mg Gold auf einen Euro, sind es 20 Jahre später nur mehr 28,3 mg. Dies entspricht einem Wertverlust des Euro gegenüber Gold von satten 77,5%.

Gold pro EUR, in mg, 01/1999-01/2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Egal ob in EUR oder in USD betrachtet, scheint es, als würde sich der Goldpreis klammheimlich und fernab jeglicher Aufmerksamkeit seitens der Medien oder der breiten Investorenschaft langsam nach oben schleichen. Die Tatsache, dass Gold bereits in einigen Währungen auf neuen Allzeithochs notiert, bestätigt diese These. Daher halten wir an unserer Aussage vom Vorjahr fest, wonach sich Gold in der Frühphase eines neuen Bullenmarktes befindet. Ein Bullenmarkt, der demnächst auch auf US-Dollar-Basis an Momentum aufnehmen könnte.

Status Quo des US-Dollars und der US-Konjunktur

„The US dollar now feels like a stock that no longer rises on good news.“

Gavekal

I want a dollar that does great for our country, but not a dollar that's so strong that it makes it prohibitive for us to do business with other nations and take their business.

Donald Trump

The world is dangerously overweight American assets. The cleanest-shirt-in-the-laundry basket has finally begun to smell like the rest of the dirty pile. If you are going to wear something, at least pick something that has been sitting at the bottom.

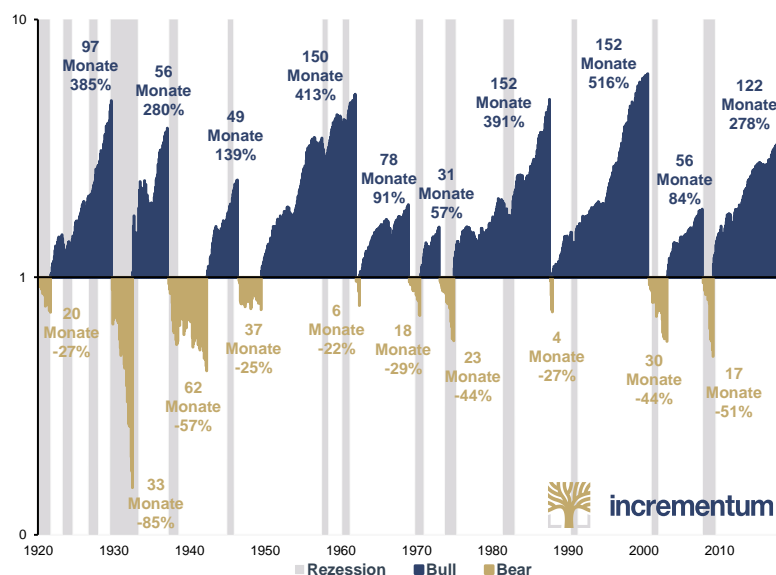
Kevin Muir

Die mediale Berichterstattung vermittelt allzu häufig den Eindruck, dass Europa, China und Japan in (konjunkturellen) Trümmern liegen, während die USA als einziger Hort des Wachstums wie ein Leuchtturm aus dem sich aller Orten eintrübenden Konjunkturm Himmel herausragen. Dadurch wird deutlich, welche hohe Erwartung der Rest der Welt an die USA hat, und dass – allen Unkenrufen und Herausforderungen zum Trotz – die USA weiterhin als die unangefochtene globale Konjunkturlokomotive angesehen werden.

Oberflächlich betrachtet scheint die Ausgangslage in den USA

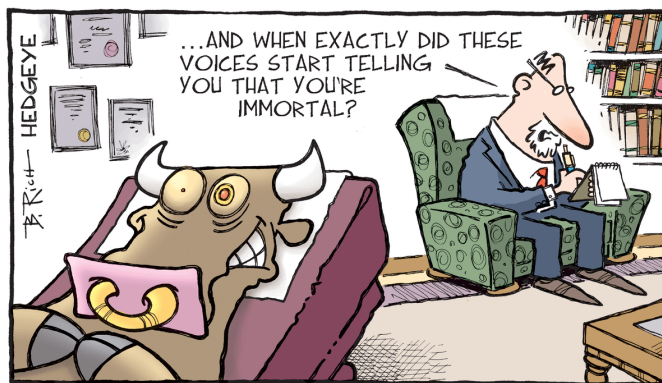
zweifelslos gut, sehr gut sogar: Die Arbeitslosigkeit fiel auf den tiefsten Stand seit 1968, die Federal Reserve hat sich durch neun Zinserhöhungen und QT einen geldpolitischen Spielraum eröffnet, die Baukonjunktur und der Konsum boomen, die Geschäftsbanken konnten ihre Gewinne deutlich ausbauen und der Aktienmarkt jagt von einem Allzeithoch zum nächsten. **Mit 122 Monaten und einem Gesamtanstieg von 278% zählt die aktuelle Hausse des S&P 500 zu den längsten und stärksten der amerikanischen Geschichte. Das Vertrauen in die US-Ökonomie und den US-Aktienmarkt scheint derzeit grenzenlos zu sein.**

S&P 500 Bullen- und Bärenmärkte, 01/1920-05/2019



Quelle: Bloomberg, Robert Shiller, Incrementum AG

Wenden wir uns nun aber dem US-Dollar und seiner Entwicklung in der jüngeren Vergangenheit zu. Auf den ersten Blick scheint der US-Dollar seine Muskeln zu zeigen und damit die Stärke und Stabilität der US-Wirtschaft zu bestätigen. Abgesehen von einer ausgeprägten Schwächephase in 2017 kennt der DXY seit Ende 2011 nur einen Weg, den nach oben.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Daher gibt es auch unter den Goldbullen zahlreiche Proponenten einer Strong-US-Dollar-These. Zu diesen zählt unser geschätzter Kollege Brent Johnson, der u. a. folgende Argumente für einen signifikant festeren Greenback anführt:

- **Kapitalflüsse in die USA als Konsequenz des „Global Cooling“ und des hohen Zinsdifferentials:** Der US-Dollar ist im Falle einer politischen oder wirtschaftlichen Krise weiterhin die erste Wahl als Safe-Haven-Währung.
- **11 Bill. USD an Auslandsschulden:** Da diese Länder ihre Schulden nur in US-Dollar begleichen können, führt eine Abwertung der eigenen Währung zu einem realen Anstieg der Verschuldung und damit zu einer stärkeren Nachfrage nach US-Dollar. De facto ist die ganze Welt also short US-Dollar.
- **Wahlen zum EU-Parlament:** Falls populistische Kandidaten weiter an Stimmen zulegen, so könnten die Anti-Establishment-Bewegungen das Vertrauen in den Euro selbst untergraben.
- **Anhebung der US-Schuldenobergrenze:** Langfristig ist die Verschuldung negativ für den US-Dollar. Kurzfristig erlaubt sie es dem US-Finanzministerium, die Anleiheemissionen zur Finanzierung des Defizits zu erhöhen. Dies reduziert die Unsicherheit der Marktteilnehmer.³⁷

News is not important. It is the way the market reacts to the news that is important.

Joseph E. Granville

In Anbetracht dieser Gründe und der deutlichen Zinsdifferenz des US-Dollars zum Euro, aber auch der zahlreichen wirtschaftlichen, politischen und gesellschaftlichen Verwerfungen in der EU (z. B. Brexit, die offene Rebellion Italiens gegen den Euro-Stabilitätspakt, die Gelbwesten-Proteste in Frankreich, die konjunkturellen Eintrübung in Deutschland) scheint das geringe Ausmaß der USD-Aufwertung bemerkenswert. 2018 tendierte der DXY lediglich 4,3% fester und seit Jahresbeginn oszilliert er zwischen 95 und 98. Sieht man sich den Monatschart des DXY-Index an, so könnte sich eine SKS-Formation ausbilden.

³⁷ Wir empfehlen die Präsentation „The Dollar Milkshake Theory“ von Brent Johnson

US-Dollar-Index (DXY), 01/2004-05/2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Ein weiteres Indiz dafür, dass der US-Dollar seinen Status als klassische Safe-Haven-Währung langsam, aber scheinbar unumkehrbar verlieren könnte, ist der Umstand, dass der Greenback im Zuge der scharfen Korrektur im Q4/2018 nur marginal fester tendierte. **Wir halten dies für ein Paradebeispiel eines US-Dollar-Bärenmarktes, dessen Startschuss von der Mehrzahl der Investoren noch nicht wahrgenommen wird.**

DXY, Gold und S&P 500, Kursentwicklung in %, 2000-2018

Zeitraum der Dollarschwäche	DXY	Gold	S&P 500
06.02.2002-23.07.2008	-26,85%	221,71%	14,74%
11.03.2009-02.12.2009	-12,56%	27,39%	60,23%
26.05.2010-27.07.2011	-11,06%	36,94%	25,17%
28.12.2016-31.01.2018	-10,14%	17,86%	25,11%

Quelle: Euro Pacific Capital, Incrementum AG

Time takes everybody out; time's undefeated!

Rocky Balboa

Im Vorjahr hatten wir die zentrale Frage gestellt: Was wird mit dem US-Dollar passieren, wenn das aktuelle Goldilocks-Szenario in Frage gestellt wird, Rezessionsorgen aufkommen und die Federal Reserve zu einer Umkehr der Geldpolitik gezwungen sein wird?

Vermutlich diskontiert der US-Dollar bereits zukünftige konjunkturelle Schwäche. Noch scheint die wirtschaftliche Situation in den USA auf der sonnigen Seite, das Bild hat sich im Laufe der letzten Monate jedoch bereits eingetrübt, wie wir nachfolgend analysieren werden.

In den vergangenen 100 Jahren fiel die US-Konjunktur im Schnitt alle sechseinhalb Jahre in eine Rezession. Nun sind seit der letzten Rezession bereits mehr als zehn Jahre vergangen und dennoch erwartet der Mainstream in absehbarer Zukunft keinen unmittelbaren Konjunkturrückgang, sondern erst auf Sicht von 2-3 Jahren. Angesichts der schier grenzenlosen Selbstüberschätzung in

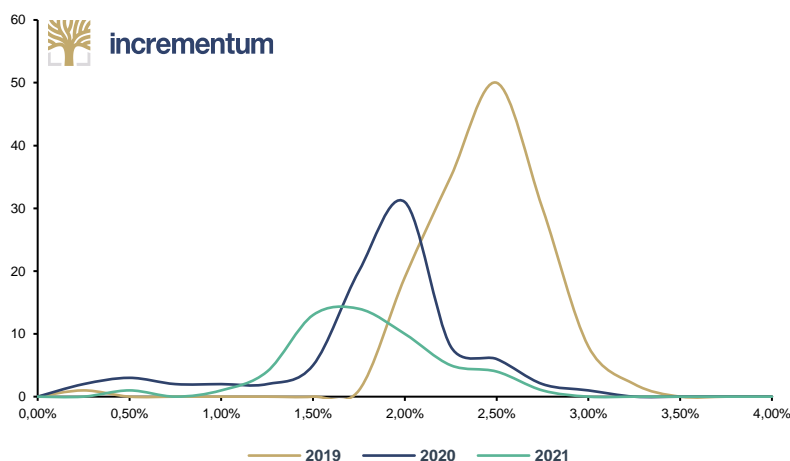
Bezug auf die Fähigkeit, treffsichere Prognosen zu erstellen, erscheint das Überraschungspotenzial somit klar asymmetrisch zu sein.³⁸

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

Bob Farrell's Rule Nr. 9

Von den 87 von Bloomberg befragten Analysten rechnet derzeit kein einziger in den Jahren 2019, 2020 oder 2021 mit einer Kontraktion des BIPs.³⁹ Das erwartete Wachstum liegt in diesen drei Jahren im Median und Mittelwert zwischen 1,8% und 2,4%. Im Vergleich zum Vorjahr (2,1%-2,8%) sind die Wachstumserwartungen jedoch bereits leicht rückläufig.

Erwartetes reales Wirtschaftswachstum 2019/2020/2021 in %, Anzahl der Analysten (linke Achse)



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

We really can't forecast all that well, and yet we pretend that we can, but we really can't.

Alan Greenspan

Die eher dürftige Prognosefähigkeit wurde zuletzt von zahlreichen Studien bestätigt. Lt. einer Studie von Fathom Consulting hat der IWF von 469 Abschwüngen seit 1988 lediglich 4 (!) korrekt vorausgesagt. Seit 1988 hat der IWF nie eine Rezession in einem Industrieland mit einem zeitlichen Vorsprung von mehr als wenigen Monaten korrekt prognostiziert.⁴⁰ Ein IWF-Working Paper stellte zudem jüngst fest, dass von 153 Rezessionen in 63 Ländern lediglich 5 von einem Konsens privater Ökonomen im April des vorangehenden Jahres prognostiziert wurden.⁴¹

³⁸ Im Vorjahr hatten wir noch süffisant geschrieben: „Ein Wirtschaftsrückgang erscheint der Mehrzahl der Ökonomen und Marktteilnehmer derzeit so unwahrscheinlich wie ein Oscar für Vin Diesel oder der Gewinn der Fußballweltmeisterschaft für die Nationalmannschaft von Fidschi.“ Im heurigen Jahr wird das Eintreten einer US-Rezession ein wenig höher eingeschätzt als noch im Vorjahr. Die vom Konsens eingepreiste Rezessionswahrscheinlichkeit ähnelt dennoch nur der Eintrittswahrscheinlichkeit, dass Rapid Wien die Champions League gewinnt. Leider.

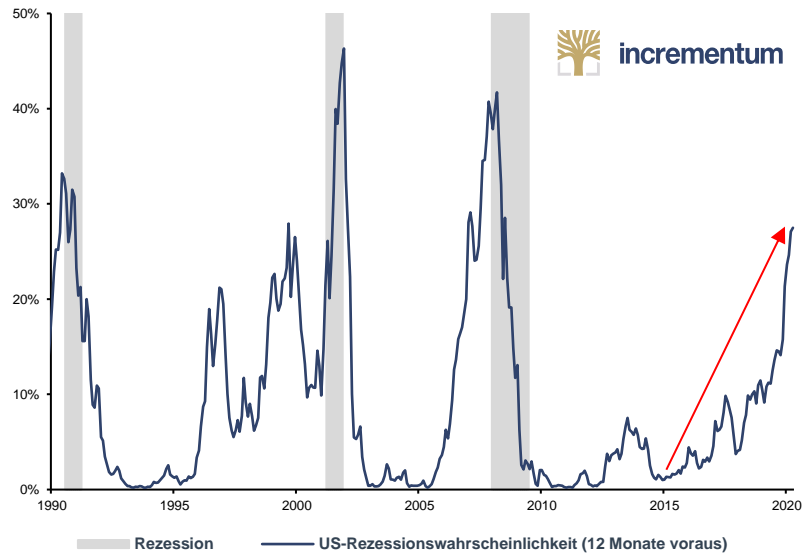
³⁹ Übrigens rechnete 2007 ebenfalls KEIN Analyst mit einer Rezession!

⁴⁰ Vgl. Bridgen, Andrew: „The economist who cried wolf?“, A sideways look at economics, Fathom Consulting, 1. Februar 2019

⁴¹ An, Zidong, Jalles, João Tovar und Loungani, Prakash: „How Well Do Economists Forecast Recessions?“, IMF Working Paper No. 18/39, 5. März 2018

Mittlerweile scheinen sich die Signale einer aufziehenden US-Rezession langsam zu mehren. **So zeigt der Rezessionsindikator der Federal Reserve aktuell eine Rezessions-Wahrscheinlichkeit von 27,5% für April 2020 an.**⁴² In den vergangenen 30 Jahren war dieser Wert niemals so hoch, wenn in den darauffolgenden zwei Monaten keine Rezession eingetreten ist.

US-Rezessionswahrscheinlichkeit, in %, 01/1990-04/2020e



Quelle: Federal Reserve New York, Incrementum AG

It's not a matter of if; it's a matter of when. And I could be early on the call as I was back in 2007, but I am suggesting that, if you don't open the umbrella, just make sure you have one on you.

Dave Rosenberg

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

Ben Bernanke

Den besten „track record“ hinsichtlich Rezessionsprognosen weist ganz klar die Zinsstrukturkurve auf. Eine kürzlich von der San Francisco Federal Reserve publizierte Studie zeigt, dass inverse Zinskurven die meisten Rezessionen seit den 1950er-Jahren angekündigt haben.⁴³ Die Logik dahinter ist die folgende: In Erwartung eines Konjunkturabschwungs reduzieren Anleger ihre Nachfrage nach kurzfristigen Anleihen und verschieben ihre Nachfrage auf längerfristige Anleihen, deren Preise damit steigen und deren Renditen im Vergleich zu kurzfristigen Anleihen noch weiter sinken. Die rückläufige Nachfrage nach kurzfristigen Anleihen erhöht ihrerseits die Zinsen am kurzen Ende. **Grafisch zeigt sich diese intertemporale Allokationsverschiebung in einer inversen Zinskurve mit einer negativen Steigung.**

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. **Die aktuelle Struktur der Zinskurve wirft unweigerlich die Frage auf, ob die Stabilität des Banken- und Kreditsektors im derzeitigen Refinanzierungskarussell gefährdet ist und ob systemische Risiken nicht möglicherweise im Steigen begriffen sind.**

⁴² Die exakte Methodologie des Rezessionsindikators finden Sie [hier](#).

⁴³ Bauer, Michael D. und Mertens, Thomas M: „Economic Forecasts with the Yield Curve“, *FRBSF Economic Letter*, 5. März 2018

Zinsspreads der Benchmark-US-Staatsanleihen, und Goldpreis, in USD, 01/1982-05/2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Modern Monetary Theory (MMT) – Das neue Liebling der Inflationisten?!

„Modern Monetary Theory is an argument that would be wonderfully familiar to every sovereign since the invention of debt. It is essentially the argument that significant sovereign debt is a good thing, not a bad thing, and that budget balancing efforts on a national scale do much more harm than good.“

Ben Hunt

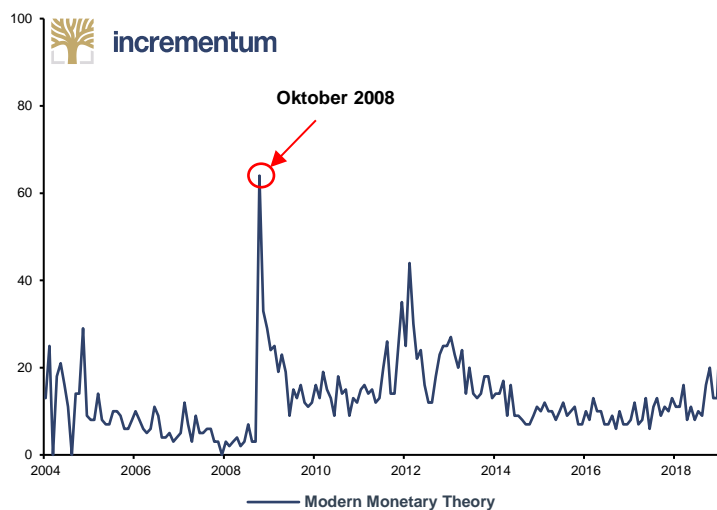
MMT seems to evoke a visceral gagging reflex from most finance-types, kind of like that feeling when your inappropriate uncle makes a lewd joke about your aunt.

Kevin Muir

Ein weiteres Einfallstor für eine noch lockerere Geldpolitik, ist die – insbesondere in den USA – immer mehr Anhänger findende „Modern Monetary Theory“ (MMT).⁴⁴ Das rasant wachsende Interesse erkennt man anhand der explodierenden Anzahl an Google-Suchabfragen.

⁴⁴ Wir haben die MMT erstmals 2016 thematisiert: „Inflation und die Veranlagung“, In Gold We Trust-Report 2016; Für eine tiefgreifende Auseinandersetzung mit der MMT vgl. u. a.: Pater Tenebrarum: „The Revival of Chartalism“, Acting Man, 23. Mai 2011; Reknr hosts: The MMT Podcast, insbesondere Folge 13; Randall Wray: Modern Money Theory; „Everything you wanted to know about MMT (But were afraid to ask)“, Macro Tourist, 30. Jänner 2019

Google-Suchabfragen „Modern Monetary Theory“, 01/2004-03/2019



Quelle: Google, Incrementum AG

Eine genaue Definition von MMT ist schwierig, stellt es doch eher einen Baukasten vielfältiger Hypothesen dar. **Wikipedia definiert die MMT folgendermaßen:**

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

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

Ben Hunt

Zur Anwendung kommt die Methode der doppelten Buchführung, mit deren Hilfe u. a. die Kreditschöpfung, die Instrumente der Zentralbank und die fiskalischen Operationen analysiert werden. Grundpfeiler sind die Theorie der sog. endogenen Kredit- oder auch Geldschöpfung, nach der Banken gegen Sicherheiten Kredite gewähren, ohne dass sie dafür auf Ersparnisse zurückgreifen, sowie die Theorie des von Georg Friedrich Knapp begründeten Chartalismus, nach der ein Staat erst Geld in Umlauf bringt, bevor er es durch Steuern wieder vernichtet. Ebenfalls wesentlich ist die Bilanzsichtweise mit T-Konten und die auf die Arbeiten von Wynne Godley zurückgehende Aufteilung der Wirtschaftssektoren in staatlich, privat (Haushalte und Unternehmen) und extern (Rest der Welt).“⁴⁵

Die Zentralbank bzw. das Finanzministerium könnten laut MMT immer zusätzliche Liquidität zur Verfügung stellen, ein Staat könne sich daher in seiner eigenen Währung niemals überschulden oder illiquid werden. Als Emittenten von Fiat-Geld seien Staaten ihrer Meinung nach unbegrenzt zahlungsfähig. Solange reale Ressourcen wie Arbeit nicht in die Wirtschaft, d. h. in den Geldkreislauf, integriert sind, also brachliegen, können sie durch staatliche Ausgaben mit neu geschaffenem Geld aktiviert werden.

⁴⁵ Wikipedia-Eintrag „Modern Monetary Theory“

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

Ben Hunt

Don't underestimate how pissed off the average American is. ... Monetary stimulus with fiscal austerity doesn't do anything except make the rich richer.

Kevin Muir

Holders of financial assets had a great run riding the 35-year wave of declining rates and rising asset values. The return trip won't be nearly as much fun.

Simon Mikhailovich

Die strenge funktionelle Unterscheidung zwischen Fiskal- und Geldpolitik, deren mögliche Verletzung sich zum Beispiel in den Klagen gegen die diversen außerordentlichen Maßnahmen der EZB äußert, wäre aus Sicht der MMT aufzuheben. **Dieser Ansatz ist für die Politik ein Freibrief, die ohnehin bescheidene Budgetdisziplin völlig über Bord zu werfen. Denn im Unterschied zu Helikopter-Geld ermöglicht MMT eine dauerhafte Finanzierung des Staates durch die Notenbank.** Modern ist an der Theorie allerdings nicht so viel, denn die direkte Finanzierung des Staates durch die Notenpresse war schon in der Weimarer Republik üblich und endete bekanntermaßen katastrophal.⁴⁶

In den USA, die sich bereits im Vorwahlkampf zu den Präsidentschaftswahlen 2020 befinden, erfreuen sich diese kruden Ideen wachsender Beliebtheit. Ein Beispiel ist die Idee eines „Green New Deal“, der sich begrifflich bewusst an den „New Deal“ von Franklin D. Roosevelt anlehnt. Andere wollen dank der von der MMT ausgehobelten Budgetbeschränkung ein bedingungsloses Grundeinkommen, massive Investitionen in die Infrastruktur oder signifikante Steuersenkungen finanzieren. Die Steuersenkung von Donald Trump 2017 ist beispielsweise ebenfalls in Übereinstimmung mit den Grundaussagen der MMT.⁴⁷

Im Unterschied zu QE wirkt MMT deutlich unmittelbarer auf die Inflationsrate. QE wirkt sich direkt lediglich auf die Yields der angekauften Anleihen aus. Die Zweitrundeneffekte können inflationstreibend wirken, sofern die Wirtschaftsakteure die gesunkenen Refinanzierungskosten für Zusatzausgaben verwenden. **MMT wird die Nachfrage über höhere Budgetdefizite hingegen direkter und rascher anfachen und inflationstreibende Preiserhöhungen mit sich bringen. Dies trifft insbesondere auf Märkte zu, die (nahe) an der Kapazitätsgrenze stehen, wie z. B. der Bausektor.**

In einem derartigen MMT-Umfeld würde die jahrzehntelange Anleihen-Rally abrupt an ihr Ende gelangen, höhere Renditen wären unausweichlich. Allgemeiner gesprochen würden finanzielle Vermögenswerte tendenziell leiden, während reale Vermögenswerte wie auch Gold durch die steigende Geldentwertung profitieren dürften.⁴⁸

⁴⁶ Vgl. Stelter, Daniel: „Machtlose EZB als Gefahr für die Märkte“, WirtschaftsWoche, 11. April 2019

⁴⁷ Vgl. „Practitioners Guide to MMT: Part 2“, The Macro Tourist, 24. April 2019

⁴⁸ Vgl. „Practitioners Guide to MMT: Part 2“, The Macro Tourist, 24. April 2019

30-jährige US-Staatsanleihen, in %, 01/1980-03/2019



Quelle: investing.com, Incrementum AG

MMT is the sovereign-friendly justification for deficit spending without end.

Ben Hunt

Dass die Geldmengeninflationierung bislang in erster Linie Finanzassets unterstützte, zeigt folgender Chart. Wir vergleichen hier die Entwicklung zwischen dem S&P 500 (repräsentativ für Finanzassets) und dem Gold/Silber-Ratio (repräsentativ als Indikator für die Realwirtschaft aber auch Preisinflation).⁴⁹

S&P 500 (linke Skala), und Gold/Silber-Ratio, invertiert (rechte Skala), 01/1990-05/2019



Quelle: investing.com, Incrementum AG

⁴⁹ Die G/S-Ratio wurde bereits in mehreren *In Gold We Trust*-Reporten erläutert, unter anderem im Kapitel „Technische Analyse“, *In Gold We Trust-Report 2018*.

Policy, profit and positioning trends all argue for rotation from deflation to inflation, from 'ZIRP winners' to 'ZIRP losers', from Wall Street to Main Street. As part of this rotation we expect real assets to outperform financial assets.

Michael Hartnett

Seit Anfang der 1990er-Jahre bestand ein verblüffender Gleichlauf: Ein steigender Aktienmarkt ging meist mit einem fallenden Gold/Silber-Ratio, also einer Outperformance von Silber im Vergleich zu Gold, einher. Eine Erklärungsmöglichkeit für dieses Phänomen ist, dass bei den vorangegangenen Wirtschaftszyklen die Reflationierung konventionell über die Ausweitung der Kreditmenge erfolgte. Dies wirkt sich schneller auf die Realwirtschaft aus und führte zu einer anziehenden Konsumentenpreis-inflation. Seit 2012 klappt die Schere nun plötzlich auseinander. Dieses Mal wurde die Reflation über Wertpapierankäufe getätigt, was insbesondere die monetären Vermögenswerte verteuerte, nicht jedoch die Konsumentenpreis-inflation und die Realwirtschaft nachhaltig befeuern konnte.

Fazit MMT

Wir sind der festen Überzeugung, dass MMT „the next big thing“ der Inflationierungsbefürworter sein wird. MMT stellt aber eine falsche und vor allem gefährliche Verheißung dar. Es handelt sich dabei um eine US-zentrische Zusammenstellung von Gefälligkeitspostulaten, die die tatsächlichen Probleme des Geld- und Bankensystems weitgehend ausblenden.⁵⁰

Steigender politischer Druck auf die Zentralbanken

„Ich bin sicherlich besorgt über die Unabhängigkeit von Zentralbanken in anderen Ländern, besonders im wichtigsten Land der Welt.“

Mario Draghi

There's nothing to prevent the federal government creating as much money as it wants in payment to somebody.

Alan Greenspan

Doch nicht nur von Seiten der Geldtheoretiker und Geldpolitiker neigt sich das Pendel in Richtung einer weiteren Lockerung der Geldpolitik. Sieht man von der Bestellung der führenden Notenbanker ab, die wenig überraschend von (partei)politischen Interessen geleitet ist, wurde die explizite Einmischung der Politik auf die Geldpolitik früher ausschließlich mit Bananenrepubliken außerhalb der westlichen Welt in Verbindung gebracht.

Dies hat sich zuletzt geändert. So sahen sich die geschäftsführende Direktorin des Internationalen Währungsfonds, Christine Lagarde, und der scheidende EZB-Präsident Mario Draghi bei der Frühjahrestagung des Internationalen Währungsfonds in Washington genötigt, eindringlich vor der Beschneidung der Unabhängigkeit der Zentralbanken zu warnen. Außergewöhnlich war, dass sie ihre Warnungen auch an Politiker in der westlichen Welt richteten. Diese würden die Notenbanken immer häufiger unter Druck setzen, die Wünsche der Politik zu erfüllen, anstatt ihr geldpolitisches Mandat umzusetzen.

Mario Draghi bezog seine Kritik kaum verklausuliert auf die USA, wo Präsident Donald Trump bereits seit geraumer Zeit die Politik der Federal Reserve wiederholt kritisiert hatte. Im Oktober 2018 hielt er nach der abermaligen Erhöhung des Leitzinses auf 2,0%-2,25% fest, dass die Federal Reserve seiner

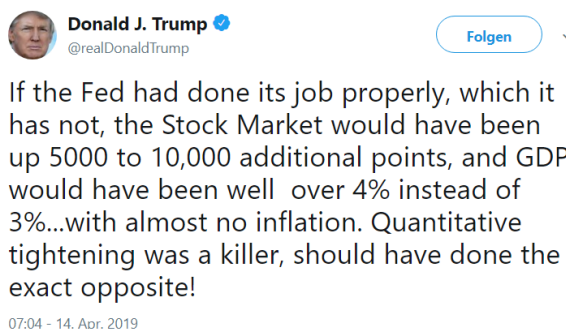
⁵⁰ Vgl. Huber, Joseph: „Modern Monetary Theorie – die falsche Verheißung“, Vollgeld – Website für Analyse und Reform des Geldsystems, Mai 2019

Auffassung nach „gone crazy“, also verrückt geworden sei. Die Geldpolitik des von ihm bestellten Vorsitzenden der Federal Reserve, Jerome Powell, sei zu straff.

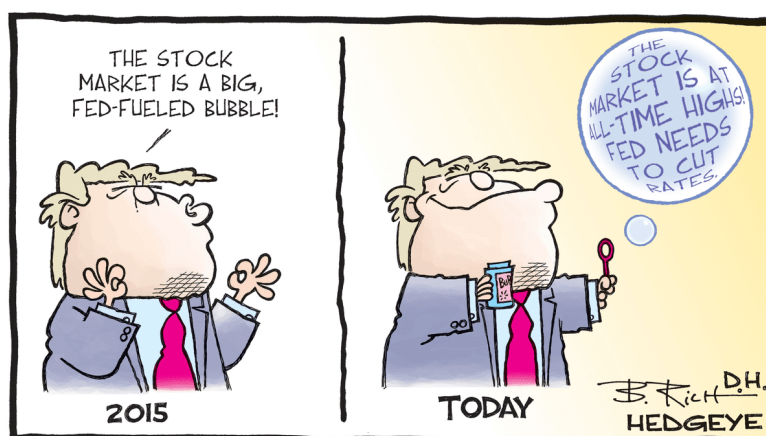
Unabhängigkeit hat ihnen gute Dienste geleistet und wird es hoffentlich auch künftig tun.

Christine Lagarde

Im Dezember 2018 erhöhte die Federal Reserve schließlich noch ein weiteres Mal die Zinsen, wohl auch um zu zeigen, dass sie nicht auf Zuruf von Trump agiert. Doch Präsident Trump würde sich selbst mit der Beendigung der Zinserhöhungen nicht zufrieden geben, auch deswegen, weil die im November 2020 stattfindenden US-Präsidentschaftswahlen ihre ersten Schatten vorauswerfen. „It’s the economy, stupid“, insofern würde eine deutlich an Fahrt verlierende US-Wirtschaft seine Chancen auf die Wiederwahl deutlich schmälern. Just während der Frühjahrstagung des IWF tweetete er:⁵¹



Es ist wohl ein zentraler Charakterzug Donald Trumps, dass er institutionelle Begrenzungen nicht akzeptiert. Lagardes und Draghis Aussagen sind also dahingehend zu verstehen, dass der US-Präsident diese Grenzen anerkennen soll. Andernfalls, so wird befürchtet, könnte ein Vertrauensverlust in die Unabhängigkeit der Federal Reserve das Vertrauen in die Stabilität der Währung untergraben. Ein derartiger Vertrauensverlust wäre – wenn überhaupt - nur unter großen Kosten und Mühen zu reparieren.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Als Sieg der Unabhängigkeit der Federal Reserve gedeutet wird hingegen der Rückzug des von Präsident Trump für das Federal Reserve Board nominierten Stephen Moore aus dem Bestellungsverfahren. Selbst der von den Republikanern dominierte Senat, der die Nominierung hätte bestätigen müssen, hatte erhebliche

⁵¹ Donald Trump: [Tweet](#), 14. April 2019, 7:04

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

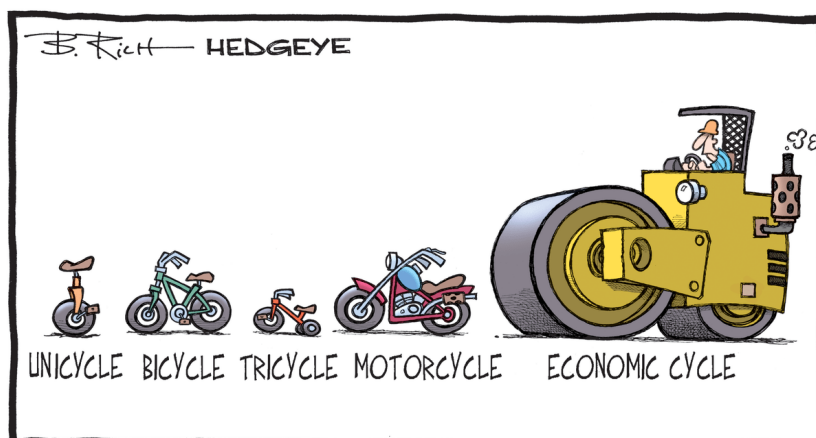
Liaquat Ahamed

Bedenken angemeldet, dass die zu große Nähe Moores zu Präsident Trump die institutionelle Unabhängigkeit der Federal Reserve ernsthaft gefährden könnte.

Diesseits des Atlantiks spielt die links- wie rechtspopulistische Regierung in Italien – neuerlich – mit dem Gedanken, die großen Goldreserven der Banca d'Italia zu verstaatlichen, um durch den Teilverkauf der mit 2.451,8 Tonnen drittgrößten Goldreserven weltweit die sich aufweitenden Budgetdefizite zu finanzieren.⁵² Ein derartiger Schritt würde jedoch das Vertrauen in die Unabhängigkeit der italienischen Zentralbank massiv gefährden, was sich wiederum negativ auf den Euro auswirken würde. Die Begehrlichkeiten werden angesichts der tiefgreifenden strukturellen Probleme Italiens in absehbarer Zeit nicht verschwinden.

Fazit

Die USA sind – trotz aller Schwierigkeiten – noch immer die unangefochtene globale Konjunkturlokomotive. Und wenn die USA husten, bekommt der Rest der Welt Grippe. Wie solide das wirtschaftliche Fundament – und damit das Fundament des US-Dollars – tatsächlich ist, wird sich erst in der nächsten tiefgreifenden Krise zeigen. **Wir sind jedoch davon überzeugt, dass das grenzenlose Vertrauen in die US-Konjunkturlokomotive und den US-Dollar in den nächsten Monaten zu bröckeln beginnen wird.**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

⁵² Vgl. „Salvini schielt auf Goldschatz – Verkauf ‚interessante Idee‘“, Reuters Staff, 11. Februar 2019

Status Quo von Gold relativ zu Aktien und Rohstoffen

„Although there is no explicit reason why a commodity bear market bottom should coincide with a speculative stock market top, the fact remains that it happened twice before, and history suggests it’s about to happen again—another data point suggesting that today’s commodity bear market is rapidly drawing to a close.“

Leigh Goehring & Adam Rozencajg

Bonds and stocks really are just trading off non-market dynamics that would have made Grigory Potemkin very proud.

Dave Rosenberg

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

Treue Leser wissen: Wir betrachten die weiterhin positive Aktienmarktentwicklung als derzeit größte Opportunitätskosten des Goldes. Insofern könnte ein deutlicher Ausbruch des Goldpreises erst mit einem stagnierenden oder schwächeren Aktienmarkt einhergehen.

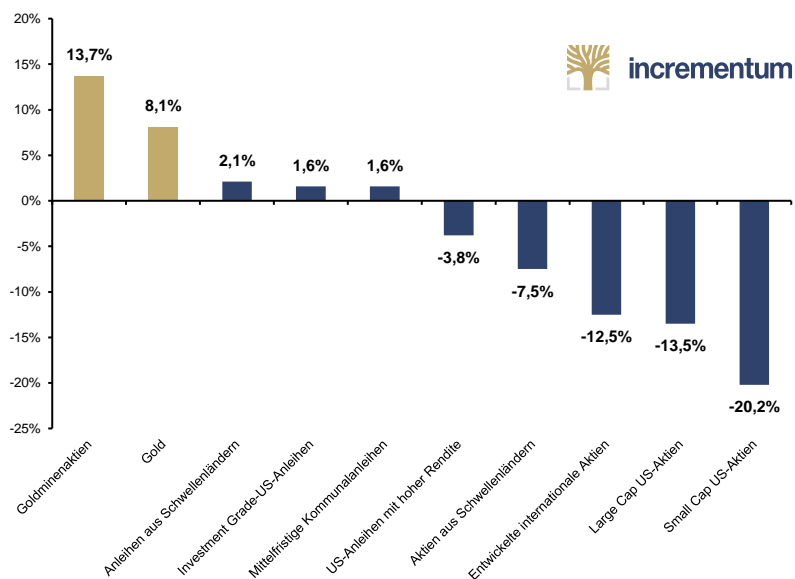
Ein Vergleich der Entwicklung des Goldpreises mit der Entwicklung der wichtigsten Börsenindizes zeigt, dass die relative Schwäche von Gold klammheimlich zu Ende zu gehen scheint.

...relative to financial assets, the GSCI is at one of its lowest points in history. That has historically been resolved by commodities putting on a stunner of a show, stoking inflation. I wouldn’t be surprised if that happened again.

Paul Tudor Jones

Besonders bemerkenswert erscheint uns die Entwicklung im 4. Quartal 2018, als nahezu jede Anlageklasse abverkauft wurde. Der S&P 500 notierte in den ersten drei Quartalen noch komfortable 9% im Plus, ehe im Oktober ein Sell-Off einsetzte und im Dezember in der schwächsten Performance seit der Großen Depression kulminierte. Dies erscheint besonders bedeutsam, nachdem das Q4 normalerweise die beste saisonale Performance aufweist. Auf Sektorenbasis konnten von den 121 Industriegruppen im S&P 500 lediglich 7 eine positive Performance ausweisen. **An der Spitze: Minenaktien mit einem Plus von 13,7%.**

Performance nach Anlageklasse, in %, Q4/2018



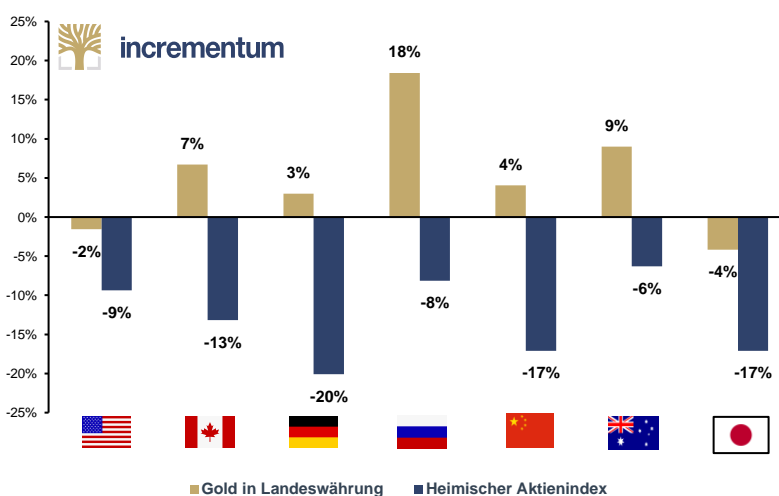
Quelle: Federal Reserve St. Louis, investing.com, Incrementum AG

A nation's exchange rate is the single most important price in its economy. It will influence the entire range of individual prices, imports and exports and even the level of economic activity.

Paul Volcker

Aufgrund des scharfen Einbruchs der Aktienmärkte im Q4 war das Gesamtjahr 2018 für Gold relativ zu den großen Aktienindizes ein exzellentes Jahr. Zum ersten Mal seit vielen Jahren wurde die unantastbar scheinende Konkurrenz der Aktienmärkte ernsthaft in Frage gestellt. In allen wichtigen Märkten hat Gold den jeweiligen heimischen Aktienmarkt outperformt. Relative Stärke zeigte der Goldpreis auch in den USA und Japan, selbst wenn der Goldpreis in US-Dollar und Yen leicht nachgab. Doch die Aktienbesitzer verzeichneten um 7% bzw. 13% höhere Verluste. In Deutschland erzielten Goldanleger eine Rendite von plus 3%, während der DAX ein Minus von beachtlichen -20% eingefahren hat.

Gold in Landeswährung und heimischer Aktienindex, Jahresperformance in %, 2018



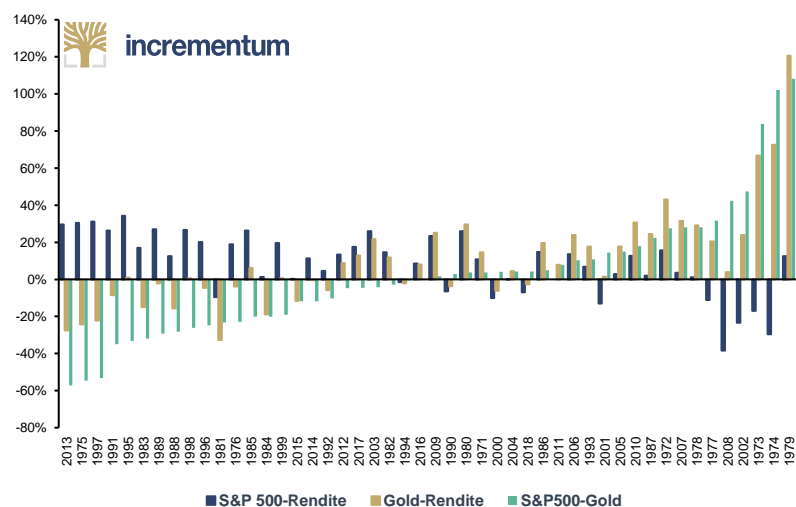
Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Diese Gegenüberstellung bestätigt somit eindeutig unsere These von Gold (und Minenaktien) als Portfolio-Stabilisator. Dies erkennt man auch

anhand des nachfolgenden Charts, der die Kursentwicklung des S&P 500 und von Gold zeigt. Die Aufstellung ist gereiht nach der Differenz zwischen den beiden Kursentwicklungen; je weiter links, desto schlechter schnitt Gold im Vergleich zum S&P 500 ab, je weiter rechts, desto besser performte Gold relativ zum S&P 500.

Im Vergleich zum S&P 500 hat Gold besonders in jenen Jahren schlecht abgeschnitten, in denen der S&P 500 sehr hohe Kursgewinne erzielte. Gold verzeichnete die höchsten relativen Zuwächse gegenüber dem S&P 500 hingegen in jenen Jahren, in denen der S&P 500 schlecht reüssierte – ausgenommen das besondere Jahr 1979.

S&P 500 vs. Gold, Veränderung im Jahresvergleich und Differenz der Veränderung, in %, 1971-2018



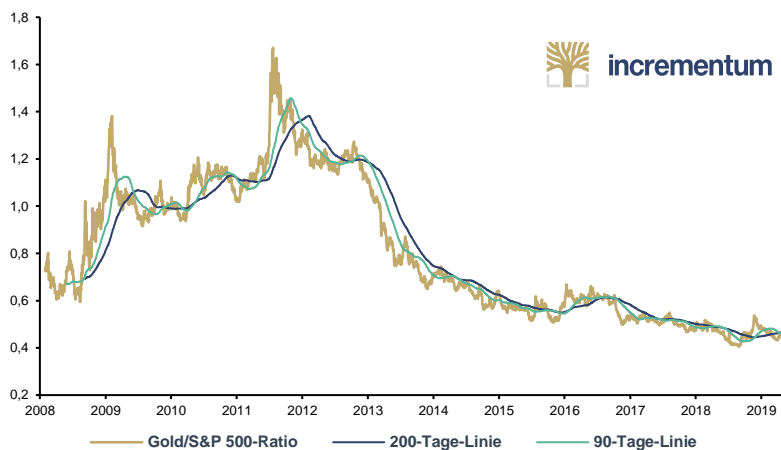
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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.

Prof. Robert Shiller

Die scharfe Korrektur an den Aktienmärkten im letzten Quartal 2018 wurde von den Börsen mittlerweile wieder mehr als wettgemacht. Daher hält die Schwächephase des Goldes im Vergleich zu den Aktienindizes weiter an. Der folgende Chart bildet das Gold/S&P 500-Ratio ab. Der Trend, wonach eine Unze Gold immer weniger Anteile des S&P 500 kauft, wurde noch nicht gebrochen, die Kaufkraft des Goldes gemessen am S&P 500 scheint sich jedoch zumindest zu stabilisieren.

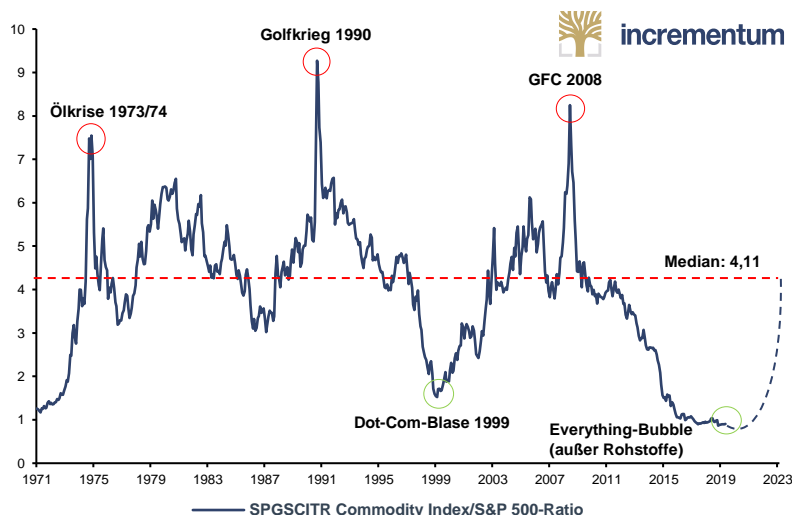
Gold/S&P 500-Ratio, 50-Tage-Linie und 200-Tage-Linie, 01/2008-05/2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Sehen wir uns nun die Entwicklung von Gold relativ zu Rohstoffen an. Der folgende Chart war der mit Abstand meistzitierte Chart des letztjährigen *In Gold We Trust*-Reports.⁵³ Er zeigt eindrucksvoll, dass die relative Bewertung von Rohstoffen im Vergleich zu Aktien historisch extrem günstig ist. Im Vergleich zum S&P 500 liegt der GSCI-Commodity-Index (TR) auf dem niedrigsten Niveau seit 50 Jahren. Das Ratio liegt aktuell bei 0,9 und damit deutlich unterhalb des langfristigen Medians von 4,11 und meilenweit unter den Höchstständen. **Im Sinne einer Rückkehr zum Mittel sollten sich somit attraktive Investitionsoportunitäten ergeben.**

GSCI (TR)/S&P 500-Ratio, 01/1970-05/2019



Quelle: Prof. Dr. Torsten Dennin, Lynkeus Capital, Bloomberg, Incrementum AG

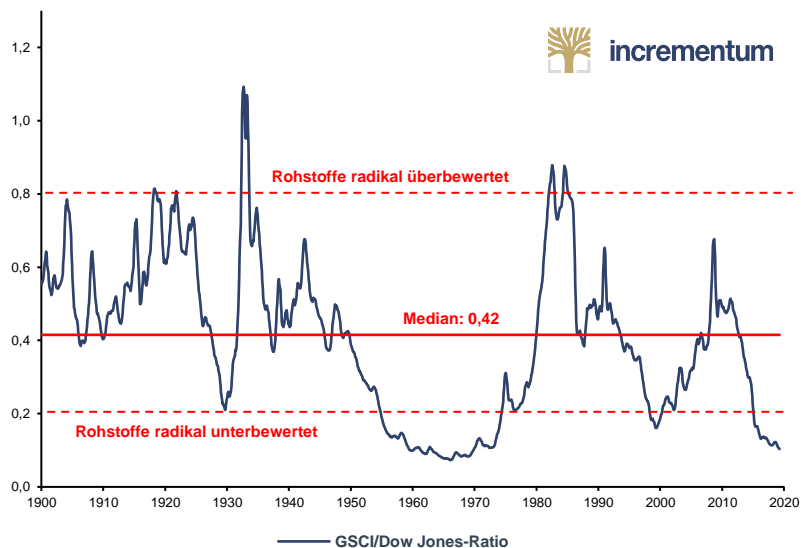
Rohstoffe mit niedrigster Bewertung seit 100 Jahren? **Nun wollen wir eine noch längerfristige Betrachtung des Rohstoffsektors vornehmen.**⁵⁴ Der nächste Chart zeigt, dass Rohstoffe im Verhältnis zu US-Aktien gemessen am Dow-Jones-Index aktuell auf dem tiefsten

⁵³ Wir wollen uns an dieser Stelle erneut bei Prof. Dr. Torsten Dennin (Lynkeus Capital) bedanken, der die Idee zu diesem grandiosen Chart hatte.

⁵⁴ Unser Dank gilt Leigh R. Goehring und Adam A. Rozencajg: „Commodities at a 100 Year Low Valuation“

Bewertungsniveau seit Mitte der 1960er-Jahre handeln. **Gegenüber Aktien waren Rohstoffe nur noch vor dem Schwarzen Donnerstag⁵⁵ am 24. Oktober 1929 und während der Übertreibungen der Dotcom-Blase ähnlich unterbewertet wie heute.**

GSCI/Dow Jones Industrial Average-Ratio, 1900-2019



Quelle: Goldman Sachs Commodity Index bis 1970, Goehring & Rozencajaj Commodity Index pre-1970, Bloomberg, Incrementum AG

You can't be serious!

John McEnroe

Sehen wir uns nun die beiden Phasen genauer an, in denen Rohstoffe im Vergleich zu Aktien derart günstig bewertet waren und anschließend einen fulminanten Bullenmarkt starteten:

1. **1970er-Jahre:** Die Grundlage für den Gold- und Rohstoffbullenmarkt (bzw. den USD-Bärenmarkt) wurde bereits in den 1960er-Jahren bereitet. War der US-Dollar 180 Jahre lang als Gewicht und Preis von Gold definiert⁵⁶, so nahm der Abwertungsdruck in den 1960er-Jahren aufgrund der explodierenden Budgetdefizite dramatisch zu. Die Ausweitung der Geld- und Kreditmenge manifestierte sich vorerst lediglich an steigenden Aktienkursen, insbesondere rallierten die Kurse der berüchtigten „Nifty Fifty“⁵⁷, die im Zentrum der Aktienmanie standen. Während der breite Aktienmarkt zu Beginn der 1970er-Jahre ein KGV von 20 aufwies, waren die Nifty Fifty mit einem KGV von 50 bewertet. Anschließend setzte eine langfristige Baisse am US-Aktienmarkt – insb. auf realer Basis – ein. Der Großteil der Nifty Fifty-Aktien brach um 90% oder mehr ein. Inflationsbereinigt beendete der Dow Jones die Dekade mit einem Minus von 48%. Der GSCI verzeichnete hingegen einen Anstieg um knapp 500%).⁵⁸

⁵⁵ Der berühmte Crash von 1929 ist in Europa als „Black Friday“ bekannt, weil die Erschütterungen des Aktienmarktes in den USA am Donnerstag erst bei Börsenöffnung am Freitag in Europa angekommen sind.

⁵⁶ Bis zum Gold Standard Act (1900) waren die USA auf einem Bi-Metalstandard, der effektiv allerdings bereits mit dem Coinage Act (1873) endete.

⁵⁷ Vgl. Wikipedia-Eintrag: „Nifty Fifty“

⁵⁸ Zum Höhepunkt der Rohstoff-Mania 1980 machten die apokalyptischen Prognosen des Club of Rome Furore. Exakt zur gleichen Zeit setzte die Ölproduktion in der Nordsee, in Alaska und in Westsibirien ein. Vorkommen, die im Laufe der 1960er- und 1970er-Jahre entdeckt wurden. Anschließend begann ein 20jähriger Bärenmarkt bei Rohstoffen. Es bestätigte sich also wieder einmal: „The cure for high prices is high prices.“

2. **2000er-Jahre:** Aufgrund des Überangebotes und des deutlich negativen Sentiments brach der Ölpreis um den Jahreswechsel 1998/1999 auf unter 12 USD/Barrel und damit inflationsbereinigt auf das niedrigste Niveau seit der Großen Depression ein. Grenzenloser Pessimismus machte sich im Commodity-Sektor breit, jedoch wurde übersehen, dass die rasche und breite Industrialisierung Chinas und der Schwellenländer die Nachfrage nach Rohstoffen deutlich anheben würde. Da zudem die Investitionen in Technologie und Exploration im Bärenmarkt jahrelang vernachlässigt wurden, war ein rasanter Anstieg des Ölpreises bis auf 138 USD/Barrel im Sommer 2008 die Folge. Weitere Unterstützung erhielten die Märkte durch die expansive Geldpolitik von Alan Greenspan, der auf jede Krise an den Finanzmärkten mit einer (kräftigen) Zinssenkung reagierte. Zu Ende ging die Rally schließlich in der scharfen Rezession 2008/2009, im Anschluss an die Große Finanzkrise 2007/2008.

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

Leigh Goehring & Adam Rozenchwajg

Die Parallelen der 1970er- und 2000er-Jahre zur heutigen Situation sind verblüffend. Jedes Mal nährte eine expansive Geldpolitik eine Periode haussierender Aktienmärkte. Anschließend setzte jeweils eine Dekade der Rohstoffe ein. Hätte man den GSCI 1970 gekauft und 1980 verkauft, so hätte man eine annualisierte Rendite von 20% erzielt. Ähnliches gilt für die Phase ab 2000, was besonders attraktiv erscheint, nachdem Aktien in diesen Zeiträumen seitwärts tendierten. **In den letzten 10 Jahren erlebten wir die expansivste und experimentierfreudigste Geldpolitik der Geschichte, sie erreichte jedoch die Commodity-Märkte nur peripher.** Was in den 1960er-Jahren die Nifty Fifty waren, waren 2000 die DotComs und sind heute die FAANG-Titel. Die Geschichte könnte sich also wiederholen.

Unserer Meinung nach haben wir die Talsohle bei den Rohstoffpreisen im Februar 2016 erreicht. Investoren – insbesondere aus dem institutionellen Sektor – schenken dem Commodity-Sektor jedoch weiterhin kein Interesse. Die Stimmungslage und die negativen Argumente (z. B. der Vormarsch der alternativen Energien, China vor dem Zusammenbruch, die Schiefergas - Revolution, Dollarstärke etc.) scheinen Common Sense und somit weitgehend eingepreist.

Zudem machen es rechtliche Beschränkungen professionellen Investoren schwer, stagnierende oder fallende Anlageklassen zu kaufen und sich gegen den Trend zu stemmen, weshalb in erster Linie passive Investments, Momentum (US-Technologietitel) oder (vermeintliche) Safe-Haven-Assets wie Staatsanleihen akkumuliert werden.

Bull markets are more fun than bear markets.

Bob Farrell

Es mag ein Anekdotenbeweis sein, doch die Stimmung bei den wichtigsten Branchenkonferenzen schwankte zwischen Depression und Agonie. Wir gehen aber davon aus, dass uns der Commodity-Sektor in Zukunft wieder mehr Freude bereiten wird. Mehr noch, die Party mag bereits begonnen haben. **Wir interpretieren die oben beschriebene extreme relative Unterbewertung des Rohstoffsektors gegenüber Finanzassets als antizyklische Chance für Contrarians mit einem starken Nervenkostüm und einem langfristigen Investitionshorizont.**

Was kann zu einem Trendwechsel führen und einen neuen Bullenmarkt auslösen? Wir sehen hier zwei wesentliche Faktoren:

- Schwäche des US-Dollars
- Reallokation von Financial Assets in Real Assets (MMT)

Fazit

Der lange Zeit unverwundbar scheinende Aufwärtstrend an den globalen Börsen hat im letzten Quartal 2018 einen erheblichen Dämpfer erlitten. Dies führte dazu, dass Gold – entgegen der allgemeinen Berichterstattung – 2018 überall relativ zu den Aktienindizes (deutlich) zulegte, absolut überall mit Ausnahme der USA und Japan. Die deutliche Unterbewertung der Rohstoffe im Vergleich zu den Aktien hat sich im vergangenen Jahr dennoch nicht signifikant verändert, weswegen das Kurspotenzial für Rohstoffe im Allgemeinen, Gold und Silber im Speziellen weiterhin intakt ist.

Status Quo der Verschuldungsdynamik

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

Inspector Frank Drebin

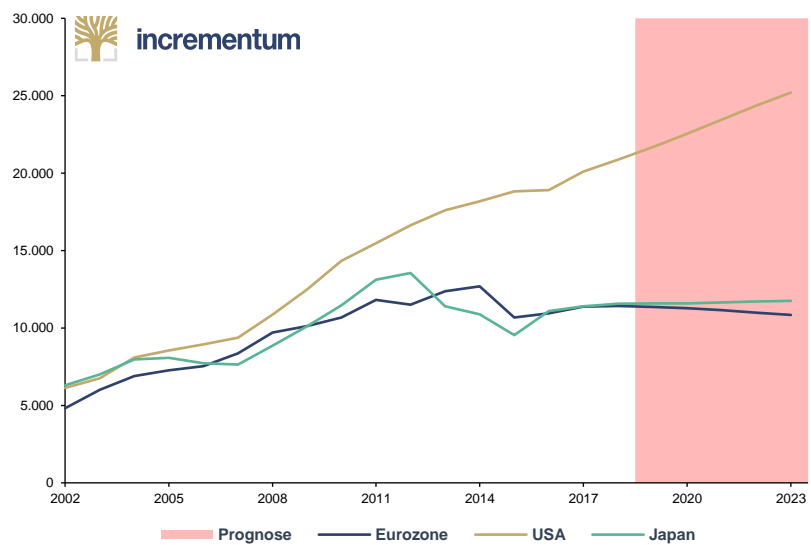
Auch dieses Jahr finden wir es wichtig daran zu erinnern, dass die Überschuldung in den meisten Volkswirtschaften munter voranschreitet. Besonders die USA dürften ihre Schuldenpolitik ganz im Sinne des bekannten Ausrufs der Marquise de Pompadour betreiben: **„Après nous le déluge!“**

The U.S. is beginning to sport a debt-to-GDP ratio worthy of any banana republic. Therefore, we believe that exposure to gold is both timely and potentially rewarding.

John Hathaway

Ab dem Jahre 2020 wird die US-Staatsverschuldung die kombinierten Schuldenberge von Japan und der Eurozone übertreffen, und das obwohl sich bis 2011 die absolute Verschuldung der USA und Japans auf ähnlichem Niveau befanden und nahezu im Gleichschritt anstiegen. Die Euroraum-Verschuldung entwickelt sich im Vergleich dazu relativ unspektakulär. Dies liegt allen voran an der sinkenden Staatsverschuldung Deutschlands, die seit dem Höhepunkt 2010 mit Ausnahme von 2012 in Prozent des BIP stetig sinkt, seit 2013 sogar absolut. 2018 wurde die 2 Bill. EUR-Marke nach unten durchschritten.

Schuldenentwicklung: Eurozone, USA, Japan, in Mrd. USD, 2002-2023



Quelle: IWF, OECD, Incrementum AG

High and rising federal debt would reduce national saving and income, boost the government's interest payments, limit lawmakers' ability to respond to unforeseen events, and increase the likelihood of a fiscal crisis.

Congressional Budget Office

Die Prognosen des Haushaltsbüros des Kongresses (CBO) für die US-Defizite der nächsten zehn Jahre sehen hingegen besorgniserregend aus. So ist aus heutiger Sicht mit einem signifikanten Anstieg des US-Defizits bis 2029 zu rechnen. Das jährliche Defizit liegt dabei stets über 1 Bill. USD.

Zum Vergleich: Das Budgetdefizit des gesamten Euroraums lag im Jahr 2018 bei knapp über 60 Mrd. EUR (ca. 67 Mrd. USD). Sieht man von den Sorgenkindern Italien, Frankreich und Griechenland ab, ist die Finanzgebarung der Staaten im Euroraum durchaus solide. Deutschland verzeichnete 2018 einen gesamtstaatlichen Überschuss (Bund, Länder, Gemeinden, Sozialkassen) von 58 Mrd. EUR, wodurch das Defizit Frankreichs nahezu 1:1 kompensiert wird.

Gänzlich anders ist, wie beschrieben, die Situation in den USA gelagert. 2019 werden die USA weitere 1,4 Bill. USD an Schulden begeben, was der gesamten Wirtschaftsleistung Spaniens entspricht. In den nächsten 10 Jahren wird allein die Neuverschuldung auf 11,6 Bill. USD geschätzt.⁵⁹ Dies entspricht ca. dem kombinierten BIP von Japan, Deutschland und Frankreich. **Es stellt sich die Frage: Wer wird diese Defizite finanzieren und vor allem, zu welchem Preis?**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

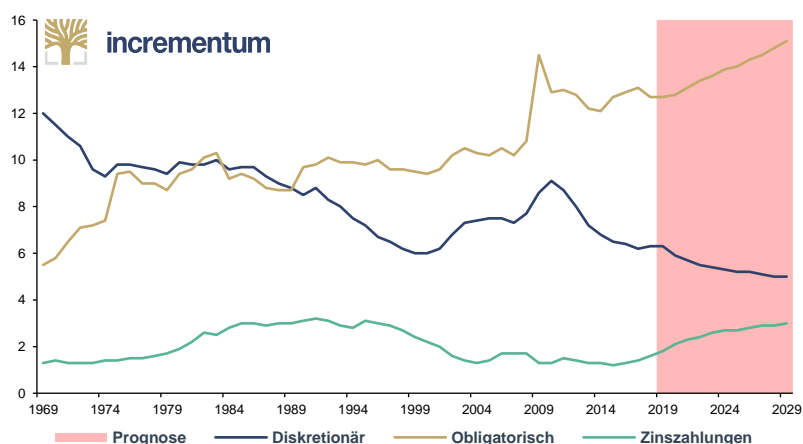
⁵⁹ Vgl. Congressional Budget Office: „The Budget and Economic Outlook: 2019 to 2029“, 28. Jänner 2019

When a country has mortgaged all of its future revenues, the state by necessity lapses into tranquility, languor, and impotency.

David Hume

Der nächste Chart zeigt, dass die USA auf eine Situation zusteuern, in der immer größere Teile des Haushalts durch obligatorische Ausgaben blockiert sind. Weil auch die Zinszahlungen trotz des niedrigen Zinsniveaus stetig ansteigen – lt. Berechnung der CBO wird der Zinsendienst 2026 die drittgrößte Ausgabe, 2046 die zweitgrößte und 2048 die größte sein – nimmt der Spielraum für zukunftsorientierte Ausgaben wie z. B. Infrastruktur oder Bildung ständig ab. Diesen sich einengenden Handlungsspielraum beschrieb David Hume bereits in seinem Essay „On Public Credit“ aus dem Jahre 1752. Ein Übermaß an Schulden führe dazu, dass Regierungen ihre zukünftigen Einnahmen quasi verpfändeten und in einen Zustand der Mattigkeit und Handlungsunfähigkeit verfallen. Langfristig wird sich dies nachteilig auf das Wachstumspotenzial auswirken, zumal die USA mit einer beständig wachsenden Bevölkerung rechnen.

US-Staatsausgaben nach Kategorie, in % des BIP, 1969-2030



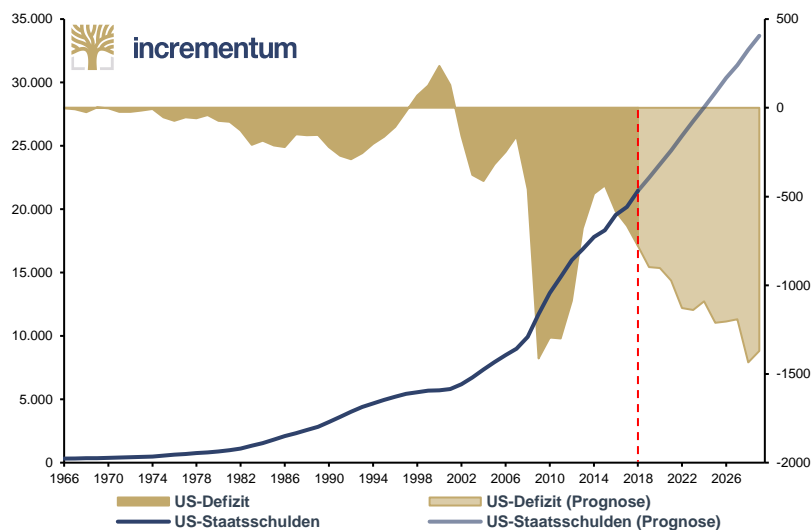
Quelle: CBO, Incrementum AG

It is a fact that when our national debt gets to the level ours is, that it constitutes an economic threat to society.

John Bolton,
National Security Advisor

Darüber hinaus sei angemerkt, dass die CBO-Prognosen auf sehr optimistischen, fast schon naiven, Prämissen beruhen. So unterstellt das CBO etwa, dass die USA in den nächsten zehn Jahre in keine Rezession schlittern werden und die Wirtschaft jährlich um 3% wächst. Eine sehr kühne Annahme, zumal die US-Wirtschaft eine derartig lange Aufschwungphase bis dato noch nie erlebt hat. Insofern könnte das Defizit der USA innerhalb der nächsten Dekade durchaus signifikant höher ausfallen, als aktuell vom CBO prognostiziert.

USA: Staatsschulden, in Mrd. USD (linke Skala), und Budgetdefizit, in Mrd. USD (rechte Skala), 1966-2029



Quelle: CBO, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

Berthold Brecht

*Von jetzt an werde ich nur so viel
ausgeben, wie ich einnehme –
selbst, wenn ich mir dafür Geld
borgen muss.*

Mark Twain

Das CBO prognostiziert, dass das Defizit im Jahre 2029 mit 1.370 Mrd. USD fast so hoch sein wird als im Krisenjahr 2009 (1.413 Mrd. USD). Ähnlich hohe Budgetdefizite wurden nur in der Periode von 2009-2012 verzeichnet. **Dies war wohlgermerkt jedoch eine Phase, in der die Federal Reserve mittels QE Treasuries im Wert von knapp 500 Mrd. USD pro Jahr aufsog.**

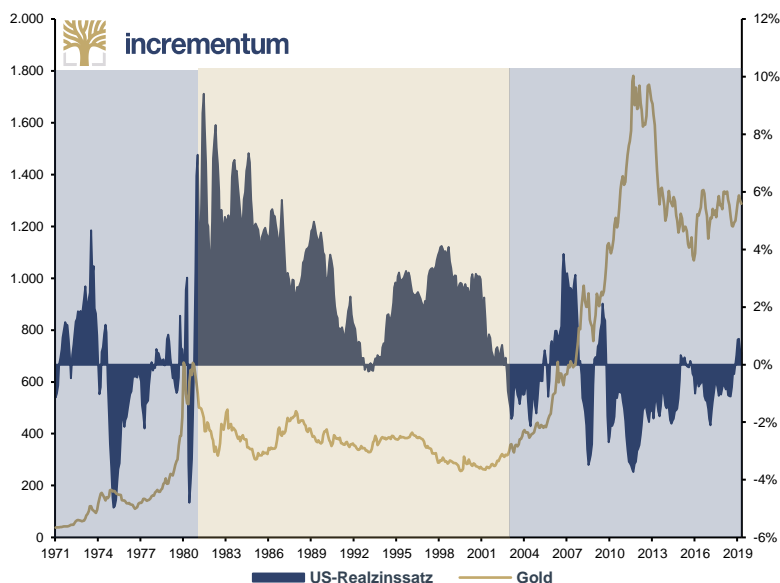
Fazit

Aufgrund der – mittlerweile globalen – hohen Verschuldung aller Sektoren (Staat, Unternehmen, Privathaushalte) kann eine Deflation systemisch wohl nicht zugelassen werden. Eine Deflation würde die reale Schuldenlast noch weiter erhöhen, noch höhere Zahlungsausfälle infolge der zu erwartenden Bankrotte wären unvermeidbar. Weil dadurch relativ solide Unternehmen ihre Bilanzen um die Forderungsausfälle wertberichtigen müssten, wäre ein kaskadenartiges Zusammenbrechen der Schuldenpyramide nur schwer zu verhindern.

Daher wird man auf stark steigende bzw. klar positive Realzinsen in den nächsten Jahren vergeblich warten. **Die Welt steckt in weiten Teilen in der Null- oder zumindest in der Niedrigzinsfalle.**⁶⁰ Für Gold sollte das Zeitalter der negativen Realzinsen, dessen Ende nicht abzusehen ist, definitiv unterstützend wirken, sind doch negative Realzinsen ein ausgezeichnetes Umfeld für Gold. Dies zeigt auch der folgende Chart.

⁶⁰ Vgl. „Exkurs: Die Nullzinsfalle“, In Gold We Trust-Report 2017; Stöferle, Ronald-Peter, Hochreiter, Gregor und Taghizadegan, Rahim: Die Nullzinsfalle, FinanzBuch Verlag, April 2019

Goldpreis, in USD (linke Skala), und US-Realzinsen, in % (rechte Skala), 01/1971-04/2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Status Quo der Inflationstendenz

„Volatility collapsed after the crisis because of central bank manipulation. That game’s over. With inflation pressures now building, we will look back on this low-volatility period as a five standard-deviation event that won’t be repeated.“

Paul Tudor Jones



We believe the April 22, 2019 Bloomberg Businessweek cover, „Is Inflation Dead,“ will turn out to be as historic as the 1979 cover.

Goehring & Rozenchwajg

Sehen wir uns nun die Entwicklung der Teuerungstendenz an. Derzeit scheint es, als wäre das Prognostizieren einer anziehenden Inflation die extremste und abstruseste Contrarian-Position, die man derzeit einnehmen kann. Wie auf dem Titelbild links zu sehen, hat die Bloomberg Businessweek in ihrer April-Ausgabe „The Death of Inflation“ ausgerufen.⁶¹ Aus unserer Sicht ist diese Grabrede mehr als verfrüht. Langsam, aber beständig baut sich der Inflationsdruck auf und das Inflationsmonster auf der linken Seite könnte wieder aufleben, zumal Politiker und Zentralbanker mit ihren Geldexperimenten genau das erreichen wollen. In den vergangenen Jahren war wesentlich häufiger davon die Rede, dass die Inflation zu niedrig, nicht zu hoch sei.

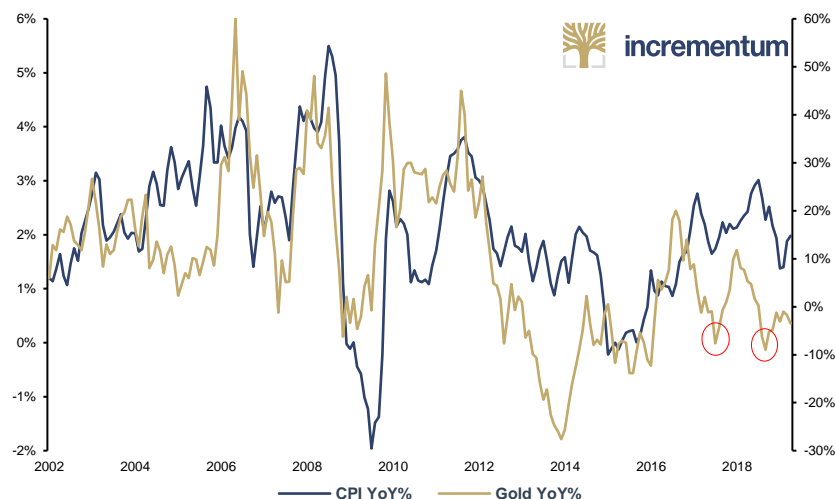
Derzeit werden Staatsanleihen im Ausmaß von 10,8 Bill. US-Dollar mit negativen Zinsen gehandelt. Inflation dürfte somit der „pain trade“ des Jahrzehnts sein. Das Businessweek-Cover mag ein anekdotischer Beweis sein, aber es zeigt uns, dass niedrige Inflation jetzt und auch im Laufe der nächsten

⁶¹ Vgl. [„The Bell has been rung“](#), Goehring & Rozenchwajg Market Commentary, Q1 2019

Jahre die vollständig eingepreiste Konsensmeinung zu sein scheint. **Ein Wendepunkt in der Inflationsdynamik könnte jedoch bevorstehen.**

Treue Leser wissen: Steigende Teuerungsraten bedeuten generell ein positives Umfeld für den Goldpreis, während fallende, aber positive Raten (=Disinflation) ein schlechtes Umfeld darstellen. Dies bildet der nachfolgende Chart ab.

Preisinflation (CPI), in % (linke Skala), und Goldpreis in USD, Veränderungsrate in % (rechte Skala), 01/2002-05/2019



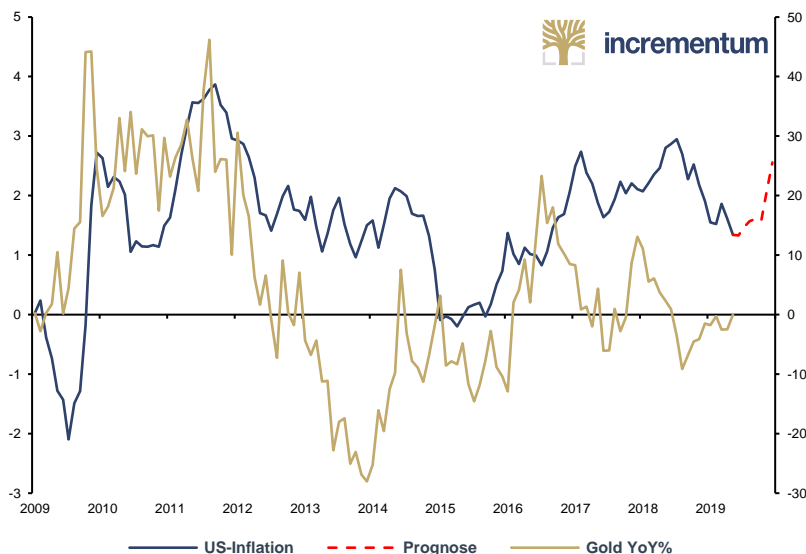
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Von Ende 2011 bis Anfang 2015 war die Entwicklung der Inflationstendenz im den USA deutlich rückläufig, seitdem ist sie wieder im Steigen begriffen. Im Juli 2018 erreichte der CPI ein Zwischenhoch von knapp 3%, was u. a. dem Basiseffekt geschuldet war. Seitdem fällt die Teuerung wieder.

Sehen wir uns nun die Projektion der US-Inflationsrate an, so sollte die Teuerung im Sommer einen Boden bei ca. 1,3% ausbilden und anschließend wieder steigen. Im November und Dezember 2018 sank die Inflationsrate nicht zuletzt aufgrund des fallenden Ölpreises, sodass aufgrund des Basiseffekts Aussicht auf einen Inflationsanstieg im November und Dezember 2019 besteht.⁶²

⁶² Vgl. „Wellenreiter-Invest.de“, Robert Rethfeld, 3. Mai 2019

Inflationsrate USA inkl. Prognose für 2019 (linke Skala), und Goldpreis in USD (YoY, rechte Skala), in %, 01/2009-12/2019e



Quelle: Wellenreiter Invest, Incrementum AG

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

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

Wir haben deshalb ein proprietäres Inflationssignal geschaffen, mit dem wir den aktuellen Inflationstrend analysieren. Das so gewonnene Inflationssignal ist eine Entscheidungsgrundlage bei der Assetallokation.

Incrementum Inflationssignal, 07/2007-05/2019



Quelle: Incrementum AG

Wie man am obigen Chart erkennt, waren während der letzten eineinhalb Dekaden folgende Inflationsphasen zu beobachten:

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

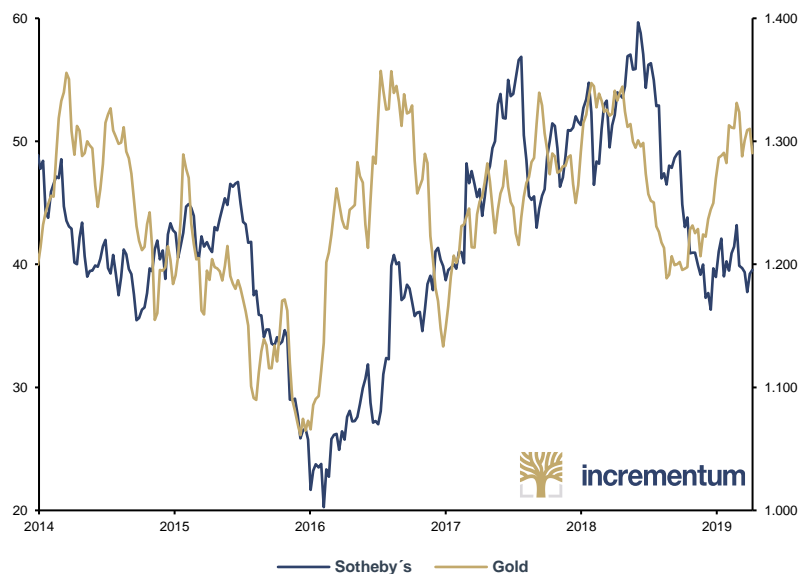
Bis Ende 2015 fielen die Inflationstrends eindeutig aus, seither ist diese Klarheit ein Stück weit verloren gegangen. Die große deflationäre Strömung dürfte vorbei sein, ein nachhaltiger inflationärer Trend hat sich allerdings bislang noch nicht eingestellt. Es ist durchaus denkbar, dass mit dem kommenden U-Turn der US-Geldpolitik der Inflationstrend den entscheidenden Impuls erhält, um auch die inflationssensitiven Anlageklassen wieder ins positive Terrain zu bewegen.

Wenden wir uns nun von der Preisinflation der

Vermögenspreisinflation zu. Als Proxy dafür scheint die Aktie des Auktionshauses Sotheby's gut geeignet zu sein. In Verbindung mit dem Ausstieg der Investoren aus dem „heißen Geld“ könnte man annehmen, dass in der Kunst-Szene der große Boom erst einmal vorbei ist.⁶³

⁶³ Vgl. „Inflation vs. Deflation – Der große Showdown“, In Gold We Trust-Report 2018

Börsenkurs Sotheby´s, in Punkten (linke Skala) und Goldpreis, in USD (rechte Skala), 01/2014-03/2019



Quelle: investing.com, Incrementum AG

Even when things happen in the economy that would otherwise have triggered inflationary episodes, they don't today because financial markets trust the Fed to do the right thing to keep inflation under control.

James Bullard

Steil nach oben zeigen die Börsenkurse zweier Unternehmen, die für den Luxusgüterkonsum (hedonistischer Demonstrativkonsum) repräsentativ sind, nämlich die beiden französischen Konzerne LVMH Moët Hennessy und Kering. Man zeigt, was man hat, und ist bereit, dafür tief in die (teilweise leeren) Taschen zu greifen. Das letzte Mal, dass die Kurse dieser beiden Luxusartikelhersteller eine Blase bildeten war im Zuge der Dotcom-Bubble. Nach dem Platzen derselbigen, fielen die Kurse noch schneller, als sie ursprünglich angestiegen waren.

Börsenkurs LVMH, in Punkten (linke Skala), und Börsenkurs Kering, in Punkten (rechte Skala), 01/1985-04/2019



Quelle: investing.com, Incrementum AG

Fazit

Die Konsumentenpreise zeigen weiterhin nur eine zurückhaltende Aufwärtstendenz, womit die Zentralbanken die Fortschreibung ihrer Null- bzw. Niedrigzinspolitik rechtfertigen. Ansteigende Preisinflation gepaart mit aufziehenden Konjunkturrisiken würde wohl den „**perfect storm**“ für Gold bedeuten: **Stagflation. Dies erscheint aktuell jedoch für das Gros aller Marktteilnehmer schier denkunmöglich. Wilhelm Busch drückte es bekanntlich so aus: „Erstens kommt es anders, zweitens als man denkt.“**

Status Quo der Goldnachfrage

„Central banks have three main objectives when they are thinking about reserve assets: to keep their assets safe, to keep their assets liquid and to generate returns. Gold can help to meet all three policy objectives.“

Natalie Dempster, World Gold Council

76% of central banks view gold's role as a safe haven asset as highly relevant, while 59% cited its effectiveness as a portfolio diversifier. And almost one fifth of central banks signaled their intention to increase gold purchases over the next 12 months.

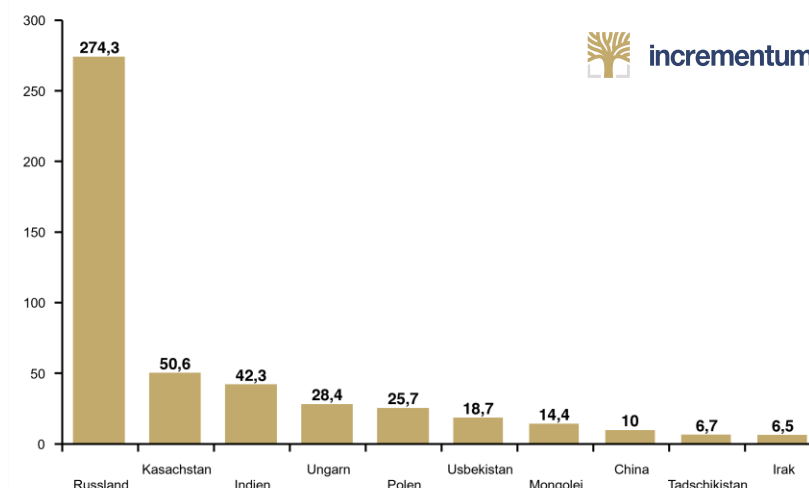
World Gold Council

2018 haben die Zentralbanken mit 657 Tonnen die größten Zukäufe seit dem Ende von Bretton Woods 1971 getätigt. Russland (274,3 Tonnen), Kasachstan (50,6 Tonnen) und Indien (42,3 Tonnen) waren die größten Käufer. Die hohe Nachfrage der Notenbanken nach Gold setzte sich im ersten Quartal 2019 fort. Gemäß World Gold Council stockten die Notenbanken ihre Goldreserven um 145 Tonnen auf. Das ist der größte Zuwachs seit 2013.⁶⁴ Auf Russland entfallen davon gleich 56 Tonnen. Der Goldanteil an den Währungsreserven der russischen Zentralbank beträgt damit bereits 18,4%.

Aber auch die Zentralbanken einiger EU-Staaten traten 2018 als Nettokäufer auf. Ungarn hat, wie bereits in der Einleitung erwähnt, seine Goldbestände verzehnfacht. Polen, ebenfalls ein Nicht-Euro-Land, zählt zu den Top 5-Käufern und hat den größten Zukauf seit 1998 abgewickelt.

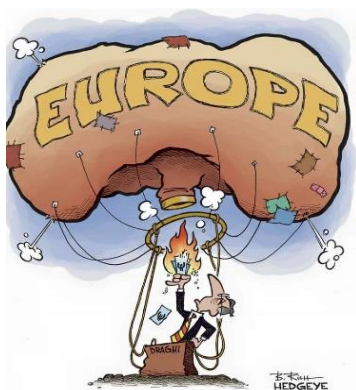
⁶⁴ Vgl. „Gold Demand Trends“, Q1/2019, World Gold Council

Goldzinkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 2018



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Ebenfalls von Seiten der Finanzinvestoren scheint das das Interesse an Gold wieder langsam anzusteigen. Dies bestätigen die Zuflüsse in Gold-ETFs, die sich seit Ende 2015 wieder leicht im Aufwind befinden. Für uns ist diese Kennziffer repräsentativ für westliche Finanzinvestoren, die ETFs als primäres Instrument zur Steuerung ihres Gold-Exposures wählen. Dies zeigt sich auch daran, dass die Inflows in Gold-ETFs einem extrem prozyklischen Muster folgen. Dies erkennt man auch anhand des nachfolgenden Charts.

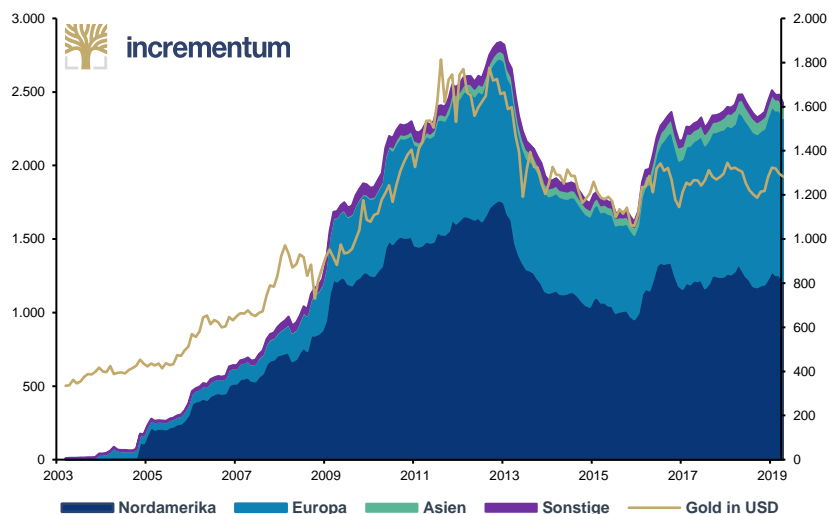


Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Die geographische Segmentierung zeigt zudem, dass europäische Investoren Gold-ETFs in den letzten Jahren stärker gewichtet als ihre nordamerikanischen Kollegen. Seit 2016 steigen die europäischen Exchange-Traded-Products (ETPs) rasant an und markierten ein neues Rekordhoch. Das verwaltete Vermögen (AuM) in europäischen Gold-ETFs stieg per Ende 2018 auf 2.440 Tonnen. Dies entspricht mittlerweile 45% des Gesamtmarktes.⁶⁵ Wir interpretieren dies in erster Linie als Konsequenz des verheerenden Null- bzw. Negativzinsumfeldes, der aggressiven EZB-Politik, der schwelenden Rezessionsorgen, der politischen Entwicklungen, sowie der schwachen Aktienmarktentwicklung in Europa (insbesondere relativ zu den US-Märkten).

⁶⁵ Vgl. World Gold Council: „Market Update: European ETPs reach record highs“, 17. April 2019

ETF-Goldbestände (linke Skala), in Tonnen, vs. Goldpreis (rechte Skala), in USD, 01/2003-05/2019



Quelle: World Gold Council, Bloomberg, Incrementum AG

Gold rangiert auf Platz zwei der beliebtesten Anlageformen

To prefer paper to gold is to prefer high risk to lower risk, instability to stability, inflation to steady long term values, a system of very low grade performance to a system of higher, though not perfect, performance.

William Rees-Mogg

Wie hoch Gold bei den privaten Anlegern im Kurs steht, belegt der vor kurzem veröffentlichte „Edelmetall-Atlas Schweiz“, den die renommierte Universität St. Gallen im Auftrag und in Kooperation mit philoro SCHWEIZ AG erstellt hat.⁶⁶ Nach Immobilien, aber noch vor Aktien und einer Fondsanlage rangiert Gold auf Platz zwei der beliebtesten Anlageformen. Fast jeder fünfte Schweizer hält es für wahrscheinlich, in den nächsten zwölf Monaten Gold zu kaufen.

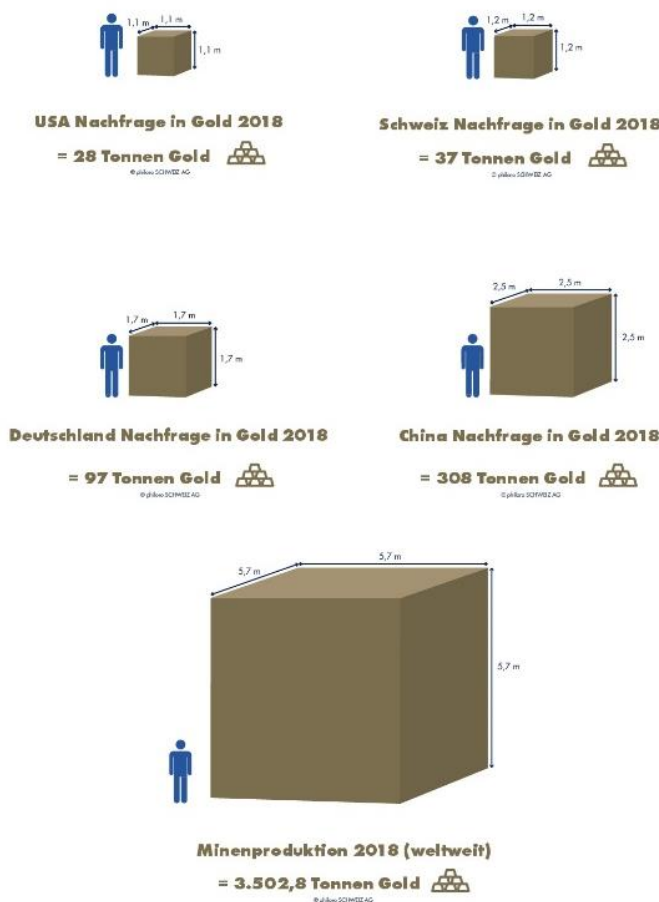
Als wichtigster Grund für eine Anlage in Gold wird die langfristige Anlage genannt, gefolgt von Sicherheit, Stabilität, Vermögensaufbau und schließlich Rendite. Dies zeigt, dass der typische Goldanleger langfristig orientiert ist und nicht kurzfristige Spekulationsgewinne einstreifen möchte. Interessant sind auch die Ergebnisse bezüglich der Frage, wo Gold bevorzugt gekauft wird. In allen Alterskohorten erreicht die Hausbank überlegen den ersten Platz, doch zeigen sich dennoch deutliche Unterschiede beim Kaufverhalten. Je älter der Anleger, umso häufiger wird die Hausbank genannt, bei den jüngsten Anlegern (18-29 Jahre) liegt der Kauf im an zweiter Stelle, bei den 30-39jährigen nehmen diesen Platz die Edelmetallhändler mit stationärem Geschäft ein.⁶⁷

Die vergleichsweise sehr hohe Goldaffinität der Schweizer zeigt sich zusammenfassend in folgendem Chart. Sie übersteigt die Goldnachfrage in den USA und liegt gemessen an der Bevölkerungszahl deutlich über der Goldnachfrage pro Kopf in Deutschland und in China.

⁶⁶ www.goldstudie.ch

⁶⁷ „Goldstudie Schweiz 2019“, Forschungszentrum für Handelsmanagement der Universität St. Gallen (IRM-HSG), April 2019

**Goldnachfrage USA, Schweiz, Deutschland, China, in Tonnen, und
Minenproduktion, in Tonnen, 2018**



Quelle: Universität St. Gallen, philoro Edelmetalle

**Die soziokulturelle Wahrnehmung von Gold – Investmentnachfrage als
Zünglein an der (Gold)Waage?**

*Well, it's too late tonight to drag
the past out into the light.*
„One“, U2

**Wie jeder Preis hängt auch der Goldpreis von den Einschätzungen der
Marktteilnehmer ab.** Wie wir gesehen haben, ist Gold in seiner Eigenschaft als
Absicherung gegen Vertrauenskrisen somit direkt vom Grad des Vertrauens der
Öffentlichkeit abhängig. Um die Erwartungshaltungen der Marktteilnehmer und
damit die Goldpreisentwicklung besser abschätzen zu können, haben wir in einem
früheren *In Gold We Trust*-Report bereits drei unterschiedliche Weltbilder
vorgestellt, die sich in ihrer Einschätzung der wirtschaftlichen Gesamtsituation
grundlegend unterscheiden.⁶⁸ Gewonnen haben wir diese Unterscheidung aus
unzähligen Gesprächen mit professionellen Marktteilnehmern wie
Vermögensverwaltern, Fondsmanagern und Privatbankiers.

Grob konnten wir diese 3 Gruppen identifizieren:

1. „Die Gläubigen“: Personen mit hohem Vertrauen in den Status Quo

**Dieser Personenkreis hat keine grundlegenden Zweifel am Status Quo
des Wirtschafts- und Finanzsystems.** Die im Zuge der globalen

⁶⁸ Vgl. „Standortbestimmung“, *In Gold We Trust*-Report 2016

I am not ashamed to confess I am ignorant of what I do not know.

Cicero

Finanzmarktkrise umgesetzten Maßnahmen erachten sie als grundsätzlich richtig und zweckmäßig. Dieser Sichtweise folgend befindet sich die Wirtschaft in einem Heilungsprozess, auch wenn sich dieser langsamer als erwartet gestaltet. Alles in allem ist „der Patient“ namens Weltwirtschaft jedoch auf dem Weg der Genesung. **Diese Sichtweise ist aktuell die am weitesten verbreitet.**

Unseren Erfahrungen zufolge ist insbesondere im anglo-amerikanischen Raum der Anteil der Systemgläubigen extrem hoch. Skeptische Bevölkerungsteile haben sich vom neuen Stil der Trump-Administration begeistern lassen und der auf Pump verlängerte Aufschwung verspricht wieder neue Hoffnung. **Generell kann man beobachten, dass die Goldaffinität in jenen Ländern deutlich geringer ausfällt, als beispielsweise im deutschsprachigen Europa**, aber auch in anderen höchst bedeutsamen Regionen der Erde wie z.B. dem Nahen und dem Fernen Osten.

Eine geringe Goldaffinität lässt sich u. a. mit der geldgeschichtlichen Historie des britischen Pfund und des US-Dollars erklären. Beide Währungen haben in weit über 200 Jahren ihres Bestehens eine Hyperinflation vermeiden können. **Nicht zuletzt, weil sie eines Großteils ihres Bestehens mit Gold gedeckt waren.** Die Bevölkerungen der meisten anderen Währungsräume hingegen sind mit einer stärkeren Entwertung der Währung vertraut und verstehen intuitiv den Nutzen eines alternativen Wertspeichers besser. **Inflation bzw. Hyperinflation – also der totale Vertrauensverlust in eine Währung - ist ein gesellschaftlich höchst traumatisches Ereignis und setzt sich fest ins kollektive Gedächtnis einer Bevölkerung fest, welches je nach Ausmaß noch einige Generationen nachhallt.**

Der Goldanteil der Portfolios, die von Systemgläubigen Personen strukturiert wird, war in den vergangenen Jahren niedrig bzw. null. Eine zunehmende Vertrauenserosion würde dies schnell ändern.

2. „Die Skeptiker“: Personen mit ersten Zweifeln am Status Quo

In diesem Camp befinden sich Personen, die ein erstes, zaghaftes Misstrauen gegenüber der Nachhaltigkeit der extremen wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die im vergangenen Jahrzehnt umgesetzt wurden, hegen.

The monetary system is the lifeblood of the economy, and therefore, artificial tampering with money, credit, and interest rates will affect the entire structure of the economy. When the credit bubble pops Austrian theory implies that it will have widespread fallout as the malinvestments are cleared.

Seth Daniels

Die Goldallokation in den von ihnen verwalteten Portfolios nehmen sie nach pragmatischen Gesichtspunkten vor. **In den Jahren nach der Großen Finanzkrise wurde viel Gold akkumuliert, mittlerweile wurden diese Positionen wieder reduziert und oftmals gänzlich abgebaut.** Aufgrund des Performancedrucks wurde von diesen Investoren und Anlegern in den letzten Jahren wieder verstärkt auf die klassischen „risk on“-Anlageklassen wie Aktien, Hochzinsanleihen etc. gesetzt.

Für die künftige Goldpreisentwicklung spielt diese Gruppe der marginalen Käufer eine besonders zentrale Rolle. Sie werden, wenn es wieder interessant erscheint, ohne zu zögern in den Goldmarkt einsteigen,

insbesondere wenn die psychologisch und medial wichtige Widerstandszone bei 1.360-1.380 geknackt wird.

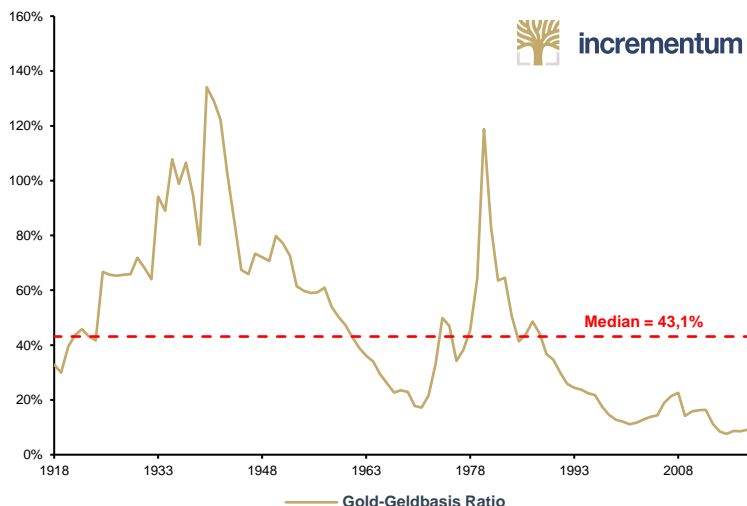
3. „Die Kritiker“: Personen, die die Tragfähigkeit des Status Quo in Zweifel ziehen

What's past is prologue.
William Shakespeare

Diese Fraktion ist von einem systemischen Fehler im Aufbau des Geldsystems überzeugt, die meisten Rettungsmaßnahmen der vergangenen Jahre sind aus diesem Blickwinkel reine Symptombekämpfung.

Diese Gruppe zeichnet sich dadurch aus, dass sie eine hohe Affinität zur Anlage in Gold hat, in Gold als dem Anlage-Hedge schlechthin gegen wirtschaftliche, politische und gesellschaftliche Vertrauenserosion. Die historisch extrem niedrige Goldbewertung anhand der „Golddeckung“ der US-Basisgeldmenge erkennt man anhand des nachfolgenden Charts.

US Goldreserven zu Marktpreisen bewertet/M0-Geldmenge, 1918-2018



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

USD strength is the key pillar of the deflationary mindset. A crumbling of that pillar would lead to a very different investment environment.
Louis Gave

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

Fazit

Die Blasen in vielen Segmenten der Aktien-, Anleihen- und Immobilienmärkte zeigen noch keinerlei Ermüdung, wodurch auch das Überschwappen in die Konsumentenpreise – und in das Gold – blockiert ist. **Die teils massiven**

Goldzukäufe einiger Zentralbanken vornehmlich im Osten weisen aber darauf hin, dass zumindest diese Zentralbanken dem Frieden an der Preisfront nicht wirklich trauen. Auch der beschleunigte Trend zur Repatriierung von Notenbankgold (u. a. Rumänien, Polen, Deutschland und die Niederlande) spricht für das abnehmende Vertrauen in die Finanzplätze im – angelsächsischen – Ausland.

Gold ist also alles andere als ein barbarisches Relikt, weder für die Zentralbanken noch für die privaten Anleger noch für die institutionellen Investoren, auch wenn insbesondere letztere noch eher zögerlich auftreten.

Fazit Status Quo

„Wer in der Zukunft lesen will, muss in der Vergangenheit blättern.“

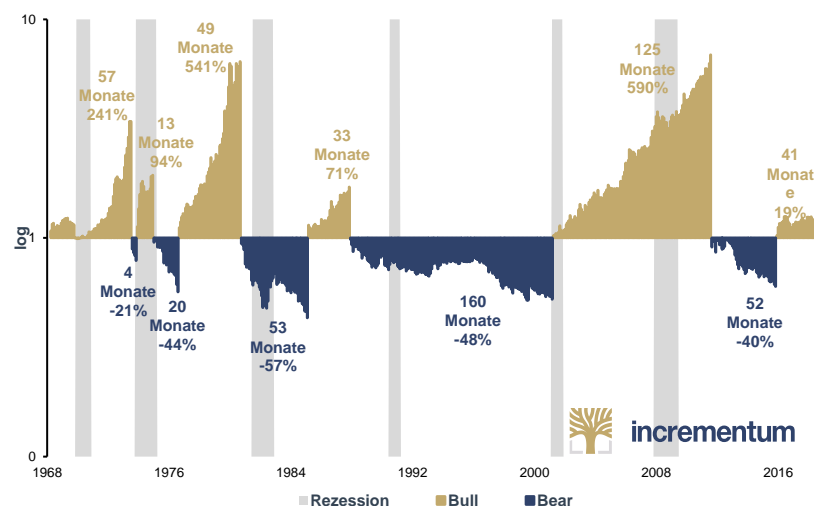
André Malraux

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

Anthony Deden

Wir halten an unserer Überzeugung fest, dass wir uns in der Frühphase eines neuen Gold-Bullenmarktes befinden. Wie wir dargelegt haben, sehen wir gerade an den Rohstoffmärkten ein erhebliches Kurspotenzial. Diese sind sowohl absolut als auch relativ, etwa im Vergleich zu den Aktienmärkten, extrem attraktiv bewertet. **Wenn man sich die Bullenmärkte der letzten 50 Jahre ansieht, so fällt auf, dass Gold selbst in seiner schwächsten Aufwärtsperiode um 71% zulegen konnte. Dies lässt uns optimistisch in die Zukunft blicken.**

Gold in Bullen- und Bärenmärkten, in % (logarithmische Skalierung), 01/1968-05/2019



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Im Vorjahr zitierten wir bereits unseren geschätzten Kollegen Adrian Day, als er meinte: „People expect too much from gold! Whatever scenario you’re in, everyone expects gold to react more than it does...But when you think about what gold has done, I think it has done very well this year.“⁶⁹

Mit anderen Worten: Goldfreunde sollten nicht dem Fehler verfallen, die Kurserwartungen zu hoch zu schrauben. Denn ein Blick auf die aktuelle Situation an den Finanzmärkten zeigt, dass dem Golde weiterhin ein rauer Wind entgegenweht, auch wenn sich die Windstärke seit dem letztjährigen *In Gold We Trust*-Report abgeschwächt hat:

- Aktien sind nach wie vor die beliebteste Anlageklasse und nahe ihren Allzeithochs. Dies gilt insbesondere für die USA.
- Die Volatilität liegt weiterhin auf relativ niedrigem Niveau
- Immobilien (aka „Betongold“) gelten vielerorts als „alternativlos“

⁶⁹ „People expect too much from Gold“, Kitco.com Interview mit Adrian Day, 18. September 2017

- Vertrauen in Finanzsystem und Banken weiterhin relativ hoch
- Relativ geringe (Preis-)Inflation
- Notenbanken geben sich tendenziell restriktiver („hawkisher“) als in den Vorjahren

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

Russell Napier

Was hat uns zu der Einschätzung gebracht, dass die Stärke des Gegenwindes abgenommen hat? Zu den wichtigsten Gründen zählen die sich eintrübenden Wirtschaftszahlen, der Abbruch des Zinserhöhungszyklus in den USA und die wahrscheinliche Beendigung des QT im Herbst, sowie eine sich verfestigende Grundhaltung für einen laxeren Fiskalpolitik. **Insbesondere die Entwicklungen im Q4/2018 bestätigen diese Annahme.** Und auch die längerfristigen makroökonomischen und geopolitischen Faktoren sollten eine positive „Grundschiwingung“ für den Goldpreis bedeuten.

Die Gold/Wiesnbier-Ratio

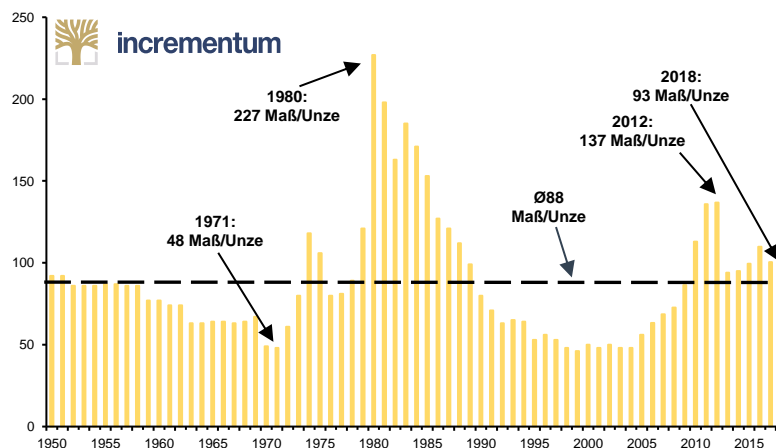
Wie jedes Jahr beenden wir unsere goldene Tour d’Horizon mit einem Besuch auf der Münchner Wiesn. Ein *In Gold We Trust*-Report ohne Gold/Wiesnbier-Ratio ist wie ein Bier ohne Schaum. Wo steht denn aktuell die Gold/Wiesnbier-Ratio?

You can't be a real country unless you have a beer and an airline - it helps if you have some kind of football team, or some nuclear weapons, but in the very least you need a beer.

Frank Zappa

Beim vergangenen Oktoberfest kostete die Maß bereits bis zu 11,50 EUR. 1950 musste der Wiesnbesucher dagegen umgerechnet nur 0,82 EUR auf den Tresen legen. Seit 1950 beträgt die jährliche Wiesnbiersteigerungsrate daher im Schnitt 4,0%. Wie viele Maß Bier kauft aktuell eine Unze Gold? Eine Unze Gold kauft gegenwärtig 93 Maß Bier. Gemessen am historischen Mittelwert von 88 Maß befindet sich die „Bierkaufkraft“ des Goldes somit leicht über dem Mittelwert.

Gold/Wiesnbier-Ratio: Maß Bier je Unze Gold, 1960-2018



Quelle: Historisches Archiv Spaten-Löwenbräu, statista.de, Incrementum AG

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

Henry Lawson

Vom historischen Höchststand von 227 Maß je Unze Gold im Jahre 1980 sind wir aber doch noch deutlich entfernt. Dass diese Werte wieder erzielt werden können, erachten wir als nicht unwahrscheinlich. Ob der Konsum von einer Unze Gold in Form von Wiesnbier bekömmlich ist, muss jeder Leser für sich selber entscheiden.

Goldminenaktien – Nach der schöpferischen Zerstörung ist vor der Hausse?

„For the first time in my lifetime the gold mining industry has actually decided to become an industry rather than a floating abstraction. This focus on productivity, this ability to deliver economic results in 2018 combined with the expectation of performance in the mining industry which is nil, is going to yield surprise after surprise after surprise in 2018, with damn near all of those surprises being good.“

Rick Rule

Key Takeaways

- Minenaktien tendierten im letzten Jahr bei gewohnt hoher Volatilität schwächer. Relativ zur eigenen Historie und zum Goldpreis scheinen Minenaktien weiterhin günstig bewertet.
- Nach einer mehrjährigen schöpferischen Zerstörung im Sektor stehen die meisten Unternehmen nun auf deutlich gesünderen Beinen. Die jüngste M&A-Welle bestärkt uns in unserer positiven Grundeinschätzung.
- Aus antizyklischer Sicht gibt es wohl wenig spannendere Sektoren. In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns derzeit auf hochqualitative Produzenten sowie Mid-Tiers im Development-Status. Bei fallendem Gold/Silber-Ratio sollten Silber-Miner wieder vermehrt im Fokus der Investoren erscheinen.

Standortbestimmung

„...companies have undergone a rapid transition from debt-fueled, acquisition-driven expansion and a ‘production-at-all-costs’ mindset, to a period of aggressive downsizing to reduce bloated cost structures and – for some – to avoid potential insolvency. After five years of restructuring, impairments, and write-downs, the industry is recovering and cash flows and profit margins are improving.“

McKinsey

Strength does not come from winning. Your struggles develop your strengths.

Arnold Schwarzenegger

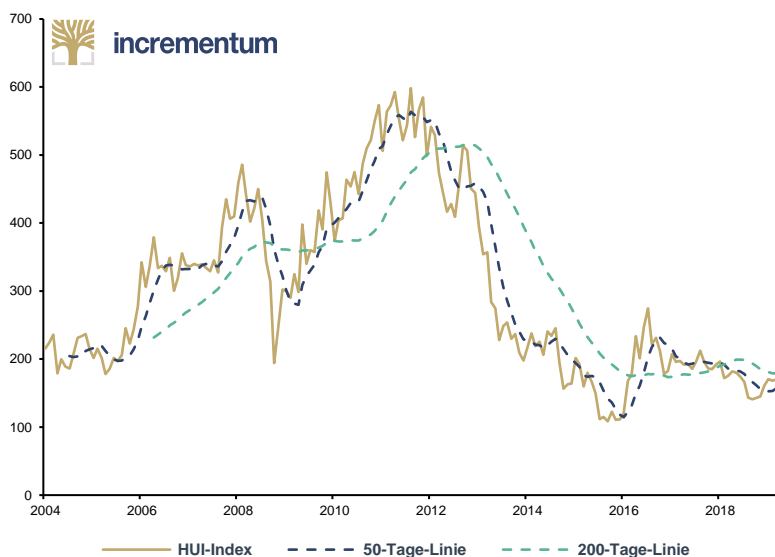
Im heurigen Jahr haben wir dem Mining-Sektor deutlich mehr Raum gewidmet als in den Vorjahren. Wir freuen uns über den Gastbeitrag unseres Freundes Mark Burrige, Fondsmanager bei Baker Steel, einer Londoner Fondsboutique, mit der wir seit kurzem eine Fonds-Kooperation abgeschlossen haben. Daran anschließend widmen wir uns zwei großen Langfristtrends im Mining-Sektor: **1)** Der wachsenden Bedeutung von ESG und **2)** Wie disruptive Innovationen die Goldförderung auf neue Beine stellen.⁷⁰

Zuvor wollen wir jedoch einen kurzen Rückblick auf die wichtigsten Entwicklungen der vergangenen 12 Monate werfen und eine Standortbestimmung des relativen Bewertungsniveaus vornehmen.

Von 2011 bis 2015 durchlebten Goldminenaktien einen desaströsen Bärenmarkt mit einem Drawdown von insgesamt 83%. Ein erstes kräftiges Lebenszeichen einer möglichen nachhaltigen Trendwende gab es in der ersten Jahreshälfte 2016, als der HUI innerhalb weniger Monate von 110 auf 270 Punkte explodierte. Als unser letzter *In Gold We Trust*-Report erschien, notierte der Gold-Bugs-Index bei 178 Punkten und damit 15 % über dem aktuellen Niveau.

⁷⁰ Diese drei Kapitel finden Sie in der „Extended Version“, die Sie kostenlos herunterladen können unter ingoldwetrust.report/igwt.

Gold-Bugs-Index (HUI) und 50- bzw. 200-Tage-Linie, 01/2004-05/2019



Quelle: Investing.com, Incrementum AG

Sehen wir uns die Minenaktien in Relation zum breiten Aktienmarkt an, so zeigt sich, dass dem Goldsektor seit 2011 enorme Skepsis entgegengebracht wird. Das XAU/S&P 500-Ratio liegt derzeit auf einem niedrigeren Niveau als in 2000, als die letzte große Hausse begann, bzw. am gleichen Stand wie im Jahre 2016, als eine 170% Rally begann.

Philadelphia-Gold-and-Silver-Index (XAU)/S&P 500-Ratio (log), 01/1984-05/2019



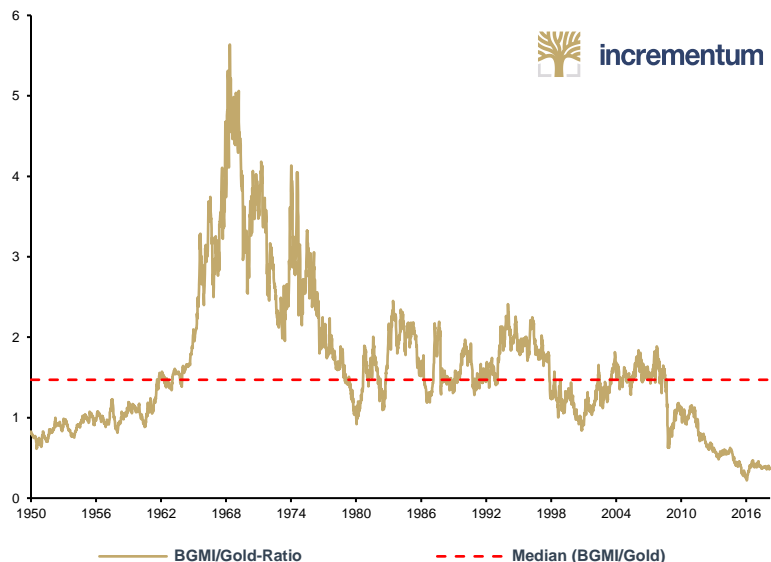
Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Das Ausmaß der Underperformance wird besonders deutlich, wenn wir einen noch längerfristigen Vergleich anstellen. Der älteste verfügbare Goldminenindex, der Barrons-Gold-Mining-Index (BGMI)⁷¹, notiert derzeit relativ

⁷¹ Der BGMI-Index kann unter www.goldchartsrus.com abgerufen werden.

zu Gold de facto auf dem niedrigsten Stand seit 78 Jahren. Zudem liegt der aktuelle Wert meilenweit unter dem langfristigen Median von 1.5x.

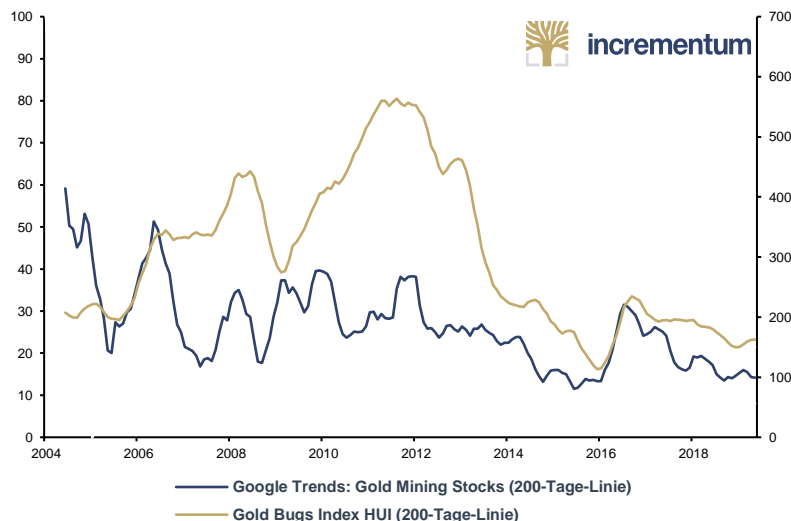
BGMI/Gold-Ratio, 01/1950-05/2019



Quelle: Nowandfutures, Incrementum AG

Das Interesse für den Minen-Sektor scheint aktuell noch gering zu sein. Die Google-Suchabfragen zeigen einen ähnlich niedrigen Stand wie bei den Lows 2009 oder Ende 2015. Man kann den Minensektor somit weiterhin getrost als außergewöhnliches Contrarian-Investment bezeichnen.

Google-Suchabfragen für „Gold Mining Stocks“ und „HUI-Index“, 01/2004-05/2019



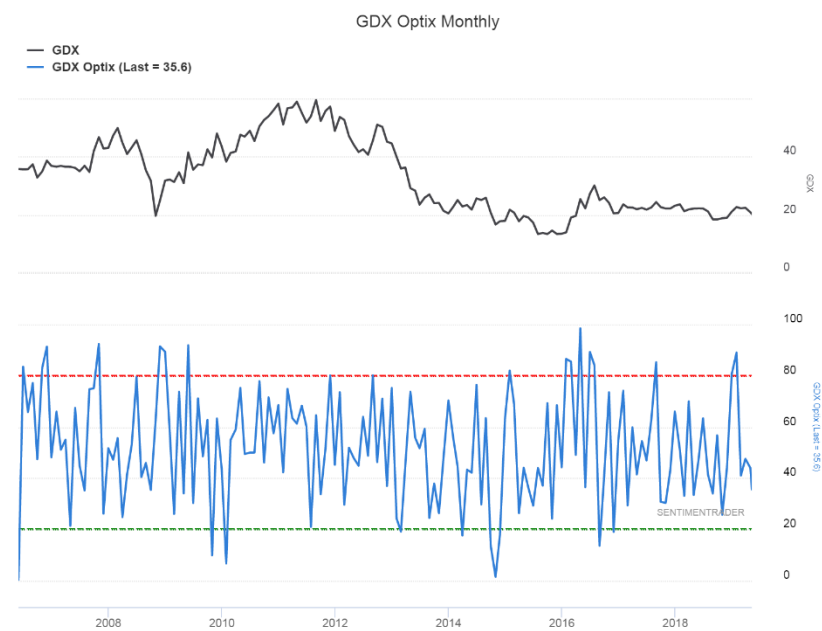
Quelle: Google Trends, Incrementum AG

To us, redeployment of a portion of general U.S. equity exposure to gold shares at this juncture represents a non-consensus portfolio allocation with extremely high probabilities for success.

Trey Reik

Gute Stimmung kommt an den Mining-Konferenzen im Moment erst bei den abendlichen Receptions, genauer gesagt nach dem zweiten oder dritten Bier, auf. Diese anekdotische Evidenz wird selbstverständlich auch von Sentiment-Indikatoren angezeigt. Einer unserer favorisierten Stimmungsindikatoren ist der Optix-Index von Sentimentrader.⁷² Man erkennt anhand des Charts, dass die Stimmungslage derzeit vergleichsweise negativ ist und im Sommer 2018 ein Panic Low markiert wurde. Mit einem Stand von aktuell 35,6 liegt der Indikator im niedrigen neutralen Bereich.

GDX Optix



Quelle: Sentimentrader

If we become increasingly humble about how little we know, we may be more eager to search.

John Templeton

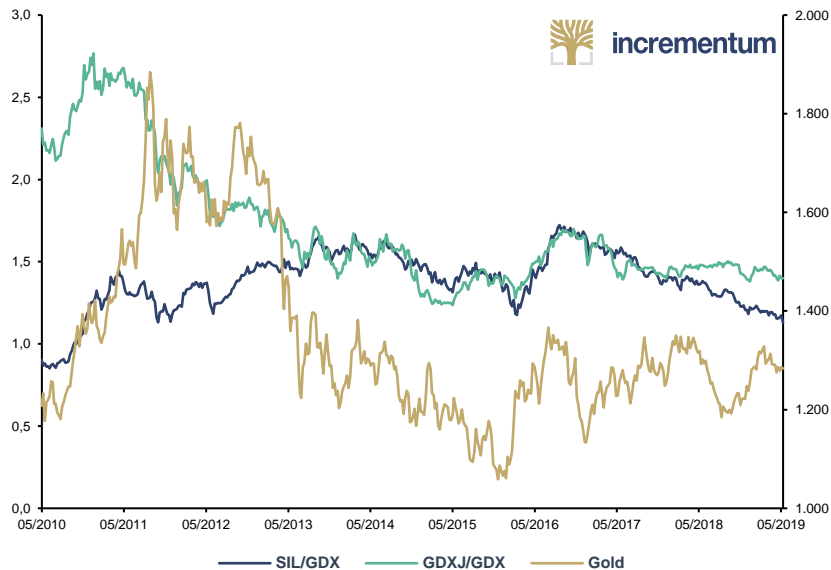
Die von uns in den Vorjahren aufgestellte Hypothese lautet: Gold-Bullenmärkte müssen stets von den Minenaktien bestätigt werden. Analysieren wir nun also die Dynamik innerhalb des Minen-Sektors, so scheint es, als würde der Risikoappetit ganz langsam wieder zurückkehren. So zeigt der GDXJ-Index gegenüber dem GDX seit Mitte 2017 leichte relative Stärke.⁷³ Vergleichen wir Silberminenaktien⁷⁴ mit dem GDX, so zeigt sich, dass bislang noch weniger Momentum vorhanden ist. **Eine starke Outperformance der Silberminer gegen den breiten Goldminenindex hielten wir für einen verlässlichen Trendbestätigungsindikator.**

⁷² www.sentimentrader.com

⁷³ Der GDX bildet in erster Linie großkapitalisierte Goldförderer ab, während der GDXJ die riskanteren Junior- und Small-Cap-Titel inkludiert und ein deutlich höheres Beta aufweist. Ein Anstieg des Ratios zeigt an, dass die kleineren Junior-Titel relative Stärke zeigen, was wiederum eine steigende Risikobereitschaft seitens der Investoren signalisiert.

⁷⁴ SIL, Global X Silver Miners ETF

SIL/GDX-Ratio und GDXJ/GDX-Ratio (linke Skala), und Goldpreis (rechte Skala), in USD, 05/2010-05/2019



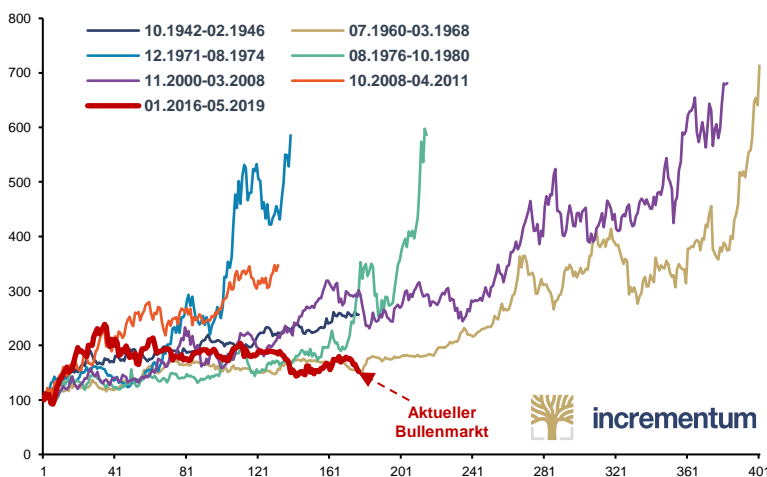
Quelle: Bloomberg, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

Russell Napier

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

BGMI-Bullenmärkte, Länge in Wochen (x-Achse), und Kursentwicklung, Anfang des Bullenmarktes=100 (y-Achse), 1942-2019



Quelle: Nowandfutures, TheDailyGold.com, Barrons, Incrementum AG

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

Warren Buffett

The Barrick-Randgold merger represents an important strategic turning point for the sector. The rationale behind the deal is to create a merged company which will deliver shareholder returns, growing via exploration while divesting non-core assets and reducing overheads.

Metals Focus

Ein erstes Zwischenresümee lautet also, dass Minenaktien relativ zu Aktien, Gold und zur eigenen Historie weiterhin extrem günstig bewertet sind und das Anlegerinteresse gering ist. Es scheint, als wäre der Sektor ähnlich unbeliebt wie eine Wurzelbehandlung ohne Narkose, die Pressefreiheit in Nordkorea oder ein Wiener Ball ohne Walzermusik. Aus antizyklischer Sicht sind dies durchwegs gute Vorzeichen.

FIAT sichert sich gegen FIAT-Währungen ab

Die relative und absolute Bewertung erscheint somit interessant. Nun mehrten sich auch die Anzeichen, als wäre die im Kapitel „Technische Analyse“ beschriebene „Akkumulationsphase“ in vollem Gange. Ein Beispiel dafür war die jüngste Investition der Holding der renommierten Agnelli Familie, die innerhalb des letzten Jahres Beteiligungen im Wert von 500 Mio. USD im Mining-Bereich aufgebaut hatte. Darunter waren u. a. Aktienpakete an Harmony Gold, New Gold oder Nova Gold. Gold wird seitens der Agnellis als safe-haven-Investment gesehen. Andererseits wolle man mittels der Beteiligung an Sibanye auch die Versorgung von Platin und Palladium sichern, die für die Automobilproduktion naturgemäß wesentlich ist.⁷⁵ **Wir interpretieren diese Meldung als sinnbildlich für viele weitere antizyklisch agierende und langfristig orientierte (Value)Investoren, die aktuell Positionen aufbauen.**

Doch nicht nur seitens externer, branchenfremder Investoren steigt das Interesse, auch innerhalb der Branche ist die Kauflust wiederauferstanden. Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle geschrieben: „Wir erwarten in den nächsten Jahren eine deutliche Beschleunigung der Übernahmeaktivitäten. Produzenten werden ihre schrumpfenden Reserven mittels Übernahmen und Fusionen auffüllen müssen, insbesondere Explorer und Developer mit Projekten in politisch stabilen Regionen werden Übernahmetargets sein.“⁷⁶

Diese Einschätzung hat sich als – im wahrsten Sinne des Wortes – goldrichtig erwiesen. Gemäß dem stets lesenswerten Gold Focus unserer geschätzten Kollegen von Metals Focus stieg das M&A Volumen im Vorjahr auf 12,6 Mrd. USD. Dies bedeutet eine kräftige Erholung im Vergleich zum Vorjahr (5,7 Mrd. USD). Der (zero premium) Merger zwischen Barrick und Randgold im Ausmaß von ca. 5,3 Mrd. USD war der erste Deal zwischen Majors seit der Übernahme von Placer Dome durch Barrick im Jahre 2005. Der Deal löste eine M&A-Welle⁷⁷ aus, in Zuge derer auch die Fusion zwischen Newmont Mining und Goldcorp im Rahmen eines All-Share-Deals im Umfang von knapp 10 Mrd. USD beschlossen wurde. Auch die Übernahme von Tahoe Resources durch Pan American Silver oder die Übernahme von Klondex Mines durch Hecla Mining, jüngst von Atlantic Gold durch St. Barbara oder die strategische Partnerschaft zwischen Newcrest Mining und Lundin Gold im Hinblick auf Fruta del Norte gilt es zu erwähnen.

⁷⁵ „Exor e lo shopping di miniere d'oro, platino e palladio tra Sud Africa e Canada“, Il Sole 24 Ore, 22. März 2019

⁷⁶ „Minenaktien – Mehr als ein Silberstreif am Horizont?“, In Gold We Trust-Report 2018

⁷⁷ Die gescheiterte Übernahme von Newmont Mining durch Barrick Gold führte zu einem innovativen Joint Venture beider Unternehmen in Nevada, auf das wir im Mining&Technologie-Kapitel weiter eingehen werden.

The storms come and go, the waves crash overhead, the big fish eat the little fish, and I keep on paddling.

Varys, Game of Thrones

I've failed over and over and over again in my life. And that is why I succeed.

Michael Jordan

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

Rocky Balboa

Es scheint, als würde der Markt diese Übernahmen weitgehend zustimmend interpretieren, nachdem sie sich hinsichtlich der Bewertungen deutlich vom vorherigen Boom unterscheiden. **In den Boomjahren von 2000 bis 2010 wurden mehr als 1.000 Akquisitionen im Ausmaß von 121 Mrd. USD getätigt und am Höhepunkt des Bullenmarktes im Jahre 2011 waren es 38 Mrd. USD. Übernahmeprämien in Höhe von 40-50% standen an der Tagesordnung.**

Meist kulminiert die Merger-Mania am Ende der Hausse oder zum Tiefpunkt der Baisse. Angesichts der aktuellen Stimmungs- und Bewertungslage spricht viel dafür, dass wir am Ende Letzterer stehen. Im Zuge des Bärenmarktes wurde die Spreu vom Weizen getrennt. Nun stellen stärkere Marktteilnehmer die Weichen für den zukünftigen Bullenmarkt. **Unser geschätzter Kollege Frank Holmes vergleicht die Übernahmewelle im Mining-Bereich mit der schöpferischen Zerstörung, die die US-Airline-Branche bereits grundlegend verändert hat:**

„Look at domestic airlines. It's easy to forget now that between 2005 and 2008, more than two-thirds of U.S. airlines were operating under Chapter 11 bankruptcy protection. A huge wave of consolidation followed, giving us the ‚big four‘ carriers—Delta, American, United and Southwest. Profits surged to new highs. This year, according to the International Air Transport Association (IATA), global airlines should see their 10th straight year of profitability and fifth straight year where airlines deliver a return on capital that exceeds the industry's cost of capital, creating value for its investors.“⁷⁸

Die Industrie erlebt derzeit eine Gezeitenwende, auf die Mark Burrige von Baker Steel im Kapitel „Reformen, Renditen und Verantwortung“⁷⁹ im Detail eingehen wird. Ein solches Ausmaß an kreativer Zerstörung innerhalb einer Branche ist unserer Meinung nach langfristig gesund. Es scheint, als wäre die Branche derzeit im Begriff, neue Prioritäten zu setzen. Rentabilität, Kapitaldisziplin und stabiler Cash Flow je Unze werden mittlerweile gegenüber maximaler Goldproduktion präferiert. **Einige positive Entwicklungen seien nachfolgend erwähnt:**

- **Kostentransparenz:** Die „All-In-Sustaining-Cash-Costs“ (AISC) haben sich innerhalb weniger Jahre zur Benchmark entwickelt und erhöhen die Vergleichbarkeit und Transparenz des Sektors.
- **Abschreibung oder Verkauf hochpreisiger Projekte:** Zahlreiche Explorations- und Entwicklungsprojekte wurden veräußert oder auf Eis gelegt. Bilanzen wurden gestärkt und Abschreibungen in Höhe von 30 Mrd. USD getätigt. Das operative Leverage⁸⁰ im Sektor fiel von 1.6x auf aktuell 1.1x.
- **Übernahmen werden nicht mehr in Cash oder Debt, sondern meist in eigenen Aktien gezahlt.**

⁷⁸ Vgl. Holmes, Frank: „The Newmont-Goldcorp Deal Is Positive News For Gold – Frank Holmes, U.S. Global Investors“, *Frank Talk – Insight for Investors*, U.S. Global Investors, 15. Jänner 2019

⁷⁹ Dieses Kapitel finden Sie in der „Extended Version“, die Sie kostenlos herunterladen können unter ingoldwetrust.report/igwt.

⁸⁰ Nettoschulden/EBITDA

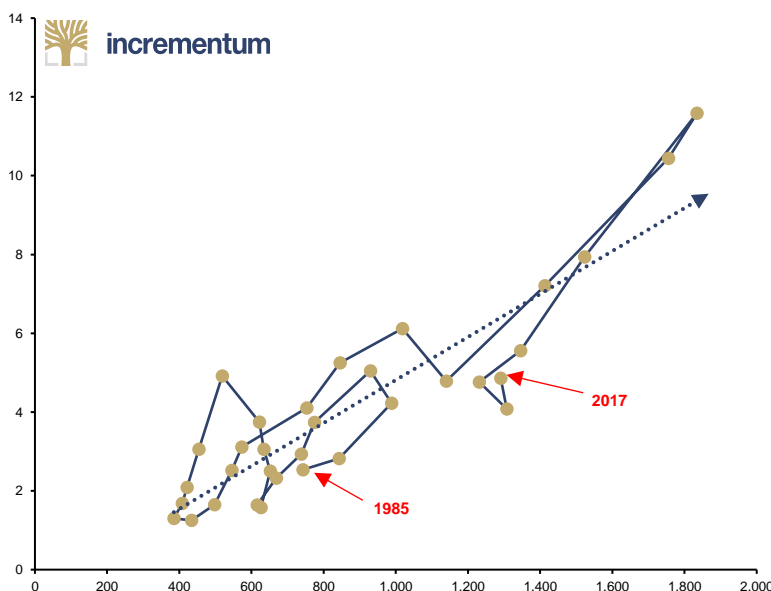
The best time to get in, is when exploration spend bottoms out and starts rising...Which is NOW!

Richard Schodde

- **Refokussierung auf Explorationserfolge:** Im Vorjahr gab es jedoch eine leichte Trendumkehr in Richtung vermehrter Explorationsaktivität. 2018 wurden 49.312 Bohrlöcher (+14% vs. 2017) von 1.261 Projekten (+11% vs. 2017) gemeldet.⁸¹

„Real value is created through the drill bit“ ist ein alter Leitspruch im Bergbau. Zwischen 2011 und 2017 investierten die größten 20 Goldproduzenten insgesamt 12,7 Mrd. USD in die Exploration.⁸² Ein Großteil davon entfiel allerdings auch Brownfield-Exploration und die Erweiterung bestehender Lagerstätten. Wie anhand der nächsten Grafik ersichtlich, sind Explorationsausgaben in erster Linie eine Funktion des Goldpreises, die Korrelation liegt bei 0,81.

Explorationsausgaben gehen Hand in Hand mit Goldpreisentwicklung: Goldpreis (x-Achse, in USD) und Explorationsausgaben (y-Achse, in Mrd. USD) 1975-2017



Quelle: MinEx Consulting, Richard Schodde, Incrementum AG

These are the early innings of what we believe will be a new, prolonged M&A cycle. We see tremendous potential especially in the junior mining space, given that smaller gold mining companies are trading at a material discount to larger mining companies.

Whitney George

In den kommenden Jahren wird die Vernachlässigung der Greenfield-Exploration ihren Tribut zollen. Die sukzessive Verschlechterung der Produktionsprofile vieler Major-Produzenten dürfte sich fortsetzen. Die sich veränderte Struktur der Gold-Förderung scheint interessant. Die Top-10 Produzenten waren im Vorjahr nur noch für 25% der Goldproduktion verantwortlich. 2010 lag der Wert noch bei 38%. Auch wenn die Panikmache vor Peak Gold unserer Meinung nach stark übertrieben scheint, so gilt es als Investor die strukturellen Veränderungen innerhalb der Branche genau zu beobachten.⁸³ Beispielsweise hat sich die Dauer von der ersten Entdeckung bis hin zur Produktion hat sich in den letzten Jahren weiter erhöht. Die durchschnittliche Vorlaufzeit von der ersten gezielten Exploration bis zur Produktion lag (bei den 40

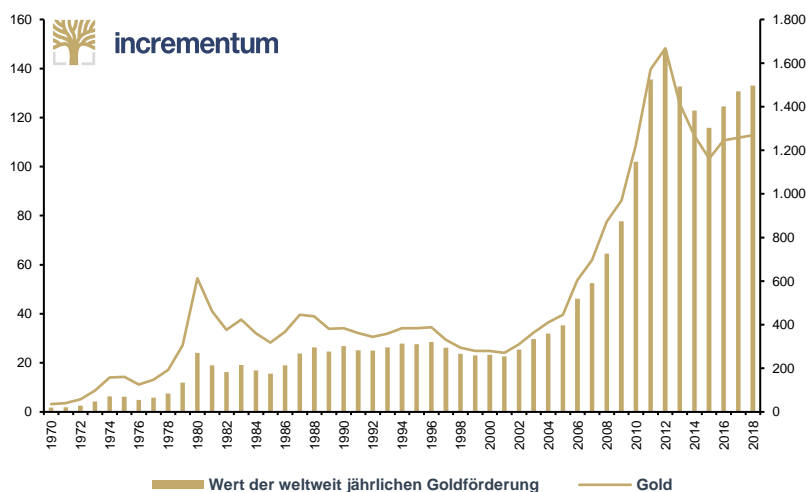
⁸¹ Vgl. „World Exploration Trends 2018“, S&P Global Market Intelligence, 15. März 2019

⁸² Vgl. Callaway, Greg and Ramsbottom, Oliver: „Can the gold industry return to the golden age?“, McKinsey, April 2019

⁸³ Vgl. „Minenaktien – Mehr als ein Silberstreif am Horizont!“, In Gold We Trust-Report 2018

wichtigsten neuen primären Goldminen) bei 20 Jahren. Im Schnitt entfielen 13 Jahre auf die Explorationsarbeit, 7 Jahre waren für die Machbarkeit zur kommerziellen Produktion erforderlich.⁸⁴ **Für uns als Investoren resultiert daraus die Erkenntnis, dass „Discovery-Investing“ in Junior-Explorern zunehmend an Bedeutung gewinnen wird.**⁸⁵

Wert der jährlichen Goldförderung, Mrd. USD (linke Skala), und Goldpreis in USD (rechte Skala), 1970-2018



Quelle: USGS, Incrementum AG

Fazit

„Wenn Leben überhaupt einen Sinn hat, dann muss auch Leiden einen Sinn haben.“

Viktor Frankl

Gold is a current asset, with no future cash flows—it is the financial opposite of biotech. This is why gold is the ultimate loser during the growth of a credit bubble, but a sure winner when it collapses. It is why gold mining companies will go from being worth next to nothing to something, a nearly infinite percentage increase.

Daniel Oliver

Wir sind wir weiterhin der festen Überzeugung, dass der vierjährige Bärenmarkt dazu geführt hat, dass ein Großteil der Mining-Unternehmen nun auf einem solideren Fundament steht. Die Produzenten sind nun schlanker, haben ihre immense Verschuldung abgebaut und werden in Zukunft stärker von steigenden Goldpreisen profitieren.

Sehen wir uns die langfristigen Portfolioeigenschaften von Goldminern an. Unser geschätzter Kollege und Freund Daniel Oliver (Myrmikan Research) beschreibt, dass der Barrons-Gold-Mining-Index (BGMI) den S&P 500 seit 1915 um 88% underperfornt hat.⁸⁶ Doch die plötzlichen Aufwertungen, die meist mit dem Ende von Kreditzyklen einhergehen, bringen oftmals rasche Vervielfachungen bei Minenaktien. **So konnte eine**

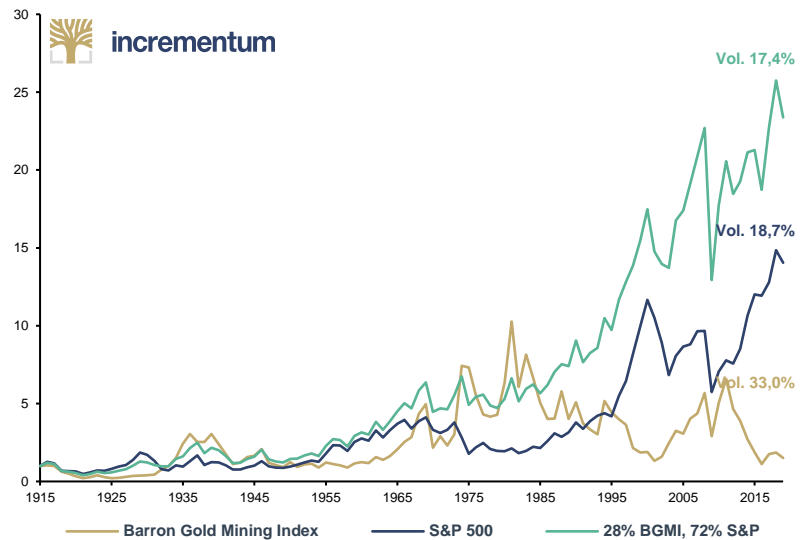
⁸⁴ Callaway, Greg and Ramsbottom, Oliver: „Can the gold industry return to the golden age?“, McKinsey, April 2019

⁸⁵ Vgl. dazu auch die Veranstaltungen und Videos unseres Freundes Willem Middelkoop: <https://cdfunddiscoveryday.com/2019/>

⁸⁶ Vgl. „Heads or Tails You Lose“, Daniel Oliver, Myrmikan Research, 11. Oktober 2018

Rebalancing-Strategie⁸⁷ mit 28% BGMI und 72% S&P 500 den S&P 500 bei geringerer Volatilität deutlich outperformen.

BGMI (28%) und S&P (72%) Rebalancing Strategie mit höherer Performance und niedrigerer Volatilität als reines S&P-Investment, 1915-2019



Quelle: Myrmikan Research, Daniel Oliver, Incrementum AG

The balance sheets and cost structures of the gold industry are much stronger than five years ago, enabling companies to pay off debt and return cash to shareholders. Growth has reappeared on management agendas.

McKinsey

Amateurs bet the farm. Pros milk the cows.

Anonymous

Zudem stimmt uns zuversichtlich, dass es im Moment wenige Sektoren gibt, die seitens der Investment-Community stärker untergewichtet werden als der Mining-Sektor. Dies beweist die beinahe zwerghafte Marktkapitalisierung der Minenaktien. Insofern rechnen wir damit, dass die Minenunternehmen – und deren leidgeprüfte Aktionäre – nach einer zermürbenden Durststrecke in den nächsten Jahren eine reiche Ernte einfahren werden. **Jetzt gilt es jedoch für die Branche, die Versprechungen der letzten Jahre einzulösen und neues Vertrauenskapital gegenüber den Investoren aufzubauen.**

Aktuell scheint es, als würden viele Unternehmen langsam eine aggressivere Strategie einschlagen und vom Bärenmarkt- in den Bullenmarktmodus wechseln. M&A aber auch Investments in Exploration und Technik sind hierbei besonders zu erwähnen.

Antizyklische Investoren finden im Edelmetallsektor auf Sicht der nächsten Jahre eine attraktive Nische mit einem hervorragenden Chance-Risiko-Verhältnis vor. In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns weiterhin auf hochqualitative Produzenten, sowie Developer und Emerging Producer mit Übernahmephantasie. Aber auch riskantere Junior-Explorer mit ambitionierten Bohrprogrammen sollten wieder auf die Watchlist genommen werden. Ausgehend von unserer Prämisse, dass sich Gold nun wieder zu Beginn eines Bullenmarktes befindet, rechnen wir mittelfristig mit einem fallenden Gold-Silber-Ratio. **In diesem Szenario müssten sich auch bei Silberminern herausragende Investmentopportunitäten ergeben.**

⁸⁷ Jährliches Rebalancing auf 28% BGMI und 72% S&P 500

Technische Analyse

„The two most powerful warriors are patience and time.“

Leo Tolstoy

Key Takeaways

- Das Gold-Sentiment oszilliert weiterhin zwischen Desinteresse, Agonie, Pessimismus und leichter Zuversicht.
- Aus Sicht der derzeitigen Markttechnik, der Saisonalität und des CoT-Reports würde uns aktuell eine mehrwöchige Fortsetzung der Durchschnaufphase nicht verwundern. Wir erwarten jedoch keine tiefe Korrektur, nachdem scheinbar großes Kauf-Interesse an der Seitenlinie wartet.
- Midas Touch Modell: Gold ist seit 20. Mai im „bärischen Modus“. Eine geduldige Haltung bis zum Sommertief scheint ratsam. Wenn der Widerstand bei 1.360 geknackt wird, liegt das nächste Kursziel bei 1.500 Dollar bis Frühjahr 2020.
- Unserer Meinung nach steht der Goldpreis am Übergang von der Akkumulationsphase zur Partizipationsphase. Die Investorennachfrage ist das Zünglein an der Waage. Das Überschreiten der Widerstandsmarke bei 1.360 wird ein verstärktes Interesse seitens institutioneller Investoren auslösen.

Technische Analyse

„Jim Grant: I remember this from my work about Bernard Baruch, the great speculator of the turn of the 20th century. And the phrase was, to quote, ‚to break the continuity of bearish thought‘. And price action does that, right?

*Bill Fleckenstein: Right. Exactly. So I think that the market breaks very much - you're going to **break the discontinuity of a bearish thought about gold.** ... And the miners, as well – they're so depressed. 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.“*

Jim Grant und Bill Fleckenstein⁸⁸

Nach unserer umfassenden makroökonomischen, (geo-)politischen und fundamentalen Analyse darf auch heuer eine technische Betrachtung des Goldpreises keinesfalls fehlen.

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

Jim Grant

Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle geschrieben:

„Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns zu einer positiven technischen Einschätzung kommen. Am Terminmarkt hat bereits eine spekulative Bereinigung stattgefunden, die ein gesundes Fundament für weitere Kursanstiege bieten sollte, wenngleich ein finaler ‚Wash-Out‘ unter der Unterstützung bei 1.280 USD als nicht gänzlich unwahrscheinlich erscheint.“⁸⁹

Diese Einschätzung hat sich als weitgehend korrekt herausgestellt. Der finale „Wash-Out“ lief weiter als erwartet und kulminierte in einem Panic Low am 16. August. Seitdem legte der Goldpreis von 1.160 USD auf bis zu 1.340 USD zu.

The bigger the base, the higher the space!

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.⁹⁰ Als Kaufsignal gilt, wenn der Indikator unter der Nulllinie nach oben dreht, also eine positive Steigung annimmt. Der Vorteil dieses Indikators liegt darin, dass man große Trendwechsel verlässlich erkennt. Seit Ende 2015 steht der Indikator auf Kauf und bewegt sich seitdem sukzessive nach oben.

⁸⁸ Real Vision Interview „Diagnosing Monetary Disorder“

⁸⁹ Vgl. „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2018

⁹⁰ 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.

Auch der MACD steht seit Anfang 2016 auf Kauf und schleicht sich langsam nach oben.

Gold, Coppock-Indikator und MACD, 01/2001-05/2019



Quelle: investing.com, Incrementum AG

Patience is power. Patience is not an absence of action; rather it is timing; it waits on the right time to act, for the right principles and in the right way.

Fulton J. Sheen

Im nachfolgenden Chart ist klar zu erkennen, dass der impulsive Anstieg von 280 USD auf 1.920 USD seit dem Jahre 2011 nach wie vor korrigiert wird. **Im Rahmen dieser korrektiven Bewegung bildet sich seit 2013 eine imposante inverse Schulter-Kopf-Schulter Formation aus, die explosiv nach oben hin aufgelöst werden könnte.** Aktuell erscheint allerdings negativ, dass der Preis bereits einige Male an der Nackenlinie im Widerstandsbereich von 1.360-1.400 USD gescheitert ist. **Sollte das Durchbrechen dieser Widerstandszone gelingen, würde dies einen Zielpreis von 1.800 USD bedeuten, der sich aus der Distanz von Kopf zu Nackenlinie, die nach oben projiziert wird, berechnet.**

Goldpreis, in USD, 2003-2019



Quelle: investing.com, Incrementum AG

If it's obvious, it's obviously wrong.

Joseph Granville

Was das Sentiment betrifft, so können wir unsere Aussage aus dem Vorjahr nur wiederholen. Die Stimmungslage bezüglich Gold schwankt weiterhin zwischen Desinteresse, Agonie, Pessimismus und leichter Zuversicht. Bloomberg zufolge ist der Analysten-Konsens weiterhin ohne starke Meinung. Für 2022 wird ein leichter Anstieg auf 1.381 USD erwartet. Diese Seitwärtsbewegung ist jedoch eine Entwicklung, die – sofern man sich mit Marktzyklen beschäftigt – äußerst unwahrscheinlich erscheint. Allerdings sollte auch erwähnt werden, dass keiner der knapp 30 befragten Analysten langfristig von Preisen *unter* 1.000 USD ausgeht. Dies ist aus antizyklischer Sicht durchaus besorgniserregend. **Andererseits gibt es auch nur einen Analysten, der langfristig Preise über 2.000 USD erwartet. Der erwähnte Analyst ist übrigens der Verfasser dieser Zeilen.**

Bloomberg: Analysten-Konsensus für Gold und Silber: Q2/2019-2022

	Sent.	Spot	Q2 19	Q3 19	Q4 19	Q1 20	2019	2020	2021	2022
1) Gold \$/t oz		1281	1284	1291	1299	1310	1297	1322	1353	1381
Forecast (Median)			1300	1325	1345	1350	1315	1367	1324	1328
Diff (Median - Curr)			+16	+34	+46	+40	+18	+45	-29	-53
2) Silver \$/t oz		14.84	14.91	14.99	15.13	15.24	15.15	15.42	15.88	16.31
Forecast (Median)			15.66	16.00	16.73	16.76	15.95	17.10	16.75	18.60
Diff (Median - Curr)			+0.74	+1.01	+1.60	+1.52	+0.80	+1.68	+0.87	+2.29

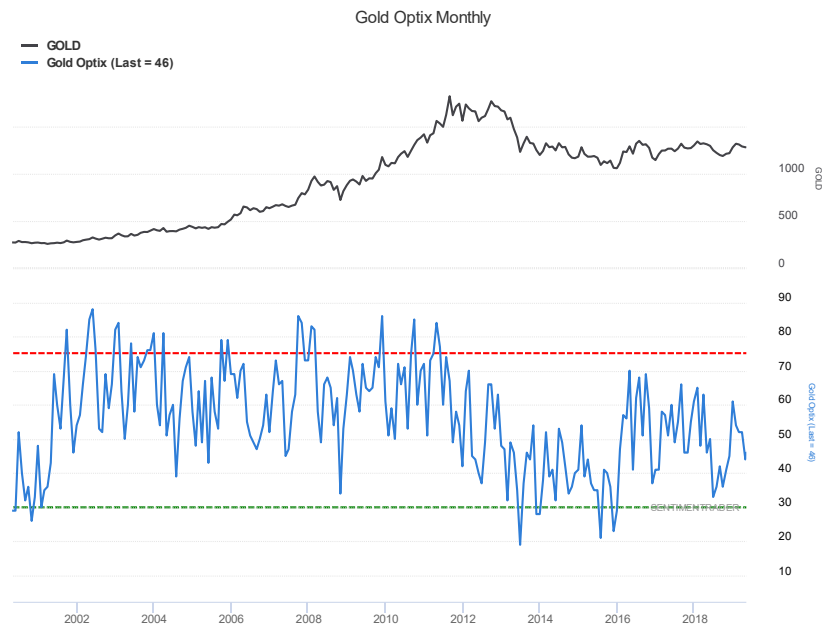
Quelle: Bloomberg

We forget that Mr. Market is an ingenious sadist, and that he delights in torturing us in different ways.

Barton Biggs

Einer unserer favorisierten Sentimentindikatoren ist der Optix-Index von Sentimentrader. Die diesem Stimmungsbarometer 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 gefallen sind. Wenn der Optix 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 bei 46 und somit auf neutralem Niveau.**

Optix-Indikator und Goldpreis, 2000-2019

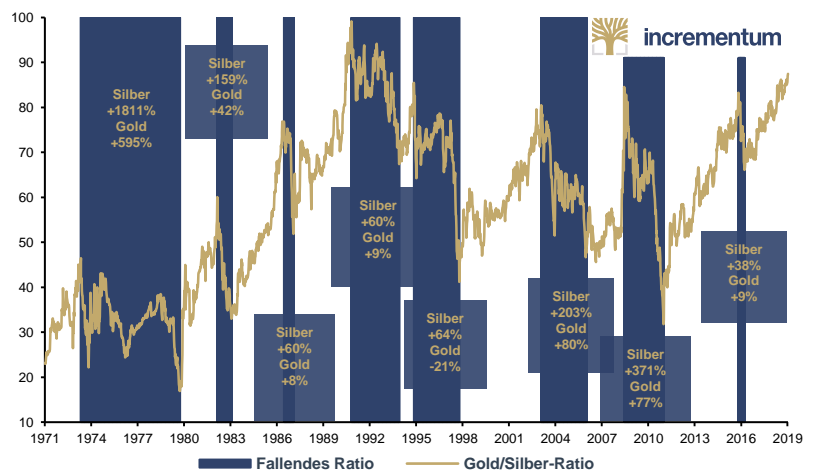


Quelle: Sentimentrader.com

To buy when others are despondently selling and sell when others are greedily buying requires the greatest fortitude and pays the greatest reward.
John Templeton

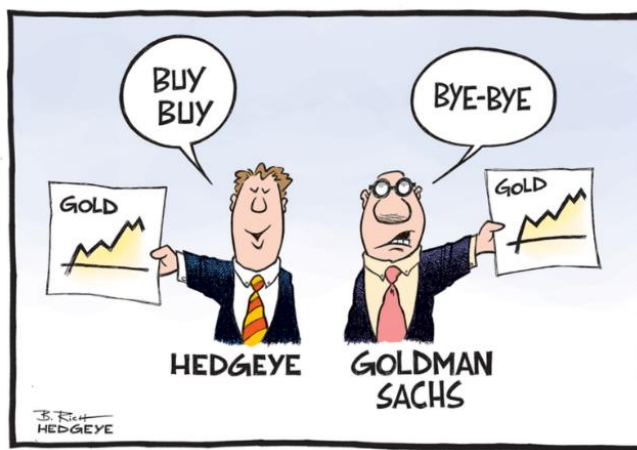
Auch den Silberpreis könnte man als Stimmungsindikator für Gold interpretieren. Starke Bullenmärkte bei Silber geschehen meist nur im Zuge steigender Goldnotierungen, denn Investoren suchen höheren Leverage und landen bei Minenaktien oder eben Silber. Nachdem die Goldbewegung noch mäandert, wird Silber vermutlich noch den nächsten Ausbruchversuch des Goldpreises abwarten, bevor es an Trendstärke und relativer Stärker zu Gold gewinnt.

Gold/Silber-Ratio, 01/1971-05/2019



Quelle: GoldSilver.com – Mike Maloney, Bloomberg, Incrementum AG

Aus obigem Chart wird auch ersichtlich, dass das G/S-Ratio im Zeitverlauf größeren Schwankungen unterliegt. Um 1980 können wir einen Tiefpunkt bei einem Ratio von 16 erkennen, während es 1991 beinahe die Marke von 100 erreichte. Gegenwärtig scheint es, als wollte das Ratio die Höchststände aus 2008 bei ca. 87 testen. **Das Risiko für Kursrückgänge scheint bei dieser historisch extremen relativen Bewertung begrenzt zu sein.** Silber bleibt aber weiterhin von den Kursbewegungen des Goldes abhängig und eine bullische Eigendynamik scheint mittelfristig unwahrscheinlich zu sein. **Sollte sich unsere Grundannahme einer drehenden Inflationstendenz als zutreffend erweisen, ist Silber wohl eine der besten Anlagemöglichkeiten, um in den kommenden Jahren von der steigenden Inflationstendenz zu profitieren.**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Nachdem wir die Saisonalität von Gold und Silber im Vorjahr mit Hilfe unserer Kollegen von Seasonax ausführlich analysiert haben,⁹¹ wollen wir im heurigen Jahr nur einen kurzen Blick auf die saisonalen Muster werfen. Die folgende Grafik zeigt die jährliche Entwicklung von Gold in Vorwahljahren. Man erkennt, dass der saisonale Rückenwind im 2. Halbjahr besonders positiv ist, zuvor aber noch ein Sommertief ausgebildet wird.

⁹¹ Vgl. „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2018

Saisonalität von Gold in Vorwahljahren



Quelle: Seasonax.com

Das Midas Touch Gold Model™⁹²

„Der Beginn der Weisheit liegt in der Definition von Bedingungen.“

Sokrates

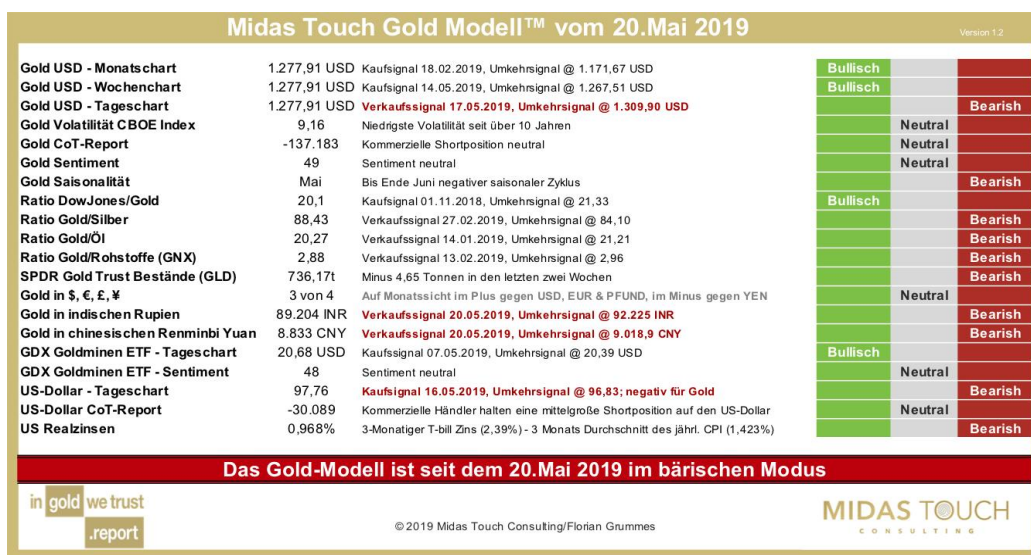
Ein rationaler und holistischer Ansatz, um den Goldmarkt zu analysieren

Wie bereits in den vergangenen Jahren möchten wir auch im heurigen Jahr ein Update zum aktuellen Stand des Midas Touch Gold Modells™⁹² geben.⁹³ Zusammenfassend liegen seine Stärken in der Vielseitigkeit und quantitativen Messbarkeit, da es sehr viele unterschiedliche Perspektiven auf den Goldmarkt sorgfältig prüft und übersichtlich in einer Tabelle zusammenführt.

Seit dem üblen Ausverkauf im Sommer 2018 konnte sich der Goldpreis langsam, aber gerade deswegen durchaus überzeugend, in Richtung der bekannten mehrjährigen Widerstandszone um 1.350-1.375 USD erholen. Seit dem 20. Februar und einem Höchststand von 1.346 USD befindet sich der Goldmarkt jedoch in einer klaren Korrektur. **Das endgültige Tief dieser Abwärtswelle sowie eine Trendwende nach oben sind aktuell noch nicht sichtbar.**

⁹² Wir bedanken uns bei Florian Grummes für diesen Exkurs. Florian ist Gründer und Geschäftsführer von Midas Touch Consulting (<http://www.midastouch-consulting.com>). Unsere Leser können sich auf folgendem Link für kostenlose Updates und den dazugehörigen Newsletter eintragen: <http://bit.ly/1EUdt2K>
⁹³ Eine detaillierte Beschreibung des Modells und seiner Philosophie finden Sie im *In Gold We Trust-Report 2016*.

Das Midas Touch Gold Model: Seit 20. Mai im bearishen Modus



Quelle: Midas Touch Consulting, Florian Grummes

The first principle is that you must not fool yourself – and you are the easiest person to fool.
Richard Feynman

Nach einem Verkaufssignal Ende Februar sowie einem neutralen Signal in den letzten zwei Wochen kommt das Midas Touch Gold-Modell aktuell zu einer bärischen Einschätzung. Zwar sehen die beiden höheren technischen Zeitintervalle (Monats- und Wochenchart) von Gold in US-Dollar derzeit nicht so schlecht aus, dennoch ist ein Goldpreis von über 1.310 USD erforderlich, um auch den Tageschart auf bullisch zu drehen. Dabei müssen wir bedenken, dass im derzeitigen Umfeld, welches von einer extrem niedrigen Volatilität geprägt ist, ein schneller und unwahrscheinlicher Anstieg um 35 US-Dollar nach oben bereits den entscheidenden Wandel bewirken würde.

Betrachtet man den aktuellen Commitment of Trades-Report (CoT), sind die Aussichten für Gold aktuell eher gedämpft. Das „schlaue Geld“ (kommerzielle Hedger bzw. die Profis), hat seine Shortposition in die letzte Erholung hinein deutlich ausgebaut. Damit könnte die Leerverkaufposition jetzt groß genug sein, um den typischen vorsommerlichen Ausverkauf bis Ende Juni oder Juli zu provozieren. Eine gewaltige Abwärtswelle von deutlich über 100 US-Dollar erscheint aber gleichzeitig unrealistisch.

Goldpreis (wöchentlich) und Stochastik-Indikator



Quelle: TradingView, Midas Touch Consulting, Florian Grummess

Wenn wir den CoT-Bericht mit dem saisonalen Zyklus am Goldmarkt kombinieren, wäre das wahrscheinlichste Szenario zunächst eine Fortsetzung der bislang relativ milden Korrektur in Richtung des gleitenden 200-Tage-Durchschnitts (1,257 US-Dollar). Zwischen Ende Juni und Mitte August müsste Gold dann seinen Tiefpunkt zwischen 1.200 US-Dollar und 1.250 US-Dollar finden. Im großen Bild würde dies die Serie höherer Tiefststände nicht verletzen, sondern die vielversprechende aufsteigende bullische Dreiecksformation noch verstärken, an welcher Gold seit seinem Tief bei 1.045 US-Dollar seit über drei Jahren zu basteln scheint.

Wenn Sie die vier Ratio-Komponenten des Midas Touch Gold-Modells berücksichtigen, ist derzeit keine von ihnen schreiend bullisch.

Tatsächlich steht das DowJones / Gold-Ratio kurz davor, sein bullisches Signal wieder zu verlieren! Sollte der „Sell in May Zyklus“ und der Handelsstreit zwischen den USA und China allerdings die Aktienmärkte unter Druck setzen, würde das wichtige DowJones / Gold-Ratio weiterhin für Gold sprechen. Die anderen drei Ratios werden vermutlich erst auf bullisch drehen, sobald sich am Goldmarkt in den kommenden Monaten wieder ein Aufwärtstrend einstellt.

Nachdem ich viele Jahre an der Wall Street verbracht und Millionen verdient und wieder verloren hatte, möchte ich Folgendes betonen: Die großen Gewinne habe ich nicht mit Denken verdient. Es war meine Beharrlichkeit. Ich habe mich einfach nicht irre machen lassen.
Jesse Livermore

Wenn Goldminen-Manager die schwache Performance ihrer Aktien rechtfertigen müssen, beklagen sie sich derzeit häufig über die ETFs als Wettbewerber für passive Investments. Sicherlich sind die derzeitigen Bestände des größten Gold ETFs (GLD) in Höhe von 736 Tonnen relativ niedrig, aber wir können sicher sein, dass sich, sobald Gold die Marke von 1.360 US-Dollar überwinden kann, die „Mainstream Anleger“ wie in den Jahren 2004 bis 2011 in diese Produkte stürzen werden. Die Gold ETFs waren damals einer der Hauptgründe für den Bullenmarkt beim Gold. Derzeit klassifiziert das Midas Touch Gold-Modell jedenfalls die Ein- und Auslagerungen beim GLD noch als bärisch. Apropos Bergleute und ETFs: Der GDX hat seit dem 7. Mai ein aktives Kaufsignal, ohne dass sich der Minen ETF deutlich nach oben bewegen konnte. **Die seitwärtsverlaufende**

Konsolidierung der letzten drei Wochen bestätigt eher, dass die Korrektur noch nicht ausgestanden ist.

Der US-Dollar könnte das fehlende Teil im Puzzle für die Rückkehr von Gold sein. Bisher hat sich Gold überraschend gut behauptet, obwohl der US-Dollar in den letzten 14 Monaten klar gestiegen ist. Derzeit errechnet unser Modell ein Kaufsignal für den US-Dollar und damit ein bärisches Signal für Gold. Die US-Realzinsen hingegen liefern bei Werten knapp unterhalb von 1% ein Argument gegen Gold. Allerdings ist der Dreimonatsdurchschnitt des Konsumentenpreisindex (CPI) zuletzt erstmals seit langer Zeit wieder leicht gestiegen. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, entsteht hier möglicherweise ein wichtiger Treiber für höhere Gold- und Silberpreise.

Goldpreis (täglich) und Stochastik-Indikator



Quelle: TradingView, Midas Touch Consulting, Florian Grummes

Fazit

Insgesamt ist unser Modell derzeit bärisch und empfiehlt weiterhin eine geduldige Haltung bis zum typischen Sommertief, welches normalerweise zwischen Ende Juni und Mitte August auftritt. Sollte Gold daher in den kommenden zwei Monaten nicht zu tief abtauchen, könnte der schlafende, über 5.000 Jahre alte goldene Dinosaurier tatsächlich genug Kraft haben, um den Widerstand bei 1.360 US-Dollar im weiteren Jahresverlauf zu durchbrechen und sich bis zum Frühjahr 2020 auf 1.500 US-Dollar zu katapultieren.

Wir sind davon überzeugt, dass Investoren und Trader von unserem Midas Touch Gold Modell und seinem rationalen Ansatz profitieren können. Auch wenn das Model nicht immer richtig liegt, spart es doch erheblich Zeit und verschafft dem Leser einen professionellen Überblick über die Lage am Goldmarkt.

Fazit

„Great opportunities do not come every year.“

Charles Dow

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

Charles Dow

Technische Analyse ist gewiss keine exakte Wissenschaft, sondern unserer Meinung nach ein nützliches Werkzeug für die Standortbestimmung und das Timing von Investitionen. Uns ist wichtig das „Big Picture“ nicht nur aus fundamentalen, sondern auch aus technischen Blickwinkeln zu verstehen. Eine äußerst nützliche Theorie, die u. a. auch die Grundlage der technischen Analyse bildet, ist die Unterteilung in 3 unterschiedliche Trendphasen. Diese beruht auf Charles Dow, dem „Godfather of Technical Analysis“.⁹⁴ **Dow unterteilte jeden Trend in 3 verschiedene Phasen:**

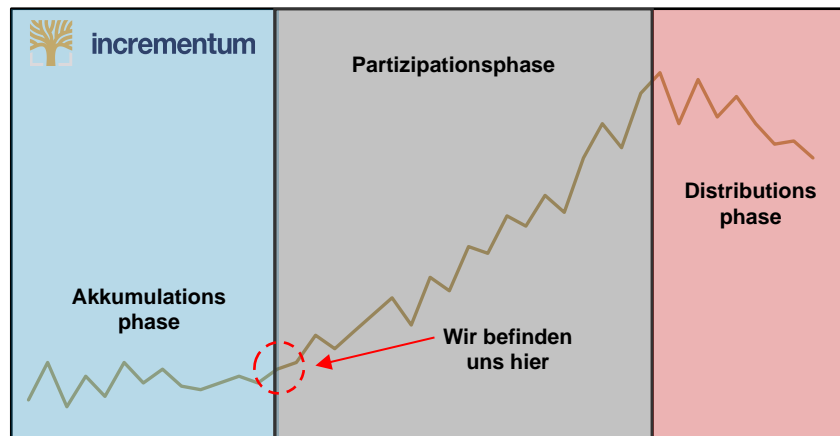
1) Akkumulationsphase: In der Akkumulationsphase kaufen die informierten, scharfsinnigsten und antizyklisch orientierten Investoren. War der vorherige Trend abwärts gerichtet, dann erkennen die cleveren Investoren an diesem Punkt, dass der Markt die „bad news“ bereits diskontiert hat.

2) Partizipationsphase: Die Kurse beginnen langsam zu steigen. Trendfolger zeigen Interesse, die Wirtschaftsnachrichten verbessern sich und Kommentatoren, Medien etc. schreiben zunehmend optimistische Artikel. Das spekulative Interesse und die Volumina steigen an, neue Produkte werden lanciert und die Kursziele der Analysten werden angehoben.

3) Distributionsphase: Während dieser letzten Mania-Phase beginnt die Gruppe informierter Investoren, die in der Nähe des Tiefpunktes akkumuliert haben, ihre Positionen abzubauen. Medien und Analysten übertreffen sich in der Anhebung der Kursziele und das Umfeld ist von einer „this time is different“-Stimmung geprägt (siehe Bitcoin Ende 2017, Öl 2008, FAANG und Unicorns aktuell).

⁹⁴ Vgl. Murphy, John J.: *Technische Analyse der Finanzmärkte*. 2006

Die 3 Trendphasen gemäß Dow-Theorie



Quelle: Incrementum AG

Die Kombination aus weiterhin relativ geringem Interesse der Investoren und der mangelnden Kursphantasie der Analysten bildet unserer Meinung nach ein gutes Fundament für eine Fortsetzung des Aufwärtstrends. Die (finale) Kapitulation der letzten Bullen fand im Sommer letzten Jahres statt. Dies bestätigt uns in der Annahme, dass sich der Goldpreis noch in der Akkumulationsphase befindet.

Sometimes the gold market seems like an MMA fight. The metal is down on the canvas, seemingly helpless, yet it keeps getting pummeled unnecessarily.

Brien Lundin

Aus Sicht der derzeitigen Marktstimmung, der Saisonalität und des CoT-Reports würde uns aktuell eine mehrwöchige Fortsetzung der Durchschnaufphase nicht verwundern. Wir erwarten jedoch keine tiefe Korrektur, nachdem scheinbar großes Kauf-Interesse an der Seitenlinie wartet, was zu einem „buy the dips“ führt. Zudem sollte die positive Saisonalität, die insb. in Vorwahljahren stark ist, in der zweiten Jahreshälfte Rückenwind verleihen. **Insofern scheinen die Voraussetzung für die Etablierung des neuen Bullenmarktes aus technischer Sicht hervorragend.**

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

Quo vadis, aurum?

„The record of fiat currencies through history, 100%, is eventual failure. The record of gold for 5,000 years, 100%, is lack of failure.“

Simon Mikhailovich

Key Takeaways

- Die Vertrauenserosion in vielen Bereichen spielt Gold in die Hände. Ein Ende dieser multiplen Vertrauenskrisen ist nicht in Sicht.
- Gold hat im Q4/2018 erneut seine Eigenschaft als ausgezeichneter Hedge gegen Einbrüche an den Aktienmärkten beweisen können.
- Sobald sich die Rezessionswolken weiter verdichten, ist eine Umkehr der Geldpolitik in Richtung Zinssenkungen, QE, Negativzinsen und einer lockeren Fiskalpolitik (MMT) zu erwarten. Dies sollte den Goldpreis beflügeln.
- Die politischen und wirtschaftlichen Spannungen zwischen den USA und China nehmen zu. Diese und weitere Unsicherheiten wie die sich zuspitzende Situation im Iran sollten den Goldpreis unterstützen.
- Sobald der Goldpreis die Widerstandszone bei 1.360-1.380 USD durchbricht, scheint mittelfristig ein Goldpreis von 1.800 USD in Reichweite.

„Trust is central to an economy that works.“

Stephen Covey

Das Leitmotiv des diesjährigen In Gold We Trust-Reports ist die gegenwärtige Vertrauenserosion. Weil Vertrauen eine grundlegende Kategorie des menschlichen Zusammenlebens ist, wirkt sich eine Veränderung des Vertrauensgrades in einer Gesellschaft meist auf mehrere, wenn nicht sogar alle Gesellschaftsbereiche aus. Wer seinem Nächsten nicht mehr vertrauen kann, tut dies im beruflichen Alltag genauso wenig wie im gesellschaftlichen. **Wo sehen wir im besonderen Maße eine Erosion des Vertrauens?**

Vertrauenserosion in gesellschaftliche- und politische Selbstverständlichkeiten

Die Zahl derer, die durch zu viele Informationen nicht mehr informiert sind, wächst.

Rudolf Augstein

Der Kampf um die Deutungshoheit ist im Mediensektor bereits seit einiger Zeit entbrannt. Zum einen, weil das Vertrauen in die etablierten Medien in vielen westlichen Staaten rasant abnimmt. Zum anderen, weil die technologische Revolution es jedermann ermöglicht, auf YouTube, Twitter, Telegram oder als Blog seinen eigenen Nachrichtenkanal zu betreiben. Über Jahrzehnte unhinterfragte Strukturen bekommen plötzlich unerwartete und mitunter scharfe Konkurrenz. Und wie bei jeder umwälzenden Innovation dauert es eine gewisse Zeit, bis sich unter den neuen Anbietern die Spreu vom Weizen trennt und sich eine neue gesellschaftlich akzeptierte Struktur etabliert hat.

Ein wesentliches Begleitelement dieser Vertrauenserosion ist die zunehmende gesellschaftliche Polarisierung. Populistische Bewegungen stellen Selbstverständlichkeiten des politischen Systems der Nachkriegszeit radikal infrage. Neue Parteien und neue politische Bewegungen tauchen auf, Parteien, die über Jahrzehnte zum staatstragenden Bestandteil des politischen Spektrums gehörten, scheinen unterzugehen.

In such experience as I have had with taxation...there is only one tax that is popular, and that is the tax that is on the other fellow.

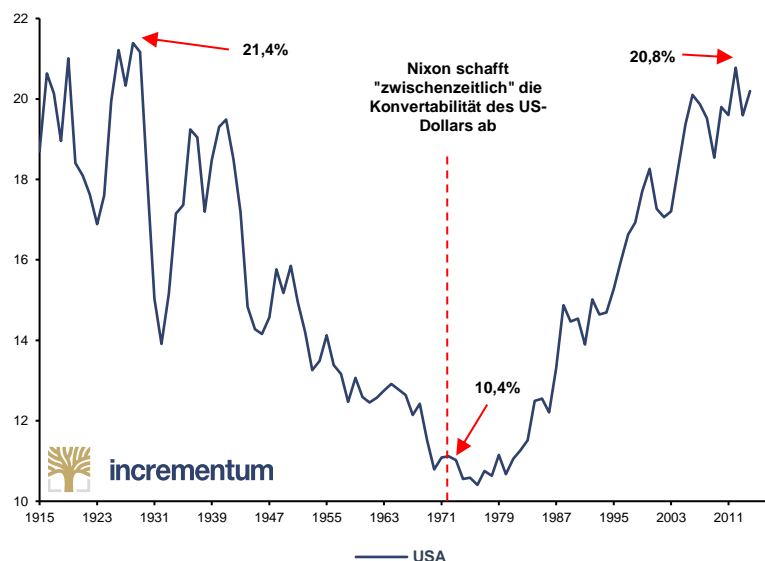
Sir Thomas White

Im Kern einer Vielzahl von gesellschaftlichen und politischen Debatten steht die zunehmende Einkommens- und Vermögensungleichheit.

Dabei wird im öffentlichen Diskurs völlig außer Acht gelassen, dass diese Entwicklungen vom derzeitigen Geldsystem durch den so genannten Cantillon-Effekt⁹⁵ massiv befeuert wird. Aus unserer Sicht wird dieser Effekt den gesellschaftlichen Zusammenhalt zunehmend auf die Probe stellen.

⁹⁵ Vgl. „Gold im Kontext des derzeitigen Makro-Umfelds“, In Gold We Trust-Report 2013

Einkommensanteil der Top-1% am Gesamteinkommen, in %, 1915-2017



Quelle: Ourworldindata.com, Incrementum AG

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

William White

Vertrauenserosion in geopolitische Selbstverständlichkeiten

Wir haben nicht „Das Ende der Geschichte“ (Francis Fukuyama) erreicht, vielmehr vollzieht sich vor unser aller Augen eine

fundamentale Neuordnung der Welt. Mit China ist ein wirtschaftlich und militärisch selbstbewusster Player auf der internationalen Bühne erschienen, der sich anschickt, von einer Nebenrolle in eine Hauptrolle zu schlüpfen. Die derzeitige US-Administration hat China als direkten Herausforderer identifiziert und geht zunehmend auf Konfrontationskurs. Stephen Bannon, der ehemalige Chefstrategie von Präsident Trump, prangerte bei der Konferenz „Committee on the Present Dangers Conference“ Chinas Verhalten offen an: „*They have been engaged in economic warfare with the West for 20 years.*“⁹⁶ Der im Moment eskalierende Handelskrieg zwischen der größten und der zweitgrößten Wirtschaftsmacht des Planeten zeigt auf, wie verhärtet die Fronten tatsächlich sind. Das beste Beispiel hierfür war unserer Meinung nach eine Rede von US-Vizepräsident Mike Pence vor dem Hudson Institute, in der Pence die neue China-Strategie der US-Regierung beschrieb; **eine Rede, die wie die Ausrufung eines neuerlichen Kalten Krieges klang.**⁹⁷

China zeigt aber auch zunehmend Präsenz am (globalen) Goldmarkt.

Wir sind davon überzeugt, dass es sich bei Chinas Engagement nicht um eine Eintagsfliege handelt, sondern auf der Angebots- wie auf der Nachfrageseite China allein aufgrund seiner Größe weiterhin einen bedeutsamen Einfluss haben wird.

⁹⁶ Vgl. Stephen K. Bannons Rede auf der CPDC-Konferenz, 25. April 2019

⁹⁷ Vgl. „The Administration's Policy Towards China“, Rede von US-Vizepräsident Mike Pence, Hudson Institute, 4. Oktober 2018

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

Richard Cobden

*I think the next downturn is
going to be a different kind of
downturn. I think it will be more
severe in terms of the social-
political problems.*

Ray Dalio

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

Vladimir Putin

Gegenüber dem Iran, einem anderem Langzeitkontrahenten, ziehen die USA die Zügel wieder an. Nach dem Ausstieg der USA aus dem multilateralen Atomabkommen im Jahr 2018, erhöhen die USA nun auch die militärische Präsenz im Nahen Osten. Nicht auszumalen, was ein Ausbruch eines Konfliktes in der Region für den Ölpreis bedeuten würde. Faktum ist, die Region ist und bleibt ein latenter Gefahrenherd für internationale Krisen. Bei einer Eskalation stünde der Ölpreis vermutlich rasch jenseits der 100 US-Dollar-Marke. Auch in den 1970er-Jahren waren es letzten Endes geopolitische Unsicherheiten im Nahen Osten der Katalysator, der die monetäre Inflation der 1960er-Jahre in Preisinflation ausufern ließen. Ein Déjà-vu dieser Abfolge wäre durchaus möglich.

Aber auch anderswo gehen so manche politischen Selbstverständlichkeiten der letzten Jahrzehnte zu Ende. Mit dem Brexit schrumpft die EU zum ersten Mal in ihrer Geschichte. Mit Großbritannien verlässt nicht nur die zweitgrößte Wirtschaft und ein Nettozahler die EU, sondern auch ein im Vergleich zu den Ländern im Süden (inkl. Frankreich) wirtschaftsliberal eingestelltes Land. Das Gesicht der EU wird sich dadurch stark verändern. Bis auf weiteres scheint die EU mit sich selbst beschäftigt zu sein und im geopolitischen Geschehen trotz aller Bemühungen weiterhin kein Gewicht zu haben.

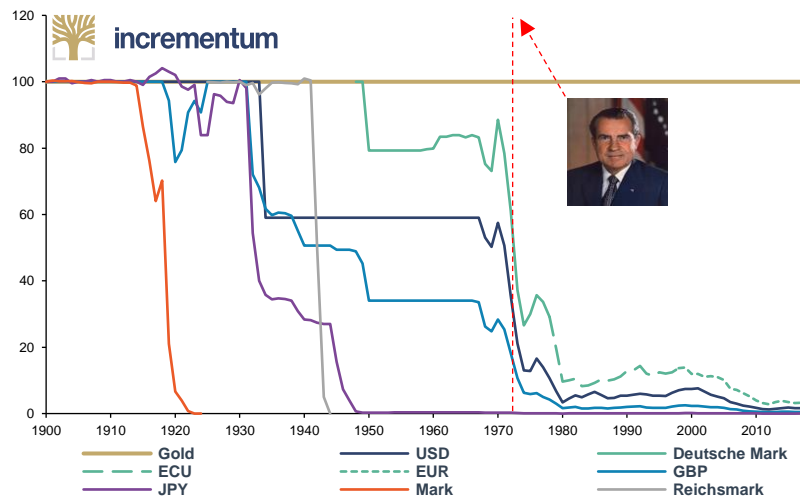
Vertrauenserosion in monetäre Selbstverständlichkeiten

Eine weitere Konsequenz der geopolitischen Veränderungen ist die schleichende Vertrauenserosion in monetäre Selbstverständlichkeiten. Wie im Kapitel „De-Dollarization“⁹⁸ ausgeführt, hat sich der globale Abnabelungsprozess vom US-Dollar als globale Leit- und Reservewährung fortgesetzt. Der größte Pluspunkt für den derzeitigen Währungshegemon ist, dass es weiterhin keine ernst zu nehmende Konkurrenz einer anderen staatlichen Fiatwährungen gibt. Allerdings, je mehr die globale Leitwährung von ihrem Vertrauenskapital aufzehrt, umso eher werden auch vergessene geglaubte Werte wieder als Fundament eines Währungssystems in Betracht gezogen. Die steigende Bedeutung des Goldes lässt sich in den von uns dokumentierten Aufstockungen und Repatriierungen diverser Zentralbanken festmachen.

Wohin die Vertrauenserosion in das Papiergeld im Extremfall führt, zeigt der nächste Chart. Als die Papierwährungen das Vertrauen der Bevölkerung verloren, kehrten sie, wie auch im Gastbeitrag „Hyperinflation“ beschrieben, zu ihrem inneren Wert zurück, und der ist null.

⁹⁸ Dieses Kapitel finden Sie in der „Extended Version“, die Sie kostenlos herunterladen können unter ingoldwetrust.report/igwt.

Wert von ausgewählten Währungen relativ zu Gold, 1900=100, 1900-2018



Quelle: World Gold Council, Harold Marcuse – UC Santa Barbara, Incrementum AG

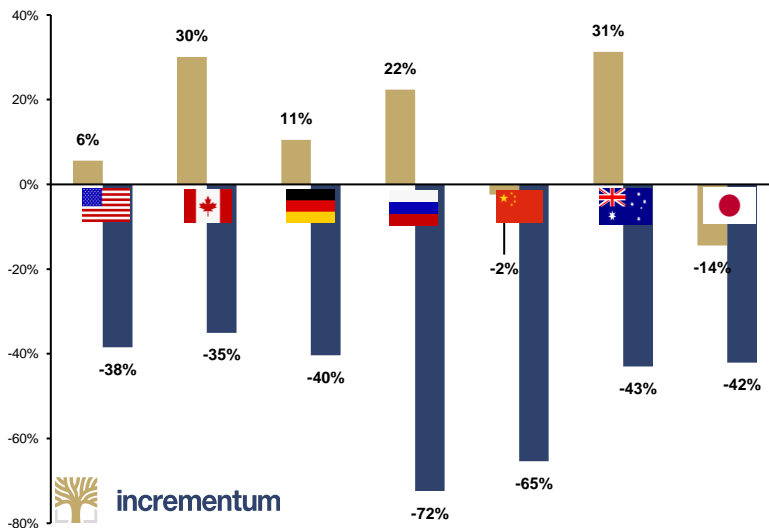
We no longer have business cycles. We have credit cycles.

Peter Boockvar

Gold als Hedge gegen die Vertrauenserosion

Gold zeigte nicht nur in der Geschichte, dass es sich als ein exzellenter Portfolio-Hedge gegen tiefgreifende Vertrauenskrisen eignet. Auch aktuell hat es diese Eigenschaft unter Beweis gestellt. Wie von uns umfassend analysiert, legte Gold in Q4/2018, als die Börsenkurse weltweit stark nachgaben, um 8%, die Minenaktien sogar um 13,7% zu. Noch deutlicher kam die Absicherungsfunktion von Gold im Krisenjahr 2008 zur Geltung.

Jahresperformance von Gold in Lokalwährung vs. heimischer Aktienmarkt, in %, 2008



Quelle: goldprice.org, BGMI Bullion, Incrementum AG

*Es gibt kaum etwas
 Heimtückischeres an den
 Märkten als die Illusion
 dauerhafter Ruhe.*

**Claudio Borio,
 BIZ-Chefökonom**

*Like the weather, markets are
 turbulent.*

Benoit Mandelbrot

*You ain't seen nothin' yet, b-b-b-
 baby, you just ain't seen n-n-
 nothin' yet, here's something that
 you never gonna forget, b-b-b-
 baby, you just ain't seen n-n-
 nothin' yet.*

Bachman-Turner Overdrive

Dass Gold vom Mainstream allerdings weiterhin nicht vertraut wird, zeigt sich darin, dass in den Medien über folgende positiven Performancezahlen von Gold kaum berichtet wird:

- Die deutliche Outperformance von Gold gegenüber den meisten Aktienindizes über das gesamte Jahr 2018. Es wird der Eindruck vermittelt, Gold ginge weiterhin am Krückstock, auch wenn Gold in EUR und den meisten anderen Währungen absolut sogar zulegte. In USD und Yen hat Gold den jeweiligen Aktienindex deutlich geschlagen.
- Gold in CAD und AUD sowie der Weltgoldpreis stehen auf bzw. nahe ihrer jeweiligen Höchststände.
- Seit der Einführung des Euros als Buchgeld legte der Goldpreis in EUR um 356% zu, was einem jährlichen Anstieg von immerhin 7,8% entspricht.

Dabei bieten die wirtschaftlichen und geldpolitischen Voraussetzungen genügend Argumente für eine Rückkehr der Aufwärtsbewegung von Gold in USD bzw. eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung gemessen in den anderen Währungen:

- Die Konjunktursorgen werden größer, wodurch die Opportunitätskosten der Goldanlage durch steigende Aktienkurse deutlich schwinden könnten. **Unsere Analyse der unterschiedlichen Phasen einer Rezession im Kapitel „Portfolioeigenschaften“ hat gezeigt, dass Gold in den Phasen 1-3 früherer Rezession die Aktienkursverluste sehr gut kompensieren konnte.**⁹⁹ Gold ist also ein gut geeigneter Diversifikator gegen Kursverluste an den Börsen im Umfeld von Rezessionen.
- **Hohe Verschuldung, die Zombifizierung der Wirtschaft und die historisch immer noch sehr lockere Geldpolitik schmälern das Potenzial von Anleihen als Aktienkorrektiv.** Gold scheint daher auch zukünftig im Portfolio ein unverzichtbarer Portfoliobestandteil zu bleiben.
- **Die erreichten Schuldenstände hindern die Zentralbanken an einer (weiteren) signifikanten Erhöhung des Zinsniveaus.** Auf die sich eintrübende Konjunktur kann die Federal Reserve zumindest mit Zinssenkungen in der Größenordnung des derzeitigen Zielbandes von 2,25%-2,50% reagieren, der EZB steht dieses geldpolitische Hauptinstrument nicht zur Verfügung. Weitere Runden an QE sind daher zu erwarten – ein für Gold positives Umfeld. Etwaige Negativzinsen, die auch die Bargeldhaltung und die Guthaben der breiten Öffentlichkeit bei den Geschäftsbanken erfassen, würden ebenfalls unterstützend für den Goldpreis wirken.
- **Der politische Druck auf die Federal Reserve, aber auch auf andere Zentralbanken wird weiter zunehmen.** Nicht zuletzt aufgrund der politischen Polarisierung werden krude und gefährliche Ideen wie MMT (Modern Monetary Theory) weiter in Zentralbank- und Politikreisen Einzug

⁹⁹ Dieses Kapitel finden Sie in der „Extended Version“, die Sie kostenlos herunterladen können unter ingoldwetrust.report/igwt.

halten. Die in den meisten Ländern ohnehin beschränkte fiskalische Disziplin könnte so weiter aufgeweicht werden. Je verantwortungsloser das Geldmonopol zur Schuldenfinanzierung herangezogen wird, umso mehr Vertrauen wird den herkömmlichen Währungen entzogen werden.

Unser Parforceritt hat zudem folgende Erkenntnisse zu Tage gefördert:

Outsiders are making the next Renaissance. Those who saddle up and fight for personal, financial, political, and economic authenticity in a world running away from its battles; running to hedonism, nihilism, fatalism, victimology, dependency, economic free-lunchism, and political shortcuts.

Russell Lamberti

- **Gold und Blockchaintechnologie:** diese Liaison ist kein kurzer Sommerflirt, sondern eine immer enger werdende Verbindung. Wie in jeder Beziehung wird es noch einige Probleme zu lösen geben, bis die Partnerschaft gefestigt ist. Wir sind jedoch von der Tragfähigkeit dieser Beziehung überzeugt.
- **Goldminenaktien:** Nach der mehrjährigen schöpferischen Zerstörung im Sektor, stehen die meisten Unternehmen nun auf deutlich gesünderen Beinen. Die jüngste M&A-Welle bestärkt uns in unserer positiven Grundeinschätzung. Aus antizyklischer Sicht gibt es wohl wenige Sektoren, die spannender sind. In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns derzeit auf hochqualitative Produzenten sowie Mid-Tiers im Development-Status. Bei fallendem Gold/Silber-Ratio sollten Silber-Miner wieder auf die Watchlist genommen werden.
- **Technische Analyse:** Die Markttechnik sieht überwiegend positiv aus. Entscheidend wird sein, ob Gold die Widerstandszone bei 1.360-1.380 USD, den charttechnischen Rubikon der Gegenwart, wird durchbrechen können.
- **Technologische Innovationen:** Wie viele andere Lebensbereiche machen auch technologische Innovationen wie KI, Drohnen und die Digitalisierung vor dem Goldsektor nicht halt und wälzen ihn fundamental um. Dieser Prozess ist noch lange nicht abgeschlossen und stellt gleichermaßen für bestehende wie neue Projekte eine große Herausforderung dar. Die Goldbranche hat bereits gezeigt, dass sie diese Herausforderungen bewältigen kann.
- **Gold ist grün:** Gold ist aufgrund seines extrem hohen Recyclingsgrades ein grünes Produkt. Selbstverständlich herrschen bei der Förderung mitunter Umstände, die nicht akzeptabel sind. Dies ist aber kein Goldspezifikum. Zur Verbesserung der Situation haben auch im Goldsektor die ESG-Leitlinien Fuß gefasst und stellen keineswegs mehr reine Lippenbekenntnisse dar.

Quo vadis, aurum?

Vor zwei Jahren hatten wir mehrere Szenarien für die Entwicklung des Goldpreises ausgearbeitet, die auf die Dynamik des BIP-Wachstums sowie auf den weiteren Verlauf der US-Geldpolitik abgestimmt wurden. Als Zeithorizont hatten wir die Amtsperiode der derzeitigen US-Administration (2017-2020) herangezogen. Für diesen Zeitraum war auch die Umsetzung der geldpolitischen Normalisierung geplant.

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

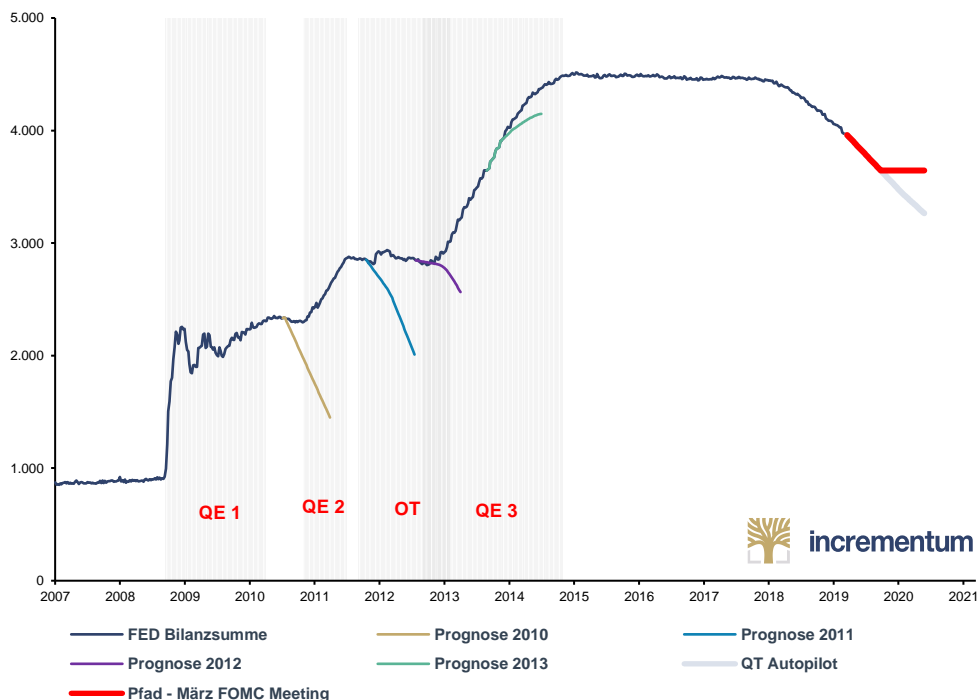
Quelle: Incrementum AG

Am liebsten erinnere ich mich an die Zukunft.

Salvador Dali

Szenario B ist weiterhin jenes, in dem wir uns bewegen. Das Vertrauen in die USA als globale Konjunkturlokomotive ist aktuell *noch* vorhanden, auch wenn diese in Q4/2018 deutlich getestet wurde. Dieser Einbruch hat uns wieder in Erinnerung gerufen, wie schnell die Stimmung an den Märkten drehen kann. **Die alles entscheidende Frage aber lautet: Ist die geldpolitische Normalisierung gescheitert?**

Entwicklung der Bilanzsumme der Fed, in Mrd. USD, 01/2007-03/2021e



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass das gesellschaftliche Klima, die ökonomischen Dynamiken und der Gang der öffentlichen Debatte dafür sprechen, dass die Federal Reserve noch vor den nächsten Präsidentschaftswahlen im November 2020 die geldpolitische Kehrtwende einläuten wird. Diese Kehrtwende wird der Auslöser sein, der den Goldpreis über die psychologisch wichtige Widerstandszone von 1.360-1.380 USD hievt. Wird diese Marke überwunden, scheint ein Goldpreis von über 1.800 USD mittelfristig in Reichweite.

Fazit

Work hard, use your common sense and don't be afraid to trust your instincts.

Fred L. Turner

Die vergangenen 12 Monate haben gezeigt, dass der unverwundbar scheinende Aufschwung erste tiefe Risse erhalten hat. Der weltweite Boom, angetrieben durch niedrige Zinsen und ein unaufhörliches Ausweiten der Kredit- und Geldmengen, steht auf tönernen Füßen. Die Wahrscheinlichkeit, dass der Boom zum Bust wird, ist hoch, zumindest deutlich höher als vom Mainstream vermutet.

There were always ample warnings, there were always subtle signs and you would have seen it coming but we gave you too much time.

„Coma“
GUNS N' ROSES

Die politischen, gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und technologischen Umwälzungen sind enorm. An vielen Fronten bröckelt das Vertrauen in das Bestehende, während das Neue noch nicht genügend Vertrauen gewinnen konnte, um stabilisierend zu wirken. Dieser Trend wird sich in den nächsten Jahren verstärken. **Hinzu kommt, dass die Blasen an den Aktien-, Anleihen- und Immobilienmärkten, die Everything-Bubble, sowie die Überschuldungsdynamik die Fragilität der Märkte weiter erhöhen – Monat für Monat, Woche für Woche, Tag für Tag.**

Wir erwarten in den kommenden Jahren deutliche Umbrüche mit spürbaren Auswirkungen auf den Goldpreis. Diese Geschehnisse werden wir – wie Sie es von uns schon seit vielen Jahren gewohnt sind – aufmerksam verfolgen, fundiert analysieren und regelmäßig kommentieren.

**Und daher gilt für uns im Zeitalter der Vertrauenserosion weiterhin:
 IN GOLD WE TRUST**

Ronald-Peter Stöferle, CMT

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



Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der Wirtschaftsuniversität Wien und sammelte während des Studiums praktische Erfahrung am Trading-Desk einer Bank. Nach seinem Studienabschluss arbeitete er bei der Erste Group im Research, wo er 2007 zum ersten Mal den *In Gold We Trust-Report* publizierte. Im Laufe der Jahre avancierte der *In Gold We Trust-Report* zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation. Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er „[Österreichische Schule für Anleger](#)“ und 2019 „[Die Nullzinsfalle](#)“. Zudem ist er Advisor für Tudor Gold, einem kanadischen Explorationsunternehmen mit Projekten im legendären Golden Triangle (British Columbia).

Mark J. Valek, CAIA

Mark ist Partner der Incrementum AG, zuständig für Portfolio Management und Research.



Berufsbegleitend studierte Mark Betriebswirtschaftslehre an der Wirtschaftsuniversität Wien und ist seit 1999 durchgehend in den Bereichen Finanzmärkte und Asset Management tätig. Vor der Gründung der Incrementum AG war er zehn Jahre lang bei Raiffeisen Capital Management tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments. Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der philoro Edelmetalle GmbH sammeln. Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch „[Österreichische Schule für Anleger](#)“.

Incrementum AG



Die Incrementum AG ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizenziertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein. Unsere Kernkompetenz liegt im Management von Investmentfonds sowie der Vermögensverwaltung. Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems. Diese Sichtweise gestattet uns eine holistische Analyse der Lage an den Finanzmärkten. Das Unternehmen agiert völlig bankenunabhängig.

Das In Gold We Trust-Report Team



Heinz Blasnik
Autor und Übersetzer



J. Grassinger
Assistentin



Fabian Grummes
Autor



Florian Grummes
Autor



Demelza Hays
Autor



Gregor Hochreiter
Chefredakteur



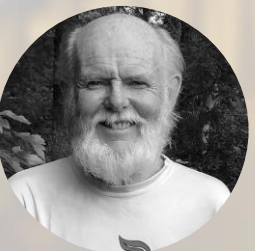
Pascal Hügli
Autor



Richard Knirsch
Quantitative Analyse & Charts



Jason Nutter
Repräsentant Asien



Charley Sweet
Übersetzer & Lektor



Stefan Thume
Web- und Mediendesign



Marc Waldhausen
Autor

**Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre
tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des
In Gold We Trust-Report 2019**

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, David Holzinger, Heinz Blasnik, Jeannine Grassinger, Julien Desrosiers, Thomas Vesely, Harald Steinbichler Stefan Thume, Jason Nutter, Hans Fredrik Hansen, Pascal Hügli, Marc Waldhausen, Tobias Müller, Demelza Hays, Claudio Grass, Lars Haugen, Tim Faude, Brent Johnson, Fabian Grummes, Florian Grummes, Markus Blaschok, Elizabeth und Charley Sweet, Florian Hulan, Tea Muratovic, Richard Zeiss, Match-Maker Ventures, David Schrottenbaum, Hans Günter Schiefen, Steve Hanke, Keith Weiner, Baker Steel, beim ganzen Team des World Gold Council und der gesamten Incrementum-Familie!

Kontakt

Incrementum AG
Im Alten Riet 102
FL-9494 Schaan
Liechtenstein

www.incrementum.li

www.ingoldwetrust.li

Email: ingoldwetrust@incrementum.li

Disclaimer

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, eine Anlageanalyse noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden.

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

Copyright: 2019 Incrementum AG. All rights reserved.

