

in **gold** we trust
.report

28. Mai 2019
Extended Version



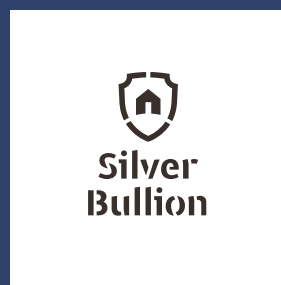
Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion



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



Inhaltsverzeichnis

Einleitung	4
Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes	21
Das Gold und der Drache – China stabilisiert seinen Aufstieg mit Gold	74
De-Dollarization: Europa wird aktiv	107
Highlights: Freegold – 20 Jahre später: Ein Interview mit „FOFOA“	128
Die wegweisende Bedeutung der Exter-Pyramide	137
Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen	152
Goldlagerung: Liechtenstein, Schweiz und Singapur im Faktencheck	175
Die Geschichte wiederholt sich (nicht): Plaza-Abkommen 2.0 ante portas?	186
Beschleunigung und monetäre Ordnung	202
Hyperinflation: viel diskutiert, wenig verstanden	218
Goldgedeckte Tokens vs. Bitcoin vs. Stablecoins	227
Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?	241
Goldminenaktien – Nach der schöpferischen Zerstörung ist vor der Hausse?	250
Reformen, Renditen und Verantwortung	262
ESG – Drei Buchstaben die mehr als 20 Billionen USD wert sind?	272
Mining & Technologie	287
Technische Analyse	301
Quo vadis, aurum?	314

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

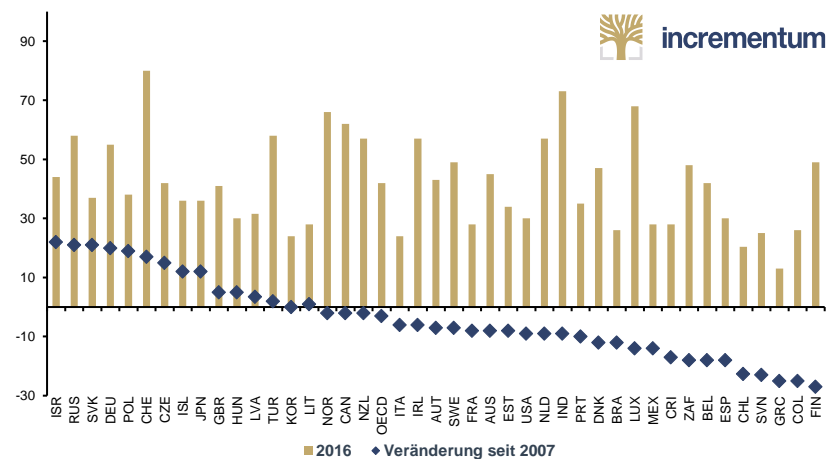
Politik, Wissenschaft und Medien haben in den letzten Jahren – mitunter deutliche – Vertrauenseinbußen erlitten. Der General Social Survey misst seit 1972 das Vertrauen der US-Amerikaner in verschiedene Werteträger. Seit 2000 erodiert das Vertrauen in praktisch alle Institutionen, mit Ausnahme des Militärs. 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

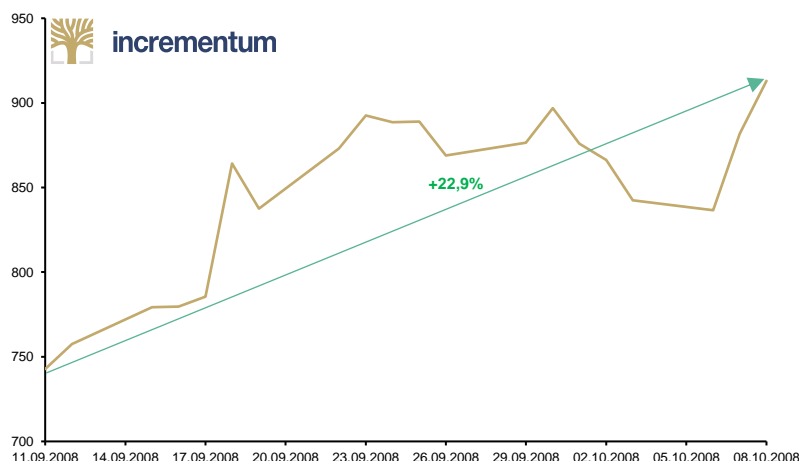
Die beschriebenen Phänomene der zunehmenden Vertrauenserrosion sind unserer Meinung nach besorgniserregende Entwicklungen, jedoch sollen sie keineswegs der Schwerpunkt dieser Publikation sein. Dennoch wollen wir einleitend bewusst auf diese offensichtlich stattfindenden Entwicklungen hinweisen, um das 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.**

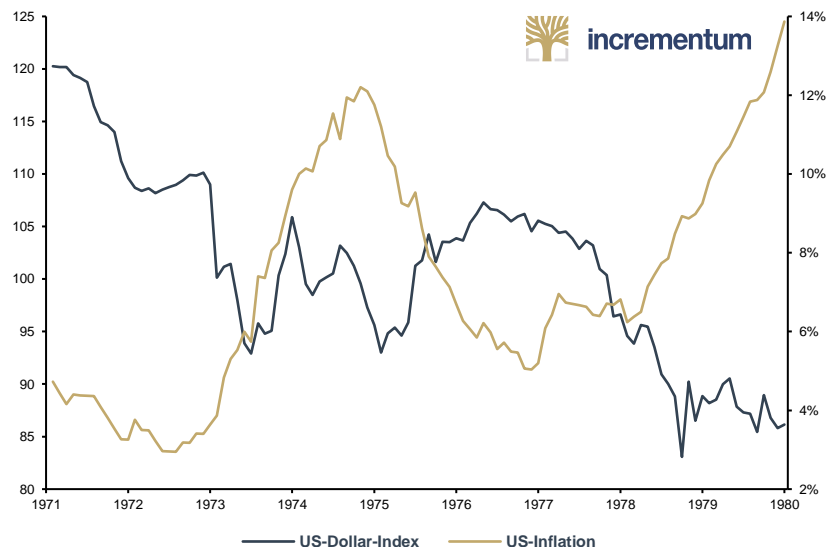
Wie unsere treuen Leser nur zu gut wissen, ist unser derzeitiges Geldwesen seit fast einem halben Jahrhundert de facto ungedeckt und entmaterialisiert. Umso wichtiger ist für den Dollar und das internationale Währungssystem daher der Vertrauensaspekt. Betrachtet man die Währungsgeschichte unter dem Blickwinkel 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, die nun auch in etablierten Mainstream-Medien angekommen ist,¹⁷ in einem

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?“

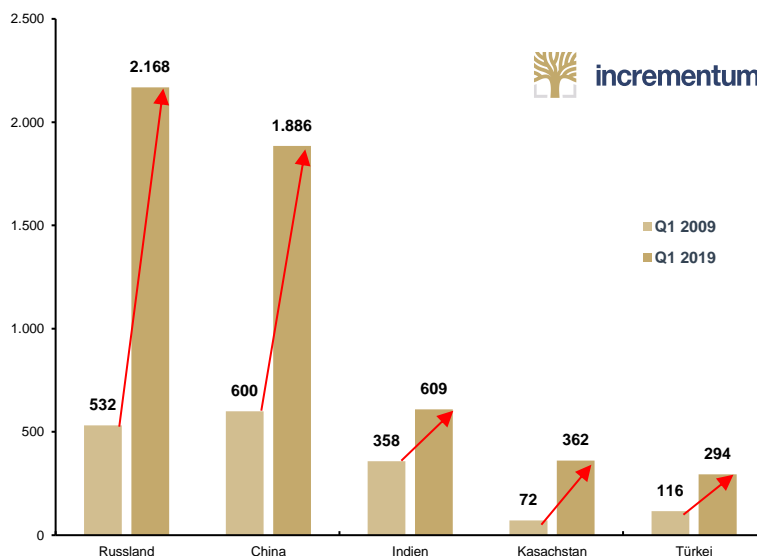
¹⁵ Brzeziński, Zbigniew: Die einzige Weltmacht: Amerikas Strategie der Vorherrschaft, S. 44

¹⁶ In Gold We Trust-Report 2018

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

eigenständigen Kapitel. **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“¹⁸ 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.“¹⁹

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

¹⁸ James Rickards zählt den Iran, die Türkei, Russland und China dazu. Vgl. Rickards, Jim: „*Axis of Gold*“, Daily Reckoning, 20. Dezember 2016.

¹⁹ 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.²⁰ 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.“²¹

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.**“²²*

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.²³ Aber auch eine steigende Anzahl privater Krypto-Projekte im Bereich Gold sind in dem Zusammenhang erwähnenswert.²⁴ Die „Technologische Gezeitenwende“, die wir im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report bereits beschrieben haben, schreitet also definitiv voran.²⁵ **Die neuen Technologien müssen sich jedoch erst über einen längeren Zeitraum bewähren, um sich das Vertrauen für die breitere Nutzung zu verdienen.**

²⁰ Vgl. „Die Dominanz des Dollars weckt Unmut“, *Neue Zürcher Zeitung*, 4. April 2019

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

²² Jean-Claude Juncker: „Lage der Union 2018 – Die Stunde der europäischen Souveränität“, 12. September 2018, Hervorhebung im Original

²³ Vgl. „Iran in Talks With 8 Countries for Use of Cryptocurrency in Financial Transactions“, news.bitcoin.com, 29. Jänner 2019

²⁴ In diesem Zusammenhang untersuchen wir diverse interessante Projekte in Kapitel „Kryptos: Freund oder Feind?“, *In Gold We Trust*-Report 2018

²⁵ *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

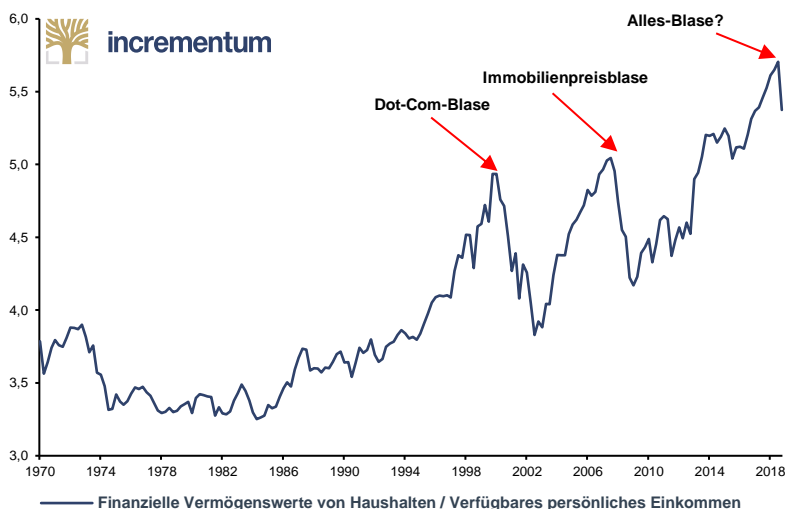
Aus unserer Sicht trägt das „wirtschaftspolitische All-in“ von Donald Trump maßgeblich dazu bei. In den Jahren nach der Finanzkrise haben die globalen Zentralbanken der Wirtschaft exorbitante monetären Stimuli verabreicht. Knapp 20 Bill. USD – eine Zahl mit 13 (!) Nullen – an Zentralbankgeld wurden ex 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?**

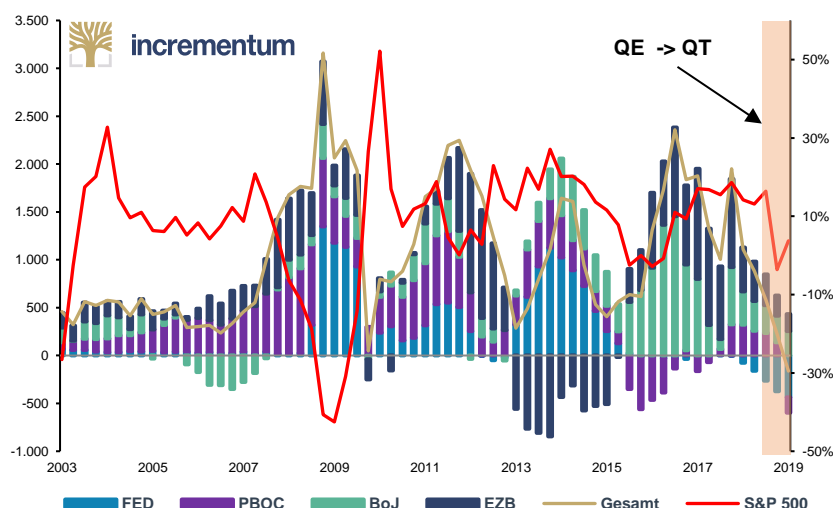
Man muss nicht allzu weit unter der Oberfläche der Konjunkturdaten suchen, um hinsichtlich der Nachhaltigkeit des Aufschwungs stutzig zu werden. Völlig ausgeblendet werden nach wie vor der Schuldenanstieg auf Staats- und insbesondere auch auf Unternehmensebene. Diese Thematik behandeln wir detailliert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



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 Quantitative Tightening (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



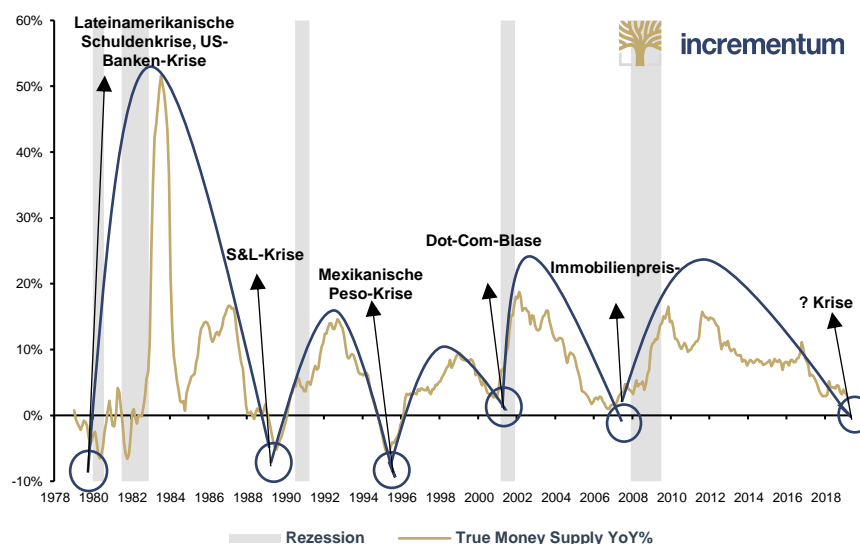
Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

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.“²⁶

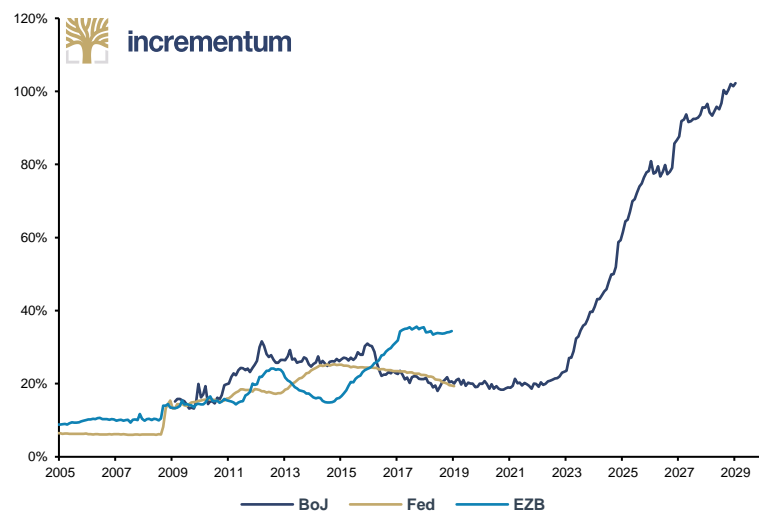


Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

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“)²⁷ 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

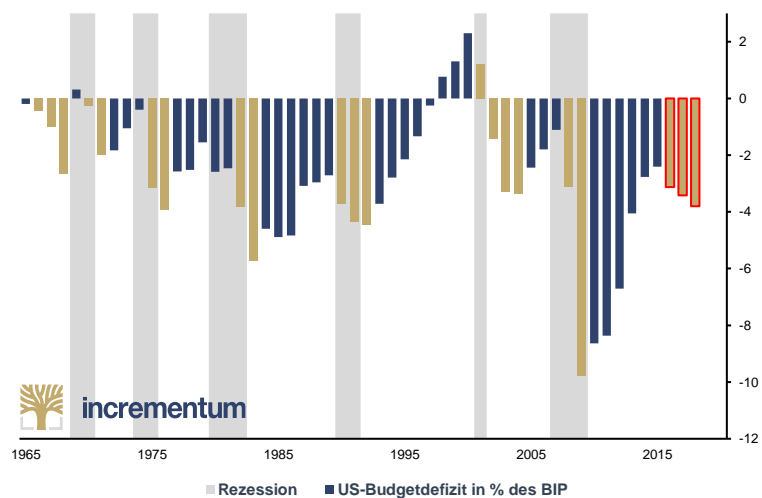
²⁶ Vgl. [Interview mit Jeffrey Gundlach](#), Yahoo!Finance, 13. Februar 2019

²⁷ 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>.



philoro
EDELMETALLE

Freiheit braucht Sicherheit



Mit Sicherheit glücklich. philoro.

Wer glücklich ist, kennt keine Sorgen. Legen Sie das Fundament für eine Zukunft voller Glücksmomente: Legen Sie Ihr Geld in Gold an. philoro bietet Ihnen Sicherheit bei Transaktion und Depot-Verwahrung und das zu den besten Konditionen auf dem Goldmarkt. Vertrauen Sie dem Testsieger.

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.“

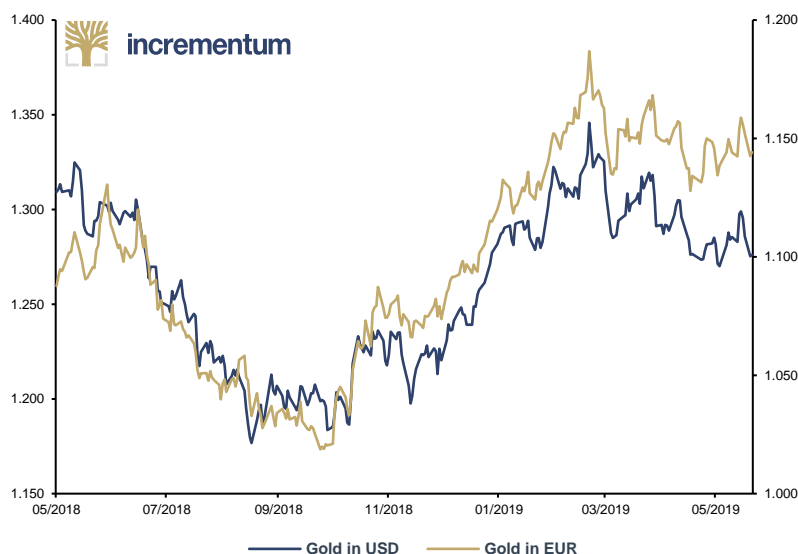
Ben Bernanke

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

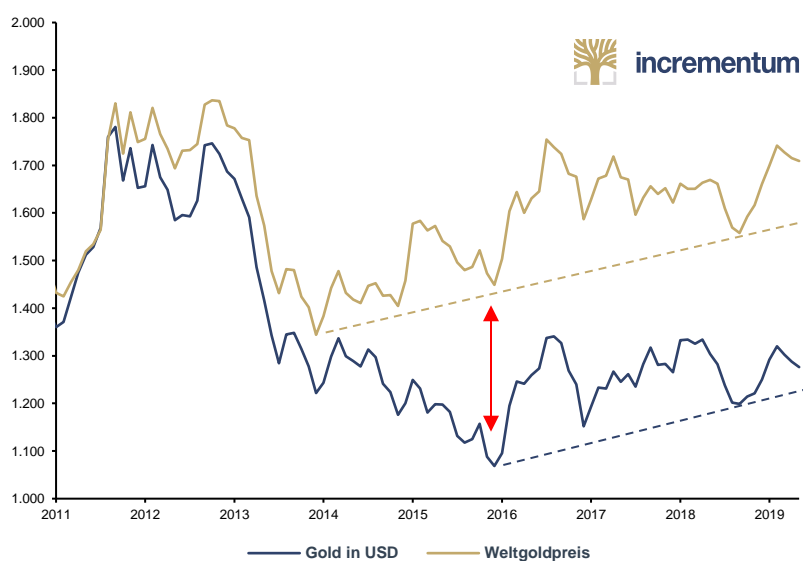


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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 bei ca. 1.260 USD 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%

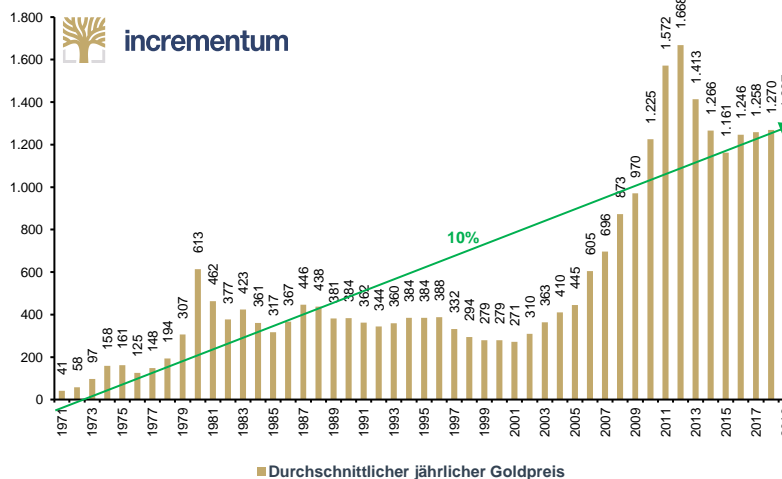
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Goldprice.org, Incrementum AG, Zahlen per 21.05.2019

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

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

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.“*²⁸

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.²⁹

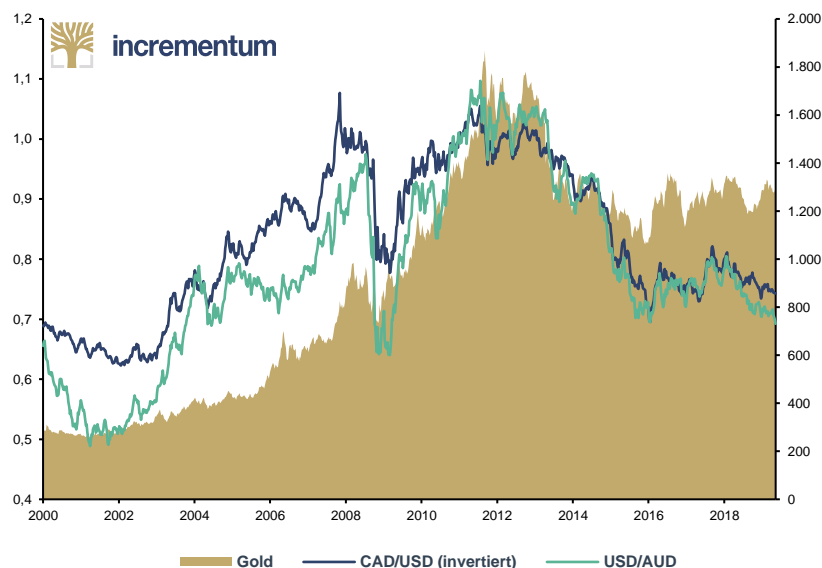
Zudem scheint es, als würden sich die historischen Muster derzeit verändern. Die „autonome Steigerungsrate“, also die Rate des Goldpreisanstiegs, die unabhängig von Wechselkursschwankungen ist, wird sich unserer Meinung nach weiter erhöhen. Dies liegt u. a. darin begründet, dass der Einfluss der Schwellenländer 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.**

Bekanntermaßen gelten die Währungspaare AUD/USD sowie CAD/USD als besonders rohstoff- und inflationssensitiv. Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man die hohe Korrelation zwischen diesen Währungen und dem Goldpreis. **Zudem ist es wichtig zu betonen, dass sich der Goldpreis sowohl in AUD als auch in CAD aktuell nahe am jeweiligen Allzeithoch befindet.**

²⁸ „Trump Says Dollar Too Strong in Renewed Criticism of Powell“, Bloomberg, 2. März 2019

²⁹ Vgl. „Gold im Portfoliokontext“, In Gold We Trust-Report 2015

CAD/USD und AUD/USD (linke Skala) vs. Gold in USD (rechte Skala),
01/2000-05/2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

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.³⁰ 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.³¹ 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 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-ETF³²) und dem Goldpreis mittlerweile ist.³³

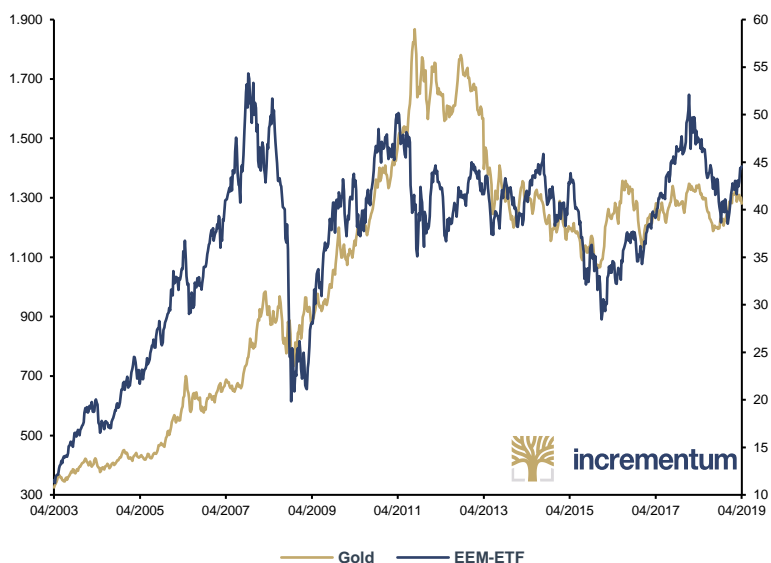
³⁰ Vgl. „The Long Monetary March“, Myrmikan Update, 17. September 2013; aktualisiert am 23. September 2013

³¹ Vgl. „Portfolieigenschaften von Gold“, In Gold We Trust-Report 2018

³² EEM – iShares MSCI Emerging Markets ETF

³³ 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 USD (linke Skala), und EEM-ETF (rechte Skala), 04/2003-04/2019



Quelle: investing.com, Incrementum AG

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.

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

Georg Simmel

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.

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

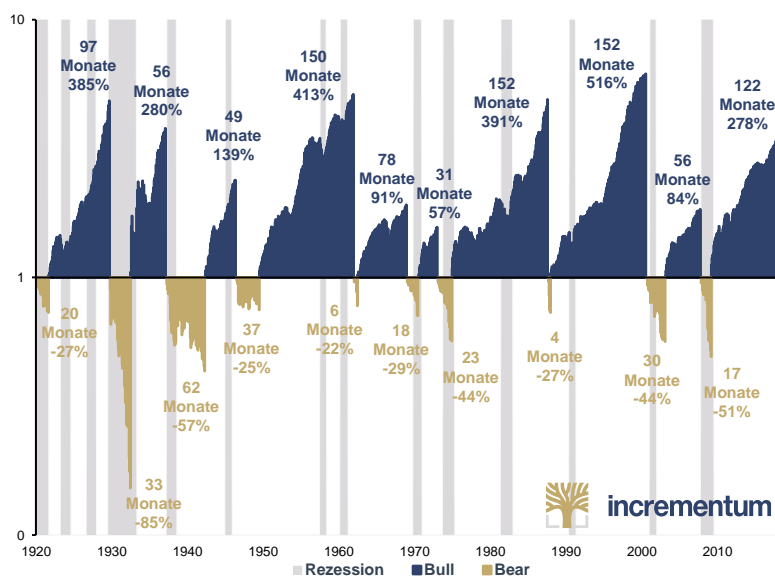
Die mediale Berichterstattung vermittelt allzu häufig den Eindruck, dass Europa, China und Japan in (konjunkturellen) Trümmern liegen, während die USA als einziger Hort des Wachstums wie ein Leuchtturm aus dem sich aller Orten eintrübenden Konjunkturland herausragen. Dadurch wird deutlich, welche hohe 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.

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

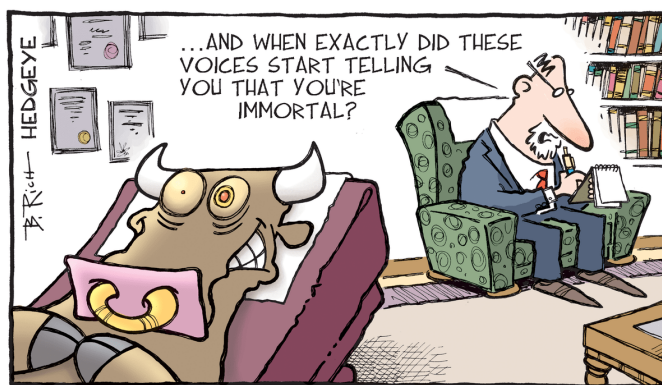
Oberflächlich betrachtet scheint die Ausgangslage in den USA zweifelslos gut, sehr gut sogar: Die Arbeitslosigkeit fiel auf den tiefsten Stand seit 1968, die Federal Reserve hat sich durch neun Zinserhöhungen und QT einen geldpolitischen Spielraum eröffnet, die Baukonjunktur und der Konsum boomen, die 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.³⁴

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 Eintrübungen 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.

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

³⁴ Wir empfehlen die Präsentation „[The Dollar Milkshake Theory](#)“ von Brent Johnson

Umstand, dass der Greenback im Zuge der scharfen Korrektur im Q4/2018 nur marginal fester tendierte.³⁵ **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.³⁶

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

Bob Farrell's Rule Nr. 9

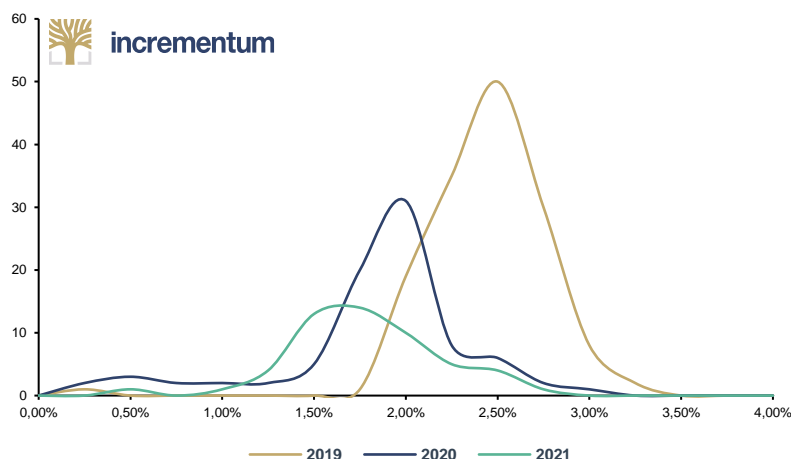
Von den 87 von Bloomberg befragten Analysten rechnet derzeit kein einziger in den Jahren 2019, 2020 oder 2021 mit einer Kontraktion des BIPs.³⁷ Das erwartete Wachstum liegt in diesen drei Jahren im Median und Mittelwert zwischen 1,8% und 2,4%. Im Vergleich zum Vorjahr (2,1%-2,8%) sind die Wachstumserwartungen jedoch bereits leicht rückläufig.

³⁵ Vgl. Kapitel 4 „De-Dollarization: Europa wird aktiv“

³⁶ 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.

³⁷ Übrigens rechnete 2007 ebenfalls KEIN Analyst mit einer Rezession!

Erwartetes reales Wirtschaftswachstum 2019/2020/2021 in % (x-Achse), Anzahl der Analysten (y-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.³⁸ 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.³⁹



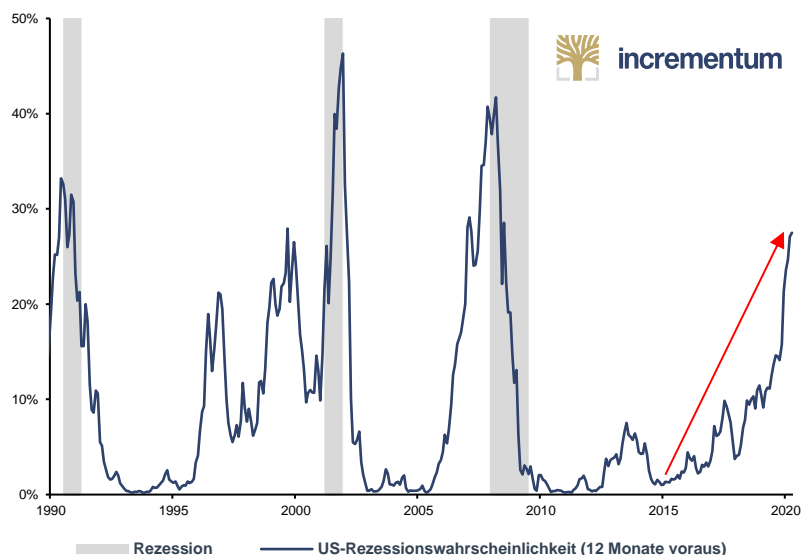
Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

³⁸ Vgl. Bridgen, Andrew: „The economist who cried wolf?“, A sideways look at economics, Fathom Consulting, 1. Februar 2019

³⁹ 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.**⁴⁰ 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

*We are prepared for a recession.
 We're not predicting a recession.
 We're simply pointing out that
 we are very conscious about the
 risks we bear.*

Jamie Dimon

Wie weit wir im aktuellen Zyklus bereits vorangeschritten sind, zeigt die folgende tabellarische Übersicht über das Verhältnis zwischen der durchschnittlichen Veränderung während einer Expansionsphase und der Veränderung im laufenden Zyklus. **Die US-Konjunktur befindet sich konjunkturell scheinbar bereits am Ende der Nachspielzeit.**

⁴⁰ Die exakte Methodologie des Rezessionsindikators finden Sie [hier](#).

Verhältnis durchschnittliche Veränderung in einer Expansionsphase vs. Veränderung im derzeitigen Zyklus

Indikator	Durchschnittliche Veränderung während Expansion (Beginn bis Hoch/Tief)	Derzeitiger Zyklus	Wie viel Prozent des Durchschnitts sind erreicht?
Inflation (bps)	82,0	60,0	73,2%
CRB Commodity Index (%)	37,0%	48,2%	100%
2s/10s Zinskurve (bps)	-183,0	-209,0	100%
Kapazitätsauslastung der Industrie (PP)	9,0	12,9	100%
Arbeitslosenrate (PP)	-2,9	-5,7	100%
Reales BIP (PP)	8,9	7,8	87,6%
Gewinnmargen (PP)	3,9	5,6	100%
ISM Manufacturing (Punkte)	25,0	15,0	60,0%
Autoverkäufe (%)	56,0%	85,8%	100%
Begonnene Neubauprojekte (%)	63,5%	128,5%	100%
Zyklischer BIP-Anteil (PP)	3,2	4,3	100%
KGV (Trailing) (Punkte)	7,8	9,1	100%
High Yield Spread (bps)	-662,7	-817,7	100%
Beschäftigungsquote (PP)	2,5	1,0	40,3%
Konsumentenvertrauen (Punkte)	43,9	80,7	100%
Durchschnitt			90,7%

Quelle: Haver Analytics, Gluskin Sheff, 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.⁴¹ 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**

⁴¹ Bauer, Michael D. und Mertens, Thomas M: „Economic Forecasts with the Yield Curve“, FRBSF Economic Letter, 5. März 2018

Refinanzierungskarussell gefährdet ist und ob systemische Risiken nicht möglicherweise im Steigen begriffen sind.

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



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

The world has largely exhausted the scope for central bank improvisation as a growth strategy.

Larry Summers

Die wachsende Sehnsucht nach Negativzinsen

Doch was wird dieses Mal passieren, wenn die Rezessionswolken den Konjunkturhimmel eintrüben? Die letzten beiden Rezessionen 2000 und 2008 veranlassten die Federal Reserve zu Zinssenkungen im Ausmaß von 550 bzw. 520 Basispunkten, in den neun Rezessionen seit Mitte der 1950er-Jahre um durchschnittlich 550 Basispunkte. Der ehemalige US-Finanzminister Larry Summers erachtet ebenfalls einen Spielraum von 500 Basispunkten für absolut notwendig, um eine Rezession effektiv bekämpfen zu können.⁴²

Augenblicklich steht die Fed Funds Rate bei 2,25-2,50%. Das Potenzial für Zinssenkungen scheint also stark limitiert, außer man greift zur Ultima Ratio der Negativzinsen. Der einflussreiche US-Ökonom Kenneth Rogoff äußert sich dazu unmissverständlich: *„Eines Tages werden wir eine neue schwere Finanzkrise bekommen, und dann könnten wir negative Zinsen von minus sechs oder minus fünf Prozent brauchen, um schnell aus der Krise zu kommen.“*⁴³

⁴² Vgl. *„Summers Warns the Biggest Economies Are Not Prepared for Another Recession“*, Bloomberg, 18. Juni 2018

⁴³ *„Star-Ökonom für Minuszinsen von bis zu sechs Prozent“*, welt.de, 18. September 2016

Wir erleben eine Wachstumsperiode, die in den USA schon lang andauert. Also werden wir in absehbarer Zeit unvermeidlich eine Rezession haben. Die großen Zentralbanken haben ihr Pulver verschossen, durch ihre ultralockere Geldpolitik, die in der Krise notwendig war. Damit bleibt kaum Spielraum, um im Abschwung entgegenzuwirken.

Jean-Claude Trichet

Dies gilt umso mehr für die EZB, die sich noch zu keiner einzigen Zinserhöhung durchringen konnte und keinerlei Spielraum für Zinssenkungen zur Verfügung hat, zumindest solange Negativzinsen nicht auf breiter Front durchsetzbar sind. Die hoch verschuldeten Euroländer haben die von der EZB teuer erkaufte Zeit ungenutzt verstreichen lassen und haben so gut wie keine der bei den Wählern meist unbeliebten Strukturreformen implementiert. Angesichts der jüngsten Wahlergebnisse wird sich dies wohl kaum ändern.⁴⁴ Es spricht also alles dafür, dass Mario Draghi einen neuen, traurigen Rekord aufstellen wird. Er wird in die Geschichtsbücher als Notenbankpräsident eingehen, in dessen Amtszeit die Zinsen kein einziges Mal angehoben wurden. Am 31. Oktober 2019, just der Tag, an dem der zweite Brexit-Aufschub ausläuft, wird Draghi zum letzten Mal die Türen zu seinem Büro in Frankfurt schließen.

Als aufmerksamer Beobachter der Notenbankkommunikation erkennt man, dass sich der Konsens immer mehr in Richtung neuer aggressiver Notenbankmaßnahmen bewegt. Nachfolgend einige aktuelle Beispiele:

- *„Trump calls on Fed to cut rates by 1% and urges more quantitative easing“*, CNBC, 30. April 2019
- *„White House economic advisor Larry Kudlow says Fed should still cut rates despite 3.2% GDP growth“*, CNBC, 26. April 2019
- *„Fed may need to buy more bonds than before crisis to manage U.S. rates: Fed official“*, Reuters, 18. April 2019
- *„Dimon: JPMorgan Chase 'prepared for' but not predicting a recession“*, Yahoo Finance, 4. April 2019
- *„Central banks must turn to global financial crisis tool box to tackle the next recession, says Fed's Rosengren“*, South China Morning Post, 26. März 2019
- *„FED'S Williams says in a downturn we could consider Quantitative Easing, Negative Rates“*, Tweet von Jennifer Ablan (Reuters), 6. März 2019
- *„Negative Rates Would Have Sped Up Economic Recovery, Fed Paper Says“*, WSJ, 4. Februar 2019⁴⁵

Wir haben jederzeit die Möglichkeit, die Zinsen noch weiter zu senken. Wir sind schon sehr weit gegangen, aber trotzdem bleibt uns der nötige Handlungsspielraum. Und wir können, wenn der Bedarf vorhanden ist, die Bilanz durch Interventionen weiter ausdehnen.

**Thomas Jordan,
SNB Präsident**

Der Umstand, dass die Federal Reserve Forschungsarbeiten zu Negativzinsen zuletzt so häufig zitierte und positiv erwähnte, ist unser Meinung nach ein erster Schritt zur Umsetzung dieser Politik. Denn die Frage, was die Zentralbank unternehmen soll, wenn sie keinen Spielraum mehr nach unten hat, eine Zinssenkung aber notwendig erscheint, ist aktuell wie nie zuvor. In der Ökonomie ist die Zinsuntergrenze von 0% unter dem Begriff „Zero (Nominal) Lower Bound“ bekannt. Die längste Zeit galt diese Grenze für die Geldpolitik als undurchdringbar. Senkt die Zentralbank die Zinsen ins Negative, weichen die Wirtschaftsakteure auf Bargeld aus. Keine Zinsen sind zwar schlechter als positive Nominalzinsen, keine Zinsen sind aber besser als negative Nominalzinsen. Eine allgemeine Negativzinspolitik ist somit nicht durchsetzbar. Dies zeigt sich mittlerweile auch bei den Geschäftsbanken, die für die Einlage ihrer Überschussreserven bei der Zentralbank Negativzinsen zu leisten haben, im Euroraum weiterhin -0,4%. So ist zu beobachten, dass die Geschäftsbanken immer

⁴⁴ Vgl. „Flossbach von Storch Kapitalmarktbericht“, 1. Quartal 2019

⁴⁵ Der WSJ-Artikel bezieht sich auf folgende Publikation: Cúrdia, Vasco: *„How Much Could Negative Rates Have Helped the Recovery?“*, FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, 4. Februar 2019

größere Mengen Bargeld in ihren eigenen Tresoren lagern, weil offensichtlich die Kosten der Lagerung plus die Risikoprämie wegen der Gefahr eines Bankraubs geringere Kosten verursachen als die 0,4%, die weiterhin für Überschussreserven bei der Zentralbank anfallen.

Eine Möglichkeit zur Durchsetzung einer alle Wirtschaftsakteure umfassenden und daher nach Ansicht dieser Ökonomen effektiveren Geldpolitik der Negativzinsen wäre, das Bargeld zu verbieten, zumindest in den Ländern, in denen die Bevölkerung nicht von sich aus bereits auf die Nutzung des Bargelds weitestgehend verzichtet hat, wie etwa in Schweden und Norwegen.⁴⁶

The next recession by definition will happen with income and wealth disparities as their highest levels ever, and the unrest will likely be a tad more forceful than the well-behaved Occupy Wall Street movement was nine years ago.

Dave Rosenberg

It is dangerous to be right when established authorities are wrong.

Voltaire

Einen anderen Vorschlag haben vor knapp einem Jahr Katrin Assenmacher und Signe Krostrup in einem IMF-Working Paper mit dem Titel „Monetary Policy with Negative Interest Rates: Decoupling Cash from Electronic Money“ unterbreitet.⁴⁷ Die Geldbasis soll in E-Geld und in das traditionelle Bargeld aufgeteilt werden. Die Abwertung des E-Geldes im Ausmaß des negativen Leitzinses von z. B. -3,0% ist problemlos umsetzbar. Nach einem Jahr befinden sich auf dem Konto von ehemals 100 Einheiten nur mehr 97 Einheiten. Wer allerdings auf das Bargeld ausweicht, später jedoch das Bargeld auf das Konto einzahlt, um z. B. eine Überweisung zu tätigen, würde nach einem Jahr für 100 Einheiten des eingezahlten Bargelds nur mehr 97 Einheiten E-Geld auf dem Konto gutgeschrieben bekommen.

Dieser frappant an Silvio Gesells Schwundgeld erinnernde Vorschlag hätte weiters zu Folge, dass alle Preise doppelt ausgedrückt werden müssten: einmal für die Bezahlung mit e-Geld, einmal für jene mit Bargeld. Für die Wirtschaft wäre dies mit erheblichen Mehrkosten verbunden. Damit würden allerdings auch jene Personen von den Negativzinsen erfasst werden, die ihr Geld dauerhaft in bar halten. So leicht aber die Berechnung der Negativzinsen beim Buchgeld sind, weil auf die Sekunde genau nachgewiesen werden kann, wer wann wie hohe Guthaben auf seinem Konto gehalten hat, ist dies beim Bargeld so gut wie unmöglich. Dies würde den Zahlungsverkehr mit Bargeld erheblich erschweren, was vermutlich aber ohnehin im Sinne der Befürworter eines Negativzinses ist.

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

⁴⁶ Vgl. „Finanzielle Repression – Gekommen, um zu bleiben“, In Gold We Trust-Report 2018; „Der Kampf um Bargeld geht in die nächste Runde“, In Gold We Trust-Report 2017

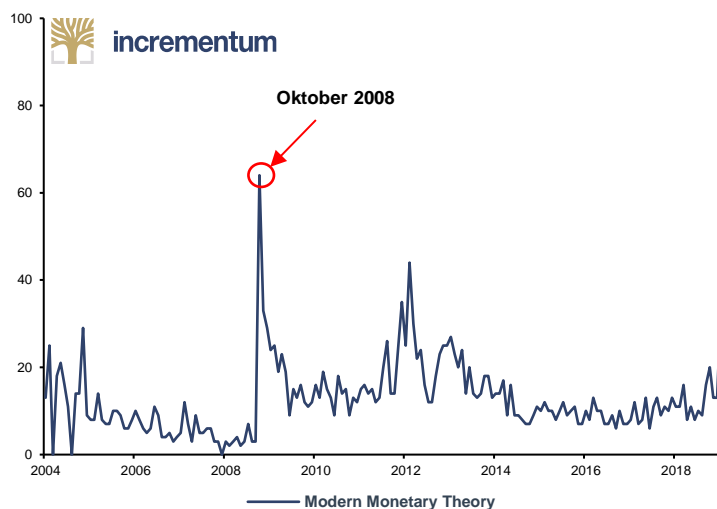
⁴⁷ Assenmacher, Katrin und Krogstrup, Signe: „Monetary Policy with Negative Interest Rates: Decoupling Cash from Electronic Money“, IMF Working Paper No. 18/191, August 2018. Dieses Paper nimmt ein IMF-Blogbeitrag im Februar 2019 auf: „Cashing In: How to Make Negative Interest Rates Work“, IMFBlog, 5. Februar 2019

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).⁴⁸ Das rasant wachsende Interesse erkennt man anhand der explodierenden Anzahl an Google-Suchabfragen.

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).“⁴⁹

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

⁴⁸ 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

⁴⁹ 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

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 geschaffenen Geld aktiviert werden.

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.⁵⁰

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 ausgehebelten 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.⁵¹

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.⁵²

⁵⁰ Vgl. Stelter, Daniel: „Machtlose EZB als Gefahr für die Märkte“, WirtschaftsWoche, 11. April 2019

⁵¹ Vgl. „Practitioners Guide to MMT: Part 2“, The Macro Tourist, 24. April 2019

⁵² 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).⁵³

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



Quelle: investing.com, Incrementum AG

⁵³ 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.⁵⁴

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

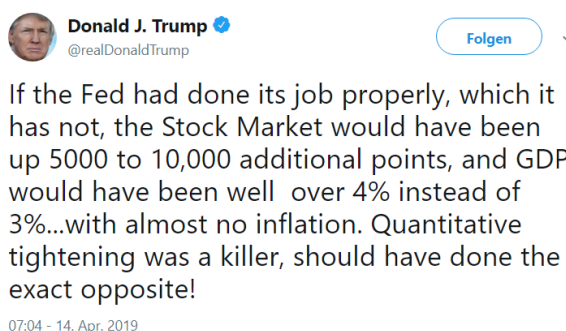
⁵⁴ Vgl. Huber, Joseph: „Modern Monetary Theorie – die falsche Verheißung“, Vollgeld – Website für Analyse und Reform des Geldsystems, Mai 2019

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

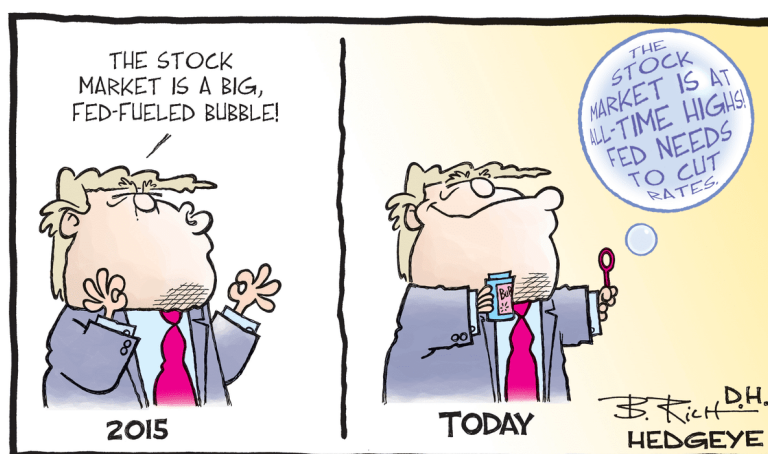
Unabhängigkeit hat ihnen gute Dienste geleistet und wird es hoffentlich auch künftig tun.

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:⁵⁵



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

⁵⁵ Donald Trump: [Tweet](#), 14. April 2019, 7:04

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

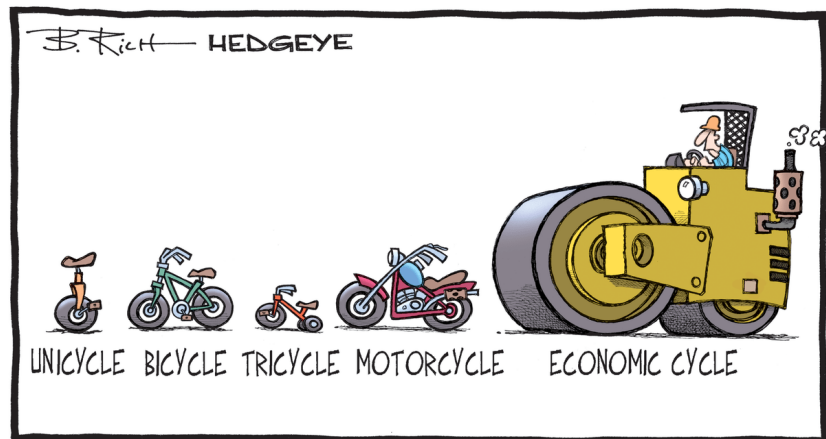
Monetary policy does not work like a scalpel but more like a sledgehammer.

Liaquat Ahamed

Diessseits 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.⁵⁶ 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

⁵⁶ 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.

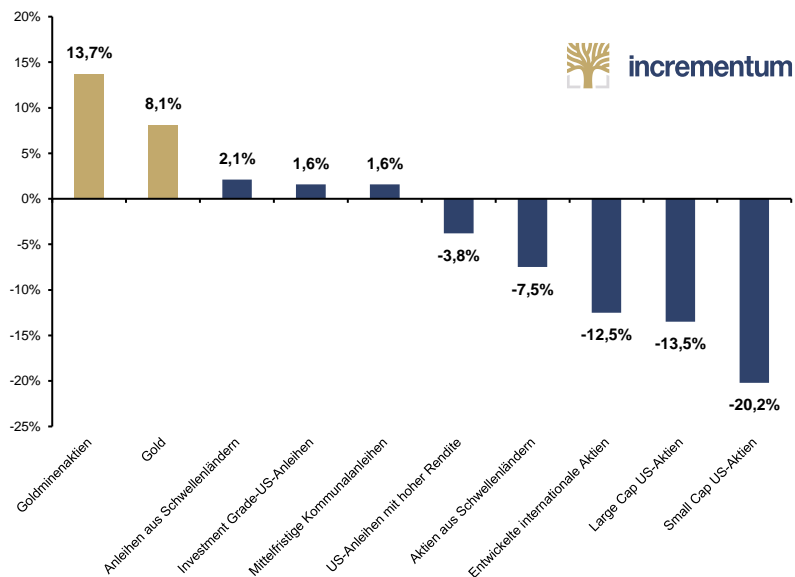
Ein Vergleich der Entwicklung des Goldpreises mit der Entwicklung der wichtigsten Börsenindizes zeigt, dass die relative Schwäche von Gold klammheimlich zu Ende zu gehen scheint.

...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



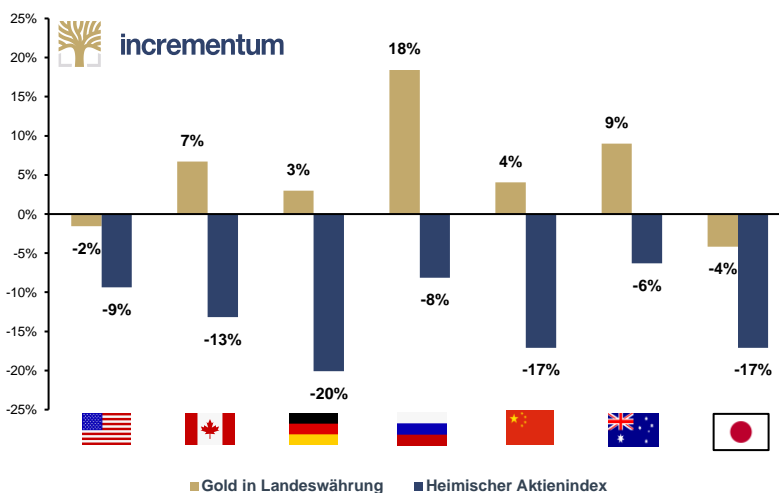
Quelle: Federal Reserve St. Louis, investing.com, Incrementum AG

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



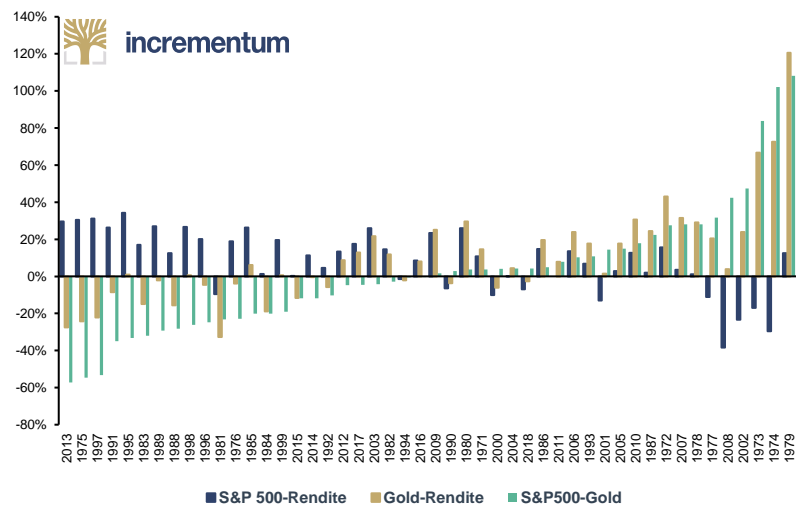
Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

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



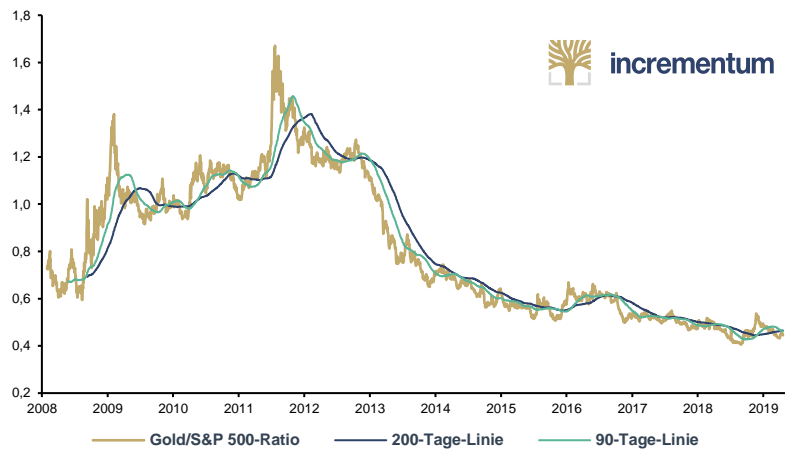
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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.

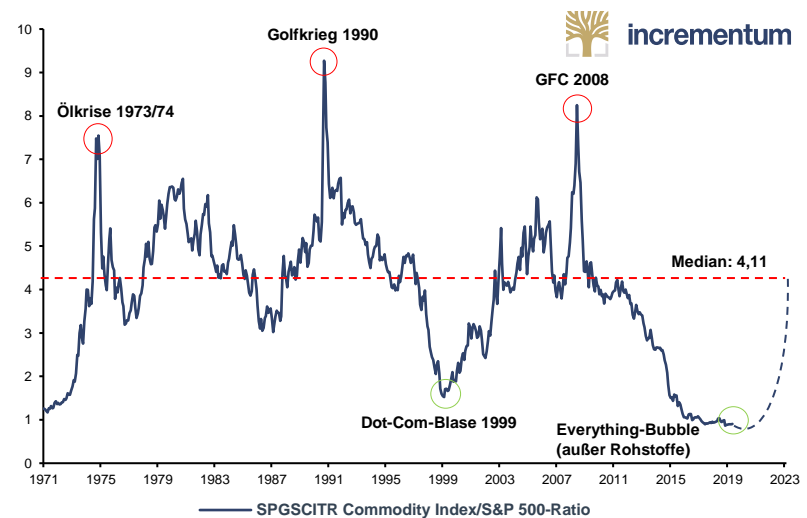
Gold/S&P 500-Ratio, 50-Tage-Linie und 200-Tage-Linie, 01/2008-05/2019



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.⁵⁷ 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?

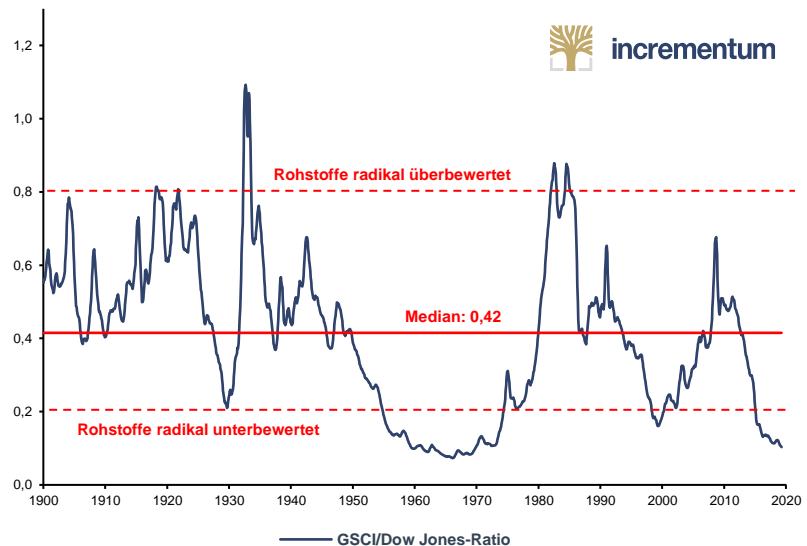
Nun wollen wir eine noch längerfristige Betrachtung des Rohstoffsektors vornehmen.⁵⁸ Der nächste Chart zeigt, dass Rohstoffe im Verhältnis zu US-Aktien gemessen am Dow-Jones-Index aktuell auf dem tiefsten

⁵⁷ Wir wollen uns an dieser Stelle erneut bei Prof. Dr. Torsten Dennin (Lynkeus Capital) bedanken, der die Idee zu diesem grandiosen Chart hatte.

⁵⁸ Unser Dank gilt Leigh R. Goehring und Adam A. Rozencajaj: „Commodities at a 100 Year Low Valuation.“

Bewertungsniveau seit Mitte der 1960er-Jahre handeln. **Gegenüber Aktien waren Rohstoffe nur noch vor dem Schwarzen Donnerstag⁵⁹ 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.⁶⁰ War der US-Dollar 180 Jahre lang als Gewicht und Preis von Gold definiert⁶¹, 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“⁶², 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%).⁶³

⁵⁹ 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.

⁶⁰ Vgl. Kapitel „Die wegweisende Bedeutung der Exter-Pyramide“

⁶¹ Bis zum Gold Standard Act (1900) waren die USA auf einem Bi-Metalstandard, der effektiv allerdings bereits mit dem Coinage Act (1873) endete.

⁶² Vgl. Wikipedia-Eintrag: „Nifty Fifty“

⁶³ 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 Rozenwajg

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

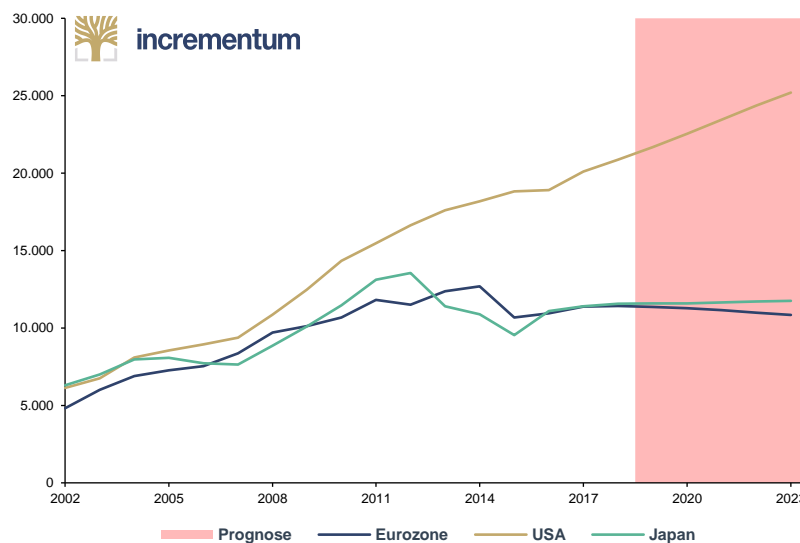
Auch dieses Jahr finden wir es wichtig daran zu erinnern, dass die Überschuldung in den meisten Volkswirtschaften munter voranschreitet. Besonders die USA dürften ihre Schuldenpolitik ganz im Sinne des bekannten Ausrufs der Marquise de Pompadour betreiben: **„Après nous le déluge!“**

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.⁶⁴ 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

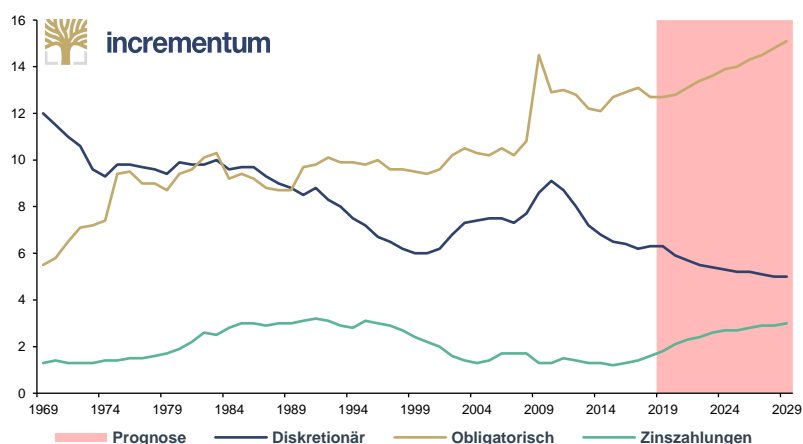
⁶⁴ Vgl. Congressional Budget Office: „The Budget and Economic Outlook: 2019 to 2029“, 28. Jänner 2019

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



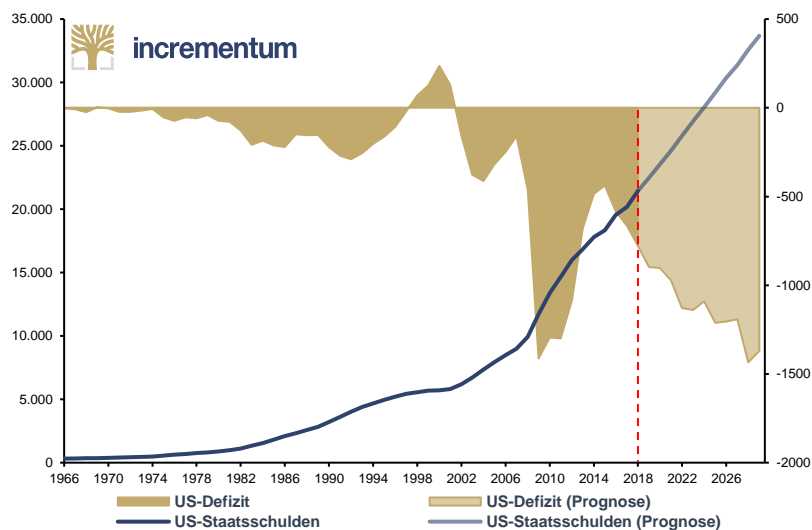
Quelle: CBO, Incrementum AG

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

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 wohlgemerkt jedoch eine Phase, in der die Federal Reserve mittels QE Treasuries im Wert von knapp 500 Mrd. USD pro Jahr aufzog.**

Die BBB-Bombe

„A consistent rule of thumb that we live by when looking for problems in credit cycles: Follow the debt growth. BBB IG debt outstanding has grown to ~\$2.5trn today, a 227% increase since 2009. Along these lines, we see elevated downgrade activity as a ‚stress point‘ when the cycle eventually turns.“

Morgan Stanley Research⁶⁵

We have an estimated \$4.3 trillion in outstanding lower-quality corporate loans and high yield bonds, which is almost double the existing liabilities eight years ago.
Dave Rosenberg

Während die prekäre Situation der Staatshaushalte weitgehend bekannt ist, wird die Verschuldung des US-Unternehmenssektors in der öffentlichen Debatte stiefmütterlich behandelt. Laut einer Analyse von PIMCO ist der Nettoverschuldungsgrad der Non-Financials im BBB-Bereich von 1,7 auf 3 gestiegen.⁶⁶ Dies bedeutet, dass das EBITDA von 3 statt 1,7 Jahren benötigt wird, um die Nettoschulden aus dem operativen Gewinn zurückzuzahlen. Somit sind die heute BBB-bewerteten Unternehmen definitiv nicht mehr so solide finanziert sind, wie noch vor einigen Jahren.

⁶⁵ Vgl. „The Nature of the BBBeast“, Morgan Stanley Corporate Credit Research, 5. Oktober 2018

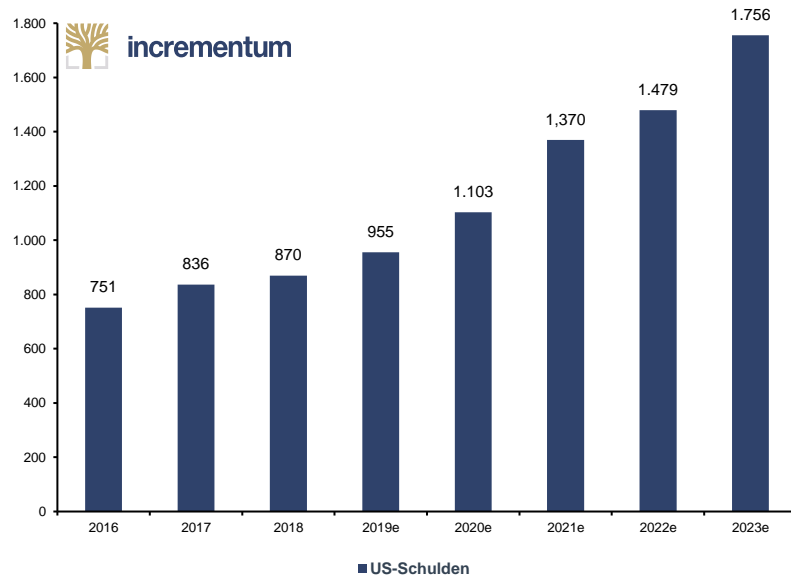
⁶⁶ Vgl. Brons, Jelle und Lin, Lillian: „Investment Grade Credit: Be Actively Aware of BBB Bonds“, PIMCO – Viewpoint, Jänner 2018

We have never had a more junkier corporate bond market than we do today.

Dave Rosenberg

Seit 2009 stieg das Volumen des BBB-Sektors um fast 230% auf aktuell 2.500 Mrd. USD an. 2019 werden erstmals in den letzten 5 Jahren mehr als eine Billion USD an US-Unternehmensanleihen refinanziert. Und zwar zu deutlich höheren Zinssätzen als zur Zeit der Emission. Noch nie war der Anteil der BBB am Investment-Grade-Markt dabei so hoch wie heute. Aktuell haben mehr als die Hälfte aller Anleihen mit Investment-Grade, d. h. mit einem Rating von BBB oder besser, ein BBB-Rating.

Fälligkeit von Anleihen im Bereich High Yield, Leveraged Loans und Investment Grade in den USA, in Mrd. USD, 2016-2023e



Quelle: Bloomberg, Gluskin Sheff, Incrementum AG

How did you go bankrupt? Two ways. Gradually, then suddenly.

Ernest Hemingway

Das letzte Mal, als der Anteil an BBB ähnlich stark gestiegen ist, war in den Jahren 2001-2003. Die Gründe waren jedoch anders gelagert als heute. Überschießende Investitionen im Technologiebereich mussten liquidiert werden, weshalb die Bonitätsverschlechterungen zu einem Anstieg der Anleihen mit BBB-Rating führte. Aktuell vollzieht sich der Anstieg an BBB-Bonds inmitten eines (künstlichen) konjunkturellen Booms. Mit anderen Worten: Die Qualität der von Investoren gehaltenen Unternehmensanleihen hat sich in den letzten Jahren enorm verschlechtert.

In Boomphasen bauen sich Belastungen auf, die in Abschwüngen virulent werden, das wird im kommenden Zyklus nicht anders sein.

Robert Rethfeld

Die Abstufung von BBB um eine Stufe in den Junk-Bereich, also auf „Ramschniveau“ mit hohem Ausfallsrisiko, würde einen Dominoeffekt auslösen, denn die Refinanzierungskosten der Unternehmen würden dadurch deutlich ansteigen. Viel wichtiger ist jedoch, dass dies zu automatischen Panikverkäufen von institutionellen Investoren und insbesondere ETFs sowie sonstigen passiven Anlagevehikeln, die nur in Investment-Grade-Anleihen investieren dürfen, führen würde. ETFs und Fondsmanager würden in diesem Umfeld Zwangsverkäufer werden und zwar in einer Zeit, in der es vermutlich kaum Käufer für Junk-Bonds gäbe. Zudem haben sich Banken aufgrund von Regulierungsvorgaben aus dem Handel mit Unternehmensanleihen weitgehend zurückgezogen.⁶⁷ Die zu erwartenden Dimensionen scheinen jedenfalls

⁶⁷ Vgl. Pater Tenebrarum: „Corporate Credit – A Chasm Between Risk Perceptions and Actual Risk“, Acting Man, 14. September 2018

besorgniserregend. Morgan Stanley rechnet damit, dass im nächsten Abwärtszyklus ein BBB-Volumen im Ausmaß von 500 Mrd. bis 1,1 Bill. USD in die Junk-Kategorie rutschen dürfte. Die losgetretene Abwärtselle würde definitiv die Stabilität des Finanzmarktes in Frage stellen.⁶⁸

Die Zombifizierung des Unternehmenssektors

Die zuvor beschriebene Entwicklung im BBB-Segment ist jedoch nur eine Facette eines längerfristigen Trends. Seit geraumer Zeit beschäftigen Zombie-Unternehmen die Ökonomie. Zombie-Unternehmen sind Unternehmen, die bei einem höheren Zinsniveau bankrottgingen, durch das anhaltende Niedrigzinsniveau aber künstlich am Leben gehalten werden. Eine Definition entlang der betriebswirtschaftlichen Kennziffer des EBIT (Gewinn ohne Berücksichtigung von Zinsen und Steuern) weist einem Unternehmen den Status eines Zombies zu, wenn dieses seinen Zinsaufwand nicht mehr aus dem EBIT begleichen kann.

*In einer Zombiewirtschaft
 verkaufen Zombieunternehmen,
 die Zombiefonds gehören,
 Konsumfreuden an
 Zombiekonsumenten auf Kredit
 oder entwickeln
 Zombiekapitalstrukturen am
 Konsumenten vorbei.*

**Stöferle, Hochreiter,
 Taghizadegan**
[Die Nullzinsfalle](#)

Zombieunternehmen sind gerade auch in den stärksten Volkswirtschaften so häufig vorzufinden, dass sich selbst die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) intensiv mit dem Thema beschäftigt.⁶⁹ In den USA liegt der Anteil der Zombies auf dem höchsten Stand seit mindestens 20 Jahren. In Deutschland zeigt die Tendenz ebenfalls nach oben. Wie in anderen Ländern so gilt auch in Deutschland der Grundsatz: einmal ein Zombie, immer ein Zombie. In Deutschland liegt die Rate derjenigen Unternehmen, die in zwei aufeinanderfolgenden Jahren als Zombie einzustufen sind, bei mehr als 85%. Das bedeutet im Umkehrschluss: Nur 15 von 100 Unternehmen gelingt trotz Niedrigzinsen eine deutliche Reduktion der Verschuldung im Vergleich zum operativen Ergebnis.⁷⁰

Das Argument, wonach die niedrigen Zinsen den Unternehmen bei der Sanierung helfen, ist demnach unzutreffend. Seit 1999 haben sich die Kreditzinsen für deutsche Unternehmen von 5,5% auf 2% mehr als halbiert, zudem wertete der Euro um mehr als 30% ab. All dies hat den Druck zu Effizienzgewinnen für die Unternehmen gesenkt.⁷¹ Zombieunternehmen – und die sie am Leben haltende Niedrigzinspolitik – binden also Kapital und Arbeitskräfte und behindern dadurch technologischen Fortschritt und Wachstum.⁷²

⁶⁸ Vgl. „Die BBB-Bombe“, Wellenreiter-Kolumne, 11. Mai 2019.

⁶⁹ Banerjee, Ryan und Hofmann, Boris: „The rise of zombie firms: causes and consequences“, *BIS Quarterly Review*, September 2018

⁷⁰ Vgl. „Achtung, Zombies!“, *Handelsblatt-Grafik*

⁷¹ Vgl. Schnabl, Gunther: „Wie das Billiggeld der Notenbanken den Wettbewerb zerstört“, *WirtschaftsWoche*, 21. April 2019

⁷² Vgl. „Low Interest Rates Might Be What's Hurting Growth“, Bloomberg, 25. März 2019

...we particularly want to highlight how a lack of trust in the system could accelerate a financial downturn once it has been triggered. These important secular changes can be summarized...as a lack of liquidity in the bond market, because each of the secular changes that we examined will be a barrier to price discovery and investor confidence in the fixed-income markets.

Daniel Zwirn, Jim Kyung-Soo Liew, Ahmad Ajakh

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

Mark Twain

„This Time Is Different, but It Will End the Same Way“

Es ist nicht nur die schiere Größe des Anleihenmarktes, sondern auch die Struktur und die säkularen Veränderungen, die sich in den letzten Jahren vollzogen haben, die besorgniserregend sind. Nun stellt sich die Frage, ob der Anleihenmarkt der Auslöser der nächsten Krise sein könnte?

Zuerst einmal wollen wir die Zahlen ins rechte Licht rücken. Der weltweite Anleihenmarkt umfasst aktuell ein Volumen von 100 Bill. USD. Der US-Bondmarkt steht bei aktuell über 42 Bill. USD ausstehender Schulden und stellt damit die rund 30 Bill. USD Marktkapitalisierung des US-Aktienmarktes in den Schatten. Vergleicht man den Schuldenstand im Jahr 2008 mit dem Ende Q3/2018, so stellt man fest, dass der Hypothekenmarkt relativ unverändert geblieben ist, während die ausstehenden Unternehmensschulden um mehr als das 1,66fache von 5,5 Bill. USD im Jahr 2008 auf über 9,2 Bill. USD im Jahr 2018 gestiegen sind. Angesichts des rasanten Wachstums des Marktes für Unternehmenskredite ist es dringend erforderlich, diese aktuelle Marktdynamik zu verstehen und mögliche versteckte Risiken zu identifizieren.

In einem sehr empfehlenswerten Paper mit dem Titel „This Time Is Different, but It Will End the Same Way: Unrecognized Secular Changes in the Bond Market since the 2008 Crisis That May Precipitate the Next Crisis“⁷³, äußern die Autoren Bedenken hinsichtlich fünf grundlegender Veränderungen, die durch die Überregulierung des Marktes nach der Finanzkrise 2008 und dem anhaltenden Renditehunger der Anleger hervorgerufen wurden:

- Fehlende Markterschließung und andere regulatorische Änderungen, die die Preisfindung in der nächsten Rezession behindern werden.
- Verschleierung der Verschlechterung der Sicherheiten und eine „Rückspiegel-Analyse“-Mentalität.
- Neuauflage der alten Spiele der Rating-Agenturen
- Explosion des Asset-Liability-Mismatch
- Regulatorische Änderungen in der Compliance von Finanzinstituten.⁷⁴

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.⁷⁵

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-**

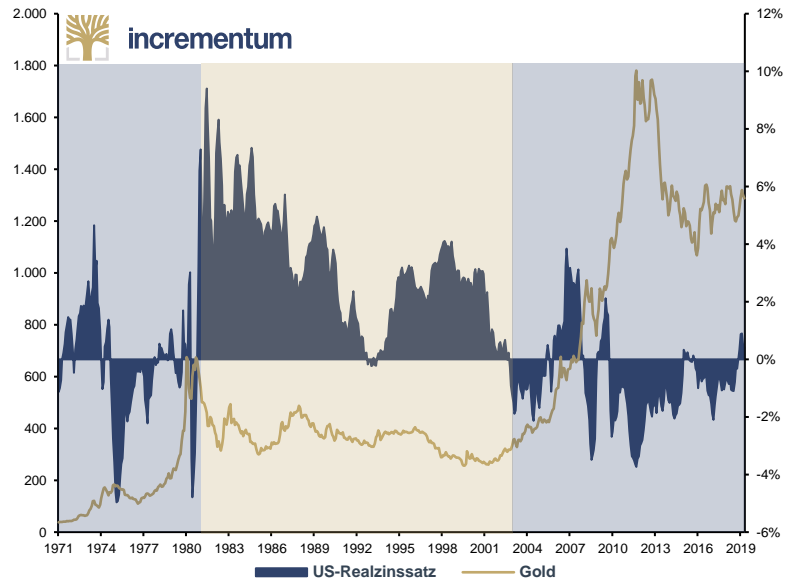
⁷³ Zwirn, Daniel, Liew Jim Kyung-Soo und Ajakh, Ahmad: „This Time Is Different, but It Will End the Same Way: Unrecognized Secular Changes in the Bond Market since the 2008 Crisis That May Precipitate the Next Crisis“, 29. April 2019

⁷⁴ Zwirn, Daniel, Liew Jim Kyung-Soo und Ajakh, Ahmad: „This Time Is Different, but It Will End the Same Way: Unrecognized Secular Changes in the Bond Market since the 2008 Crisis That May Precipitate the Next Crisis“, 29. April 2019, S. 2, eigene Übersetzung

⁷⁵ Vgl. Kapitel „Die wegweisende Bedeutung der Exter-Pyramide“

oder zumindest in der Niedrigzinsfalle.⁷⁶ 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.

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



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.⁷⁷ 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.

⁷⁶ Vgl. „Exkurs: Die Nullzinsfalle“, In *Gold We Trust*-Report 2017; Stöferle, Ronald-Peter, Hochreiter, Gregor und Taghizadegan, Rahim: *Die Nullzinsfalle*, FinanzBuch Verlag, April 2019

⁷⁷ Vgl. „The Bell has been rung“, Goehring & Rozenwajg Market Commentary, Q1 2019

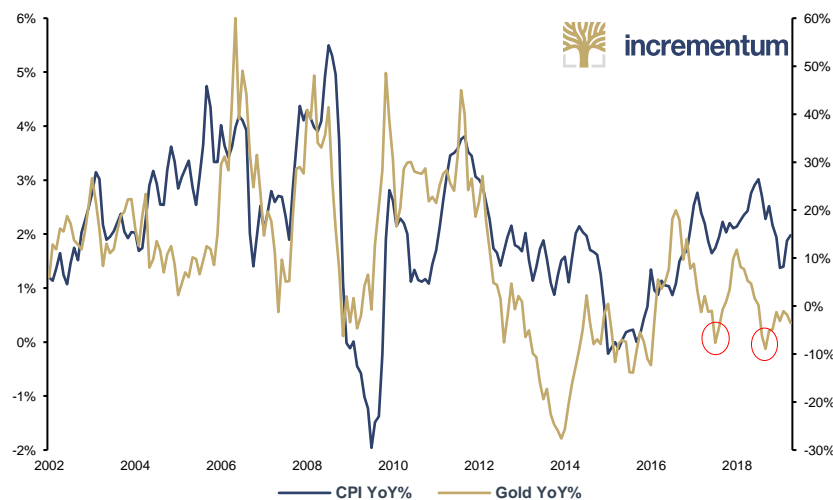
We believe the April 22, 2019 Bloomberg Businessweek cover, „Is Inflation Dead,“ will turn out to be as historic as the 1979 cover.

Goehring & Rozenwajg

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 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



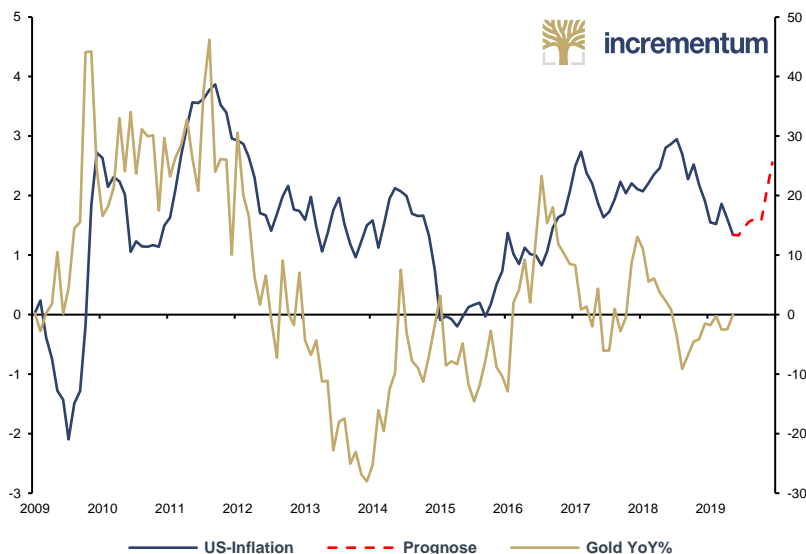
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Von Ende 2011 bis Anfang 2015 war die Entwicklung der Inflationstendenz in 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.⁷⁸

⁷⁸ Vgl. „Wellenreiter-Invest.de“, Robert Rethfeld, 3. Mai 2019

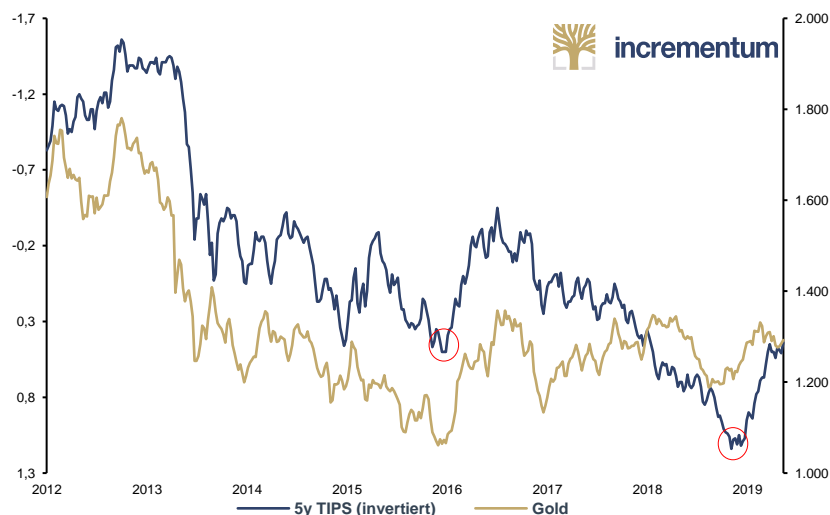
Inflationsrate USA inkl. Prognose für 2019 (linke Skala), und Goldpreis in USD (YoY, rechte Skala), in %, 01/2009-12/2019e



Quelle: Wellenreiter Invest, Incrementum AG

Eine extrem hohe Korrelation zum Goldpreis zeigen die Renditen der inflationsgeschützten Anleihen. Vergleicht man den Goldpreis mit den realen Renditen der 5-jährigen inflationsgeschützten US-Staatsanleihen (TIPS), so erkennt man, dass der Ausbruch des Goldpreises Anfang 2016 von einem Einpreisen steigender Inflationserwartungen begleitet war.

5Y TIPS (invertiert), in % (linke Skala), und Goldpreis, in USD (rechte Skala), 01/2012-05/2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

Während die von den US-Anleihen eingepreiste Teuerungsrate in den letzten Monaten eine fallende Nachfrage nach Inflationsschutz anzeigte, sind seit Anfang des Jahres die Inflationssorgen gemäß der Breakeven-Rates wieder leicht angestiegen. Sie liegen aber weiterhin 45 Basispunkte unter dem langfristigen Durchschnitt. Die von der Federal Reserve favorisierte PCE-Kerninflation fiel zuletzt auf 1,6%.

US 10Y Breakeven Rates, in % (linke Skala), und Goldpreis, in USD (rechte Skala), 01/2015-04/2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

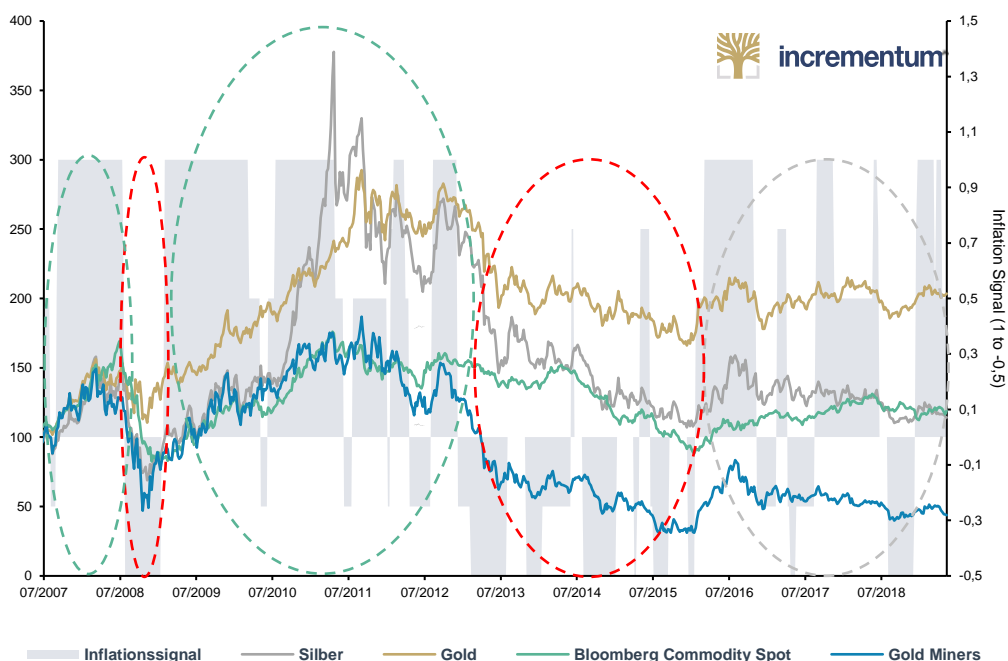
Whether initially deflationary or ultimately inflationary, this profound shift ends the long period of disinflation, but it also creates the necessity for much more aggressive financial repression in the developed world.

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 voraussichtende 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



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.⁷⁹

⁷⁹ 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.

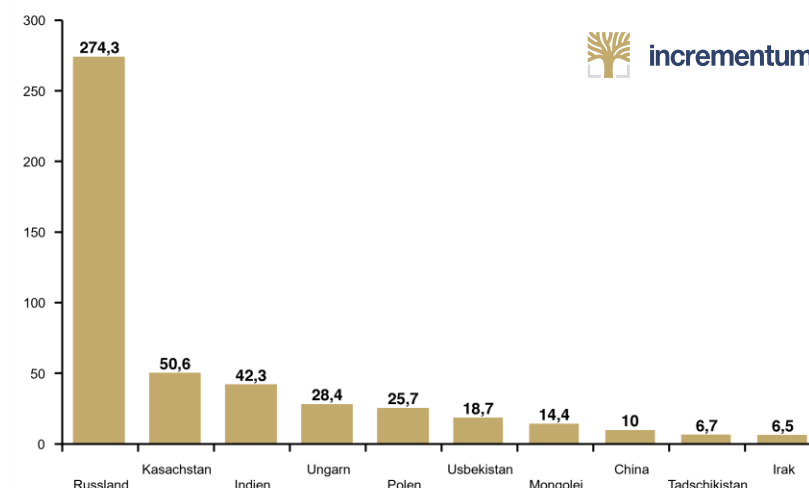
World Gold Council

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 2013.⁸⁰ 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.

⁸⁰ Vgl. „Gold Demand Trends“, Q1/2019, World Gold Council

Goldzukäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 2018



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Ebenfalls von Seiten der Finanzinvestoren scheint 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.

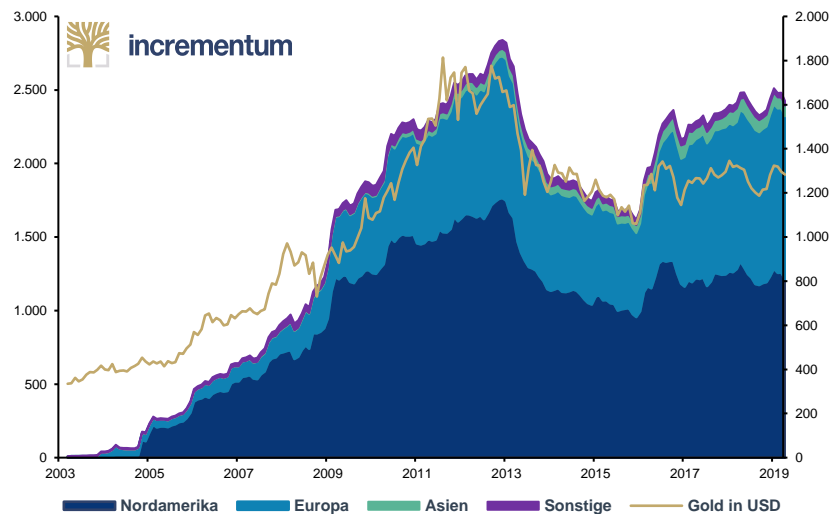


Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

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.⁸¹ 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).

⁸¹ 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.⁸² 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.

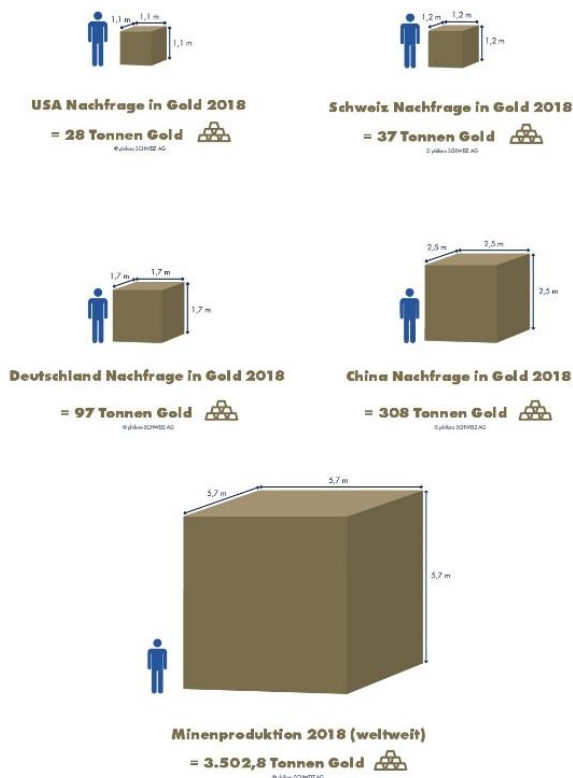
Als wichtigster Grund für eine Anlage in Gold wird die langfristige Anlage genannt, gefolgt von Sicherheit, Stabilität, Vermögensaufbau und schließlich Rendite. Dies zeigt, dass der typische Goldanleger langfristig orientiert ist und nicht kurzfristige Spekulationsgewinne einstreifen möchte. Interessant 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 Internet an zweiter Stelle, bei den 30-39-jährigen nehmen diesen Platz die Edelmetallhändler mit stationärem Geschäft ein.⁸³

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.

⁸² www.goldstudie.ch

⁸³ „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

Basel III – Viel Lärm um nichts?!

Für großes Aufsehen in der Goldszene sorgte im Frühjahr 2019 eine Änderung der Risikogewichtung für Gold in den einschlägigen Richtlinien der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im Rahmen der Bankenregulierung „Basel III“. Es war sogar die Rede davon, dass durch dieses Vorgehen der Goldstandard durch die Hintertür wieder eingeführt würde. **Bei genauerem Hinsehen sind die Veränderungen allerdings weit weniger spektakulär, um nicht zu sagen nahezu unbedeutsam.**

Bullion doesn't pay interest or dividends, nor does it grow or expand by itself. That's the price you pay for tranquility.

Pierre Lassonde

Die neuen Standards sehen vor, dass für Banken, die für Dritte Gold halten, oder für Gold, das in Gemeinschaftsverwaltung gehalten wird, soweit das Gold durch entsprechende Goldverbindlichkeiten gedeckt ist, die Risikogewichtung von 50% auf 0% herabgesetzt worden ist.⁸⁴ Eine Risikogewichtung von 50% bedeutet, dass vom Maximum der Eigenkapitalhinterlegung von 8% des anzusetzenden Betrages nur 50%, also 4%, als Eigenkapital aufgebracht werden müssen. Beträgt der anzusetzende Betrag also 1.000 EUR mussten bislang 40 EUR als Eigenkapital vorgehalten werden, nunmehr sind es 0 EUR. Das Eigenkapital ist wiederum eine komplexe Zusammensetzung aus hartem Kernkapital, weichem Kernkapital und dem Ergänzungskapital.

⁸⁴ Basel Committee on Banking Supervision (BCBS): „Basel III: Finalising post-crisis reforms“, Dezember 2017. Dort heißt es unter Ziffer 96: „A 0% risk weight will apply to (i) cash owned and held at the bank or in transit; and (ii) gold bullion held at the bank or held in another bank on an allocated basis, to the extent the gold bullion assets are backed by gold bullion liabilities.“

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

Diese Standards umfassen nur das Kreditrisiko einer Bank, d. h. das Risiko, dass eine Forderung zum Teil oder sogar zur Gänze abgeschrieben werden muss. Nicht Gegenstand dieser Regulierungen ist das Marktrisiko, d. h. das sich für eine Bankbilanz ergebende Risiko aus sich verändernden Marktpreisen für Vermögenswerte. Dieses Marktrisiko ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn Banken Gold ohne entsprechenden Hedge halten.

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

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.⁸⁵ 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 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.**

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

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**

⁸⁵ Vgl. „Standortbestimmung“, *In Gold We Trust*-Report 2016

– also der totale Vertrauensverlust in eine Währung - ist ein gesellschaftlich höchst traumatisches Ereignis und setzt sich 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.

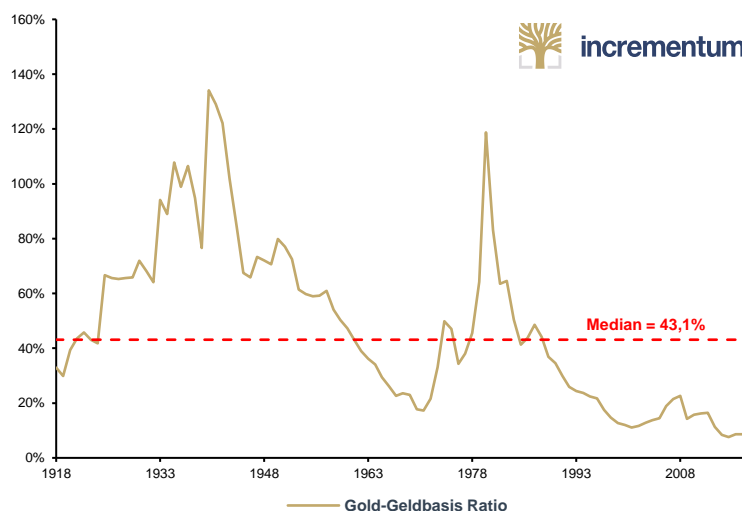
3. „Die Kritiker“: Personen, die die Tragfähigkeit des Status Quo in Zweifel ziehen

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.

What's past is prologue.
William Shakespeare

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.“

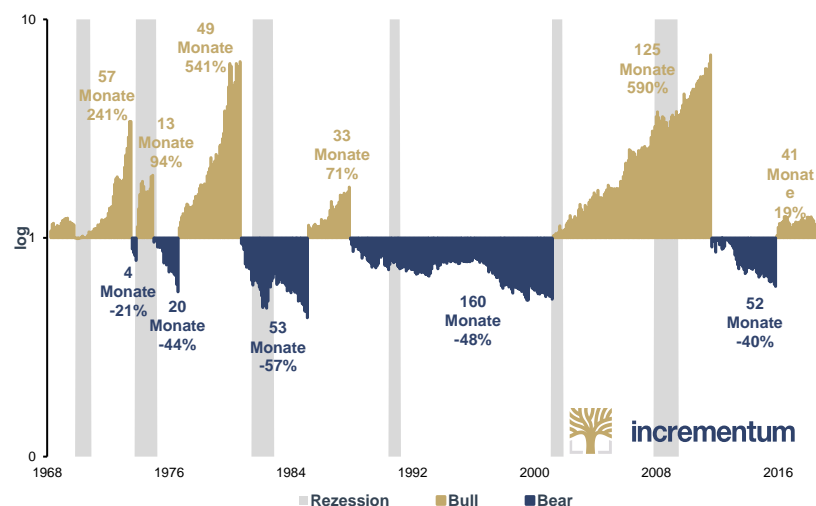
André Malraux

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.“⁸⁶

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“

⁸⁶ „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

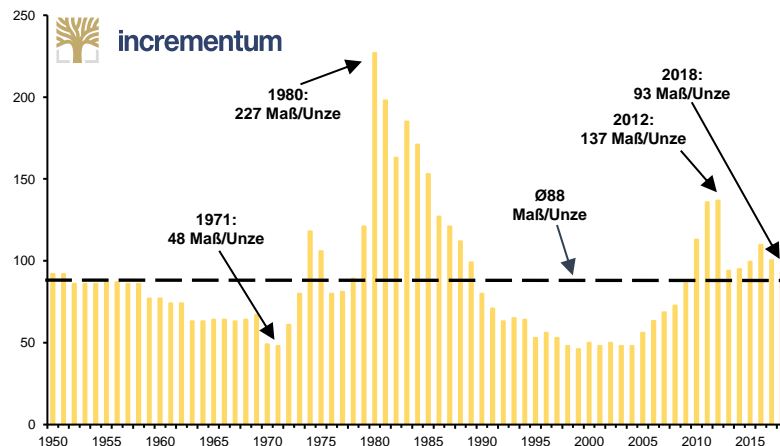
Wie jedes Jahr beenden wir unsere goldene Tour d’Horizon mit einem Besuch auf der Münchner Wiesn. Ein *In Gold We Trust*-Report ohne Gold/Wiesnbier-Ratio ist wie ein Bier ohne Schaum. Wo steht denn aktuell die Gold/Wiesnbier-Ratio?

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.

Unser „Wiener
Philharmoniker“ ist viel
mehr als nur Gold.



Gold ist der Inbegriff des Wertvollen.
Wir arbeiten dafür nur mit den allerhöchsten
Standards: ökologisch, sozial und technisch.
Seit 1989 produzieren wir den „Wiener Philharmoniker“,
eine der begehrtesten Goldmünzen weltweit.
Und er ist mehr als nur Gold. Dafür trage
ich gerne die Verantwortung.

Mag. Gerhard Starsich
Generaldirektor der Münze Österreich AG



**MÜNZE
ÖSTERREICH**

Alle Informationen finden Sie auf www.mehralnurgold.at

Das Gold und der Drache – China stabilisiert seinen Aufstieg mit Gold

„Man muss weitsichtig, nicht kurzfristig sein.“

Deng Xiaoping

Key Takeaways

- China liberalisiert seine Finanzmärkte weiter. Der Goldmarkt ist dabei von zentraler Bedeutung und dient als Regulator der Liberalisierung des CNY.
- Mit weiter liberalisierten Finanzmärkten wird der Goldmarkt einen massiven Nachfrageimpuls durch Goldkäufe institutioneller chinesischer Anleger erfahren.
- Die One Belt, One Road (OBOR), auch bekannt als Neue Seidenstraße, wird Chinas Position als Nr. 1 hinsichtlich Goldkonsum und -produktion weiter festigen und den physischen Goldhandel an der Schanghai Gold Exchange (SGE) signifikant stärken.

China ist eine der faszinierendsten Gesellschaften und Kulturen auf unserem Planeten und zeitgleich für den Westen nach wie vor ein Buch mit sieben Siegeln. Nicht nur kann das Reich der Mitte auf eine durchgehende Geschichte von über 3.500 Jahren zurückblicken, als bisher einzige Kultur der Welt gelang es China, nach einer Phase des Niedergangs wieder zurückzukommen und das sogar zwei Mal. Das Land schickt sich im 21. Jahrhundert an, zum dritten Male in seiner Geschichte die beherrschende Wirtschafts-, Kultur- und möglicherweise auch Militärmacht der Erde zu werden.

From AD1 to 1820, the two largest economies were always those of China and India. Viewed against the backdrop of the past 1800 years, the recent period of Western relative over-performance against other civilisations is a major historical aberration. All such aberrations come to a natural end, and that is happening now.

Kishore Mahboubani
 „Has the West Lost it“

Im Jahr 2019 veröffentlichen wir daher den *In Gold We Trust*-Report zum ersten Mal auch auf Chinesisch. China ist nicht nur der größte Goldproduzent der Welt, auch ist die Nachfrage nach Gold im Reich der Mitte am höchsten. Die Schanghai Gold Exchange hat sich als ein wichtiger Spieler im Goldsektor etabliert. Die People’s Bank of China (PBoC) stockt nach wie vor ihre Goldbestände auf – auch wenn sie dies nur mit Verzögerung oder nicht im vollen Umfang vermeldet. Um aber zu verstehen, warum die Chinesen so sehr auf das Edelmetall setzen, muss man über den goldenen Tellerrand hinausblicken. Insbesondere die chinesische Geschichte liefert wichtige Aspekte dafür, dass China „Geld“ eventuell besser versteht als andere Kulturen, die Zeit der ungleichen Verträge⁸⁷ liefert das entscheidende Verständnis für Chinas Ambitionen im 21. Jahrhundert. Bemerkenswerterweise sind beide Aspekte – Chinas Geldgeschichte und sein Abstieg in der Zeit des Kolonialismus – eng miteinander verknüpft. **Nun wollen wir uns auf die Spuren von Chinas (Gold-)Geschichte begeben und wünschen Ihnen eine spannende und erkenntnisreiche Reise.**

Gold, Geld und Geschichte

„China has to stood up, grown rich and become strong.... China is set to regain its might and re-ascend to the top of the world.“

Xinhua, 19. Parteikongress, Oktober 2017



Kublai Khan
 Quelle: Wikipedia

Das historische China ist fest mit seinen vier großen Erfindungen verbunden: Papier, Magnetkompass, Schwarzpulver und Buchdruck.

Darüber hinaus wurde im Reich der Mitte die monetäre Entwicklung der Menschheit angestoßen: Die Chinesen waren die ersten, die die Schalen der Kaurischnecken, die in weiten Teilen Ost- und Südasiens sowie Indiens und Afrikas als Zahl- und Tauschmittel verwendet wurden, aus Metall, Ton und Elfenbein nachbildeten. Das erste menschengemachte Geld war geschaffen.

Auch machten die Chinesen als erste Kultur Erfahrungen mit Papiergeld. Bereits in der Tang-Dynastie (618–907 n. Chr.) gab es erste Vorläufer von Papiergeld, implementiert wurde richtiges Papiergeld erstmals in der nördlichen Song-

⁸⁷ Anmerkung: „Die sogenannten Ungleichen Verträge wurden zwischen Mitte des 19. Jahrhunderts und dem Ersten Weltkrieg zwischen den „westlichen“ Fremdmächten (Großbritannien, Frankreich, USA, Russland, Japan) einerseits sowie China, Korea, Persien und Siam andererseits geschlossen. Sie sahen vielfältige Souveränitätsbeschränkungen auf den Gebieten der Politik, der Verwaltung und der Gerichtsbarkeit vor.“ Quelle: Wikipedia-Eintrag „Ungleiche Verträge“

Dynastie (960–1127 n. Chr.). Bekannt wurde das Papiergeld der Yuan-Dynastie im Westen durch Marco Polo.⁸⁸ Unter Kublai Khan war das chinesische Papiergeld noch mit Edelmetall gedeckt und parallel dazu der private Besitz von Gold und Silber verboten. Von den Nachfolgern des großen Khans wurde die Edelmetalldeckung abgeschafft. Aufgrund der folglich einsetzenden Hoch- und Hyperinflationen wurde das Papiergeld im 14. Jahrhundert schließlich wieder abgeschafft. Spätestens ab der ersten Hälfte des 15. Jahrhunderts war Silber das dominierende Zahlungsmittel in China und wurde bevorzugt zur Steuerschuldtilgung verwendet.⁸⁹

China is the single largest trade partner for upward of 75 countries.

Barry Eichengreen

Durch den massiv einsetzenden Handel mit Europa etablierte sich ab dem frühen 16. Jahrhundert in China ein inoffizieller Silberstandard sowie das erste Free Banking-System⁹⁰ der Welt. Beide sollten bis zum Jahr 1935 Bestand haben. Dann schaffte die 1927 gegründete chinesische Zentralbank den Silberstandard ab und gab Banknoten aus. Die aufkommende Unzufriedenheit in Folge immer schneller galoppierender Inflation trug maßgeblich zum Sieg der Kommunisten bei.⁹¹

Während des fast 500 Jahre bestehenden Silberstandards wurden zumeist keine Silbermünzen geschlagen, sondern in erster Linie Barren verwendet, Tael oder Liang genannt. Ihr Gewicht variierte je nach Ort und Zeit deutlich.⁹² Nach Bedarf schnitten die Händler ein entsprechendes Stück vom Barren ab. Noch heute hält diese Kombination aus inoffiziellen Silberstandard und Free Banking-System in der Sprache des modernen Chinas nach: Bank heißt dort Yínháng (銀行), was wörtlich übersetzt Silberlager oder Silbergeschäft bedeutet.

Bemerkenswert ist ebenfalls, dass sich die Abwertung des Silbers gegenüber dem Gold in China zunächst wesentlich verzögerte und dann wesentlich schneller vollzog als im Westen. Entsprechend fand die Demonetisierung des Silbers in China erst im 20. Jahrhundert statt. Noch im 14. Jahrhundert, als das Gold-Silber Ratio im Westen längst bei 1:15 lag, wurden in China noch ca. 4 Teile Silber gegen einen Teil Gold getauscht. Erst der einsetzende Handel zwischen China und Europa führte dann zu einer schnellen Abwertung des Silbers auch in China.⁹³

⁸⁸ Vgl. Polo, Marco: How the Great Kaan Causeth the Bark of Trees, Made Into Something Like Paper, to Pass for Money All Over his Country, *The travels of Marco Polo*, Book 2, Chapter 24

⁸⁹ Vgl. Budetti, Dominic V.: „From Silver to Opium: A Study of the Evolution and Impact of the British-Chinese Trade System from 1780 to 1842“, *Undergraduate Library Research Award*, 2016

⁹⁰ In einem Free Banking System gibt es keinerlei staatliche Regulierung des Bankwesens. Jeder kann seine eigenen Banknoten herausgeben, ob diese dann als Zahlungsmittel Verwendung finden, entscheidet sich am Markt. Ebenso bildet sich der Zins auf Einlagen und Kredite am Markt.

⁹¹ Vgl. Ebeling, Richard M.: „The Great Chinese Inflation“, *The Freeman*, Dezember 2004, Vol. 54 und Chen, Jung: *Wilde Schwäne. Die Geschichte einer Familie. Drei Frauen in China von der Kaiserzeit bis heute*. Knaur, München, 2003, S. 133ff

⁹² Womit auch schon ein erster Hinweis darauf gegeben ist, dass China – trotz seiner ethnischen Homogenität (90% der Chinesen sind Han) – in Tradition und Kultur sehr viel variantenreicher ist als es von außen den Anschein mögen hat.

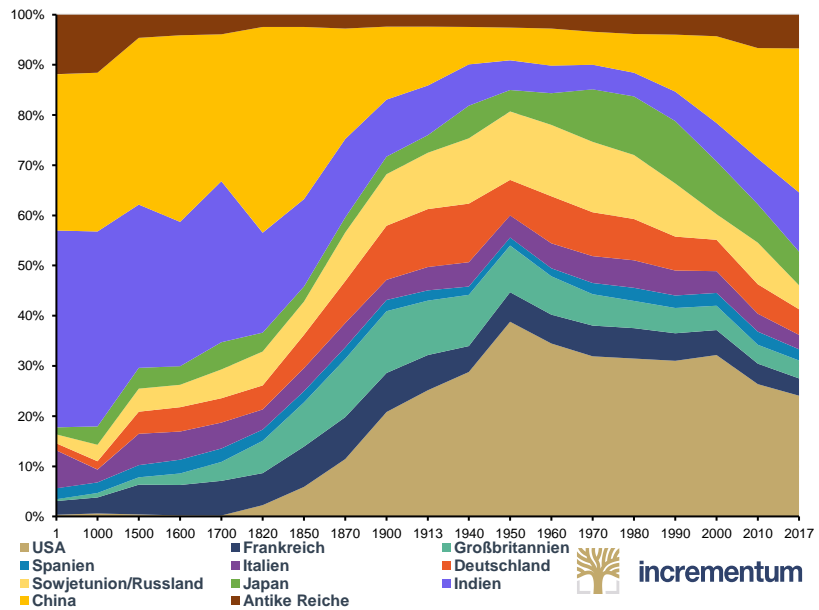
⁹³ Vgl. Williams, Talcott: „[Silver in China: And Its Relation to Chinese Copper Coinage](#)“, *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 9 (Mai, 1897), S. 43-63

In a country well governed, poverty is something to be ashamed of. In a country badly governed, wealth is something to be ashamed of.

Konfuzius

Dieser Handel hatte aber noch weitere Konsequenzen: Es entstand ein massives Handelsungleichgewicht zwischen Ost und West. Während die Europäer immer stärker chinesische Produkte nachfragten, insbesondere Tee, Porzellan und Seide, waren die Chinesen gegenüber europäischen Waren zurückhaltend. Weniger weil Europa den Chinesen nichts anzubieten gehabt hätte (insbesondere ab dem Einsetzen der industriellen Revolution in England ab 1750), sondern wegen des Sinozentrismus und dem konfuzianischen Ideal der Bescheidenheit. In der Folge entwickelte sich ein immer größeres Handelsdefizit für Europa. Es kam zu massiven Kapitalabflüssen aus Europa nach China.

Verteilung des globalen BIPs, 1-2017



Quelle: Maddison, Angus: The World Economy, 1–2008 AD, Univ. of Groningen, IWF, Incrementum AG



Karikatur im Le petit journals, 1898. Quelle: Bibliothèque nationale de France

Dieses Ungleichgewicht führte schließlich zum Abstieg Chinas aus dem Konzert der Großmächte: Die Briten waren nicht gewillt, die Kapitalabflüsse mit „fairen“ Methoden zu reduzieren oder gar zu stoppen. Um das Handelsdefizit zu verringern, wurde China von den Briten mit Opium überschwemmt. Zwischen 1773 und 1837 verdreifsigfachen sich die Importe.⁹⁴ Millionen Chinesen wurden drogenabhängig mit den entsprechenden verheerenden ökonomischen und sozialen Folgen. Die beiden Opiumkriege (1839–1842 und 1856–1860) führten China schlagartig und brutal vor Augen, wie rückständig das Land im Vergleich zum Westen geworden war. Ein Schock, eingedenk des sinozentristischen Weltbildes der Chinesen, die seit Menschengedenken ihre Kultur als die Führende wahrnahmen und ihr Land als das kulturelle, intellektuelle und auch wirtschaftliche Zentrum der Welt ansahen.

Der 1. Opiumkrieg endete 1842 mit dem Vertrag von Nanjing, dem ersten der „Ungleichen Verträge“. Die Folge war die Öffnung Chinas, enorme Entschädigungssummen für die Briten sowie das „ewige Besitzrecht“ an Kong Hong Island.⁹⁵ Zahllose weitere derartiger Verträge folgten. Für die nächsten 100 Jahre wurde China zum Spielball der europäischen Mächte sowie der USA und

⁹⁴ Vgl. Böhm, Runhild: Englands Opiumkriege in China, Tübingen, 2000 S. 7ff

⁹⁵ Rein rechtlich hätten also 1997 nur Kowloon und die New Territories an die Volksrepublik zurückgegeben werden müssen. Wobei man sich selbst die Frage beantworten mag, ob es nicht der Karikatur eines Völkerrechts entspricht, wenn Enteignung durch Feuer und Schwert rechtmäßig ist, eine Rückgabe hingegen nicht.

später Japans. Das Trauma der ungleichen Verträge ist in China weiterhin präsent und ein ganz starkes Motiv nicht nur der chinesischen Außenpolitik, sondern auch des gesamten chinesischen Volkes. Hierin liegt eine der stärksten Motivationsquellen für den gegenwärtigen Wiederaufstieg Chinas.⁹⁶

Eine neue Ära

„Der chinesische Traum⁹⁷ ist die große Erneuerung der chinesischen Nation.

Xi Jinping



Deng Xiaoping, 1979
 Quelle: Wiki Commons

Life is never stagnation. It is constant movement, un-rhythmic movement, as we as constant change. Things live by moving and gain strength as they go.

Bruce Lee

Das moderne China beginnt zweifelsohne mit den von Deng Xiaoping angestoßenen Reformen.⁹⁸ Der kleine, große Mann aus dem Dorf Paifang in Sichuan hatte erkannt, was sich der Welt erst rund ein Jahrzehnt später offenbaren sollte: Kommunismus bzw. Sozialismus sind eine Sackgasse. Als Deng seine Reformen anging, stand der Kommunismus sowjetischer Prägung scheinbar auf seinem Höhepunkt. Die USA waren in Vietnam von einem kleinen, völlig unterlegenen Gegner gedemütigt worden, die Sowjets ließen mit dem Einmarsch in Afghanistan ihre militärischen Muskeln spielen (1979) und die Olympischen Spiele in Moskau (1980) erweckten die Illusion, dass der Kommunismus zu kulturellen Höheflügen in der Lage sei.

Maos Nachfolger verfügte also über Weitsicht und strategisches Denken. Daran hat sich insgesamt wenig geändert. Bisher hat jeder der chinesischen Führer nach Deng, die von ihm angestoßenen Reformen einmal mit etwas mehr, einmal mit etwas weniger Eifer fortgesetzt. Die Reformen und die Öffnung Chinas, beides wird im Reich der Mitte nicht als Einheit verstanden, sind Prozesse, die sich über Dekaden hinziehen und in denen „trial and error“ – anders als in der „normalen“ chinesischen Gesellschaft – durchaus legitime Mittel sind. Pragmatismus ist dabei angesagt. Man klammert sich nicht an ideologische Vorgaben. Was funktioniert, ist gut und wird übernommen. Was sich als untauglich erwiesen hat, wird wieder verworfen. Über allem aber steht die Wahrung der Herrschaft der Kommunistischen Partei Chinas (KPCh). Hierfür können mehr Freiheiten gewährt oder auch wieder genommen werden. Die Ereignisse rund um die Demonstrationen auf dem Platz des Himmlischen Friedens im Jahr 1989 sind ein ebenso trauriger wie hinreichender Beleg hierfür. Der Reformprozess, obwohl seit 30 Jahren sehr erfolgreich, ist keinesfalls eine reine Einbahnstraße – jedenfalls nicht aus Sicht der KPCh.

⁹⁶ Vgl. Wang, Zheng: „Never forget national humiliation“, New York, 2014

⁹⁷ Vgl. Wikipedia-Eintrag „Chinese Dream“

⁹⁸ Auch wenn es sich natürlich argumentieren lässt, das Mao Tse Tung die Grundlage hierfür lieferte, indem er das Chaos des Bürgerkrieges (1924-1949) beendete und dann – noch wichtiger – die extremen Hierarchien und viele der Jahrtausende alten Traditionen im Zuge des „Großen Sprungs nach Vorne“ und der „Kulturrevolution“ zerschlug und aufbrach. Allerdings wäre unter einer (theoretisch) fortgesetzten Herrschaft Maos China heute nach wie vor ein Ort der Angst und des Terrors und das Leben dort entsprechend einsam, arm, hässlich, brutal und kurz.

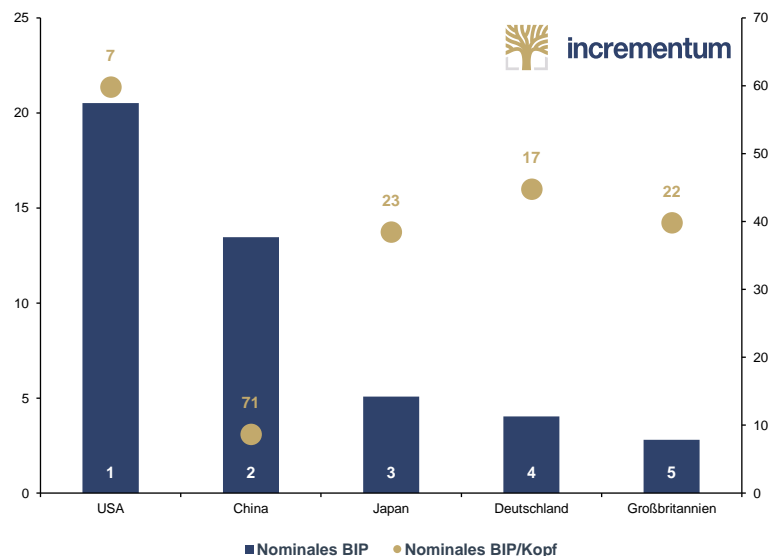


Guangzhou, Skyline 2018
Quelle: Getty

Heute, im 40. Jahr der Reformen, präsentiert sich China seinen Besuchern aus dem Westen als moderner Staat. Die Skylines in Schanghai, Guangzhou oder Shenzhen rufen Staunen und Bewunderung hervor. Die Highways sind auf dem neuesten Stand. 29.000 Kilometer umfasst das Hochgeschwindigkeitsnetz der chinesischen Staatsbahn und damit zwei Drittel der weltweiten Hochgeschwindigkeitsstreckenkilometer. Die Plätze 1-3 der längsten U-Bahnnetze der Welt werden von den Städten Schanghai, Peking und Guangzhou belegt. China ist seit dem Jahr 2014 die größte Volkswirtschaft der Welt, zumindest nach Kaufkraftparität. **Jedes Jahr wächst das Bruttoinlandsprodukt um rund 1 Bill. USD. Das entspricht in etwa zwei Drittel der Größe der russischen Volkswirtschaft.**

Aber das ist nur der eine Teil des Bildes. Tatsächlich hat China zwei Gesichter. Das Bild des superreichen Aufsteigers relativiert sich, wenn man das Bruttosozialprodukt der Volksrepublik pro Kopf betrachtet. Unter diesem Blickwinkel liegt China nämlich mit rund 8.600 USD pro Kopf knapp unterhalb des Weltdurchschnitts auf Platz 71 zwischen Kasachstan und Nauru.⁹⁹

Die fünf größten Volkswirtschaften der Welt, BIP in Mio. USD (linke Skala), und BIP pro Kopf, in USD (rechte Skala), 2017



Quelle: IWF, Incrementum AG

Noch leben im Hinterland je nach Berechnung zwischen 600 und 800 Millionen Menschen in relativer Armut, die vom Leben eines Durchschnittsbürgers in Schanghai mit gut ausgestatteter Eigentumswohnung, Mittelklassewagen und dem Café Latte von Starbucks als Statussymbol nur träumen können.

Diesen Umstand kann man in zweierlei Richtung deuten, entweder dahingehend, dass China ein Koloss auf tönernen Füßen ist und sein Aufstieg an den inneren Widersprüchen und der riesigen Lücke zwischen Arm und Reich bzw. Stadt und Land scheitern wird, oder aber, dass Chinas Aufstieg noch lange nicht vorbei ist

⁹⁹ Die Zahlen beziehen sich auf das Jahr 2017, Vgl. [CIA World Factbook](#)

und das Land gerade einmal die Hälfte seines Potenzials ausgeschöpft hat. In jedem Fall ist der KPCh das Problem bewusst und wird klar im aktuellen 5. Jahresplan thematisiert. Dort wird neben einem besonderen Fokus auf den Ausbau bestimmter Industrien vor allem die Stärkung der Landbevölkerung thematisiert.¹⁰⁰

Allen Reformen, den beeindruckenden Skylines und der modernen Infrastruktur zum Trotz darf man aber nicht davon ausgehen, dass sich China bisher in ein wie auch immer geartetes echtes marktwirtschaftliches oder freiheitliches System gewandelt hätte. Bestenfalls handelt es sich um die Simulation eines solchen.

Nach wie vor werden quasi alle Bereiche der Wirtschaft direkt oder indirekt von der KPCh kontrolliert. Das 2012 erstmals formulierte „Xi Jinping Denken“¹⁰¹ lässt keinerlei Zweifel, dass sich dies in absehbarer Zeit ändern könnte. Das gilt auch für die Finanzmärkte.

Chinas Finanzmärkte

„For those listening to all the gloomy, economic news out of China, consider the broader picture. Beginning in 1978, led by Deng Xiaoping, China has been moving in a steady three steps forward/one step back kind of trend—away from the statist teachings of Marx and towards a more market-oriented society.

Yes, the ‚Communist Party‘ still rules, but the degree of coercive state intrusion into individual and corporate lives and decisions has been in clear retreat.“

Michael Oliver

*Einen großen Staat ordnen,
ist wie kleine Fische braten.*

Daodejing, Kap. 60

Seit der (Neu-)Gründung der Börse von Schanghai im Jahr 1987 hat sich viel getan. Heute liegen die beiden führenden Börsen des Landes, Schanghai und Shenzhen, hinsichtlich ihrer Marktkapitalisierung weltweit an 4. bzw. 5. Stelle. Aber aller Reformen und Öffnungstendenzen zum Trotz sind die chinesischen Finanzmärkte nach wie vor für Ausländer beziehungsweise Nicht-Chinesen schwer zugänglich. Mit dem Qualified Foreign Institutional Investor Programm¹⁰² (QFII) wurde es 2002 erstmals ausländischen institutionellen Investoren ermöglicht, direkt an den chinesischen Börsen zu agieren. Die 2014 (Schanghai) bzw. 2016 (Shenzhen) gestarteten Stock Connect Programme sind Kooperationen mit der Börse Hong Kong, die es nun auch ausländischen Privatinvestoren

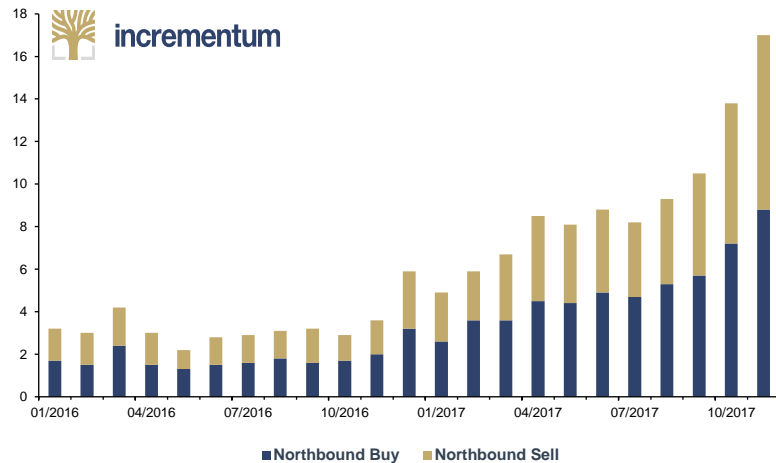
¹⁰⁰ Vgl. [The 13th five-year plan for economic and social development of the ProC](#)

¹⁰¹ Vgl. Wikipedia-Eintrag „[Xi Jinping Thought](#)“

¹⁰² Das Programm ist aktuell auf 100 Mrd. USD limitiert, in Relation zur Größe der chinesischen Volkswirtschaft eine recht bescheidene Summe. Darüber hinaus gibt es weitere Beschränkungen, Vgl. [QFII](#), Investopedia.com.

erlauben, direkt in chinesische A-Shares¹⁰³ zu investieren. Aber die Umsätze sind – gemessen an der Größe der globalen Finanzströme – sehr bescheiden.

Handelsumsätze StockConnect Hong Kong-China, in Mrd. HKD, 01/2016-12/2017



Quelle: HKEx, Incrementum AG

Auch ansonsten unterscheiden sich die chinesischen Finanzmärkte von ihren westlichen Pendanten. Der chinesische Aktienmarkt wird in erster Linie von Privatinvestoren beherrscht, was eine deutlich höhere Volatilität und Sentimentabhängigkeit zur Folge hat. Die Chinesen sehen die Aktienmärkte teilweise eher als Casino denn als echte Anlagevehikel. Darüber hinaus gilt: Long only! Daytrading ist verboten und antizyklische Ansätze lassen sich aufgrund des Verbots von Leerverkäufen nicht umsetzen.

*Ob du eilst oder langsam gehst,
der Weg bleibt immer der gleiche.*

Chinesisches Sprichwort

Weite Teile der chinesischen Private Equity- und Venture Capital-Industrie investieren nicht unter dem Aspekt der Gewinnmaximierung, sondern auch nach politischen Vorgaben. Wenn Peking das Thema „Künstliche Intelligenz“ gefördert wissen will, dann werden Unternehmen, die sich mit diesem Thema befassen, mit Kapital ausgestattet und zwar mehr oder weniger nach dem Gießkannenprinzip. Auch sind IPOs in China keine Frage des Marktes, sondern der staatlichen Erlaubnis. Das Public Offering Review Committee (PORC), eine von der chinesischen Börsenaufsicht China Securities Regulatory Commission (CSRC) eingesetzte Spezialeinheit entscheidet, wer wann wie und ob überhaupt an die Börse darf. Hierin liegt die Hauptursache der zahlreichen Auslandslistings chinesischer Unternehmen.¹⁰⁴

Auch ist Chinas Währung nach wie vor nicht vollständig frei konvertibel. Der Kurs wird zwar nicht mehr komplett von der Zentralbank verwaltet, sondern orientiert sich an einem Währungskorb mit mehr als einem Dutzend Währungen, dem CFETS-

¹⁰³ Es gibt verschiedene Klassen chinesischer Aktien (A-, B- und H-Aktien), die je nach Art nur Ausländern oder nur Chinesen offenstehen. Vgl. z. B. „The ABC of China's Share Markets“, Mark Mobius Blog, 16. Oktober 2012

¹⁰⁴ Vgl. „Chinas Aktienmärkte, Extremes Wachstum, strenge Kontrolle, vorsichtige Öffnung“, Investment Plattform China/Deutschland, Ausgabe I, Februar 2019. Einen ebenfalls guten Überblick über den aktuellen Stand der chinesischen Finanzmärkte gibt Peter Fuhrman, CEO von China First Capital in dieser rund zweistündigen Vorlesung an der Universität Michigan: [China – Great Economy. Lousy Investment Destination?](#)

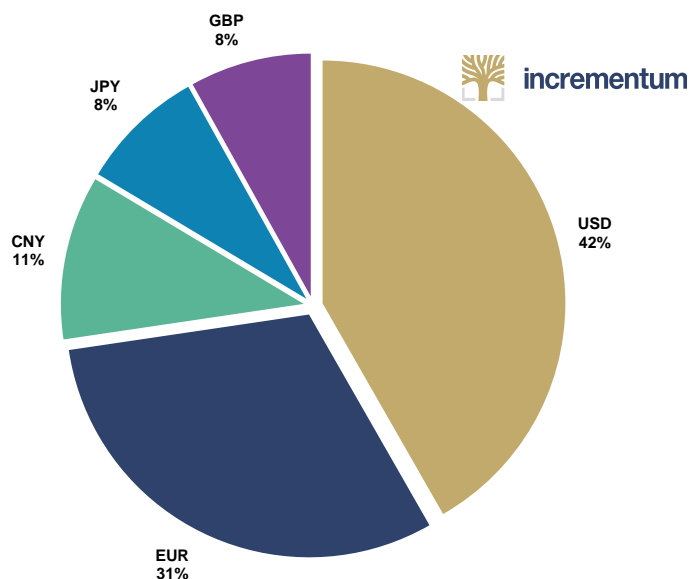
Index.¹⁰⁵ Aber dennoch ist der Renminbi Yuan noch weit davon entfernt, eine frei konvertible Währung zu sein. Die Währung ist nicht nur Tauschmittel, sondern ein wirtschaftspolitisches Werkzeug. Das Ausmaß der Unterbewertung der chinesischen Währung ist ein ständiger Streitpunkt mit den USA.¹⁰⁶ Nach wie vor bestehen Kapitalverkehrskontrollen, die jüngst sogar noch verschärft wurden. Womit eigentlich schon ausreichend dokumentiert wäre, wie es um das Vertrauen der chinesischen Bürger in die eigene Währung bestellt ist. Unter solchen Voraussetzungen scheint es völlig undenkbar, dass der US-Dollar als Weltleitwährung in Bälde vom Renminbi abgelöst würde.

The goal would be to create a reserve currency that is disconnected from individual nations and is able to remain stable in the long run, thus removing the inherent deficiencies caused by using credit-based national currencies.

**Zhou Xiaochuan,
Gouverneur PBoC**

Dennoch sind natürlich die Reformen und Öffnungsschritte deutlich spür- und sichtbar. Eindeutigstes Symbol für den Wandel ist die Aufnahme des CNY in den Währungskorb des IWF im Jahr 2016, die bemerkenswerterweise hauptsächlich zu Lasten der Europäer ging. Die Chinesen nehmen die Finanzmärkte sehr wohl als wichtiges Einfluss- und Machtmittel wahr. Deutlich wird das beispielsweise an in CNY gehandelten Öl-Futurekontrakten in Schanghai, an in CNY-denominierten Handelsverträgen und natürlich auch den Goldkontrakten und dem Goldfixing der Schanghai Gold Exchange (SGE), die ebenfalls in CNY denominiert sind.

IWF-Sonderziehungsrechtwährungskorb, Anteil in %, seit 10/2016



Quelle: IWF, Incrementum AG

¹⁰⁵ Vgl. [CFETS RMB Index](#), Chinamoney, 4. März 2019

¹⁰⁶ Vgl. Morrison, Wayne M.: „China's Currency Policy“, Congressional Research Service, aktualisiert am 20. Februar 2019

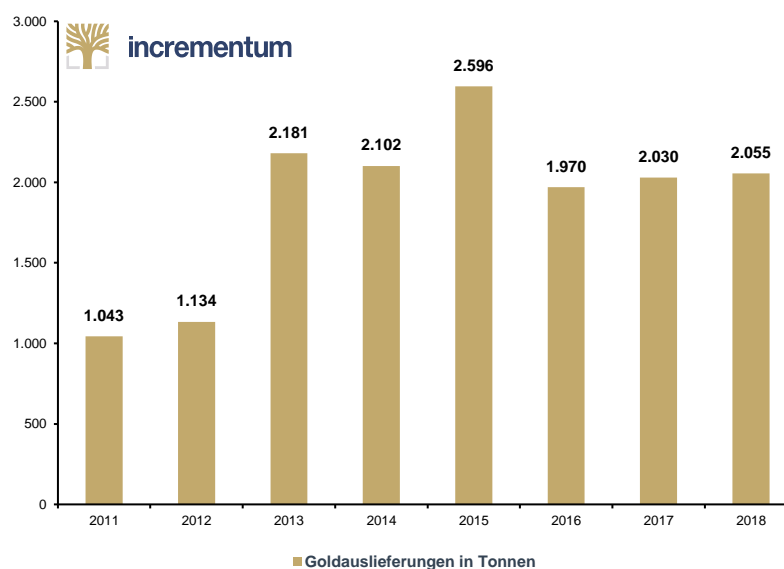
Shanghai Gold Exchange

„Chinas Goldmarkt muss sich in den internationalen Goldmarkt integrieren.“

Zhou Xiaochuan

Gold und Silber in Privatbesitz waren auch im modernen China lange verboten. Erst 2004 wurde der private Goldbesitz offiziell wieder erlaubt, zwei Jahre nach Gründung der SGE. Die heute viertgrößte Goldbörse der Welt wartet dabei mit einigen Besonderheiten gegenüber dem London Bullion Market (LBMA) auf. Das in Schanghai gehandelte Gold hat mit 99,99% gegenüber 99,5% eine höhere Reinheit und wird in Gramm anstatt Unzen gehandelt. Ein Großteil der Kontrakte muss mit physischem Gold hinterlegt sein, Cash-Settlement ist lediglich bei einem Drittel der Kontrakte möglich.¹⁰⁷ Nahezu der gesamte physische Goldkonsum Chinas, privat wie institutionell, läuft über die SGE. Nur die People's Bank of China (PBoC), die chinesische Zentralbank, bezieht ihr Gold aus anderen Quellen.¹⁰⁸

Goldauslieferungen SGE, in Tonnen, 2011-2018



Quelle: SGE, Incrementum AG

Seit dem 19. April 2016 gibt es ein über eine Benchmark-Auktion ermitteltes, eigenes, tägliches Goldfixing der SEG. Dieses ist nicht zuletzt eine Reaktion auf den Umstand, dass zu der am 20. März 2015 ins Leben gerufenen Auktion an der LBMA trotz starkem Interesse keine chinesische Bank eingeladen war.¹⁰⁹

¹⁰⁷ Vgl. [Schanghai Gold Exchange](#)

¹⁰⁸ Die PBoC kommentiert zwar nicht, woher das von ihr akkumulierte Gold stammt, aber das es nicht die SGE sein kann, belegt folgender Umstand hinreichend. Zentralbanken horten primär die klassischen Good-Delivery-Barren der LBMA mit einem Gewicht von 12,5 kg und einer Feinheit von 99,95%. Genau diese Kontrakte aber werden an der SGE kaum gehandelt.

¹⁰⁹ Das ist eine klassische Vorgehensweise der chinesischen Politik. Man strebt nach Kooperation und Konsens. Wenn dies nicht erreicht werden kann, geht man seinen eigenen Weg. So forderte Peking beispielsweise auch lange Zeit eine Reform des IWF und der Weltbank. Ziel war es, der gewachsenen Bedeutung der Schwellenländer durch

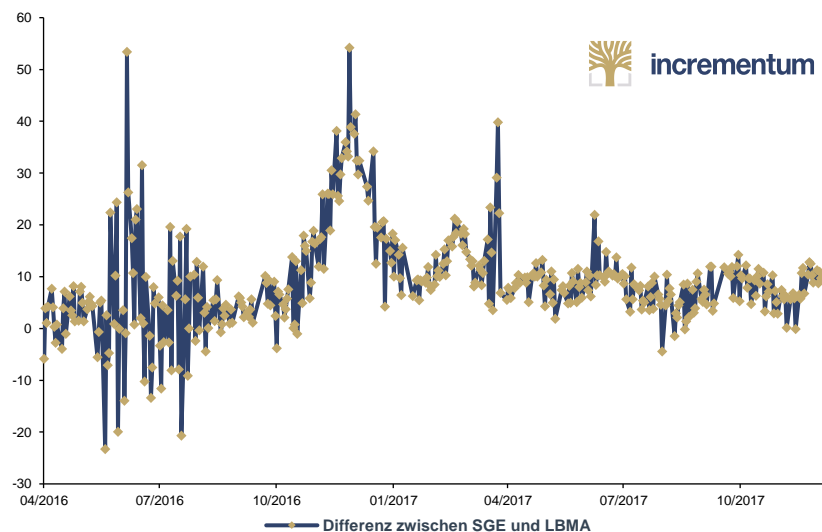
Bemerkenswert ist, dass das Nachmittagsfixing der SGE gegenüber dem LMBA-Fixing fast immer einen leichten Aufschlag verzeichnet. Meistens sind die Zeitdifferenz von 4:15 Stunden vom Schanghaier Nachmittagsfixing zum Londoner Morgenfixing und die zwischenzeitlichen Wechselkursveränderungen hinreichende Erklärungen. Bei Unterschieden von mehr als 10 USD sind diese Erklärungen allerdings nicht mehr ausreichend. Insbesondere als der Goldpreis im November/Dezember 2016 sein jüngstes Tief markierte, bewegten sich die Preise deutlich auseinander und der Preisunterschied betrug in der Spitze über 60 USD. Eine mögliche Erklärung hierfür ist das antizyklische Kaufverhalten der Asiaten im Allgemeinen: Bei deutlich fallenden Preisen greifen sie zu.

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

Xi Jinping

Entsprechend steigt die Nachfrage in Schanghai bei Kursabschwüngen und die Preise fallen nicht ganz so stark. Mit der wachsenden Bedeutung der SGE etabliert sich so ein Korrektiv, das übertriebene Abverkäufe im Westen auffängt. Für Investoren kann ein Blick an die SGE für die Einschätzung, ob eine Kursbewegung übertrieben ist, daher hilfreich sein. Darüber hinaus wird immer dann der Arbitragehandel attraktiv. Als Konsequenz fließt Gold aus dem Westen ab und China zu.¹¹⁰

Preisdifferenz SGE vs. LMBA, in USD, 4/2016-12/2017



Quelle: SGE, LMBA, Kitco, Bloomberg, Incrementum AG

Diese Korrektivfunktion wird die SGE desto besser erfüllen, je offener sie in die internationalen Märkte eingebunden ist. Zhou Xiaochuan, Chef der PBoC von 2002-2018, kommunizierte Chinas Pläne hinsichtlich seines Goldmarktes im Jahr 2004 an der LMBA in London klar und deutlich:

„Chinas Goldmarkt sollte schrittweise drei Transformationen durchlaufen: vom reinen Rohstoffhandel hin zum Handel mit Finanzprodukten, vom

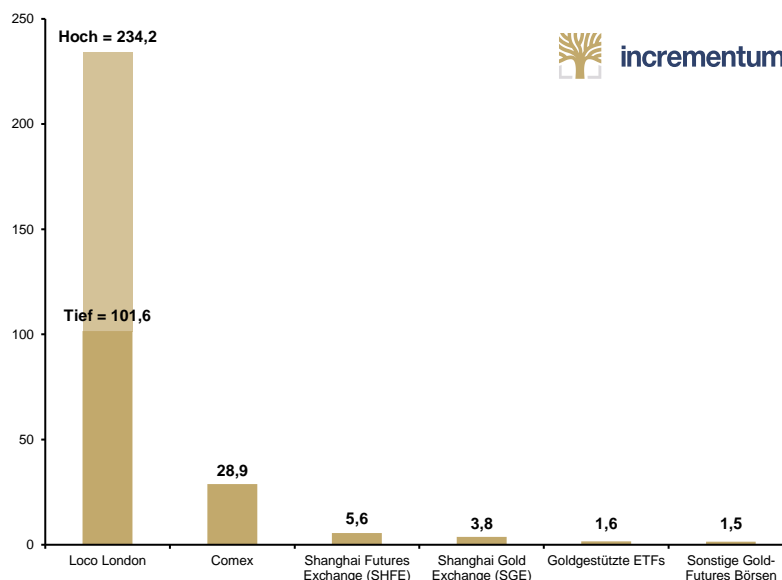
—
eine bessere Repräsentation in diesen Institutionen gerecht zu werden. Die USA verweigerten sich dem hartnäckig und in der Folge gründete China die Asiatische Infrastrukturinvestmentbank (AIIB) Vgl: [„Wie sich die USA an ihre Macht im IWF klammern“](#), Handelszeitung, 4. April 2015

¹¹⁰ Vgl. Grummes, Fabian: „Ein Metall, zwei Preise“, Smart Investor, Februar 2017 und Meader, Neil: [„Between the Chinese and International Gold Prices“](#), in: *Alchemist*, Vol. 83, Oktober 2016

Spothandel zum Futureshandel und vom reinen Binnenmarkt hin zu einer Integration in den internationalen Goldmarkt.“¹¹¹

Heute ist China der führende Goldproduzent und der größte Goldkonsument. Die Shanghaier Futuresbörse (SHFE) belegt hinsichtlich des Goldhandelsvolumens den weltweit dritten Platz und die SGE ist der wichtigste Handelsplatz für den Spothandel mit physischem Gold. Hinsichtlich der ersten beiden Vorgaben Zhous ist man also auf einem guten Weg.

Größte Goldhandelsplätze nach Volumen, in Mrd. USD, 2018



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Im Jahr 2016 wurde schließlich der dritte Aspekt der Transformation des chinesischen Goldmarktes in Angriff genommen: die Öffnungen für internationale Anleger und den internationalen Handel. Die SGE International ermöglicht es ausländischen Anlegern, physisches Gold in Schanghai zu handeln und dieses auch zu exportieren. Denn aus der Schanghaier Freihandelszone (SFTZ) darf das Edelmetall, anders als aus dem Rest Chinas, exportiert werden. Die Gründung fügt sich passgenau in eine weitaus größere Initiative ein, die Chinas Ambitionen insgesamt auf ein neues, globales Niveau hebt: Die Belt & Road Initiative.

¹¹¹ „China’s gold market should gradually realize three transformations: from commodity trade to financial product trade, from spot transactions to futures transactions, and from a domestic market to integration with the international market“, Zhou, Xiaochuan: „Give Full Play to the Gold Market’s Investment and Hedging Functions“, London, 2004

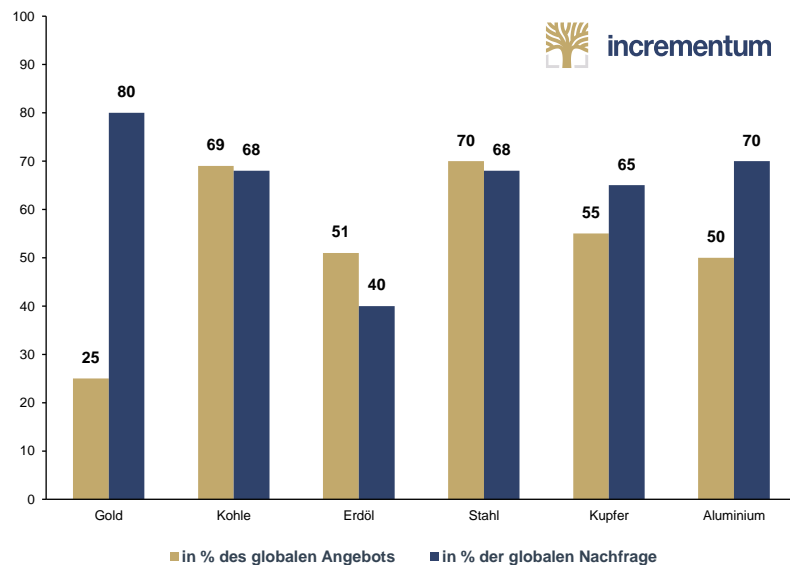
Die Belt & Road Initiative

„Die eine Generation baut die Straße, auf der die nächste fährt.“

Chinesisches Sprichwort

Die Belt und Road Initiative (BRI), im Westen auch als „Neue Seidenstraße“ bezeichnet, soll die Handelsbeziehung zwischen China, Eurasien und Ostafrika durch eine Vielzahl unterschiedlichster Infrastruktur- und Investmentprojekte vertiefen und erleichtern. Die BRI erstreckt sich über 68 Länder und Regionen, in denen rund die Hälfte der Weltbevölkerung lebt und in denen derzeit etwa ein Drittel des globalen Bruttosozialprodukts geschöpft wird.

Anteil der BRI-Region an globaler Produktion & Verbrauch ausgesuchter Rohstoffe in %, 2017



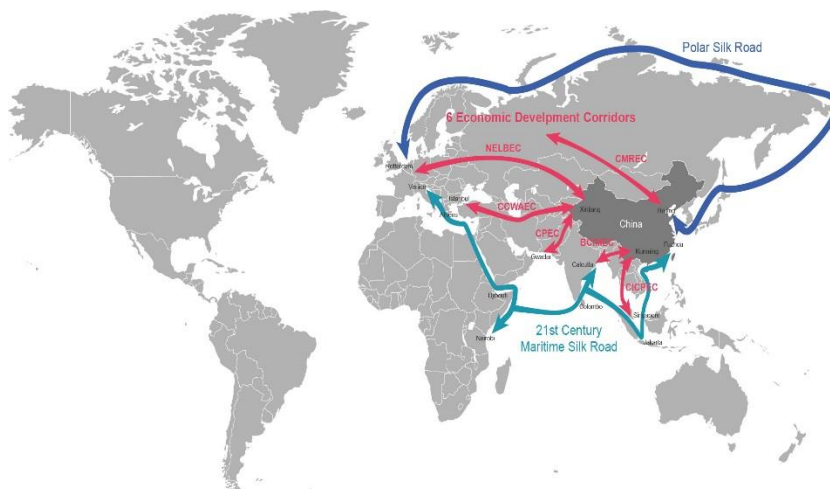
Quelle: AEI, BOCI Research 2017, Heritage Foundation, Incrementum AG

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

Lord Palmerston

Die BRI kann man dabei aus unterschiedlichsten Perspektiven sehen. Sie dient zur Diversifizierung der chinesischen Finanzreserven bzw. Anlage der chinesischen Handelsüberschüsse ebenso wie als großartiges Propagandaobjekt, mit welchem an die große und lange Geschichte Chinas als Handelsnation angeknüpft und der chinesischen Bevölkerung der Wiederaufstieg des Landes auch in internationalen Dimensionen verkauft werden kann. **Darüber hinaus darf man die Initiative durchaus auch als Teil des größeren Plans Chinas verstehen, Einfluss auf den Rest der Welt zu gewinnen bzw. diesen weiter auszubauen und sich selbst ebenfalls gegen drohende Konflikte besser zu wappnen.**

Graphik des Belt & Road Verlaufes plus Markierung der sensiblen chinesischen Küstenlinien



Quelle: www.beltroad-initiative.com

The history of every empire is first and foremost a road-building exercise. Empires build roads to bring commodities cheaply into its center and push out higher value-added finished goods to the far corners of the empire. This is why, in Europe, we say that 'all roads lead to Rome'.

Charles Gave

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

Benjamin Franklin

Denn mit der BRI versucht China nicht nur seine unmittelbaren Nachbarn enger an sich zu binden, das Land adressiert auch eines seiner großen geostrategischen Probleme: nämlich den fehlenden Zugang zum offenen Meer. Chinas nordöstliche Küstenlinie entlang des Gelben und Ostchinesischen Meeres wird von der koreanischen Halbinsel und den südlichen Ausläufern der japanischen Inselkette abgeschirmt. Der südsüdöstlichen Küstenlinie entlang des südchinesischen Meeres liegen die Philippinen, Malaysia und Indonesien gegenüber und blockieren so den Zugang zum freien Meer. Taiwan liegt quasi als Verbindungscharnier zwischen diesen beiden Linien. Das Handelsaufkommen in der südchinesischen See beläuft sich auf rund 35% des Welthandels und darüber hinaus werden rund 80% des chinesischen Rohölkonzums durch das Gebiet transportiert.¹¹² Werden die Zugänge, also die Straße von Singapur bzw. die Straße von Malakka blockiert, steht China wenig später still. Darüber hinaus käme der Export mehr oder weniger zum Erliegen. Insbesondere die „Belt“-Route sichert quasi allen Anrainerstaaten eben jenes problematischen Gebietes massive Kapitalzuflüsse für Infrastruktur- und Investmentprojekte zu.

Die Projekte der BRI sind so zahlreich und umfassend, dass sie von einer ganzen Reihe supranationaler Kooperationsinitiativen begleitet wird. Dazu gehören natürlich in erster Linie die Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) und der New Silk Road Fund (NSRF). Auch die Shanghai Cooperation Organisation (SCO) darf man dazu zählen. Aus Edelmetallperspektive sind insbesondere der Silk Road Gold Fund und der Mining Industry Development Fund zu nennen.

Bemerkenswert an allen diesen Projekten ist, dass es sich dabei nie um chinesische Alleingänge handelt. Immer suchen die Chinesen die Einbindung und Kooperation mit den anderen Staaten. Dies ist nicht allein dem Umstand geschuldet, dass China für Alleingänge (noch) das militärische

¹¹² „Almost one-third of the world's maritime trade transits the South China Sea annually. Eight of the world's ten busiest container ports are in the Asia-Pacific region. Approximately two-thirds of the world's oil shipments transit through the Indian Ocean to the Pacific, much of it to an energy-dependent China. Without securing maritime access through the South China Sea, China cannot be assured of the favorable trends in 'differentials in growth rates and technological change' that have led to 'shifts in economic balances' and resulting tilts in 'political and military balances'." „Trade, War, and the South Chinese Sea“, The Diplomat, 1. September 2018

Gewicht und der wirtschaftliche Einfluss bzw. die wirtschaftliche Stabilität fehlt. Konsensstreben ist ein fundamentaler Aspekt der chinesischen Kultur.

Es ist wenig überraschend, dass in der BRI auch Gold ganz deutlich eingebunden ist. Im „Operationsgebiet“ der BRI liegen schließlich einige der größten Goldproduzenten und natürlich auch viele Länder, die über große bisher noch nicht geförderte Vorkommen und Reserven verfügen, wie beispielsweise die Philippinen, Kasachstan, Indonesien oder natürlich der „Goldgigant“ Russland.

Tabelle: Goldreserven der Zentralbanken und Goldvorkommen von BRI-Anrainerstaaten in Tonnen, 2018

Land	ZB-Goldreserven	Bekannter Goldbestand	Kernzonen
Afghanistan	22	30+	Panj, Samti, Zarakshan
Armenien	0	220	Tukhmanuk, Zod
Aserbaidtschan	0	400+	Gedabek, Gosha
Bangladesch	14	–	–
Weißrussland	47	–	–
Bhutan	5	minimal	Jang Pang
Brunei	4	–	–
Kambodscha	12	51	Angkor, Okvau, Phum Syarung
China	1.852	13.100	Shandong
Ägypten	78	208	Eastern Desert
Äthiopien	0	900	Benishangul Gumuz
Georgien	0	14	Sadrisi
Indien	600	71	Hutti, Hira-Buddinni
Indonesien	79	2.000+	Grasberg
Iran	907	320	Zarshuran
Irak	96	30	Aldajh, Western Desert
Kasachstan	350	8.000	Komarovskoye, Vasilkovskoye
Kirgistan	11	616	Kumtor
Laos	1	500	Muang Ang Kham
Malaysia	39	50	Terengganu, Kelantan and Pahang
Malediven	4	–	–
Mongolei	19	400+	Gatsuurt, Oyu Tolgoi
Marokko	22	100	Sahara Desert
Myanmar	7	18	Kachin
Nepal	6	15	Bamangaon, Jamarigad
Neuseeland	–	140	Macraes, Reefton and Waiha
Pakistan	65	1.200	Reko Diq
Panama	0	373	Colon
Philippinen	198	8.000	Didipio, Malibao, Mindanao
Russland	2.113	12.500	Krasnoyarsk, Irkutsk, Magadan, Amur
Singapur	127	–	Acts as financier
Südafrika	125	36	Witwatersrand
Sri Lanka	20	10	Ambalantota, Seruwawila
Tadschikistan	22	430	Jilau, Pakrut
Thailand	1.054	200	Palitapan, Kabinburi, and Chatree
Osttimor	–	50	Oecussi
Türkei	526	800	Mastra, Ovacik, Uşak- Kışladag
Turkmenistan	5	10	Tourkyr
Usbekistan	0	5.000	–
Vietnam	10	300	Bong Mieu, Phouc Sun

Quelle: Silkroadbriefing.com, Incrementum AG

Längst sind die vier großen chinesischen Goldminenunternehmen, China National Gold Group, Shandong Gold, Zijin Mining Group and Shandong Zhaojin Group in der BRI-Region tätig. Alleine in Afrika stiegen zwischen 2012 und 2015 die Beteiligungen von knapp einem halben Dutzend auf 45 Projekte.¹¹³ Im Mai 2017 meldete Russlands größtes Goldunternehmen, Polyus Gold, eine Kooperation mit China National Gold Group, um das größte russische Goldvorkommen „Natalka“ zu entwickeln.¹¹⁴ Fu Xiao, Head of Global Commodities Strategy der Bank of China International, fasst es treffend zusammen:

„In den Ländern und Regionen der BRI liegen große Goldreserven, die einen großen Teil der weltweiten Reserven umfassen. China hat bereits viele Projekte auf den Weg gebracht. Noch liegt der Fokus auf der Förderung, aber wir erwarten eine Vertiefung der Kooperation und dementsprechend eine Ausweitung auf Exploration, Förderung, Weiterverarbeitung und Handel.“¹¹⁵

Die BRI, wenn sie denn ein Erfolg wird, wird viele Effekte zeitigen. Zuallererst wird dank ihr der deflationäre Druck hoch bleiben: Bessere Infrastruktur bedeutet einen schnelleren und günstigeren Transport chinesischer Waren. Zudem erschließen sich dadurch weitere Gebiete mit günstiger Lohnstruktur.

Build your opponent a golden bridge to retreat across.

Sun Tzu

Andererseits wird durch die Initiative die Nachfrage nach Rohstoffen wie Stahl, Kupfer und Zement hochgehalten und die chinesische Bauindustrie schafft sich eine eigene Nachfrage, denn an den allermeisten Projekten der BRI werden die Chinesen nicht nur als Finanziere auftreten, sondern auch als Auftragnehmer. Die Initiative ist also auch ein weiteres massives Konjunkturprogramm für die chinesische Baubranche. Für die weniger finanzstarken Länder wird hinsichtlich der BRI die Gefahr hervorgehoben, in eine massive Schuldenabhängigkeit gegenüber China zu geraten.¹¹⁶ Die China Afrika Research Initiative der John Hopkins University allerdings zeigt sich in dieser Frage zumindest für Afrika gelassen: „*Gegenwärtig sehen wir in chinesischen Krediten keinen Beitrag zur afrikanischen Schuldenkrise.*“¹¹⁷ Zudem sei angemerkt, dass die Erzeugung von Abhängigkeiten durch Schulden nun wahrlich keine genuin chinesische Erfindung ist...

Keep your friends close, but your enemies closer.

Der Pate,

Teil 2

Schließlich birgt die BRI weiteres Konfliktpotential mit den USA. Gerade in Zentralasien und Südostasien sind die USA stark vertreten. Die chinesische Initiative richtet sich zwangsläufig auch gegen die dortige US-Präsenz. Die Avancen von Donald Trump in Richtung Nordkorea kann man durchaus auch als eine Antwort auf die BRI verstehen. Darüber hinaus stellt die BRI noch in einer weiteren Dimension die USA auf die Probe: Nicht nur dass China die Projekte auch als Investments zur Diversifizierung des Dollarportfolios begreift, die mit den afrikanischen und asiatischen Partner geschlossenen beziehungsweise noch abzuschließenden Handelsverträge sind

¹¹³ Vgl. „The Chinese scramble to mine Africa“, Mining.com, 15. Dezember 2015

¹¹⁴ Vgl. „Major deal signed with China to explore gold deposits“, Siberian Times, 15. Mai 2015

¹¹⁵ „In countries and regions involved in the BRI there lies a huge reserve of gold, accounting for a large share of the global reserve,“ she said. „China has already set up a number of projects and joint ventures in these regions. The current focus is on mining but, in the future, we expect deeper cooperation to emerge across exploration, mining, processing and trading.“ Vgl. „Gold firms urged to tap potential of BRI“, China Daily, 25. Oktober 2018

¹¹⁶ Vgl. „8 countries in danger of falling into Chinas debt trap“, Quartz, 8. März 2018

¹¹⁷ Vgl. „The Path Ahead: The 7th Forum on China-Africa Cooperation“, Briefing Paper 1/2018 – SAIS China Africa Research Initiative, August 2018, S. 1

natürlich in Renminbi Yuan nominiert. Damit wird aus langfristiger Perspektive natürlich auch die Dominanz des US-Dollars in den entsprechenden Regionen unterminiert.

In Sachen Gold dürfte sich die BRI jedoch für China als extrem nützlich erweisen. Gerade die großen chinesischen Minengesellschaften werden profitieren. Beispielsweise übertreffen die Förderungen der Zijin Mining Group im Ausland die heimische Produktion um rund 16,5 Tonnen.¹¹⁸ Zhang Yongtao, Generalsekretär der China Gold Association, fasst es folgendermaßen zusammen:

„Die Goldindustrie beginnt bereits als Teil der BRI zu agieren. Aber das Potential für weiteres Wachstum bleibt groß. Staatsunternehmen und der private Sektor können gemeinsam die BRI unterstützen, gemeinsam mit goldreichen Ländern Minen entwickeln und die Förderung erhöhen. Chinas Goldindustrie ist bereits in einer starken Position, aber sie kann noch stärker werden. Internationales Wachstum [...] wird der Industrie helfen zum Weltmarktführer aufzusteigen.“¹¹⁹

Gold in China

„Der chinesische Goldmarkt wird sich weiter öffnen, [...] die langfristigen Aussichten sind sehr gut.“

Roland Wang, WGC

Die Chinesen sind sich darüber im Klaren, dass sich der chinesische Traum nicht ohne Reibereien gerade mit den anderen großen Mächten erfüllen wird. Sie sind sich auch darüber im Klaren, dass es sich um einen Marathon handelt und nicht um einen kurzen Sprint. In ihren Überlegungen und Strategien nimmt Gold dabei eine zentrale Rolle ein. Der ehemalige Chef der PBoC, Zhou, machte stets klar, dass er Gold als ein zentrales Element der Finanzmärkte sieht:

„Die Errichtung und Entwicklung des chinesischen Goldmarktes markiert den grundlegenden Abschluss des Aufbaus eines Marktes für wichtige Finanzprodukte in China, einschließlich der Märkte für Währungen, Wertpapiere, Versicherungen und Devisen.“¹²⁰

¹¹⁸ Vgl. „China's gold mining industry: a story of growth“, *Goldinvestor*, World Gold Council, Oktober 2018, S. 24

¹¹⁹ „The gold industry is already starting to cooperate as part of the B&R initiative. But there is real potential for further gains, through integration at home and development abroad. To that end, state-owned enterprises and private companies can join forces to support the B&R initiative, seeking out countries with rich gold resources and working with them to develop mines and enhance production.

China's gold industry is already in a strong position. But it could become even stronger. International growth [...] will help the industry to become a true world leader with global market influence.“ „China's gold mining industry: a story of growth“, *Goldinvestor*, World Gold Council, Oktober 2018, S. 25

¹²⁰ „The establishment and development of China's gold market marks the basic completion of constructing a market for major financial products in China, including markets for currency, securities, insurance and foreign exchange.“ Zhou, Xiaochuan: „Give Full Play to the Gold Market's Investment and Hedging Functions“, London, 2004

Folgt man diesen Aussagen, dann ist klar, dass China fast am Ziel des Aufbaus einer vollständigen Finanzindustrie ist. Was fehlt ist die weitere Öffnung und Liberalisierung.

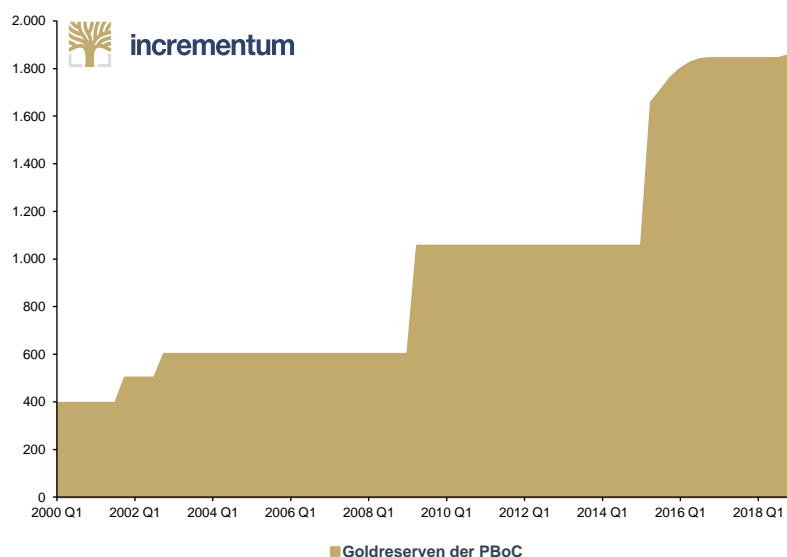
Überraschend wurde im Jahr 2018 Yi Gang zum neuen Gouverneur der PBoC ernannt. Er gilt als Zhous Schüler, hat lange in den USA gelebt und sich wie sein Mentor stets für die Fortsetzung der Reformen und eine weitere Öffnung der Finanzmärkte ausgesprochen. Gang, damals noch Direktor des staatlichen chinesischen Devisenamtes (SAFE), äußerte sich auch zum Thema Gold:

„Es ist kein schlechter Vermögenswert. [...] Aber Gold wird niemals einen großen Anteil an den gesamten chinesischen Vermögenswerten einnehmen. Kaufe ich in großem Maße Gold, würde dies die Preise treiben. [...] Wenn uns also unsere Freunde empfehlen, die Goldbestände zu erhöhen, werden wir dies mit Bedacht tun und hinsichtlich der Marktbedingungen überdenken.“¹²¹

Grabe den Brunnen ehe du durstig bist.
Chinesisches Sprichwort

Offenkundig hat Gang entschieden, dass nun die Marktbedingungen gut sind. **Im Dezember, Jänner und Februar hat die PBoC nämlich ihre Goldreserven erstmals seit dem Jahr 2016 offiziell wieder aufgestockt, jeweils um rund 10 Tonnen. Damit ist vermutlich ein neuer Trend etabliert und Peking wird nun regelmäßig neue Zahlen berichten.**

Goldreserven der PBoC, in Tonnen, Q1/2000-Q1/2019



Quelle: SAFE, World Gold Council, Incrementum AG

Da man davon ausgehen darf, dass die PBoC auch in den vergangenen Jahren regelmäßig Gold kaufte, stellt sich die Frage nach dem Grund des veränderten Kommunikationsverhaltens.¹²²

¹²¹ „Not a bad asset. [...] It would never become a big part of China’s overall investment portfolio. The international gold market is very limited. If I purchase gold on a massive scale, it will definitely push up global gold prices So, as for suggestions from many friends that we should increase gold holdings, we will give prudent consideration to this, according to market conditions.“ „China will be prudent in buying gold: official“, Reuters, 9. März 2010

¹²² Vgl. „PBoC Gold Purchases: Secretive Accumulation on the International Market“, Bullionstar

Naheliegend wäre natürlich ein Signal Chinas an die USA im Kontext des Handelskriegs. Aber nüchtern betrachtet sind viele Aspekte dieses „Krieges“ primär Theaterdonner. Für die USA als auch für China bietet dieser Krieg diverse propagandistische Vorteile. US-Präsident Trump kann sein Wahlkampfversprechen erfüllen und sich als Verteidiger von US-Jobs profilieren, China kann den USA die Schuld an der schwächelnden Konjunktur zuschieben. Tatsächlich stellte Zhou Xiaochuan fest:

„Mittels mathematischer Modelle haben wir die negativen Folgen des Handelskriegs auf die chinesische Wirtschaft kalkuliert. Sie sind kaum signifikant. Sie belaufen sich auf weniger als ein halbes Prozent.“¹²³

Derselbe Zhou stellte allerdings auch im Jahr 2017, als er also noch den Chefessel bei der PBoC innehatte, fest:

„Chinas Finanzsektor befindet sich in einer riskanten Position. Unter Berücksichtigung zahlreicher in- und ausländischer Faktoren erscheinen die Risiken vielfältig, breit, verborgen, komplex, plötzlich, ansteckend und gefährlich. Das strukturelle Ungleichgewicht ist auffällig; Gesetzesbruch und Störungen sind weit verbreitet. Die vorhandenen Risiken häufen sich. Die Verwundbarkeit des Finanzsystems nimmt offensichtlich zu. China sollte sowohl ‚schwarze Schwäne‘ als auch ‚graue Nashörner‘ verhindern.“¹²⁴

Vermutlich liegt eher hierin die Lösung. Die Konjunktur hat sich jüngst unverkennbar abgekühlt und die Währung schwächelt nun ebenfalls deutlich und das nicht alleine als Reaktion auf den Handelskrieg. China sieht steigende Risiken und durch die Erhöhung der Goldreserven verleiht sie der Währung und dem System größere Stabilität.



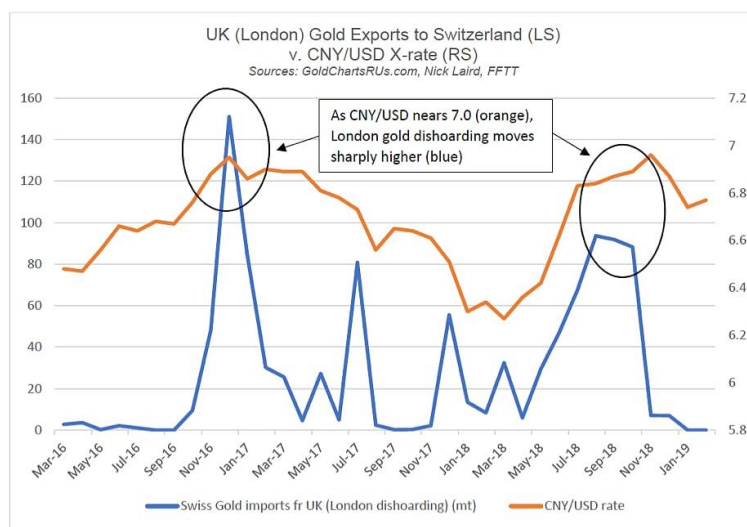
Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

¹²³ „We used a mathematical model to calculate the negative impact of the trade war. It is not very large, it is not significant. It is less than half a percent (of an) impact to the Chinese economy.“ „Trade war impact on China insignificant“, CNBC, 07. September 2018

¹²⁴ „China’s financial sector is and will be in a period with high risks that are easily triggered. Under pressure from multiple factors at home and abroad, the risks are multiple, broad, hidden, complex, sudden, contagious, and hazardous. The structural unbalance is salient; law-breaking and disorders are rampant; latent risks are accumulating; [and the financial system’s] vulnerability is obviously increasing. [China] should prevent both the ‚black swan‘ events and the ‚gray rhino‘ risks.“ „China’s Central Bank Governor Warns About Financial Risks — Again“, The Diplomat, 9. November 2017

In dieses Bild würde passen, dass Peking scheinbar den CNY mit physischem Gold „absichert“. Seitdem der CNY in den Währungskorb der Sonderziehungsrechte des IWF aufgenommen wurde, flossen aus London jedes Mal große Mengen physisches Gold ab, sobald sich der Wechselkurs CNY/USD der Marke von 7 CNY für einen USD näherte. Der Abfluss ebte erst ab, als sich auch der Kurs des Währungspaares stabilisiert hatte.¹²⁵

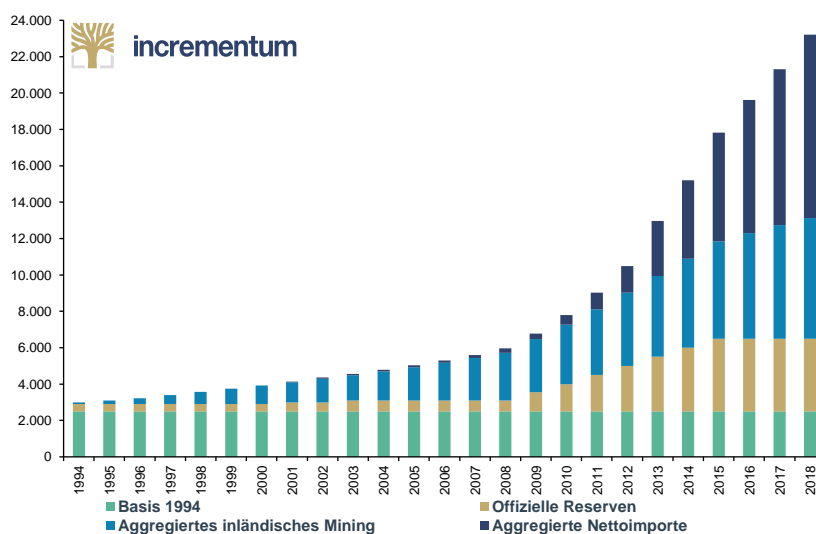
UK (London) Goldexporte in die Schweiz, in Tonnen (linke Skala), vs. CNY/USD, 03/2016-02/2019



Quelle: FFTT, Luke Gromen

Aber nicht nur die PBoC kauft Gold. Auch die chinesischen Haushalte haben beeindruckende Mengen an Gold akkumuliert, seit der private Goldbesitz wieder legalisiert wurde. Das in Singapur beheimatete Edelmetallhandelsunternehmen Bullionstar, schätzte den gesamten chinesischen Goldbesitz per Ende 2018 auf knapp über 23.000 Tonnen.

Gesamte Goldreserven Chinas (geschätzt), in Tonnen, 1994-2018

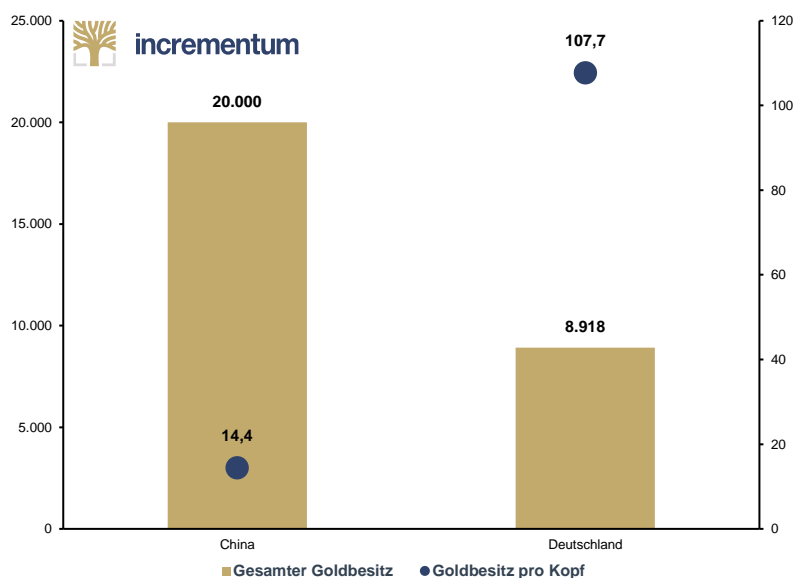


Quelle: Bullionstar, Incrementum AG

¹²⁵ Vgl. „London gold inventory appears to be serving as a ‘governor’ on CNY/USD depreciation“, FFTT, LLC, 14. Februar 2019

Allerdings relativiert sich diese Zahl deutlich, wenn sie ins Verhältnis zur Größe der chinesischen Bevölkerung gesetzt wird. Selbst unter der optimistischen Annahme, dass seit 2017 noch einmal 4.000 Tonnen Gold zusätzlich von den privaten Haushalten gehortet wurden,¹²⁶ besitzt ein Chinese im Schnitt nicht einmal eine halbe Unze Gold, während jeder Deutsche im Schnitt mehr als drei Unzen sein Eigen nennt.

Gold in privatem Besitz: China (Schätzung) vs. Deutschland, Gesamt, in Tonnen (linke Skala), und pro Kopf, in Gramm (rechte Skala), 2019



Quelle: ReiseBank, Research Center Steinbeis-Hochschule Berlin, Incrementum AG

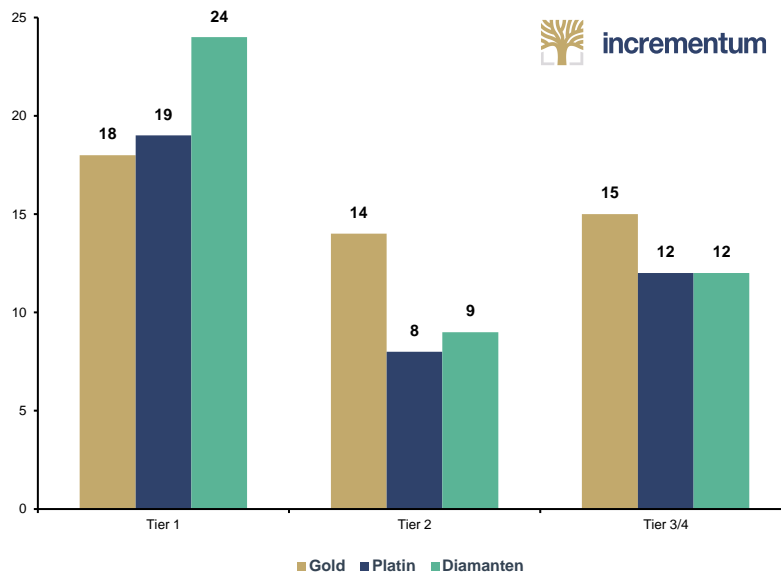
The difference between owning a paper contract or claim on gold versus holding the metal itself, while seemingly trivial, is a hugely significant one. The idea of owning a paper claim on physical gold, however, is viewed very differently in the West than it is in East.

Grant Williams

Insofern ist auch beim chinesischen Goldkonsum, der immer noch überwiegend Schmuckkonsum ist und mit 652 Tonnen im Jahr 2018 ein Drei-Jahres-Hoch erreichte,¹²⁷ durchaus noch Platz für Wachstum. Nicht zuletzt, wenn man bedenkt, dass die goldaffineste Bevölkerung des Landes nicht die wohlhabende, junge Bevölkerung entlang der Küstenlinie ist, sondern die Bevölkerung der Tier3- und Tier4-Städte sowie die Landbevölkerung.¹²⁸ Gerade diese wird im aktuellen Fünf-Jahresplan besonders adressiert. Sie sollte vom Ausbau der Infrastruktur und weiteren staatlichen Initiativen besonders profitieren.

¹²⁶ In den Jahren 2017 und 2018 wurden jeweils etwas mehr als 2.000 Tonnen Gold von der SGE ausgeliefert.
¹²⁷ Vgl. Gold Demand Trends, Full Year & Q4, World Gold Council, 2018, S. 3
¹²⁸ Vgl. „Potential for growth in China’s jewellery market“, Goldinvestor, 18. Oktober 2018

Kaufentscheidung chinesischer Frauen, die 5.000 CNY zum Konsum erhalten, in %, 2018



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Von Seiten der Bevölkerung in den Metropolen könnte dennoch ein Impuls für die Goldnachfrage ausgehen, nämlich in Sachen Gold als Finanzprodukt. Eine vom Development Research Center of the State Council (DRC) gemeinsam mit dem World Gold Council verfasste Studie beschreibt die Situation klar:

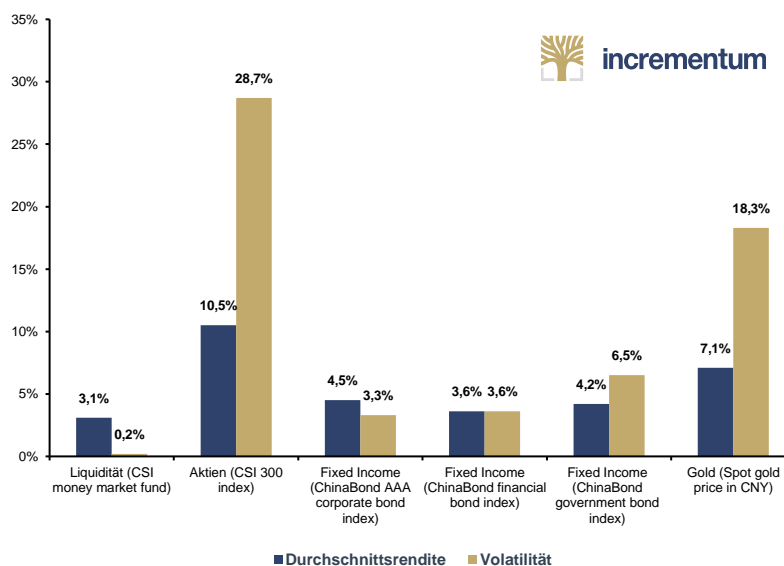
„Pensionsfonds und Versicherungsunternehmen haben anders als ihre Wettbewerber in Übersee nicht die Möglichkeit, von der finanziellen Sicherheit die Gold einem Portfolio hinzufügt, zu profitieren. Wir empfehlen eine Regeländerung um institutionellen Anlegern wie Pensions- und Versicherungsfonds, Goldinvestments zu ermöglichen.“¹²⁹

Angesichts steigender Summen, die die chinesische Versicherungsbranche anlegen kann, und angesichts des Umstands, dass Gold auch in China ein Portfoliostabilisator und Hedge gegen andere Risiken sein kann,¹³⁰ erscheint es mittelfristig wahrscheinlich, dass die Regeln entsprechend angepasst werden. **Würden die chinesischen Versicherer nur 5% der von ihnen im Jahr 2017 verwalteten Gelder in Gold umschichten (können), ergäbe sich daraus eine zusätzliche Nachfrage im Wert von 125 Mrd. USD oder rund 92,6 Mio. Unzen.**

¹²⁹ „Pension funds and insurance companies, for example, do not have the opportunity to benefit from the financial security gold can add to a portfolio, unlike their overseas counterparts. We propose that regulators change the rules to allow institutional investors, such as pension and insurance funds, to invest in gold.“ Zhang, Chenghui und Chen, Daofu: *Recommendations for the further development of China's gold market*, Juni 2018, S. 10

¹³⁰ Vgl. „Prospects for gold in China's insurance industry“, Goldinvestor, 18. Oktober 2018

Durchschnittsrenditen chinesischer Vermögenswerte, in %, 2007-2017



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

China – Am Scheideweg?

„We will hold high the banner of socialism with Chinese characteristics.“

China's 13. 5-Jahresplan, Kapitel 2

...the Chinese want to de-dollarize. But they want also to keep their capital account closed. There is a very astute solution the Chinese have found: China says 'If you have too many CNY because you have been selling a lot of oil to China, you can keep your CNY in your reserves, fine with us. Or we can give you gold instead of CNY.'

Charles Gave

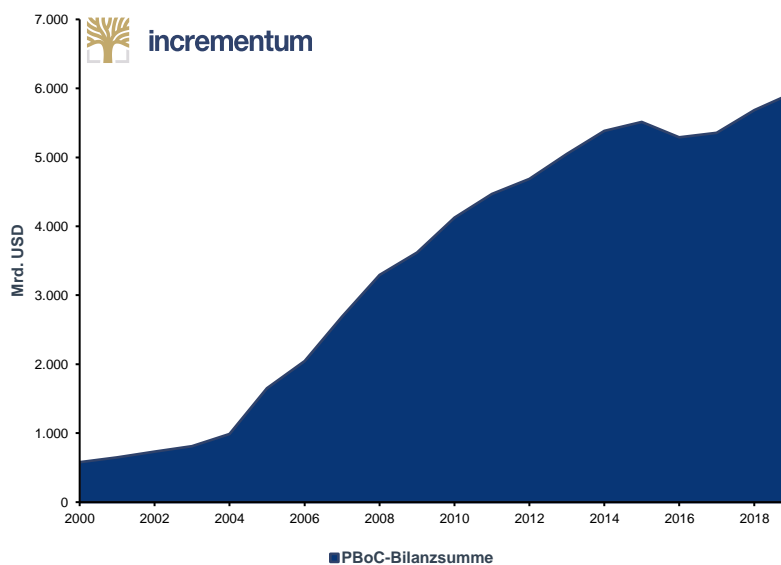
Seit 30 Jahren erlebt China einen raketenhaften Aufstieg. Der enorme Rückgang absoluter Armut auf unserem Planeten ist zu einem Gutteil dem Aufstieg Chinas geschuldet. Doch langsam, aber sicher nähert sich China der Wegscheide. Einen erheblichen Rückstand aufzuholen, ist zwar beachtlich, aber eine vergleichsweise einfache Leistung. Technik und Technologien sind bekannt und müssen im Prinzip nur angewandt beziehungsweise kopiert werden. Der riesige Heimatmarkt, der nicht alleine aufgrund von politischem Protektionismus, sondern auch aufgrund der enormen kulturellen Unterschiede relativ geschlossen ist, beschleunigte den Aufstieg. Aber Überholen, sich an die Spitze setzen und dann auch noch die Führung behaupten und verteidigen, ist eine andere und sehr viel anspruchsvollere Angelegenheit. Mit den bisherigen Methoden wird dies China vermutlich nicht gelingen.

Das Land wird sich weiter öffnen müssen. Der eingeschlagene Reformweg muss beibehalten werden und zeitgleich müssen die chinesischen Unternehmen auf breiter Front innovativer, effektiver und produktiver werden. Ob das auf Anhieb gelingt, erscheint nicht zuletzt angesichts der Schattenverschuldung und der schwerfälligen Staatsbetriebe, die primär dank Subventionen und Protektionismus bestens im Geschäft sind, fraglich. Ob China bei rauer werdendem konjunkturellem Wind den Willen zu Reformen beibehalten kann, wird sich erst noch zeigen.

Denn die Versuchung, in diesem Fall wieder verstärkt auf Marktabschottung und Protektionismus zu setzen und mittels Währungsmanipulation den Export anzukurbeln, dürfte groß sein.

Zumal eine unausgesprochene Vereinbarung zwischen Volk und Partei lautet: Ihr dürft wohlhabend werden, dafür bleiben wir an der Macht.

PBoC-Bilanzsumme, in Mrd. USD, 2000-2019



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

We will hold high the banner of socialism with Chinese characteristics

13. 5-Jahresplan Chinas, Kap. 2

Allerdings kann das Land auch nicht mehr so einfach zurück. Zu stark verwoben ist man inzwischen mit dem Rest der Weltwirtschaft. Die Bürger haben sich auch an die mit zunehmendem Wohlstand einhergehenden Freiheiten gewöhnt. Zudem scheint der chinesischen Führung, den Lippenbekenntnissen zum Sozialismus zum Trotz, sehr wohl bewusst zu sein, dass marktwirtschaftliche Systeme dauerhaft erfolgreicher sind. Die Kernaussagen des 13. Fünfjahresplans deuten in diese Richtung, ebenso die Ernennung des marktliberalen Yi Gang als Nachfolger von Zhou Xiaochuan zum Gouverneur der PBoC.

Mit Blick auf die Entwicklung von Gold könnte man sogar beiden Szenarien etwas abgewinnen. Sollte China auf Wachstums- und Reformkurs bleiben, dürfte in den kommenden Jahren insbesondere das Hinterland profitieren. Genau hier aber lebt der goldaffinste Teil der chinesischen Gesellschaft und auch jener, dem bisher eher das Kapital für ausgeprägten Konsum fehlte. Mit wachsendem Wohlstand und weiteren Finanzmarktreformen wird dann auch das Investmentportfolio der Chinesen breiter aufgestellt werden. Gold wird dann seine Rolle als Diversifikation und Ankerpunkt besser wahrnehmen können. In diesem Fall wären die privaten Käufer der Treiber der Nachfrage.

Sollten die Risiken und Ungleichgewichte in China stärker zum Tragen kommen, wird Peking nicht umhinkommen, verstärkt und deutlicher auf Gold zusetzen – schon allein deswegen, um die Währung zu stabilisieren. In diesem Fall wäre der Staat der Hauptnachfrager.

Bislang hat Chinas Führung sehr viel richtig gemacht. Die Projekte und Initiativen greifen wie Zahnräder ineinander und unterstützen sich gegenseitig. China gelang es in den letzten Jahren, gerade in Zentral- und Südasiens sowie in Afrika, sich als alternativer, vertrauensvoller Partner anzubieten, der alleine an Handel und Gewinn interessiert ist und keine zusätzliche Agenda im Gepäck hat. Angesichts des zunehmenden Vertrauensverlustes, den der Westen auf allen Ebenen erfährt, erweist sich das chinesische Vorgehen bisher zumindest als die richtige Strategie.

If China really aims to be the world's leading economic power by 2049, then at some point in the next 30 years, it will have to tackle the fact that the US dollar is the world's reserve currency.
Gavekal

Allerdings dürfte auch in der Außenpolitik der Wind rauer werden. Nicht zuletzt deswegen, weil sich die Haltung des Westens nach Jahren der Nachsicht mit China in Sachen Marktöffnung und auch der latenten Unterschätzung des Landes ändert und sogar ins Gegenteil verkehrt. Dass die Chinesen ihr Verhalten nun ändern, ein sehr viel höheres Reformtempo anschlagen oder verstärkt Alleingänge wagen werden, ist eher nicht zu erwarten. **Peking wird vermutlich bei dem vor rund 40 Jahren erteilten Ratschlag Dengs verbleiben: „Man muss weitsichtig sein.“**

Exklusivinterview mit Jim Rogers: „Whenever you see problems, remember weiji (危机)!“

Jim Rogers ist ein Superstar in der Rohstoffwelt, einer der erfolgreichsten Trader aller Zeiten und ein Querdenker, der von vielen Lesern unseres *In Gold We Trust*-Reports geschätzt wird. Im Alter von 37 Jahren zog er sich aus dem Investment-Business zurück. Mit seiner Frau und seinen beiden Töchtern lebt er nun in Singapur, von wo aus er die Entwicklungen der Weltwirtschaft mit Argusaugen verfolgt. Dieses Interview hat Jason Nutter am 30. April 2019 zuhause bei Jim Rogers geführt.¹³¹



Jason Nutter, Representative of the *In Gold We Trust* report Asia, with Jim Rogers in Singapore

You have been in Asia now for more than 10 years. Are you still enjoying it? How has my country been treating you?

I have lived here full time since 2007, but I have been coming to Asia since before you were born! I am keen on Asia. I moved to Asia because of Asia. Asia is the place to be in the 21st Century and will probably be so for the 22nd Century as well, so we are very happy to be here.

You mentioned in your fantastic book „Street Smarts“ that the 1970s was the decade for commodities. 1980s for Japan. 1990s for internet stocks. What will the 2020s be about?

Survival. Mainly about survival. We are going to have very serious problems in the economy and financial markets. I guess we will all be trying to survive. We have had throughout history, long periods when financial markets were great, and periods when they were not so good places to be in. We are now entering a period where it will be tough once again. It is going to be difficult times.

¹³¹ Nach reiflicher Überlegung haben wir die Entscheidung getroffen, das Interview im englischen Original zu belassen, denn selbst bei der besten Übersetzung gehen oftmals inhaltliche Feinheiten verloren.

In 2008 we had a problem because we had too much debt. Since then, debt has skyrocketed everywhere. People have spoken about austerity, but no one has yet practiced austerity. China didn't have debt for decades but even China now has debt. Be worried.

Why do you think cultures that traditionally saved aggressively, like the Chinese one, would take a turn and start taking on large amounts of debt?

I don't have a definite answer but maybe the fact that China had no debt for decades, and now all of a sudden with credit being made available, it makes things feel easier. It feels wonderful when you don't fully understand the consequences of taking on debt. It is easy to borrow money and not think too much about paying it back. That being said, China has been around for a few thousand years and it has had debt in its history

Anybody who has had a Capitalist system knows about bad times.

Children growing up in these systems hear about the horror stories of people going bankrupt. In China today, children don't grow up hearing those stories because there hasn't been debt to reckon with for a long time. Their great great grandparents would know about these stories, but the current generation are not as well aware. That is the only explanation that comes to my mind.

Sounds like it is cyclical?

It always has been. We have always had long periods where financial times were great, and times when they weren't. We have had around 40 years of easy pickings for the financial community and that will come to an end. It always has.

I do plenty of work in and around China, and am in awe of the place. It's scale, the culture and the mindset of the people. I ask people to visit whenever China comes up in conversation. What would you say to people about China today and where it is heading?

You should have gone to China 50 years ago, and you would have seen how dramatically different things are now. Deng Xiaoping started changing things in 1978 and it is no longer the same country today.

China is the only country in recorded history that has had recurring years of greatness. Rome, Egypt and Great Britain were all great once but China has been at the absolute top 3 or 4 times in history. China has also collapsed and experienced catastrophe 3 or 4 times, but they are the only country that we know of that has been able to come off the bottom and get back to the top again. I do not know the reason as to why this occurs, but they are on the rise again.

There will be setbacks along the way, just as America experienced on its way to becoming the most successful country in the 20th Century. America went through 15 depressions, a horrible civil war, few civil rights and massacres in the streets. It was a terrible mess yet we got to the top. I am not sure why, but everybody, every country, every individual and every family that rises experiences problems along the way, and China is not going to be different.

The Chinese have a mandarin word that does not exist in english (because he have not been around as long as the chinese) which is *weiji* 危机. Translated directly it means disaster could be an opportunity or an opportunity could be a disaster. In any case, disaster and opportunity go hand in hand. Whenever you see problems, remember *weiji*.

I like that, I will keep it in mind. You mentioned that the century we are living in is Asian. With the turmoil going on, and anti-globalization coming to the fore, would you still recommend non asians invest and even immigrate to Asia at this point in time?

Immigrating is never easy, even when you are immigrating in your own country! If you live in the east in America and you move to the west, it is not going to be easy. This is even more so when you move to a different country or continent. I cannot recommend that to anybody as it is an important decision that they have to make themselves. If they did it on my account and it turned out to be a disaster they would blame me! It is a major decision, but it was good for us, and we are glad we did it. Would it be a good decision for others? I have no idea.

I will however say that throughout history, people have migrated all over the world. Often the people that have immigrated are people finding themselves at the bottom, and they end up finding a better life. It is harder to move when you are at the top, but if you are at the bottom you might find it a simpler decision to make.

You majored in History at Yale, so I would really like to get your take on this: Whenever financial systems have gone through large changes, paradigm shifts if you will, Gold has usually played a role, with it being a good portal to transport wealth through a transitional period. Will it be different this time?

Throughout history, when governments have collapsed or currency/money have collapsed, people have always turned to gold and silver. Maybe they shouldn't (many professors say they shouldn't) but who cares, that is what they do. So yes it will be a good portal, although gold has long periods where it does nothing. It is not a panacea. Gold has long periods where one will lose money holding onto it.

I have owned gold for a long time, but you go back in history, and you will understand that gold will not make you rich unless you get the timing right. If you do get the timing right, gold will save you when everybody else is collapsing.

Everybody should have some gold as an insurance policy. Just like with health insurance, car insurance and fire insurance, you hope you never need to use your insurance but you are happy that you have it as a protection. Everybody should have some gold and silver as insurance if nothing else. You might even make money if you get the timing right. Even if you get the timing wrong, you should have some gold and silver as insurance.

Silver as well?

Well, silver has been around as long or in some cases longer than gold. In the Christian religion, Jesus was sold for 30 pieces of silver and not for gold! The American constitution in the 1790s was based on silver not gold. Gold is great, but so is silver. Silver has certainly been extremely important and popular in many places throughout history. One advantage of silver: it is easier buy groceries with it. You are not going to get change when times are bad and you hand over a gold coin for some bread.

You mentioned that you are not a buyer of gold at today's prices. What about silver?

The two metals usually move somewhat together. There are huge fluctuations in relative values over the past ten thousand years, but if gold is going up, silver will be rising too albeit maybe at different rates.

Is there a price point where gold would be attractive for you again?

Panics and bottoms look the same. It doesn't matter what the asset is. When people are dumping bullion, panicking and begging to get out of their gold, that is usually a good sign that it is time to buy. It does not always happen but it has certainly happened a few times in my lifetime. **In my view, I expect gold to go under USD 1000 an ounce but it may not! If it does in some kind of panic selloff, I hope I am smart enough to buy a lot of gold.**

As we discussed earlier, before this is over, people are going to be begging to buy gold and silver. They will certainly become overpriced again, and might even turn into a bubble. I hope it doesn't go that way because you have to sell bubbles, and I would rather my children have my gold and silver as an insurance for their future. But, you always have to sell bubbles if it gets that bad.

How do you see the future for your children? Will times be good again?

It is always going to get good again someday, the world will not come to an end. If – in a metaphorical sense – it does, you should definitely have some gold!

As a historical example, the financial community was not a great place to be between 1929 and 1979. For those 50 years, being in Wall Street or the City of London was not great. Since then, it has been fantastic to be in the financial industry. Again, we are looking at long cycles. So when the economy changes again this time, we can expect things to be bad for a prolonged period.

I would suggest that people look back at history and realize that maybe it is time for a long period of a lack of exuberance.

You mentioned that the near future will be one where 'survival' will be the priority. Are we talking only about financial survival, or something more serious?

People always look for someone to blame when times get tough, they rarely blame themselves. Politicians make things worse as they usually end up blaming

foreigners for the predicaments they find themselves in. Foreigners make easy scapegoats as they have different skin, hair, languages, foods and religions.

Throughout history, social unrest, civil strife, riots, revolts and rebellion frequently occur when the economy is poor. This has happened repeatedly, and will happen again in the future. I hope that they don't happen where I am, but they always happen, especially in hard times.

Are you still bullish on commodities, even in this uncertain environment?

I am optimistic about agriculture because it is so depressed. It is a nightmare!

The average farmer in America is 58 years old. More people in America study public relations than agriculture. In Japan, the average age of farmers is around 66. The highest rate of suicide in the UK is in agriculture. Millions of Indian farmers have committed suicide over the past few decades. I could go on and on. It is a disaster. Remember *weiji*, when there is a disaster there is often an opportunity.

I would suggest one learn about how to be a farmer, or about agricultural commodities. Other than agriculture I am patiently waiting for opportunities. I am more optimistic about them than other things at the moment.

Any words of advice to friends or family that are in or entering retirement today, with such a low interest rate environment currently being the norm?

Be extremely careful. What many people are doing now is to reach for yield. Higher yields mean exposure to higher risks which unfortunately many people don't understand. **If someone is offering to give you 6% interest, you should probably run the other way!**

If you know what you are doing (I am not sure if I know what I am doing), you could own Russian bonds for instance. They have a high yield but I would be very careful buying them. Do not make the mistake of blindly seeking yield, because you could lose everything.

There is no easy answer. The solution is to cut back to have less income, but nobody wants to hear that. We are going to have a problem and the next few years will not be so good for all of us. Interest rates will go higher, but it is going to take awhile. Remember, if it is too good to be true, it is not true, so be careful.

What would you do, if you found yourself as a 35 year old Jim Rogers today?

In 1984 I went to China for the first time. I saw what was happening in the 1980s, but I did not stay. I went back to New York and had a fabulous time. If I was really smart, I would have moved to China and stayed.

If I were 35 today, I would definitely move to China. Asia is the place to be in the next 100-200 years, so I would definitely move to Asia.

You are an explorer, an adventurer and serial self-reinventor. What is the next adventure that you are going to embark on? What is getting you curious in 2019?

At the moment it is my children. I thought children were a horrible waste of time and money, and felt sorry for people that had children. It turns out I was completely wrong!

I would rather spend time with them than on anything else. Maybe if they wanted to drive around the world one day or across China, we would do that. They speak mandarin as you know so we could have that for an adventure. They are not so little anymore, they are 11 and 15, but that is my current adventure.

Girls are great! I hope the child you are about to have will be a girl!

I will let you know in a few weeks Jim. Thank you so much for your time.

Be well Jason, it was fun and give everyone working on the *In Gold We Trust* report my best!

A NEW PARADIGM IN GOLD EXPLORATION AND INVESTING

Novo's focus is to explore and develop gold projects in the Pilbara region of Western Australia. Novo has amassed a significant land package covering approximately 12,000 km².



For more information, contact:

Leo Karabelas

VP Corporate Communications

E-mail: leo@novoresources.com

Tel: 1-(416)-543-3120



De-Dollarization: Europa wird aktiv

*„Der Dollar ist eine große Lüge.
Aber eine sehr liquide Lüge!“*

Rick Rule

Key Takeaways

- Die aggressive Politik der USA unter Donald Trump untergräbt das Vertrauen in den US-Dollar als Leitwährung. Kurzfristig hat Trump aber die beste Hand, weil Anleger in einer Krise trotzdem zum König US-Dollar flüchten.
- Europa hat die neuen US-Sanktionen gegen den Iran zum Anlaß genommen, um die Infrastruktur des Euro auszubauen. Brüssel will den zweiten Platz sichern und die Gemeinschaftswährung mittelfristig als vollwertige Alternative zum US-Dollar etablieren.
- Gold spielt eine wichtige Rolle als Fluchtpunkt der Notenbanken. 2018 haben sie so viel gekauft wie seit 50 Jahren nicht mehr. Auch 2019 wird ein Jahr mit starker Goldnachfrage aus Europa und Asien.

Ein Koffer voller Euro

„Das US-Dollar-System wurde in Bretton Woods auf drei Säulen gegründet: Amerikanische militärische Vorherrschaft, amerikanische Finanzhegemonie und amerikanische Wirtschaftsstärke.

Die USA sind heute der größte Schuldner der Welt und nicht mehr der größte Gläubiger der Welt. China hat die höchste militärische, finanzielle und wirtschaftliche Macht in expandierenden konzentrischen Kreisen. Russland gestaltet seinen eigenen Bereich des wirtschaftlichen und militärischen Einflusses. Die Europäer verwenden nun den Euro.

Während die amerikanische Macht weiter nachlässt, wird der Dollar zunehmend unfähig sein, sich auf geopolitische Unterstützung zu verlassen.“

Daniel Oliver, Myrmikan

Omar al-Bashir war 30 Jahre lang Präsident des Sudan, bis er im April durch das Militär gestürzt wurde. Dem Coup gingen monatelange Proteste der Sudanesen voraus. Bashir wurde von vielen als Diktator gesehen. Der Internationale Strafgerichtshof würde ihn gerne wegen seiner Rolle beim Völkermord in Darfur anklagen.

Aber bevor er nach Europa ausgeliefert werden kann, muss sich der Ex-Präsident in seinem Heimatland verantworten. Dort sammelt die Interimsführung gerade die Vorwürfe gegen Bashir. Im Zentrum der Ermittlungen steht das Thema Geld. Bashir wäre nicht der erste afrikanische Machthaber, der seine Stellung zur persönlichen Bereicherung genutzt hätte. In seiner Residenz fanden die Ermittler mehrere Millionen, als Bargeld in einem Koffer.

Eine Währung kann sehr schnell globale Bedeutung erlangen. Die Position des US-Dollars mag vorerst sicher erscheinen, aber es gibt keine Garantie dafür, dass die US-Währung langfristig ihren Spitzenplatz behalten wird.

Will Denyer

Vor dem geistigen Auge entsteht bei dieser Beschreibung ein Bild, das wir alle schon hunderte Male im Fernsehen und im Kino gesehen haben. Ein Koffer wird geöffnet. Darin liegen grüne US-Dollar-Scheine, fein säuberlich gestapelt. Im aktuellen Fall war es aber anders. Die Scheine waren nicht grün, sondern lila und gelb. Bashir hatte seine Millionen nicht in US-Dollar gehortet, sondern in Form von Euro. Fünf Millionen Euro in cash.¹³²

Willkommen im Jahr 2019. Der US-Dollar ist nicht mehr die einzige Weltwährung. Weder in den Reserven der Notenbanken noch im Zahlungsverkehr, am Energiemarkt oder in den Verstecken der Kriminellen dieser Welt. Er ist weiterhin dominant, keine Frage. Er wird vom stabilsten politischen

¹³² „Suitcases stuffed with \$6.7M in cash reportedly found at home of Sudan's ousted president“, Fox News, 21. April 2019

System, der größten Armee und den größten und liquidesten Finanzmärkten gedeckt, was ihn in der Kombination einzigartig macht. Aber mit jedem Jahr gewinnen die Herausforderer an Kraft.

Game of Thrones, Currency Edition

„A lion does not concern himself with the opinion of sheep.“

Tywin, Game of Thrones

Der Euro sollte das politische, wirtschaftliche und finanzielle Gewicht der Euro-Zone widerspiegeln.

**Valdis Dombrovskis,
 EU-Währungskommissar**

Es gibt im „Weltkrieg der Währungen“, wie es der deutsche Journalist Daniel D. Eckert genannt hat, keine einfachen Wahrheiten.¹³³ Wir haben es hier mit dem vielleicht kompliziertesten Prozess zu tun, der die Märkte derzeit beeinflusst. Der Kampf um die Zukunft des Weltwährungssystems ist kein seichter Actionfilm, sondern eher wie „Game of Thrones“. Eine komplexe Serie mit hunderten Darstellern und Schauplätzen, die sich über Jahre und Jahrzehnte zieht und dem Zuseher volle Konzentration abverlangt.

Als wir vor drei Jahren damit begonnen haben, den Prozess der De-Dollarization für den *In Gold We Trust*-Report zu dokumentieren, waren wir fast alleine. Das hat sich geändert. Das Thema hat sich etabliert. Und in den vergangenen 12 Monaten war es ausgerechnet Brüssel, das in Sachen US-Dollar plötzlich aktiv wurde.

Rund um die Feierlichkeiten zum 20-jährigen Bestehen des Euro fingen einige der „großen Köpfe“ in der Europäischen Union an, offen die Vormachtstellung des US-Dollar als Weltreservewährung zu kritisieren. Das ist eine Zäsur. Plötzlich ist die De-Dollarization mitten im politischen und medialen Mainstream zu finden.

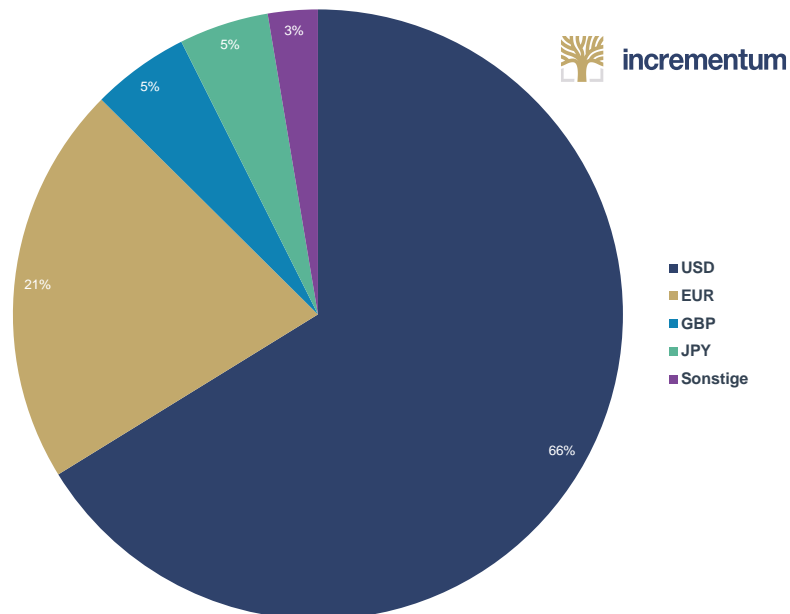
Trotz der jahrelangen Beschäftigung mit dem Thema war es für uns fast ein Schock, als Ende 2018 in Österreich sogar das öffentlich-rechtliche Fernsehen breit über das Thema berichtete: „EU will Dollar-Abhängigkeit beenden“, stand da zu lesen.¹³⁴ Das war neu. Nicht nur, weil der Rundfunk ein Geldthema wie dieses nur sehr, sehr selten in den Mittelpunkt seiner Berichterstattung stellt. Sondern auch, weil die EU bis dahin – anders als China, Russland und andere Länder – keine offenen Ambitionen gezeigt hat, den US-Dollar durch den Euro zu ersetzen.

Der Hintergrund der Nachricht: Ein Vorstoß der EU-Kommission rund um den Jahreswechsel. Der Euro sollte endlich als ernsthafte Alternative zum US-Dollar wahrgenommen werden, auf den (Energie-)Märkten, von den Medien, den Politikern und den Wählern. Und es waren nicht nur Worte. Es gibt Taten. Werden diese den US-Dollar binnen weniger Monate stürzen? Nein, natürlich nicht. Aber es sind Schritte in diese Richtung.

¹³³ Vgl. Daniel D. Eckert: *Weltkrieg der Währungen*. 2010

¹³⁴ „EU will Dollar-Abhängigkeit beenden“, orf.at, 5. Dezember 2018

Anteil der Währungen an den weltweiten Währungsreserven, in %, 2017



Quelle: Statista, Incrementum AG

Unterm Strich gilt, was schon seit Jahrzehnten gilt. Der US-Dollar genießt weiterhin das Vertrauen der Märkte, Staaten und der Notenbanken. Aber es ist ein Vertrauen, das mit jedem Jahr ein wenig schwächer wird. Und Gold spielt eine Hauptrolle bei dieser Abkehr vom US-Dollar. Die globalen Notenbanken haben zuletzt so viel Gold gekauft wie seit Jahrzehnten nicht mehr.

Leitwährungen, das zeigt die Geschichte, werden nicht von einem Tag auf den anderen vom Thron gestürzt.

Thomas Fuster

Europa, China, Russland und viele kleine Staaten setzten jedes Jahr neue Initiativen, um sich unabhängig zu machen. Aber für das Weltfinanzsystem bietet bisher keiner von ihnen eine echte, vollwertige Alternative an, weshalb Nachrichten von einem Ableben des US-Dollars definitiv zu früh sind.

So schreibt die renommierte „Neue Zürcher Zeitung“, die in dieser Frage tatsächlich neutral sein dürfte:

„Letztlich profitiert der Dollar aber vor allem vom Netzwerkeffekt. Dieser Effekt festigt den Status quo. Was heisst das? Weil der Dollar seit bald hundert Jahren die globale Leitwährung ist und mittlerweile von sehr vielen Akteuren verwendet wird, gibt es einen grossen Anreiz, bei der Abwicklung internationaler Geschäfte stets von neuem den Dollar zu nutzen.“

„Das Dilemma der Rivalen: Der Euro ist eine Währung ohne Staat – und der Renminbi eine Währung mit zu viel Staat.“¹³⁵

Die Megatrends der De-Dollarization

„Will fiat currencies survive the policy dilemma that the authorities will experience as they try to balance higher yields with record levels of debt?“

¹³⁵ „Dem Dollar wird der baldige Untergang prophezeit – das ist stark übertrieben“, Neue Zürcher Zeitung, 15. Dezember 2018

That's the multi-trillion dollar question for the years ahead.

Jim Reid

In diesem Kapitel werden wir die wichtigsten Trends der De-Dollarization beschreiben und einen Überblick darüber geben, was die einzelnen Länder und Regionen unternehmen, um die Abhängigkeit vom US-Dollar zu minimieren.

Hier ist ein Überblick über die aktuellen Megatrends der De-Dollarization:

- Immer mehr Länder suchen nach **Alternativen zum US-Dollar**. Sei es durch Handel in anderen Währungen, die Anhäufung von Reserven von Nicht-US-Dollar-Währungen oder den Kauf von Gold.
- Große Player wie China, Russland und inzwischen auch Europa unternehmen konkrete Schritte, um das US-Dollarsystem zu unterwandern, wie etwa die **Etablierung von alternativen Zahlungssystemen**.
- Viele Politiker und Notenbanker klagen darüber, dass die USA den **US-Dollar als Waffe** einsetzen würden. Gleichzeitig wird das Verhalten der USA aggressiver und der Einsatz dieser „Dollarwaffe“ ist häufiger zu beobachten.
- Auch im amerikanischen Mainstream warnen immer mehr Stimmen davor, dass der US-Dollar nicht ewig die Leitwährung bleiben wird. Darunter sind so prominente Player wie **Goldman Sachs oder Blackrock**.
- Die Gegner des US-Dollars zitieren inzwischen ohne Umschweife die **Abwendung vom Gold 1971 als historischen Fehler der USA**. Das ist ein direkter Hinweis auf die Bedeutung, die sie dem Edelmetall immer noch zuweisen.

Europas kleiner Aufstand

„Der Euro muss zum Gesicht und Instrument eines neuen, souveräneren Europas werden.“

Jean-Claude Juncker

In den amerikanischen Medien herrscht seit der Griechenland-Krise von 2012 oft der Eindruck, die EU und der Euro seien bereits zerbrochen oder stünden kurz davor. Das ist nicht der Fall. 20 Jahre nach seiner Einführung als Buchgeld im Jahr 1999 ist der Euroraum größer denn je. Weder ist Griechenland ausgetreten noch Italien kollabiert. Natürlich ist nichts perfekt in der EU. Die Schuldenprobleme der Südstaaten haben sich kaum gebessert. Zwar gibt es Reformen, aber die kommen nur langsam voran. Auch die Struktur der Eurozone selbst wird gerne kritisiert und als renovierungsbedürftig bezeichnet.

Zwischen Berlin und Paris wird seit Monaten etwa über ein Budget für die Eurozone verhandelt. Gleichzeitig sucht die EZB unter ihrem italienischen Präsidenten Mario Draghi nach einem Ausweg aus der ultralockeren Geldpolitik. All das sind die Themen, die den Alltag der EU prägen.

Vor diesem Hintergrund fielen die Feierlichkeiten zum 20-jährigen Bestehen des Euro nicht sonderlich groß und pompös aus. Es wurden aber sehr wohl Reden geschwungen. Und die waren deutlicher als erwartet. Am lautesten war EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker. In seiner Rede zur „Lage der Union“ forderte er im September 2018 eine stärkere Rolle des Euro im internationalen Währungssystem – und er hatte Fakten mitgebracht.

„Der Euro ist heute nach dem US-Dollar die zweitgrößte Währung der Welt, 60 Länder haben ihre Währungen auf die eine oder andere Weise mit dem Euro verbunden. Aber wir müssen mehr tun, damit unsere gemeinsame Währung ihre volle Rolle auf der internationalen Bühne spielen kann.“¹³⁶

Wir müssen mehr tun, damit unsere gemeinsame Währung ihre volle Rolle auf der internationalen Bühne spielen kann.

Jean-Claude Juncker

Der Anteil des Euro an den globalen Währungsreserven liegt inzwischen bei rund 20%. Das übersteigt den Anteil der Eurozone an der globalen Wirtschaftsleistung. Rund 36% der globalen Zahlungen erfolgen bereits in Euro. Der US-Dollar liegt bei 40%. Die EU importiert jährlich Öl- und Gas im Wert von rund 300 Mrd. Euro. Aber 80% davon werden bis heute in US-Dollar verrechnet. Juncker nannte das „absurd“, angesichts der Tatsache, dass nur 2% der Energieimporte aus den USA kämen. „Es ist auch absurd, dass europäische Firmen europäische Flugzeuge in Dollars kaufen statt in Euro“, fügte er hinzu.¹³⁷

Das neue Selbstbewusstsein Europas fällt nicht vom Himmel. Wir haben in den vergangenen *In Gold We Trust*-Reports bereits mehrfach dokumentiert, dass Player wie Russland und China den Euro von Anfang an unterstützt haben.¹³⁸ In den vergangenen Jahren haben alle drei ihre Bemühungen intensiviert, sich vom US-Dollar mehr und mehr zu lösen. Es sind sichtbare Kennzeichen eines Unmuts, der sich seit Jahrzehnten aufgebaut hat. So schreibt die „Neue Zürcher Zeitung“:

„Die Hegemonie ihrer Währung bringt den USA handfeste Vorteile, etwa günstigere Finanzierungs-kosten und höhere Gewinne aus der Geldschöpfung. An Neidern hat es daher nie gemangelt. Legendär ist der Ausspruch des früheren französischen Präsidenten Valéry Giscard d'Estaing, der den USA einst ein «exorbitantes Privileg» attestierte.“¹³⁹

Top priority is to receive cash and oil payments in euros.

Safar-Ali Karamati
Stellvertretender Direktor
der National Iranian Oil
Company

Akuter Auslöser für Junckers Rede und die darauf folgenden Schritte der EU-Kommission war aber der Rückzug von US-Präsident Donald Trump aus dem „Nuklear-Deal“ mit dem Iran. Dieser war von seinem Vorgänger Barack Obama und dessen Außenminister John Kerry als eine Art Friedensvertrag ausgehandelt worden. Dabei ging es wohl mehr um den US-Dollar als um den Iran oder dessen Nuklearprogramm. China, Russland und Europa

¹³⁶ Jean-Claude Juncker: „Lager der Union 2018 – Die Stunde der Europäischen Souveränität“, 12. September 2018

¹³⁷ „EU's Juncker wants bigger role for the Euro“, Reuters, 12. September 2018

¹³⁸ Vgl. „Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft der Währungsarchitektur“, *In Gold We Trust*-Report 2016; „De-Dollarization: Goodbye Dollar, hello Gold?“, *In Gold We Trust*-Report 2017; „De-Dollarization – Vom US-Dollar via Yuan und Euro zu Gold?“ *In Gold We Trust*-Report 2018

¹³⁹ „Die Dominanz des Dollars weckt Unmut“, Neue Zürcher Zeitung, 4. April 2019

hatten sich auf das Versprechen Washingtons verlassen, die Vormachtstellung des US-Dollars nicht mehr als Waffe zu missbrauchen- und wurden herbe enttäuscht. Unter Trump wurde diese Praxis nicht nur wieder aufgenommen, sondern auch noch ausgebaut.

Der US-Dollar als Waffe

„Die Trump-Administration nutzt zunehmend den Dollar - und den Zugang zu Dollar-Clearing und -finanzierung - als geopolitische Waffe, riskiert Vergeltungsmaßnahmen und gefährdet vielleicht sogar die Zukunft des auf Dollar basierenden globalen Währungssystems.“

William White, Ökonom bei der OECD

Warum Europa, China und Russland jetzt in Sachen De-Dollarization Gas geben, lässt sich nur verstehen, wenn man sich die Bedeutung des Iran-Deals neuerlich vor Augen führt. Erstens könnte der Iran gerade für Europa zu einem wichtigen Handelspartner und Energielieferanten aufsteigen. Das gilt auch für China. Aber der Iran ist vor allem ein Symbol. Nämlich dafür, was Washington anrichten kann, wenn man sich dem US-Dollar auf Gedeih und Verderb aussetzt.

*When you want a deal real bad,
 you will get a real bad deal.*

T. Boone Pickens

Nicht, dass Teheran als besonders US-freundlich gelten würde. Aber zur Teilnahme am internationalen Handel war man auf den US-Dollar und das Swift-System angewiesen, das den internationalen Zahlungsverkehr abwickelt. Swift gehört zwar einem internationalen Bankenkonsortium und ist sogar in Belgien beheimatet – also in der EU. Dennoch konnten die USA genügend Druck aufbauen, um den Iran von Swift auszuschließen.

Das ist es, was etwa der Gouverneur der Österreichischen Nationalbank, Ewald Nowotny, meint, wenn er sagt:

„Die USA setzen den Dollar derzeit massiv als Waffe ein. Im Zusammenhang mit der einseitigen Durchsetzung von Sanktionen. Das ist gerade im Ölgeschäft sehr bedeutsam. Es wird eine Fakturierung des Ölpreises in Dollar erzwungen. Und bei jeder Transaktion in Dollar ist man verpflichtet, den amerikanischen Sanktionen etwa gegen den Iran zu folgen. Auch wenn die USA direkt gar nicht an einem Handel beteiligt sind. Wenn es etwa um Ölexporte in ein europäisches Land geht.“¹⁴⁰

¹⁴⁰ „Die USA setzen den Dollar als Waffe ein“, Die Presse, 21. Dezember 2018

Firmen, die in den USA Interessen haben und sich nicht an die Regeln und Sanktionen der USA halten, können Probleme bekommen – selbst wenn ihr Tun in den eigenen Ländern völlig legal ist.
Jean-Claude Trichet

Mit dem Iran-Deal, der von Großbritannien, Deutschland, Frankreich, Russland, China, der EU und den USA unterzeichnet worden war, glaubte man diese Phase für beendet. Deswegen war dieser „Joint Comprehensive Plan of Action“ (JCPOA) ein Friedensvertrag. Aber Donald Trump hat ihn im Mai 2018 aufgekündigt. Mehr noch: Er hat es geschafft, Swift erneut dazu zu bringen, den Iran auszuschließen. Das war für die übrigen Unterzeichner des Deals ein Schock. Und erklärt, warum die EU, China und Russland seither mehrere konkrete Schritte unternommen haben, um sich endgültig vom US-Dollar-System zu verabschieden. Etwa den Abschluss bilateraler Verträge zur Verwendung der eigenen Währungen oder den Aufbau eigenständiger Zahlungssysteme, die den US-Dollar umgehen.¹⁴¹

So verringern die Länder ihre Abhängigkeit vom US-Dollar und stärken ihre eigene Währung. Aber vor allem machen sie sich ein Stück weniger verwundbar gegen Sanktionen aus den USA. Dass diese nicht nur den Iran, sondern auch China, Russland und sogar die EU und ihre Mitgliedsstaaten treffen können, ist inzwischen sonnenklar. Der deutsche Außenminister Heiko Maas schreibt dazu in der „Financial Times“:

„Europa sollte es nicht zulassen, dass die USA über unsere Köpfe und auf unsere Kosten handeln. Aus diesem Grund ist es unerlässlich, die europäische Autonomie zu stärken, indem wir von den USA unabhängige Zahlungskanäle schaffen, einen Europäischen Währungsfonds schaffen und ein unabhängiges Swift-System aufbauen.“¹⁴²

More and more, we're conducting transactions in national currencies – including the ruble, the euro, Chinese yuan and such.
Anton Siluanov,
Stellvertretender russischer Premierminister

Deutschland und Österreich bekommen aktuell die Wut der USA in Sachen Nord Stream 2 zu spüren. Washington will die bereits im Bau befindliche Pipeline von Russland nach Deutschland unbedingt noch verhindern – und droht mit Sanktionen. ¹⁴³ Europäische Banken wie BNP Paribas und die Commerzbank mussten hohe Strafen zahlen, weil sie die US-Sanktionen gegen den Iran, Kuba und den Sudan verletzt hatten.¹⁴⁴ Damit bekommen die Europäer erstmals zu spüren, womit China und vor allem Russland schon lange zu kämpfen haben. Das schweißt zusammen.

Oder, wie Bloomberg es ausdrückt:

„Der Iran ist nur ein bequemer Vorwand: Das Atomabkommen ist eines der wenigen Dinge, die die EU, China und Russland gegen die USA vereinen. Aber beim Bestreben, die globale Dominanz des Dollars zu untergraben, geht letztlich überhaupt nicht um den Iran. In seiner jüngsten Rede zur Lage der Europäischen Union forderte der Präsident der Europäischen Kommission, Jean-Claude Juncker, die Stärkung der internationalen Rolle des Euro und die Abkehr von der traditionellen Dollarfakturierung im Außenhandel. China und Russland sind seit langem auf der Suche nach dem Gleichen, aber nur mit

¹⁴¹ Vgl. „Swift Caves To US Pressure, Defies EU By Cutting Off Iranian Banks“, Zero Hedge, 7. November 2018

¹⁴² „Europe calls for global payment system free of US“, Financial Times, 21. August 2018, eigene Übersetzung

¹⁴³ Vgl. „USA drohen OMV wegen ‚Nord Stream 2‘ mit Sanktionen“, orf.at, 17. März 2019

¹⁴⁴ Vgl. „Our currency, your problem‘: The US has made a weapon of the dollar“, Sidney Morning Herald, 7. September 2018

Europa, dem Heimatland der zweitgrößten Reservewährung der Welt, haben sie die Chance, die amerikanische Dominanz herauszufordern.“¹⁴⁵

Der Iran als entscheidender Faktor

„Potentially, the most dangerous scenario would be a grand coalition of China, Russia and perhaps Iran, an ‘anti-hegemonic’ coalition united not by ideology but by complementary grievances. It would be reminiscent in scale and scope of the challenge posed by the Sino-Soviet bloc, though this time China would likely be the leader and Russia the follower. Averting this contingency, however remote it may be, will require a display of U.S. geostrategic skill on (all) perimeters of Eurasia simultaneously.“

Zbigniew Brzezinski, „The Grand Chessboard“, 1997

Alle überlegen sich bereits, wie neue universelle Währungen zu schaffen sind, wie man auf Abrechnungen in nationalen Währungen wechseln könnte.

Vladimir Putin

Die Story von INSTEX illustriert perfekt das schwierige Verhältnis zwischen der EU und den USA, die unter Donald Trump eine deutlich aggressivere Handels-, Wirtschafts- und Außenpolitik fahren als noch unter seinem Vorgänger Barack Obama. Nach der Kündigung des Iran-Deals bauten die USA, wie bereits erwähnt, erneut genug Druck auf, um das Swift-Konsortium zum Ausschluss der iranischen Banken vom internationalen Zahlungsverkehr zu bringen,¹⁴⁶ und europäische Banken und Unternehmen wurden mit Sanktionen bedroht, sollten sie weiter mit dem Iran Handel treiben.

Plötzlich wurde die EU aktiv. Zum ersten Mal seit der Einführung des Euro wurde die Idee einer eigenen Zahlungsagentur in den Raum gestellt. INSTEX ist diese Agentur. Die Abkürzung steht für „Instrument In Support Of Trade Exchanges“. Während der Vorbereitungsarbeiten intervenierte Washington erneut. So konnte etwa verhindert werden, dass INSTEX in einem kleinen, neutralen Land wie Österreich angesiedelt wird.¹⁴⁷

Am Ende machten Angela Merkel und Emanuel Macron die Angelegenheit zur Chefsache. Die Agentur soll in Paris angesiedelt werden. Als erster Chef ist der deutsche Banker Per Fischer im Gespräch. Pikantes Detail: Dritter im Bunde ist ausgerechnet Großbritannien, das ja gerade dabei ist, die EU zu verlassen. Dass China und Russland INSTEX die Unterstützung zugesagt haben, sollte kaum noch verwundern.¹⁴⁸ Es scheint, als würde die Wut über Donald Trumps Vorgehen auch Feinde zusammenschweißen.

Was genau die Agentur tun soll ist aber noch unklar. Am ehesten kann man sie sich wohl wie eine „Black-Box“ vorstellen, in der Irangeschäfte europäischer

¹⁴⁵ Vgl. „Europe Finally Has an Excuse to Challenge the Dollar“, Bloomberg, 25. September 2018, eigene Übersetzung

¹⁴⁶ Vgl. „Swift Caves To US Pressure, Defies EU By Cutting Off Iranian Banks“, Zero Hedge, 7. November 2018

¹⁴⁷ Vgl. „Berlin und Paris wollen Vehikel für Irangeschäft“, Die Presse, 27. November 2018

¹⁴⁸ Vgl. „Europa legt sich mit König Dollar an“, Die Presse, 4. Februar 2019

Unternehmen abgewickelt werden ohne die neugierigen Blicke der USA und ohne Verwendung des US-Dollars. Ursprünglich ging es nur um wenige Güter, etwa aus dem Gesundheitsbereich. Ein Umstand, der wiederum in Teheran für Aufregung gesorgt hat. Inzwischen will Washington die bisherigen Ausnahmeregelungen für den iranischen Öl-Export des Irans auslaufen lassen.¹⁴⁹ Gut möglich also, dass INSTEX auch diese in Zukunft abwickeln wird.

Die Idee hinter der Agentur ist simpel: Wenn die USA nicht wissen, wer konkret welche Geschäfte mit dem Iran macht, kann es auch keine Sanktionen gegen einzelne Unternehmen geben. Und die großen EU-Staaten sind sich sicher, dass Trump vor Sanktionen gegen Länder wie Deutschland oder Frankreich zurückschrecken wird.¹⁵⁰

Die Trump-Administration setzt den Dollar immer mehr als Waffe zur Verfolgung außenpolitischer Ziele ein.

Klaus Regling

Wie groß die Wut in Europa inzwischen geworden ist, lässt sich auch an den Kommentaren von Klaus Regling ablesen. Er ist der Chef des Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM). Seine Institution gilt als Kandidat für die Rolle eines Europäischen Währungsfonds. Ebenfalls ein Thema, das in Brüssel inzwischen aktiv bearbeitet wird. Denn auch die US-Dominanz im Internationalen Währungsfonds (IWF) ist Europa seit langem ein Dorn im Auge.

Es sei an der „Zeit, den internationalen Stellenwert des Euro zu stärken“, sagte Regling Ende 2018. Aber: „Es geht nicht darum, den Dollar zu ersetzen, sondern ihm etwas Gleichwertiges gegenüberzustellen“. Wie andere vor ihm spricht der Deutsche von einem „multipolaren System“, das auf drei bis fünf Währungen basiert. Also etwa auf dem US-Dollar, dem Euro und dem Renminbi. Auch Regling beschwert sich: „Die Trump-Administration setzt den Dollar immer mehr als Waffe zur Verfolgung außenpolitischer Ziele ein.“ Und: „Dass wir Europäer Rohöl auf Dollarbasis handeln, ist kein Naturgesetz.“¹⁵¹

Damit setzt er an einem besonders heiklen Punkt an. Das europäische Zahlungssystem ist nur ein Schritt. Auf den folgt logischer Weise ein Euro-basierter Energiemarkt. Erstmals seit der Einführung des Euro als Buchgeld vor rund 20 Jahren wird Europa nun aktiv, den Energiehandel umzustellen.

Die Lage ist ja tatsächlich „absurd“, wie es Kommissionschef Jean-Claude Juncker ausgedrückt hat: Europa importiert jährlich Rohöl und Gas im Wert von rund 300 Mrd. EUR. Aber laut EU-Kommission werden 80% bis 90% davon in US-Dollar abgerechnet. Dabei liefert die USA nur einen winzigen Teil der Energie, die Europa benötigt. Rund ein Drittel der kommt aus Russland, ein Drittel aus Afrika und dem Nahen Osten und rund 20% aus Norwegen.

Der globale Energiemarkt sieht ein jährliches Handelsvolumen von rund 40 Bill. USD. Mehr als 90% davon entfallen auf Öl. Und dieser Handel wird seit 50 Jahren fast ausschließlich in US-Dollar abgewickelt. Erst in den vergangenen Jahren haben Staaten wie Russland, China, Iran sowie einige Länder aus Afrika und Europa punktuell auf Handel in den eigenen Währungen umgestellt. Vor allem

¹⁴⁹ Vgl. „Deadline For Iranian Oil Waivers“, NPR, 2. Mai 2019

¹⁵⁰ Vgl. „France and Germany Step in to Circumvent Iran Sanctions“, Wall Street Journal, 26. November 2019

¹⁵¹ Vgl. „Europa bäumt sich gegen die Dominanz des Dollar auf“, Der Standard, 29. November 2018

Europas wichtigster Energielieferant, Russland, ist bestrebt, vom Dollar loszukommen – und einige Unternehmen fordern bereits Zahlungen für Öl in Euro wegen der Gefahr von Sanktionen.
Elina Ribakova

Washington mag keine Kartelle wie die OPEC. Aber wie kann man dann einen Markt haben, der von einer Währung dominiert wird – dem Dollar?
EU-Arbeitsgruppe zum Energiemarkt

Russland und China sind hier sehr aktiv und handeln miteinander inzwischen auch in anderen Bereichen mit Rubel und Yuan.

Das ist ein Teil der praktischen Umsetzung der De-Dollarization, von der wir hier berichten. Das bringt die monetäre Ordnung ins Wanken, die seit den 1970er-Jahren herrscht. Denn selbst Staaten, die ihre Energieimporte nur mit US-Dollar bezahlen, halten ihre Währungsreserven auch in anderen Währungen. Der Energiehandel ist und bleibt ein wichtiger Faktor auf dem Weg in eine multilaterale Währungswelt, auch wenn die USA inzwischen selbst zu einem wichtigen Produzenten von Öl und Gas geworden sind.¹⁵² So schreibt Elina Ribakova vom europäischen Think Tank „Bruegel“:

„Seit dem historischen Abkommen zwischen den USA und Saudi-Arabien von 1974 wird der größte Teil des Energiehandels in US-Dollar abgewickelt - der größte Käufer (die USA) und der wichtigste Öllieferant (die damals von den Saudis dominierte OPEC) vereinbarten den Handel mit Öl in US-Dollar. Inzwischen hat sich der Schwerpunkt jedoch in Richtung Europa und Asien verlagert. Die USA sind zum größten Ölproduzenten geworden, obwohl sie bisher ein Leichtgewicht bei den Exporten geblieben sind. Europa und China sind bei weitem die größten Importeure. ...

Auch die OPEC hat sich weiterentwickelt. Zur Überraschung der meisten ist Russland nach dem historischen Besuch von König Salman bin Abdulaziz Al Saud von Saudi-Arabien im Oktober 2017 in Moskau de facto ein wichtiger Partner der OPEC. Viele der Ölexporteure haben entweder ihre Währungen nicht mehr an den Dollar gebunden oder erforschen verschiedene Optionen.“¹⁵³

Bruegel schlägt für die EU einen Schritt vor, den China bereits gegangen ist: Die Einführung eines Öl-Fixings in Euro. Auch die EU-Kommission hat eine Reihe von Vorschlägen gemacht und die Mitgliedsländer dazu aufgerufen, den Euro stärker als Währung im Energiehandel zu verwenden. In einer Arbeitsgruppe beraten seit Jahresbeginn Vertreter Europäischer Öl- und Gasunternehmen über weitere Schritte.¹⁵⁴

Keine Liebesgrüße aus Moskau

„Ich bin der festen Überzeugung, dass der Missbrauch der Rolle, die der US-Dollar als internationale Währung spielt, letztendlich dazu führt, dass seine Rolle untergraben wird.“

Sergei Lawrow, Russlands Außenminister

¹⁵² Vgl. „Öl ist nun die Waffe der USA“, Die Presse, 23.04.2019

¹⁵³ „How the EU could transform the energy market: The case for a euro crude-oil benchmark“, Bruegel, 13. Februar 2019, eigene Übersetzung

¹⁵⁴ Vgl. „EU brings industry together to tackle dollar dominance in energy trade“, Reuters, 13. Februar 2019

Russland ist schon viel weiter. Niemand ist so offen, was die Abkehr vom US-Dollar betrifft, wie Russlands Präsident Vladimir Putin. So sagte er Ende November 2018 beim VTB Capital Forum in Moskau:

„Wir lassen den Dollar nicht fallen, der Dollar lässt uns fallen. Die Instabilität der Dollarzahlungen schafft den Wunsch vieler globaler Wirtschaftsblöcke, alternative Reservewährungen zu finden und Abwicklungssysteme unabhängig vom Dollar zu schaffen. Wir sind nicht die Einzigen, die das tun, glauben Sie mir.“¹⁵⁵

What I'm saying is that these debts should be in gold. Because at this point the karat of gold is unlike anything else. The world is continually putting us under currency pressure with the dollar.

Recep Tayyip Erdoğan

Tatsächlich braucht es immer zwei Parteien für einen gelungenen Handel. Russland hat vor allem Rohstoffe und Waffensysteme anzubieten. Vergangenes Jahr wurden etwa Raketenysteme des Typs S-400 an den NATO-Staat Türkei geliefert – unter heftigem Protest aus Washington – und ohne die Verwendung des US-Dollars. Auch zwischen Russland und Indien werden Waffensysteme inzwischen in Rupien und Rubel gehandelt – und nicht mehr in US-Dollar. Das ist eine direkte Folge der US-Sanktionen gegen Russland, die solche Deals eigentlich verhindern sollen. Stattdessen untergraben sie nur die Stellung des US-Dollars.¹⁵⁶

Schon länger als Europa arbeiten Russland, China und andere Staaten an alternativen Systemen, die Swift ersetzen sollen. Zudem hat Russland Ende 2018 auch Staatsanleihen in Euro begeben – zum ersten Mal seit mehr als zehn Jahren. Und Anfang des Jahres wurde bekannt, dass Russland US-Treasuries im Wert von knapp mehr als 100 Mrd. USD abverkauft und seine Reserven in Euro und Yuan umgeschichtet hat.¹⁵⁷

Bestand an US-Treasuries, in Mrd. USD, China (linke Skala), Russland (rechte Skala), 2007-2019



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

¹⁵⁵ „US ‘Shooting Itself’ With Steps That Harm Dollar, Putin Says“, Bloomberg, 28. November 2018, eigene Übersetzung

¹⁵⁶ Vgl. „Russia And India Ditch Dollar In Military Deals“, Zero Hedge, 19. Juni 2018

¹⁵⁷ Vgl. „Russia ditches Dollar, opts for Euro and Yuan“, Euractiv, 11. Jänner 2019

Schon im Sommer 2018 hatte die russische Notenbank den Anteil des US-Dollars in ihren Reserven auf 24% reduziert. Nummer Eins ist inzwischen der Euro mit 32%. Der chinesische Renminbi kommt inzwischen auf fast 15 %. Gleichzeitig verlangen einige russische Energiefirmen eine Bezahlung in Euro –was wiederum direkte Auswirkungen auf die Initiativen in der EU hat.¹⁵⁸

I say again: Russia is a gas station masquerading as a country.

John McCain

Russland exportiert pro Jahr Energie im Wert von rund 600 Mrd. USD. Drei Viertel davon wird trotz der Bemühungen Putins noch in US-Dollar abgewickelt. Auch die russische Wirtschaft ist nicht immer begeistert vom Versuch des Kremls, sich vom US-Dollar zu lösen. Putin kann also nicht einfach die gesamten US-Dollar-Reserven auf den Markt werfen. Auch Russland braucht die globale Leitwährung, um am globalen Handel teilzunehmen. Anders gesagt: Russland kann seine eigene De-Dollarization nur vorantreiben, wenn der Rest der Welt mitmacht. Vor allem am Energiesektor.¹⁵⁹ Der britische „Economist“ schreibt:

„Die russische Wirtschaft ist nach wie vor stark von Rohstoffen abhängig, die typischerweise in Dollar gehandelt werden: Fast 70% ihrer Exporte werden in der Währung abgewickelt. Obwohl der Anteil der auf Rubel und Yuan lautenden Transaktionen gestiegen ist, rechnet das Finanzministerium damit, dass drei Viertel des bilateralen Handels mit China nach wie vor auf dem Vormarsch sind. Die Dominanz des Dollars zu beenden ist nicht so einfach.“¹⁶⁰

Das hält Russlands Präsident Vladimir Putin aber nicht davon ab, die Politik der USA weiterhin scharf zu kritisieren. Während Russland, China, Europa und andere Länder immer stärker auf die eigenen Währungen vertrauen sowie auf Gold, warnt Putin Donald Trump:

„Was unsere amerikanischen Partner betrifft, die Beschränkungen setzen, auch bei Dollar-Transaktionen, so halte ich dies für einen großen strategischen Fehler. Damit untergraben sie das Vertrauen in den Dollar als Reservewährung.“¹⁶¹

Wer von Politik vernünftige Entscheidungen erwartet, hat nicht begriffen, dass der Wille zur Macht größer ist als alle Vernunft.

Roland Baader

Es sind also keine ökonomischen Argumente, wie etwa die extrem lockere Geldpolitik, die stark steigende Staatsverschuldung und die Abhängigkeit von steigenden Aktienmärkten, die von Gegnern des US-Dollars genannt werden – sondern das schwindende Vertrauen in die USA als Partner und damit in die Währung, die unser Finanzsystem seit mehr als fünf Jahrzehnten dominiert.

¹⁵⁸ Vgl. „Russian oil firm seeks payments in Euros amid US sanction threat“, Euractiv, 20. September 2019

¹⁵⁹ Vgl. „Russland findet: Zum Teufel mit dem Dollar! Doch so einfach ist das nicht.“, Neue Zürcher Zeitung, 23. Oktober 2018

¹⁶⁰ „Ditching the dollar: The Central Bank of Russia shifts its reserves away from the dollar“, Economist, 17. Jänner 2019, eigene Übersetzung

¹⁶¹ „US ‘Shooting Itself’ With Steps That Harm Dollar, Putin Says“, Bloomberg, 28. November 2018, eigene Übersetzung

Kritik am Petrodollar-Deal

„The fate of reserve currencies is to decline over time.“

Martin Murenbeeld

Da ist es passend, dass die Notenbanken zuletzt so viel Gold gekauft haben wie seit 1971 nicht. Auf dieses Jahr kann man gar nicht oft genug verweisen. Denn damals löste US-Präsident Richard Nixon die Goldbindung des US-Dollars auf. Ohne die europäischen „Partner“ vorher um ihre Meinung zu fragen.

If they have dollar, we have our Allah.

Recep Tayyip Erdoğan

In den Folgejahren wurde jenes System geschaffen, das wir heute noch haben, dessen Basis der „Petrodollar“-Deal mit Saudi-Arabien ist. Als „Milestone Pact“ landete die Abmachung schon am 9. Juni 1974 am Titelblatt der „New York Times“, also nur wenige Tage nach der Unterzeichnung:

„Amerikanische Beamte, die sich zur ersten derartigen Vereinbarung zwischen den Vereinigten Staaten und einem arabischen Land äußerten, sagten, sie hofften, dass das neue Abkommen Saudi-Arabien Anreize zur Steigerung seiner Ölproduktion bieten und als Modell für die wirtschaftliche Zusammenarbeit zwischen Washington und anderen arabischen Nationen dienen würde.“

„Außenminister Kissinger und Prinz Fand Ibn Abdel Aziz, zweiter stellvertretender Ministerpräsident Saudi-Arabiens und Halbbruder von König Faisal, unterzeichneten heute Morgen im Blair House gegenüber dem Weißen Haus das sechsseitige Abkommen.“¹⁶²

Es waren sechs Seiten, die die Welt verändern sollten. Die dominante Stellung des US-Dollars war auf Jahrzehnte zementiert. Und bis heute reagiert Washington allergisch, wenn andere Machtblöcke, wie etwa Europa, Russland oder China, sich in den Energiehandel einmischen oder gar ihre eigenen Währungen verwenden wollen.

¹⁶² „Milestone Pact' is Signed by US and Saudi Arabia“, New York Times, 9. Juni 1974, eigene Übersetzung

Ich glaube nicht eine Sekunde lang, dass die Stabilität des Goldpreises im Renminbi, die Schaffung eines auf Renminbi lautenden Ölterminmarktes, die Quasistabilität vieler asiatischer Währungen gegenüber dem Renminbi, die überdurchschnittliche Entwicklung des chinesischen Anleihemarktes und die Öffnung des chinesischen Anleihemarktes für Ausländer eine Reihe von Zufallereignissen waren. Im Gegenteil, ich glaube, dass sie Teil eines gut durchdachten Plans waren, um sicherzustellen, dass die USA China nicht erpressen können.

Charles Gave

Jahrzehntelang war der Petrodollar-Deal in der Öffentlichkeit kaum bekannt. Erst jetzt, da er zunehmend hinterfragt und kritisiert wird, kommen die Details an die Öffentlichkeit. Schon in früheren *In Gold We Trust*-Reports haben wir die Bedeutung der Bloomberg-Story vom 31. Mai 2016 herausgestrichen, in der die Hintergründe der Verhandlungen erstmals offengelegt wurden. Beschrieben wird der Deal wie folgt:

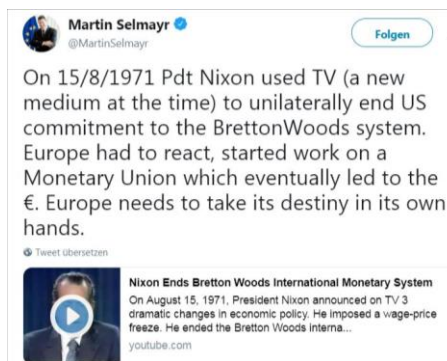
„Das Ziel: Die Neutralisierung von Erdöl als Wirtschaftswaffe und ein feindliches Königreich dazu zu überreden, das wachsende Defizit Amerikas mit seinem neu gefundenen Petrodollar-Vermögen zu finanzieren. Und laut Parsky machte Nixon deutlich, dass es einfach kein Zurückkommen mit leeren Händen gibt. Ein Scheitern würde nicht nur die finanzielle Gesundheit Amerikas gefährden, sondern könnte auch der Sowjetunion die Möglichkeit geben, weitere Schritte in die arabische Welt zu unternehmen.“¹⁶³

Drei Jahre später ist das Thema auch in den politischen Welt angekommen. Die Bemühungen Europas, den Euro auch als Energiewährung zu etablieren, haben wir schon beschrieben. Aber erst vor dem Hintergrund der Jahre 1971 bis 1974 wird die historische Tragweite dieses Vorstoßes wirklich greifbar. Erinnern wir uns an die Berichte über Europas kleinen Aufstand gegen den US-Dollar:

„Die Europäische Union wird Pläne vorlegen, um die Dominanz des Dollars auf den Weltmärkten, einschließlich der Energiemärkte, in Frage zu stellen, da sie darauf abzielt, die internationale Rolle ihrer Währung zu stärken und angesichts eines zunehmenden Risses in den transatlantischen Beziehungen unabhängiger von den USA zu werden.“

„Die Pläne der Kommission zielen darauf ab, das so genannte ‚exorbitante Privileg‘ des US-Dollar abzuschwächen, das es Washington ermöglicht, die globale Einhaltung seiner außenpolitischen Ziele, auch durch die EU, zu erzwingen.“¹⁶⁴

Martin Selmayr ist Generalsekretär der EU-Kommission und gilt als einer der mächtigsten Deutschen in Brüssel. Am 10. Juni 2018 setzte er die folgende Nachricht auf Twitter ab. In dieser fasst er die Einstellung Europas sehr konzise zusammen – und schließt den Bogen von 1971 bis heute.



¹⁶³ „The Untold Story Behind Saudi Arabia’s 41-Year U.S. Debt Secret“, Bloomberg, 31. Mai 2016, eigene Übersetzung

¹⁶⁴ „Here’s How Europe Plans to Challenge the Dollar’s Dominance“, Bloomberg, 3. Dezember 2018, eigene Übersetzung

Europa hat die Vergangenheit nicht vergessen. Und bastelt schon seit 50 Jahren an einer Zukunft, in der man dem US-Dollar Alternativen entgegensetzen kann. Eine davon ist der Euro. Die andere ist Gold. Das Eurosystem hält rund 11.000 Tonnen Gold als Reserve, fast 3.000 mehr als die USA offiziell besitzen.

Die Zentralbanken vertrauen auf Gold

„Nun, es ist interessant, Gold ist noch immer bedeutend. Ich frage mich selbst, falls Gold ein Relikt einer langen Geschichte ist, warum wird dann Gold im Wert von einer Billion US-Dollar von den Zentralbanken weltweit plus dem IWF und anderen Finanzinstitutionen gehalten? Wenn es wertlos und bedeutungslos ist, warum halten das dann noch alle?“

Alan Greenspan, April 2018

Ein Goldbarren behält immer seinen Wert, ob Krise oder keine Krise. Das schafft ein Gefühl der Sicherheit. Der Goldbestand einer Zentralbank gilt daher als Symbol für Solidität.

De Nederlandsche Bank

Die Goldkäufe der internationalen Zentralbanken sind nur selten Thema für die Mainstream-Medien. Aber als Anfang dieses Jahres bekannt wurde, dass die Notenbanken zuletzt so viel Gold gekauft haben wie seit 1971 nicht, war das doch einige Schlagzeilen wert. Nicht zu vergessen: Bis 2010 waren die globalen Zentralbanken jahrelang als Verkäufer von Gold aufgetreten. Erst seitdem sind sie netto auf der Käuferseite zu finden, entziehen dem Markt also physisches Gold.¹⁶⁵ Alleine im Jahr 2018 haben sie 651 Tonnen Gold gekauft. Das entspricht einem Anstieg gegenüber dem Vorjahr von 74%.¹⁶⁶

Und im Mai dieses Jahres, nachdem das erste Quartal auch besonders stark war, wurde auch die US-Nachrichtenagentur Bloomberg ungewöhnlich deutlich:

„Die Zentralbanken lassen den Dollar für Gold fallen.“

„Die Goldkäufe der Zentralbanken, angeführt von Russland und China, waren im ersten Quartal die höchsten seit sechs Jahren, da die Länder ihre Vermögenswerte vom US-Dollar weg diversifizieren.“

„Die globalen Goldreserven stiegen im ersten Quartal um 145,5 Tonnen, ein Anstieg um 68 Prozent gegenüber dem Vorjahr, sagte der World Gold Council am Donnerstag in einem Bericht. Russland bleibt der größte Käufer, da das Land seine US-Treasury-Bestände im Rahmen einer De-Dollarisierungsmaßnahme reduziert.“¹⁶⁷

Insgesamt 16 Länder haben seit Anfang 2017 auf dem Goldmarkt zugegriffen.¹⁶⁸ Damit wurde der seit 2009 bestehende Trend, dass die Zentralbanken Nettokäufer am Goldmarkt sind, erneut bestätigt, wie der folgende Chart zeigt.

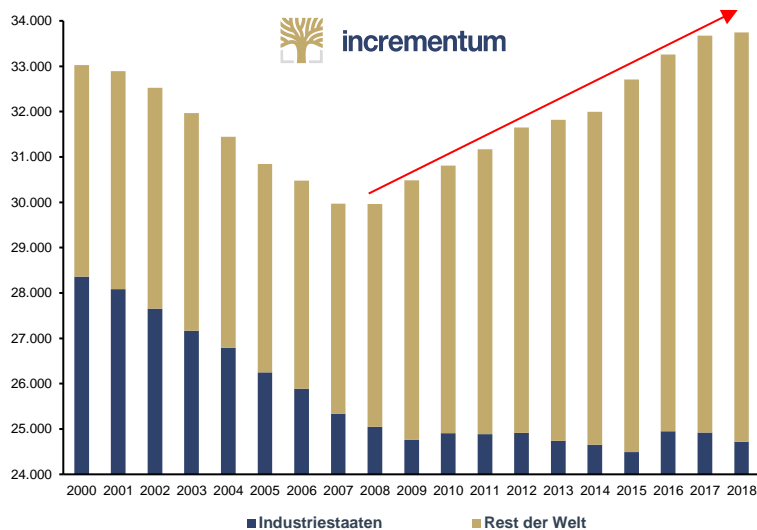
¹⁶⁵ Vgl. „Die Portfolioeigenschaften von Gold“, In *Gold We Trust-Report* 2018

¹⁶⁶ Vgl. „Central Banks Are on the Biggest Gold-Buying Spree in Half a Century“, Bloomberg, 31. Jänner 2019

¹⁶⁷ „Central Banks Are Ditching the Dollar for Gold“, Bloomberg, 2. Mai 2019, eigene Übersetzung

¹⁶⁸ Vgl. „Central Banks Snapping Up Gold: Hungary, Poland New Buyers“, Kitco News, 2. November 2018

Entwicklung der Goldreserven der Zentralbanken, in Tonnen, Q4/2000-Q4/2018



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Nach 650 Tonnen im Vorjahr erwarten die Analysten des World Gold Council auch heuer wieder Zukäufe von um die 600 Tonnen. Aber die Zahlen alleine erzählen nur die halbe Geschichte. Man muss sich auch fragen, *warum* die Notenbanken so fleißige Goldkäufer sind.

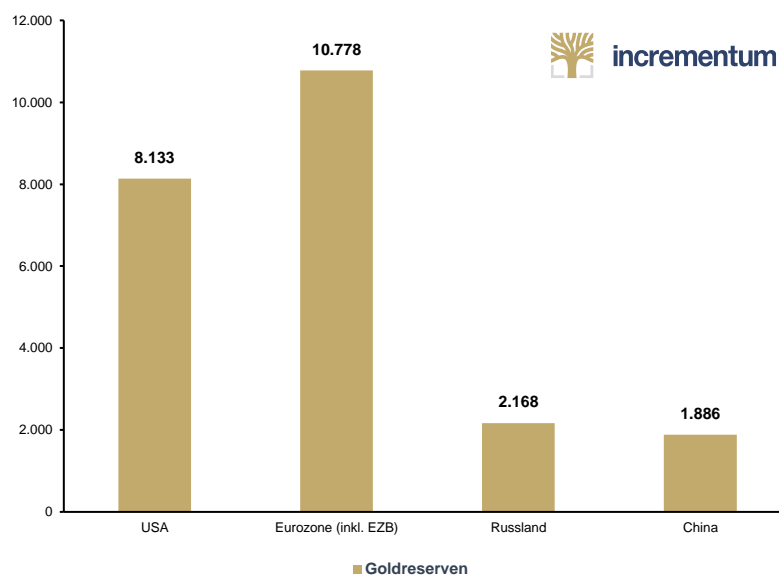
Inflation ist die Achillesferse des Zentralbankensystems. Damit diese aber ihre zerstörerische Wucht entfaltet, braucht es politische Brüche und eine Deglobalisierung größeren Ausmaßes.

Robert Rethfeld

Die Antwort ist De-Dollarization. Wir haben bereits dargelegt, dass immer mehr Staaten langsam das Vertrauen in das aktuelle, vom US-Dollar dominierte System verlieren. Gold, das von vielen Notenbanken inzwischen zum Marktwert in die Bilanz genommen wird,¹⁶⁹ bietet eine Alternative. Es ist tatsächlich das einzige wirklich neutrale Asset, das den Staaten und Notenbanken zur Verfügung steht. Rund ein Drittel der weltweiten Goldbestände liegt in den Tresoren der Notenbanken.

¹⁶⁹ Das Eurosystem verbucht die Gewinne bzw. Verluste aus den Bewegungen des Goldpreises als „Ausgleichsposten aus Neubewertung“, weswegen etwa Buchgewinne aus Kurssteigerungen nicht als Gewinn ausgeschüttet werden.

Goldreserven USA, Eurozone, Russland und China, in Tonnen, 05/2019



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Niemand beschreibt das besser als die DNB, die Notenbank der Niederlande:

„Aktien, Anleihen und andere Wertpapiere sind nicht ohne Risiko, und die Preise können sinken. Aber ein Goldbarren behält seinen Wert, auch in Krisenzeiten. Deshalb haben die Zentralbanken, einschließlich der DNB, traditionell beträchtliche Mengen an Gold gehalten. Gold ist das perfekte Sparschwein - es ist der Vertrauensanker für das Finanzsystem. Fällt das System zusammen, kann der Goldbestand als Grundlage für den Wiederaufbau dienen. Gold stärkt das Vertrauen in die Stabilität der Bilanz der Zentralbank und schafft ein Gefühl der Sicherheit.“¹⁷⁰

Die USA werden aufmerksam

„Die Dominanz des Dollars mag die Trump-Ära überdauern, aber sie ist nicht garantiert. Wenn der Präsident weiterhin an den amerikanischen Institutionen rumhackt, wird auch der Dollar leiden. Dieses könnte eine der größten Narben sein, welche diese Regierung der amerikanischen Wirtschaft hinterlässt.“

Eswar Prasad

*The Fed is my biggest threat...
Because they are raising rates
too fast.*

Donald Trump

Eines muss man Donald Trump lassen: Es gelingen ihm tatsächlich Dinge, die man vorher für unmöglich gehalten hätte. Seine aggressive Außenpolitik und die Tatsache, dass er den US-Dollar als Waffe einsetzt, schaffen den Anlass dafür, dass auch im US-Mainstream zum allerersten Mal offen über die Tatsache gesprochen wird, dass der US-Dollar eines Tages vielleicht nicht mehr die

¹⁷⁰ „DNB's gold stock“, De Nederlandsche Bank, Stand: 1. Mai 2019, eigene Übersetzung

Trump's 'America First' Puts the Dollar Last.

Deutsche Bank

alleinige Leitwährung sein könnte. Was früher höchstens angedeutet oder gar als Verschwörungstheorie abgetan wurde, wird heute offen besprochen.

Zusätzliches Futter erhalten die Kommentatoren vom US-Präsidenten immer dann, wenn er offen die Federal Reserve attackiert und deren geldpolitischen Kurs in Frage stellt. Damit beschädigt Trump den US-Dollar zusätzlich von innen, während die Handels- und Sanktionspolitik das Vertrauen in den US-Dollar als stabiles und neutrales Weltgeld untergräbt. In der „New York Times“ schreibt der Ökonom Eswar Prasad:

„Schließlich könnten die offenen Angriffe von Herrn Trump auf die Federal Reserve ihre Glaubwürdigkeit beeinträchtigen. Haushalte, Unternehmen und Investoren vertrauen der Fed, das Notwendige zu tun, um die Inflation zu kontrollieren, auch wenn dies bedeutet, politisch unpopuläre Entscheidungen zu treffen, wie z.B. die Anhebung der Zinssätze, wenn die Wirtschaft schnell wächst. Wenn der Präsident sagt, dass die Fed "verrückt" und "außer Kontrolle" ist oder kommentiert, dass er "nicht glücklich" oder "enttäuscht" von den Zinsentscheidungen der Fed ist, könnte er irreparablen Schaden anrichten. Das Vertrauen der Anleger in die Fed als Institution, die sich nicht von der politischen Wende abbringen lässt, ist entscheidend für den Erhalt des starken Dollars.“¹⁷¹

Und die „New York Times“ ist nicht alleine mit ihrer Beobachtung. Auch die großen Player an der Wall Street sind auf das Thema aufmerksam geworden, nachdem Russland Ende 2018 mit dem Abverkauf von US-Staatsanleihen begonnen hat. Die russische Zentralbank hat mindestens 85 ihrer insgesamt 150 Mrd. an US-Dollar-Assets verkauft, sagt der Goldman-Analyst Zach Pandl. Mit einem Anteil von 63% an den internationalen Währungsreserven lag der Dollar zuletzt auf dem niedrigsten Niveau seit Jahren, während die Bedeutung von Euro, Yen und Yuan zunahm. Goldmans Zach Pandl führt weiter aus:

„Das Sanktionsrisiko scheint einen wesentlichen Teil des beobachteten Rückgangs zu erklären. Der Anteil des Dollars an den Reserven könnte weiter sinken, wenn andere große Reserveninhaber im Laufe der Zeit ähnliche Veränderungen vornehmen würden wie die Zentralbank von Russland.“¹⁷²

Begegne der Unordnung mit Ordnung und dem Ungestüm mit Ruhe.

Sunzi

Und dann ist da noch ein gewisser Larry Fink, Gründer und CEO von Blackrock, dem größten Asset-Verwalter der Welt. Der bringt auch die Themen Budgetdefizit und die Staatsverschuldung ins Spiel. Der Status des US-Dollars als Weltleitwährung werde nicht ewig zu erhalten sein, so Fink im Sommer 2018. Er sagte auch, dass ein Streit mit China vor diesem Hintergrund keine gute Idee sein könne, weil Peking auf den größten Beständen an US-Staatsanleihen sitzt:

„Im Allgemeinen, wenn Sie mit Ihrem Bankier kämpfen, bringt das kein gutes Ergebnis. (...) Ich würde nicht empfehlen, dass Sie mit Ihren Kreditgebern kämpfen, und wir kämpfen mit unseren Kreditgebern. Vierzig Prozent des

¹⁷¹ „How Trump Could Fatally Weaken the Dollar“, New York Times, 14. Oktober 2018, eigene Übersetzung

¹⁷² „Goldman Says Dollar's Reserve Position Hit by US Sanction Risk“, Bloomberg, 16. Oktober 2018, eigene Übersetzung

The most difficult challenge for the aspiring issuer of the new international currency was the creation of a deep, liquid, and stable secondary market in the relevant financial assets.

Barry Eichengreen

US-Defizits werden durch externe Faktoren finanziert. Kein anderes Land hat so etwas.¹⁷³

Unter den amerikanischen Ökonomen finden sich nur sehr, sehr wenige, die das Thema US-Dollar-Dominanz offen ansprechen. Es wirkt fast so, als gäbe es ein Redeverbot, eine Omerta, wenn man so will. Berkeley-Professor Barry Eichengreen, ein ausgewiesener Währungsexperte, macht da aber nicht mit. **Er warnt schon seit einigen Jahren vor der Gefahr, dass der US-Dollar seinen Status eines Tages verlieren könnte.** Seine Vision von der Zukunft deckt sich auch mit jener, die von Europa, Russland und China gesehen wird: Der US-Dollar wird nicht von einem Tag auf den anderen ersetzt werden. Stattdessen gehen wir von einem unipolaren in ein multipolares System, in dem mehrere Leitwährungen gleichzeitig bestehen. Eichengreen ist auch einer der ganz wenigen US-Ökonomen, die dem Euro eine echte Chance geben:

„Europa hat Fortschritte bei der Überwindung seiner Krise gemacht, und die Wirtschaft wächst wieder. Die Märkte für auf Euro lautende Vermögenswerte werden größer und liquider.“¹⁷⁴

Tatsache ist, dass der Euro in den Statistiken einen soliden zweiten Platz hinter dem US-Dollar einnimmt. Die verstärkte Nutzung als Währung im Energiehandel würde auch die Stellung des Euro als internationale Reservewährung stärken. Aber, wie praktisch alle Ökonomen, ist auch Eichengreen skeptisch, ob das fragmentierte politische System der EU als Basis für eine Weltwährung dienen kann. Noch beläuft sich der Anteil des Euro an den globalen Währungsreserven auf nur 20%.

Dem gegenüber steht das extrem zentralistisch regierte China. Auch hier gibt es Fragezeichen. Der Anteil des Yuan an den Währungsreserven beträgt gerade einmal 2%. Eichengreen merkt an:

„Jede wahre globale Währung in der Geschichte der Welt war die Währung einer Demokratie oder einer politischen Republik, bis hin zu den republikanischen Stadtstaaten Venedig, Florenz und Genua im 14. und 15. Jahrhundert. China weiß, dass es politische Reformen durchführen muss, um die Rechtsstaatlichkeit und die Zuverlässigkeit der Vertragsdurchsetzung zu stärken. Reicht das ohne Demokratisierung aus, um eine führende Rolle für den Renminbi zu unterstützen? Wir haben so etwas noch nie gesehen, aber China hat viele Dinge getan, die andere Länder bisher nicht geschafft haben. Ich würde nicht ausschließen, dass sie das auch tun können.“

„Man braucht eine starke und zuverlässige Regierung, die vorhersehbare Richtlinien umsetzt, die investorenfreundlich sind. In der Zwischenzeit tun die Vereinigten Staaten unberechenbare Dinge, und es gibt keine europäische Regierung, sondern eine Sammlung von Regierungen, die versuchen, bei

¹⁷³ „World's Largest Asset Manager Warns: The Dollar's Days As Global Reserve Currency Are Numbered“, Zero Hedge, 7. November 2018, eigene Übersetzung

¹⁷⁴ „The dollar's days as the world's most important currency are numbered“, Quartz, 11. Dezember 2017, eigene Übersetzung

einer Kapitalmarktunion zusammenzuarbeiten. Vielleicht wird China zum attraktiven Emittenten.“¹⁷⁵

Fazit

„Schauen Sie zurück in die Vergangenheit, mit seinen sich verändernden Imperien, die aufgestiegen und gefallen sind, und Sie können auch die Zukunft vorhersehen.“

Mark Aurel

Es gibt eine Sache, die man nicht vergessen sollte, weil sie offenbar im Denken von Donald Trump eine wichtige Rolle spielt. Die Vorteile einer Reservewährung beschränken sich nicht darauf, dass die Unternehmen des Landes leichter rechnen können und keinen Wechselkursschwankungen ausgesetzt sind. Die Reservewährung ist immer auch Fluchtpunkt und „sicherer Hafen“ für die Anleger. Und noch haben die USA trotz aller Kapriolen Donald Trumps das Vertrauen an den Märkten nicht verspielt. Die US-Dollar-Märkte sind immer noch mit Abstand die größten und wichtigsten der Welt.

Wir werden nicht durch die Erinnerung an unsere Vergangenheit, sondern durch die Verantwortung für unsere Zukunft weise gemacht.

George Bernard Shaw

Donald Trump ist derjenige, der spielt – und zwar mit der Angst der anderen vor einer Finanzkrise. Denn, wie wir schon 2008 gesehen haben, flüchten die Anleger immer zuerst zum König und nicht zu den Herausforderern. Das ist auch der Grund, warum China sich so schwer damit tut, den Yuan zu internationalisieren und konvertibel zu machen. Man will eine massive Kapitalflucht verhindern.

Erst die nächste große Krise wird zeigen, ob Euro, Yuan oder Gold dem Leitwährungsstatus des US-Dollars wirklich etwas anhaben können – oder ob der US-Dollar noch immer genug Saft hat. Bis dahin wird der schleichende Prozess des Vertrauensverlustes in die dominante Währung der vergangenen sieben Jahrzehnte wohl weitergehen.

Diplomacy is the art of telling people to go to hell in such a way that they ask for directions.

Winston Churchill

Das bedeutet: Die Notenbanken werden weiter regelmäßig Gold zukaufen. Die EU und China werden die Infrastruktur wie Zahlungssysteme rund um Euro und Yuan weiter verbessern. Es wird weitere zwischenstaatliche Vereinbarungen geben, den US-Dollar im bilateralen Handel zu umgehen, und die aggressive Außenpolitik Donald Trumps wird all diese Bemühungen weiter beschleunigen. Schon heute ist der US-Dollar nicht mehr ganz alleine. Die Einführung des Euro hat erstmals eine Alternative etabliert. Aber noch gibt es viele Fragezeichen zum Euro – und noch mehr beim chinesischen Yuan. **Die Antworten auf diese Fragen werden darüber entscheiden, wer den US-Dollar irgendwann beerben könnte.**

¹⁷⁵ „The dollar's days as the world's most important currency are numbered“, Quartz, 11. Dezember 2017, eigene Übersetzung

Highlights: Freegold – 20 Jahre später: Ein Interview mit „FOFOA“

„What will change is how we view money and wealth. Everything else in Freegold flows from that!“

FOFOA

Key Takeaways

- Es gibt eine Gruppe von sagenumwobenen Bloggern, die eine völlig einzigartige Sicht auf Geld, die Energiemärkte und Gold haben. Sie glauben, dass wir in ein neues Währungs- und Finanzsystem eintreten, in dem Gold wieder eine zentrale Rolle einnehmen wird.
- Der Begriff, den sie für dieses System verwenden, ist „Freegold“. Die Theorie geht auf die späten 1990er-Jahre zurück, als ein mysteriöser Autor in Online-Goldforen auftauchte. Er nannte sich selbst „Another“ und schrieb über den Goldmarkt, wie niemand zuvor oder danach. Viele halten ihn noch immer für einen echten Zentralbank-Insider.
- Wir haben ein ausführliches Interview mit dem bekanntesten Autor geführt, der sich noch immer aktiv mit „Freegold“ beschäftigt. Er verwendet das Pseudonym „FOFOA“. In diesem Exklusivinterview erklärt er, was „Freegold“ ist, und er prognostiziert einen viel, viel höheren Goldpreis.

Dieses Exklusivinterview mit dem legendären Blogger FOFOA ist im Original rund 45 Seiten lang. Einige besonders wichtige Passagen finden Sie in diesem Kapitel. Das Interview in seiner gesamten Länge können Sie kostenlos auf unserer Webseite unter folgendem Link herunterladen: <https://ingoldwetrust.report/igwt/freegold>

Ohne weitere Umschweife gehen wir in medias res!¹⁷⁶

Beginn der Kurzfassung

FOFOA on how the Freegold view on gold is different from the „classic goldbug“ view:

For A/FOA, gold is the master proxy for real wealth, meaning not money, but the actual wants and needs that contribute to our standard of living. That's real wealth, useful things, and gold is the useless proxy we can save and exchange for those things in the future.

To goldbugs, on the other hand, gold is the rhetorical proxy for a whole menu of other metals, commodities, hard assets, and shares in the companies that produce them. When goldbugs talk about gold, they're really talking about gold and silver... and platinum and palladium and rhodium and mining shares and so on. You'll often hear goldbugs say things like „silver is like gold on steroids,“ but you'll never see A/FOA say anything like that.

On the Freegold view of fiat money, and how it's different from the „classic“ view we all know:

Freegold really is an easy money system, if we're talking about the monetary system and not the wealth asset used for saving. Freegold money is just like today's money. And that's, I think, the big difference in A/FOA's view of the fiat monetary system.

Yes, there are many problems today, but they stem from the \$IMFS, not from modern fiat money. And by that, I mean they stem from savers all over the world saving in today's fiat money. That is truly the root cause of most of the problems people blame on easy money. We don't need to fix modern fiat easy central bank money, we just need to stop saving in it.

On how A/FOA's view on oil is it different from the „classic“ view we all know:

So here's the other big difference between A/FOA's view and the „classic“ view. The „classic“ view is that if we ever see USD 30,000 gold, then oil would have to be at least USD 1,000 a barrel. But Another foresaw a post-revaluation gold/oil ratio of

¹⁷⁶ Nach reiflicher Überlegung haben wir uns auch an dieser Stelle dazu entschlossen, das Interview nicht zu übersetzen. Wir bitten um Ihr Verständnis.

as high as 1,000:1, meaning, in real terms, not nominal terms, gold could be revalued to USD 30,000 an ounce with oil still at USD 30 a barrel!

This is possible, because A) the price of gold has no impact on the price of other things—it's basically an arbitrary price—whereas the price of oil is closely related to the general price level, i.e., inflation, and B) because the gold/oil ratio of the last 73 has never been allowed to find its physical equilibrium price. As I said, it all comes down to „**the battle to keep gold from devaluing oil (in direct gold for oil terms)**.“

The „battle“ has already ended. Europe stopped when the euro was launched, and the rest of the foreign public sector stopped supporting the \$IMFS five years ago. The gold/oil ratio which persists today is merely an artifact of the \$IMFS, the result of regression and the expectation of traders that tomorrow will be just like yesterday, just like the gold/silver ratio is an artifact of the same. It won't break until the \$IMFS ends. But when it does, the outcome A/FOA foretold is about 50 times greater than „the classic view we all know.“

On the future value of gold:

USD 55K is my number. I first used it in 2009. A/FOA used USD 30K, but that was back when gold was under USD 300 an ounce and oil was around USD 12 per barrel.

What is the thinking behind those numbers?

Well, first let me address A/FOA's number and where it came from. FOA was asked that question back in 1999, and he said it was a projection taken from a study done way back in 1988 in response to the stock market crash of 1987. It was based on the dollar losing „reserve use“. Here's what he wrote:

„This work started back in 1988, not long after the 87 crash. Important people were asking some very serious questions about the timeline of the world monetary system. They expected a long term evolving report that would expand ongoing events into a format of true life context. A context to be understood at all levels of economic exposure. In other words, it had to do a better job of explaining the (then) recent illogical swings of world economic affairs and the effects of those swings on various national economic groups. Were we progressing into a new, better age, or was our system responding in a death-like downtrend?

Because the questions grew from a fear that the world economy would indeed contract in the future, leaders wanted to know how one could retain the most wealth during such an event. It was thought that if the basic extended family blocks of a nation could survive such a collapse, savings intact, those nations and their children would be a benefit to economic affairs of the future. In effect, negate a possible return to the Dark Ages of European history. Our time frame was outward some 20+ years. I cannot offer the full report or its complete ongoing analysis. But, the effort you have seen to date is one of sharing somewhat for the common good of all.“

That gives us a good framework for understanding Another, as well as an idea of where the USD 30K number originated. We don't have all the details or calculations that went into it, but at least we know it was the result of a study.

On the potential for a dollar collapse:

What's important today is not what's priced in dollars or the dollars used for transactions, but the dollars held as reserves, savings and wealth. If you buy oil in dollars, what matters is if the seller then holds those dollars as reserves, savings or wealth. If he exchanges them for another currency he needs to pay his expenses or employees or whatever, then the transaction is basically irrelevant to the dollar.

The ball that I watch is capital inflow, that is, foreigners buying US assets. That's all it takes to support the current system. When that stops, we will get dollar hyperinflation. Since 2013, the foreign public sector has been flat, which means foreign central banks stopped more than five years ago. It's been the foreign private sector buying our bubbles since then.

That will stop when the markets crash, and an important part of my theory is that I don't think the foreign central banks will pick up the slack this time like they have in the past. That idea is based on a number of things, from trends to statements to actions. And I view developments like the European uneasiness over Iran sanctions you mentioned as supportive of my theory.

Ewald Nowotny, the governor of Austria's central bank and a member of the ECB governing council, last year talked about Europe's efforts to counter the USG's use of the dollar as a weapon. When the markets crash, and the foreign private sector stops buying US assets, the dollar will devalue. This devaluation will force the USG to print money hand over fist, but all that will do is cause the dollar collapse to accelerate.

The question is whether Europe and China will prop up the dollar at that critical juncture between when the stock market crashes and the dollar devaluation begins. In the past, they couldn't let the dollar collapse without it taking them down with it. But today they are prepared, and because they are now taking active measures to counter the USG's aggressive use of its exorbitant privilege, I don't think they will be very quick on the draw trying to prop it back up. And that hesitation is important, because once the dollar collapse gets underway, there will be no putting that cat back in the bag.

On bubbles and the stock market:

In January of 2016, I wrote a post called *The Unicorn Economy* focused on the tech bubble, and ever since then I've been looking for bubbles. In January of 2017, I wrote about the „bubble of bubbles,“ and in November of that year I had a section in a post titled, „Bubbles Built on Bubbles Built on Bubbles“. By that time, a few people were calling it the „everything bubble“, and in January of 2018, I called it the „Bubble of Bubble Bubbles“, dubbing 2018 the year of the POP.

I heard something on a recent interview I watched, I think it was Jeffrey Gundlach. He said, basically, that the first sign of a bubble market turning is usually some single crazy mania thing that happens. Like in the dot-com bubble, it was Pets.com, and in this one it was Bitcoin. It's a sign that something has changed.

That whole run-up in Bitcoin from USD 2,000 to USD 20,000 during the second half of 2017 was pretty insane, and I had several posts during that time on related topics. That manic phase ended on 12/15/17, and a little over a month later, on 1/29/18, the stock market bubble popped. That was when it dropped 10% in 10 days. The turn in the market was confirmed with the October 3rd retest, and again on Christmas Eve with a 6% drop from the previous day's high.

As I write, we are testing the highs for a triple top, but I'm pretty convinced that the nine-year bull market turned into a bear last year, and this year I'm looking for a big drop, not just in stocks, but in the „everything bubble“, which includes virtually all US wealth assets except gold, things like real estate and art, too.

That's what I'm looking out for, because I think *that's* the next (final?) step on the trail to Freegold.

On floating exchange rates, the US trade deficit, and hyperinflation:

You see, the whole world is in a floating exchange rate regime today, ever since the Jamaica Accord in 1976. It's been a dirty float for most of that time, but since 2013 it's been pretty clean. That means the dollar is floating too. But its position in the float is the result of a constant inflow of capital, meaning a constant buying of dollars by foreigners which has been ongoing, non-stop, since 1975.

It's reflected in the US trade deficit. That's how you can see it. That's how you can know it's flowing in. A 44-year non-stop trade deficit doesn't just happen organically. It is *caused*. It is caused by a capital inflow. A capital inflow causes a trade deficit. And over 44 years of living with it day in and day out, the USG has grown addicted to it.

It's like the water in a fishbowl. The USG is a fish, and the perpetual trade deficit is the water. Only there are holes in the bottom of the fishbowl, so water is constantly leaking out. But there's also an equal inflow coming from a hose propped on top of the bowl. When the markets crash, that hose will be turned off, and the USG will find itself short on water.

When the markets pop and the inflow stops, the dollar will drop, and the USG will find its current nominal budget insufficient for even its most basic operations. It won't be able to borrow or tax more, so it will print. At that point, the dollar will have only undergone a devaluation, a sudden drop to a lower level. But when the USG starts printing just to maintain the status quo it has grown addicted to, the dollar will start slipping again.

The slip will become a slide, and the more they print, the faster it will drop. That's how hyperinflation works. You can never print enough, because printing begets more printing, and you can never outrun the bear.

So that's where I think we are in the dollar timeline today—right on the cusp of a big change. I can't say when it will happen, only that it's way overdue.

On how the „next financial system“ will look:

It's important to draw the distinction between Savers and professional investors, traders and speculators. True professionals were in Wall Street long before all the easy money came in, and they'll be there when it's gone. But there are also a lot of Savers today who think they are professional investors, traders and speculators, but wouldn't be very good at it without the ocean of easy money.

Just like in online poker. While it was big, there were lots of mediocre players who thought they were really good, just because there were so many bad players playing. But that all ended on April 15, 2011, when they shut down online poker in the US. They call it Black Friday, and poker hasn't been the same since. You can still play online outside of the US, but it's not the same, because the easy, passive, dumb money is gone. The floodgates that opened in 2003 were closed on April 15, 2011. And that, in a metaphorical nutshell, is how the „next financial system“ will differ from today.

The floodgates that let an ocean of passive Savers' money into the shark infested waters of Wall Street will close. Much savings will be lost, but new savings will go elsewhere. Investors, traders and speculators will still invest, trade and speculate, but it will be a smaller pool in which they play, and their skills, which have likely atrophied over the past 44 years, will once again be tested.

This is a big topic, and there are many implications worth exploring. It's something I do at the Speakeasy once in a while, gaze into my crystal ball, and write about how I think the future will look. But the bottom line is that when this sucker blows, all those savers still invested in Wall Street are going to be so badly burned that they'll never go back. At least not for several generations. And in my assessment, savings or Savers' money makes up the majority of the financial system today, so you can imagine how it's going to have to shrink.

Passive investments such as ETFs will probably shrivel and all but disappear. Real estate investing will be boring and difficult like it used to be, so REITs will probably follow ETFs. Far fewer kids will study finance at college. You get the picture.

On the Euro and the future role of gold:

Money will be just like it is today, mostly credit, denominated in a purely symbolic unit like the dollar or the euro. The dollar will have fallen far, and the euro will help bridge the gap. Most of the problems with the euro today, and criticisms of it, are actually effects of the current system, the dollar international monetary and

financial system (\$IMFS), the fishbowl in which even the euro swims today. Once it is free from the \$IMFS, the euro will be money par excellence. The reason is mostly because of its management structure.

The reason I have positive things to say about the euro is because, no matter how it's being used today, it was conceived and constructed to bridge the end of the dollar reserve system to the next one. Its design, its architecture, will not only allow it to survive the transition, but also to flourish within the next system.

In his famous acceptance speech for the International Charlemagne Prize of Aachen for the euro in 2002, Wim Duisenberg said, *„It is the first currency that has not only severed its link to gold, but also its link to the nation-state.“* You see, the euro solved **two** problems. 1. It severed its link to the wealth reserve function of money. And 2. it severed its link to the Triffin Paradox of an international currency being managed by a single nation. These are the dollar's two greatest problems, and the design of the euro resolved them.

Is it susceptible to politics and political influence? Of course, it is. But it's the currency of many very different countries, and that's why its susceptibility to political influence is actually a strength, not a weakness. FOA wrote:

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

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

So, money will be just like it is today: easy. Easy money, not hard money. We don't need hard money. Hard money is bad. It's bad for the economy, and it's bad for the debtors. Savers (and gold bugs) seem to want hard money, but after a while, those hard money systems end in either tears or bloodshed for the savers, as we abandon hard money once again. It happens over and over in history.

Freegold solves this problem, and ends the Groundhog Day repetition of easy and hard money systems forever. The role that gold will play is that of wealth reserve par excellence.

That doesn't mean that gold will be the very definition of wealth, but it will be the master proxy for wealth. And at a high enough price, there will be plenty of it to fulfill that role.

And on timing:

I think we're close. I think we're almost there. Like I said, I think a good stock market crash like 2008 will do it...

I think it will be a chain of uncontrollable events that will start with a stock market crash that could happen at any time. It could be something else, but whatever it is, I think the endpoint is still the same. And whatever it is, you can bet we'll be talking about it at the Speakeasy!

Ende der Kurzfassung

Das faszinierende Interview in seiner gesamten Länge können Sie auf unserer Webseite unter folgendem Link herunterladen:

<https://ingoldwetrust.report/igwt/freegold>

MENĒ

INVEST IN PURE 24K



Visit mene.com/igwt and sign up to receive an exclusive offer only for In Gold We Trust readers.

MENE.COM
TSXV:MENE

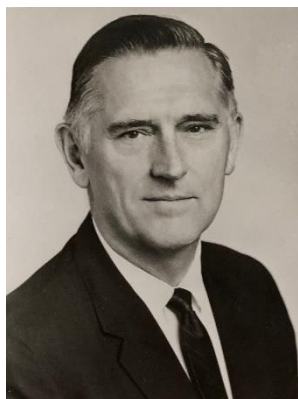
Die wegweisende Bedeutung der Exter-Pyramide

„We are in a world of irredeemable paper money – a state of affairs unprecedented in history.“

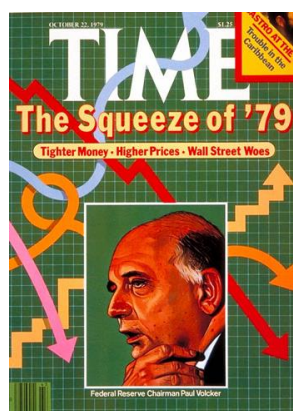
John Exter

Key Takeaways

- Dass die Erkenntnisse von John Exter heute noch Relevanz haben, führte uns die Große Finanzkrise 2007/2008 eindrucksvoll vor Augen. Wie es die Exter-Pyramide vermuten lässt, verloren Investoren während der Finanzkrise das Vertrauen in risikobehaftete Assetklassen. Innerhalb der Pyramide floss die Liquidität von oben nach unten.
- Rückblickend betrachtet, war Exter überaus prophetisch. So früh wie kein anderer hatte er erkannt, dass sich – ausgehend von den USA – die globale Geldmengenausweitung zunehmend vom traditionellen Bankensystem in das Schattenbankensystem verlagern würde.
- Während die gesamte Exter-Pyramide Schuldtitel – selbst Bargeld ist eine Verbindlichkeit und zwar jene der jeweiligen Zentralbank – umfasst, ist Gold niemandes Verbindlichkeit und somit keine Schuld. Daher ist Gold auch kein Teil der Exter-Pyramide.



John Exter
© Barry Downs



Quelle: Time Magazine

John Exter war ein US-amerikanischer Ökonom. Er wurde 1910 geboren, machte seinen Abschluss in Volkswirtschaftslehre an der Harvard University. Nach einem Aufenthalt am MIT trat Exter als Ökonom dem Board of Governors der Federal Reserve bei. 1948 war er zunächst Berater des philippinischen Finanzministers und dann des Finanzministers von Ceylon (heute Sri Lanka). Zwischen 1950 und 1953 agierte Exter als Gründungsgouverneur der Zentralbank von Ceylon, bis er schließlich Abteilungsleiter für den Nahen Osten bei der Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (IBRD) wurde. Im Jahr 1954 ernannte ihn die Federal Reserve Bank of New York zum Vizepräsidenten, wo er für das internationale Bank- und Edelmetallgeschäft zuständig war. 2006 verstarb er im Alter von 95 Jahren. Heute ist John Exter vor allem für die nach ihm benannte Exter-Pyramide bekannt. Grund genug, einen genaueren Blick auf John Exter und seinen Lebensweg zu werfen.

Wer heute an einer staatlichen Universität Volkswirtschaft studiert, wird eines sicher gelernt haben: Es soll Paul Volcker, der damalige Vorsitzende der Federal Reserve, gewesen sein, der Anfang der 1980er-Jahre der Inflation ein für alle Mal das Genick gebrochen haben soll, indem er die Zinsen bis zum Spitzensatz von 21,5% (1981) angehoben hatte. Seither sind die US-Zinsen gefallen und mussten kaum je wieder langfristig angehoben werden – gerade weil es seitdem gemäß offiziellen Verlautbarungen keine wirkliche Inflation¹⁷⁷ – im Sinne von Teuerung – mehr zu bekämpfen gab. **Paul Volcker ging als Inflation Fighter in die Geschichte ein – so jedenfalls die gängige Meinung.**¹⁷⁸

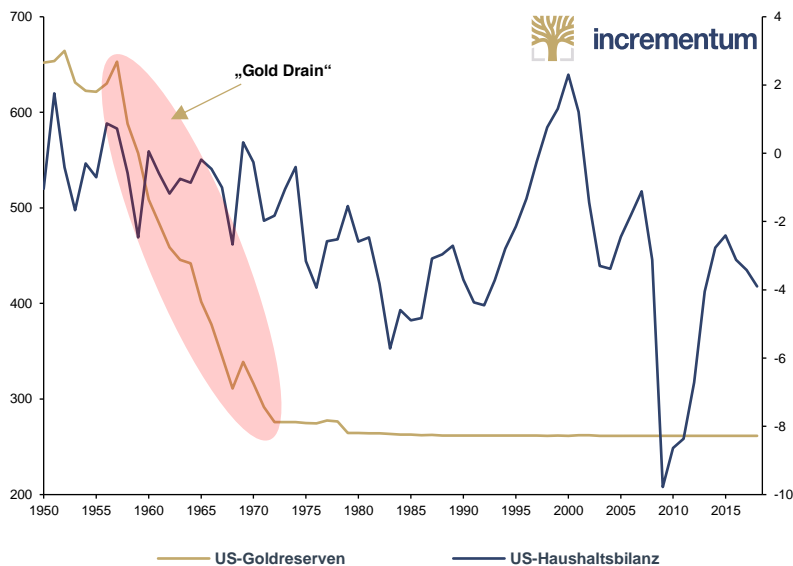
Dass sich Volcker, der 1979 zum Vorsitzenden der Federal Reserve ernannt wurde, zuvor an der wirtschaftlichen Situation dieser Zeit regelrecht Zähne ausbiss, ist ebenfalls in den Lehrbüchern nachzulesen. Die US-Wirtschaft durchlief gerade eine Phase der Stagflation. Die Inflation war hoch, das Wirtschaftswachstum aber niedrig. Für viele Menschen war es nicht nur schwierig, einen Job zu finden, auch ihre Ersparnisse sahen sie aufgrund der negativen Realzinsen dahinschwinden. Nur logisch also, dass die Politik die Unzufriedenheit und den Ärger aus der Bevölkerung auf Volcker übertrug und mit seiner Absetzung liebäugelte.

Die prekäre Situation in den USA hat bereits in den 1960er-Jahren ihren Anfang genommen. Es war jene Zeit, als die US-Regierung begann, chronische Haushaltsdefizite zu verzeichnen. Die Warnungen, wonach eine solche rücksichtslose Politik zur Folge haben würde, dass die US-Goldbestände sinken, der US-Dollar deutlich schwächer und die Preisinflation ansteigen würden, wurden von offizieller Seite in den Wind geschlagen.

¹⁷⁷ Für eine Kritik an der Bemessung der Preisinflation vgl. „Inflation und die Veranlagung“, In Gold We Trust-Report 2016

¹⁷⁸ Poole, William: „President's Message: Volcker's Handling of the Great Inflation Taught Us Much“, St. Louis Fed, Jänner 2005

US-Goldreserven, in Mio. Unzen (linke Skala), vs. US-Budgetsaldo, in % des BIP (rechte Skala), 1950-2018



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

I have directed Secretary Connally to suspend temporarily the convertibility of the dollar into gold or other reserve assets, except in amounts and conditions determined to be in the interest of monetary stability and in the best interests of the United States.

Richard Nixon

Doch 1971 musste Präsident Nixon aufgrund des anhaltenden Gold-Drains (ausgelöst insb. durch Frankreich) das Gold-Fenster schließen, indem er die Konvertierbarkeit des US-Dollar in Gold bei der US-amerikanischen Zentralbank für aufgehoben erklärte. Der damit einhergehende Vertrauensverlust in den US-Dollar und die zu dessen Dämpfung verabschiedeten Lohn- und Preiskontrollen setzten der US-Wirtschaft arg zu. Anfang 1980 erreichten die US-Zinsen bereits 20%, während die Arbeitslosigkeit bei 6% und das Geldmengenwachstums mit über 13% ebenfalls hoch waren.¹⁷⁹ Doch noch immer fühlte sich Volcker dazu verpflichtet, der US-Notenbank einen restriktiven Kurs aufzuerlegen, um die Glaubwürdigkeit der Fed und des Greenbacks wiederherzustellen.

John Exter besucht Paul Volcker

„We are in a world of irredeemable paper money – a state of affairs unprecedented in history.“

John Exter

Einer, der die Budgetpolitik der USA in den 1960er-Jahren kritisiert und vor den verheerenden Folgen gewarnt hatte, war John Exter. Dieser hatte einen Abschluss in Volkswirtschaftslehre von der Elite-Universität Harvard, war Mitglied des Direktoriums der Federal Reserve und wurde schließlich Vizepräsident der Federal Reserve von New York. Obwohl seine Warnungen

¹⁷⁹ Unemployment Rate by Year Since 1929 Compared to Inflation and GDP, The Balance, Jänner 2019

Much of contemporary politics is based on the assumption that government has the power to create and make people accept any amount of additional money it wishes.

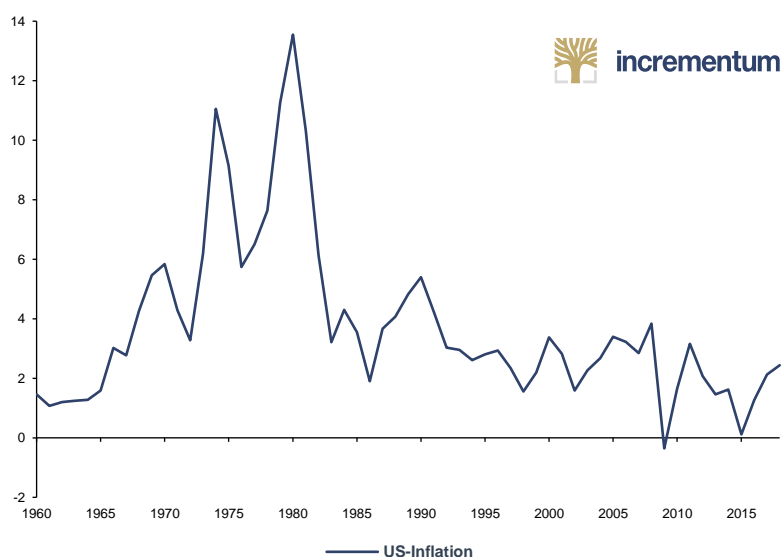
Friedrich August von Hayek

keinerlei Anklang fanden, wusste er als aktiver Investor von der Abwertung des US-Dollar und des damit einhergehenden Anstieges des Goldpreises zu profitieren.

Im April 1981 lagen die US-Zinsen nahe an der 20%-Marke. Zu dieser Zeit entschied sich der Fed-Vorsitzenden Paul Volcker spontan zu einem Treffen mit John Exter. Volcker wusste, dass es für ihn bald nur noch einen Weg gab: Das Öffnen der Geldschleusen, um die Zinsen auf ein tieferes Niveau zu bringen. Im Wissen darum, dass Exter die makroökonomischen Entwicklungen der letzten zwei Jahrzehnte ziemlich treffend vorhergesagt hatte, wurde dieser von Volcker zur brenzligen Lage befragt. Der zu diesem Zeitpunkt längst pensionierte Ökonom bestätigte ihm, dass die Zinsen zu senken seien, um die Wirtschaft wieder zu stabilisieren. Würde Volcker diesen Schritt nicht vollziehen, so würde die Wirtschaft vollends zusammenbrechen und er wäre seinen Job als Fed-Vorsitzender los, so das Verdikt Exters.

Dass das Treffen von Volcker und Exter in die Zeit der Fed-Entscheidung zur Zinssenkung fiel, dürfte wohl nur Zufall gewesen sein. Nach dem spontanen Treffen hatte sich Volcker nicht mehr bei Exter gemeldet. Die beiden kannten sich noch aus ihrer Zeit, als sie zusammen bei der New Yorker Fed gearbeitet hatten. Schon damals waren sie sich über die Bedeutung von Gold und dessen Bedeutung für das Währungssystem nicht einig.

US-Inflation (CPI), in %, 1960-2018



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

Ronald Reagan

Interessanterweise wurden die US-Zinsen dann nur einige Wochen nach dem Treffen gesenkt und es dauerte nicht lange, bis sich das Geldmengenwachstum und die Preisinflation verlangsamten. Wie wir in vorherigen *In Gold We Trust*-Reports bereits besprochen haben, sind Geldmengenwachstum und Preisinflation zwei unterschiedliche Phänomene.¹⁸⁰ Einer Preisinflation geht ein Geldmengenwachstum immer voraus, jedoch muss

¹⁸⁰ Zur Unterscheidung von Inflation und Teuerung bzw. Geldmengeninflation und Preisinflation vgl. „3. Gold und Inflation“, in: *In Gold We Trust*-Report 2015

nicht jedes Geldmengenwachstum automatisch zu einer Konsumgüter-Preis-inflation führen. Bis Ende 1982 war die Inflationsrate auf etwa 3% gesunken. Die Wirtschaft und die Börse begannen sich zu erholen. Die Wachstumsraten zogen wieder an. Die Arbeitslosigkeit ging zurück und die Inflation blieb niedrig. Auch der US-Dollar wurde stärker. Endlich war der Inflation das Genick gebrochen.¹⁸¹

Wie und woher konnte Exter dies erahnen? Natürlich verfügte auch er nicht über eine Glaskugel, aus der sich die Zukunft herauslesen lässt. Er war jedoch ein erfahrener Ökonom und zudem auch ein erfolgreicher Investor und verfügte daher über einen umfangreichen analytischen Erfahrungsschatz, aus dem er schöpfen konnte. Gerade das machte ihn zu einem Realisten. Es kommt daher nicht von ungefähr, dass er in seinen Schlussfolgerungen zu ähnlichen Erkenntnissen gelangte wie die Vertreter der Österreichischen Schule. Zu ihrem wohl bedeutendsten Exponenten, Ludwig von Mises, soll John Exter gar eine persönliche Bekanntschaft gepflegt haben.

Deflation vs. Inflation oder Exter vs. Mises

„Under the gold standard gold is money and money is gold. It is immaterial whether or not the laws assign legal tender quality only to gold coins minted by the government.“

Ludwig von Mises

The U.S. and world economies are on the threshold of a deflationary crash that will make the 1930s look like a boom. Gold will be the single best investment to own. Buy it now while it's still cheap.

John Exter

An einem Punkt ist die Meinungsverschiedenheit zu den Vertretern der Österreichischen Schule allerdings frappant. **Während viele Austrians – wenn auch nicht alle – immer wieder postuliert haben, dass eine ständige Geldmengenausweitung schlussendlich in einer Hyperinflation enden muss, hielt Exter ein deflationäres Szenario für wahrscheinlicher.** Je mehr Schulden geschaffen werden, desto grösser wird die Kreditblase und damit auch ein potenziell deflationärer Schock, wenn diese Kreditblase einmal platzt. Insbesondere mit von Mises soll Exter diese Frage immer wieder debattiert haben, zumal ersterer die Inflation und nicht die Deflation als drohendes Damoklesschwert über den globalen Welt- und Finanzmärkten schweben sah.

¹⁸¹ Butler, John & Down, Barry: *A banker for all seasons: the life and times of John Exter – champion of sound money*, 2013

Inflationäre Kräfte	Deflationäre Kräfte
Nullzinspolitik	Bilanzverkürzungen bei Banken
Kommunikationspolitik der Notenbanken (Forward Guidance)	Ausfall/Restrukturierung von Schulden
Quantitative Easing	Quantitative Tightening
Helikoptergeld, MMT	Stockende Kreditvergabe
Währungskriege	Produktivitätssteigerungen
GDP Targeting	Aktuell geringe Umlaufgeschwindigkeit
Shadow Banking	Regulierung (Basel III)

Quelle: [Österreichische Schule für Anleger](#), S. 104

The biggest market disasters happen when both leverage and securitization get mixed up with the same clever scheme.

Ben Hunt

Rückblickend war Exters Einschätzung prophetisch. So scheint er so früh wie kein anderer erkannt zu haben, dass sich – ausgehend von den USA – die globale Geldmengenausweitung zunehmend verlagerte und zwar vom traditionellen Bankensystem in ein sogenanntes Schattenbankensystem. Durch die voranschreitende Ausgabe von Staatspapieren, hypothekarisch gesicherten Wertpapieren und Unternehmensanleihen haben diese Vermögenswerte „Geldigkeit“ erlangt. Geld hat somit eine viele breitere Bedeutung anzunehmen begonnen und ist aktuell eigentlich alles, was über Finanzmärkte verbrieft, das heißt, finanzialisiert werden und so als Geld fungieren kann.¹⁸²

Wird heute von Inflation gesprochen, wird diese in der populär-ökonomischen Literatur sowie in Finanzzeitschriften fast ausschließlich im Zusammenhang mit den Konsumgüterpreisen thematisiert. So ist gemeinhin die Rede von Inflation, wenn diese durch den Konsumgüterpreisindex festgestellt wird. Auch wenn gegenwärtig die tatsächliche Teuerung durch fragwürdige Berechnungs-Methoden wie die „hedonische Preisbereinigung“¹⁸³ etc. abgeschwächt wird, so hat die aggressive Geldmengeninflationierung definitiv bislang zu keiner Explosion der Konsumgüterpreise geführt.¹⁸⁴

The modern mind dislikes gold because it blurts out unpleasant truths.

Joseph Schumpeter

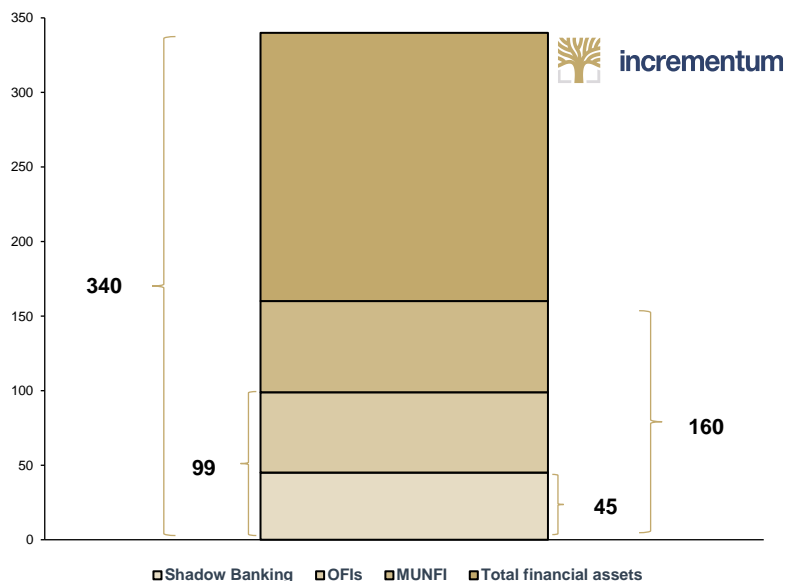
Die seit der Aufhebung des Goldstandards exponentiell gewachsene Geldmenge ist hauptsächlich in der Form eines zunehmenden Verschuldungsgrades in das Schattenbankensystem durchgesickert.

¹⁸² McMillan, Jonathan: *Das Ende der Banken*, 2018

¹⁸³ Hülsmann, Jörg Guido: *Krise der Inflationkultur*, 2014: „Dabei handelt es sich um die Methode, Qualitätsverbesserungen bei verkauften Produkten bei der Berechnung des Preisniveaus zu berücksichtigen. Selbst wenn sich die Preise für einen Haushaltscomputer einfachster Bauart von einem Jahr aufs nächste nicht ändern, so ist doch die ‚einfachste Bauart‘ infolge des technischen Fortschritts in der Regel besser als die des Vorjahres. Daraus wird der Schluss gezogen, dass der Gerätepreis nicht stabil geblieben, sondern vielmehr gefallen ist. Aber um welchen genauen Betrag ist er denn gefallen? Im Gegensatz zu den tatsächlich bezahlten Marktpreisen kann man den fiktiven ‚hedonischen‘ Computerpreis schließlich nicht beobachten. Stattdessen wird nun das subjektive Ermessen der Behörden an die Stelle der objektiven Tatsachenerhebung gesetzt. Dadurch können künstlich niedrige Preisinflationen nach Belieben angeordnet werden.“

¹⁸⁴ Vgl. „Exkurs: Die missverständliche Inflation“, *In Gold We Trust-Report 2016*

Größe des Schattenbankensystems im Vergleich zum gesamten Finanzmarkt, in Bill. USD, 2018



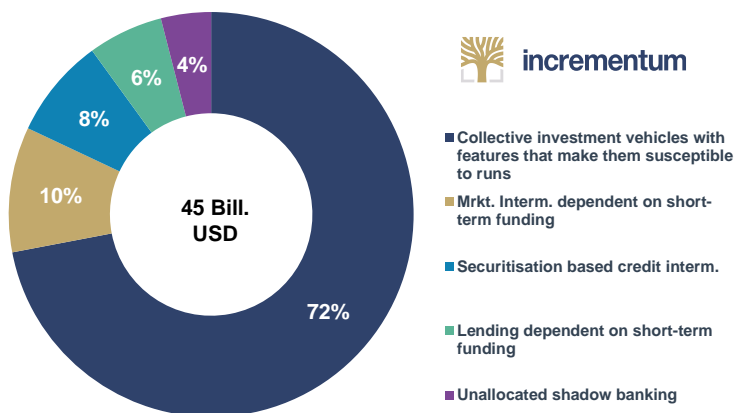
Quelle: BIS, FSB, Incrementum AG

History suggests that big money supply expansions have first led to asset bubbles and then deflationary busts, before the eventual onset of an inflationary period.

Charles Gave

Da die Finanzmärkte das Gros dieser Liquidität aufgesaugt haben und verhältnismäßig wenig in die Realwirtschaft durchgedrungen ist, zeigen sich bislang kaum Auswirkungen auf die Konsumgüterpreise. Eher waren in den letzten Jahren bei vereinzelt Gütern deflationäre Tendenzen auszumachen, zumal verschiedene Unternehmen durch die Kapitalaufnahme an den Finanzmärkten ihre Produktion tendenziell ausweiten konnten. Ein Beispiel aus der post-2008 Ära dafür sind die fallenden Öl- bzw. Gas- Preise, welche durch das kapitalintensive Fracking befeuert wurden. Der starke Anstieg der Fracking-Förderung ist eine direkte Folge des Niedrigzinsumfeldes und hat ein weiteres Auftürmen von Unternehmensschulden verursacht. Exter verstand, dass diese wachsende Verschuldung die Gesamtnachfrage der Realwirtschaft zunehmend belastet und Finanzmittel daher erst recht in das Schattenbankensystem abwandern lässt. Innerhalb des Schattenbankensystems teilen sich die unterschiedlichen Finanzinstrumente wie folgt auf.

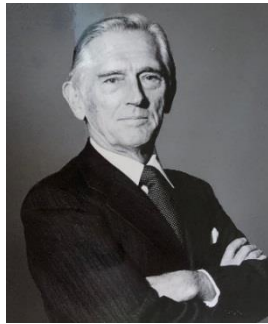
Finanzinstrumente, in % des Schattenbankensystems, 2016



Quelle: BIS, FSB, Incrementum AG

Die dadurch befeuerte Kreditblase würde eine immer grösser werdende Schuldenpyramide unterschiedlichster verbriefter Vermögenswerte errichten, wobei das Risiko einer plötzlich eintretenden Deflation mit jeder Ausweitung der Kreditmenge steigen würde, so die Befürchtung von John Exter. Falls die Schuldenpyramide einmal nicht mehr bedient werden könne, würde sie in einer deflationären Abwärtsspirale in sich zusammensacken, so seine Argumentation.

Mit der Banken- und Finanzkrise von 2008 drohte ein solches Szenario Wirklichkeit zu werden und die Befürchtungen Exters zu bestätigen. Auf dem Interbankenmarkt versiegte die Liquidität, wodurch die Banken unter immensen Druck gerieten. Um den deflationären Schock, vor allem aber dessen Ausweitung auf die Gesamtwirtschaft zu verhindern, wurde auf verschiedensten Ebenen interveniert. Nur so konnte eine Hyperdeflation auf breiter Front abgewendet werden. **In Anlehnung an den sogenannten Minsky-Moment kann deshalb davon gesprochen werden, dass die Finanzwelt 2008 nur haarscharf an einem Exter-Moment, einer deflationären Todesspirale, vorbeischrammte.**



John Exter
 © Barry Downs

Wer liegt nun richtig?

„Success breeds a disregard of the possibility of failure.“

Hyman P. Minsky

Haben sich Mises, Hayek und andere Österreicher mit ihren Warnungen vor der Hyperinflation somit vollkommen geirrt? Ein Blick auf die Konsumgüterpreise der vergangenen Jahrzehnte scheint einen solchen Schluss nahezu legen und manch ein zeitgenössischer Ökonom hält die Gedanken und Ansätze der Österreicher nicht zuletzt deshalb für völlig diskreditiert.

Doch wer genau hinsieht, der erkennt: Die globale Geldmengenausweitung der vergangenen Jahrzehnte hat sehr wohl immense Preisverzerrungen zur Folge, nur nicht dort, wo sie von offizieller Stelle verortet und gemessen werden. Die Inflationierung – und zwar jene des Kredits – hat fast ausschließlich innerhalb des Schattenbankensystems stattgefunden. Daher sind es nicht die Preise von Nahrungsmitteln, Energie oder langlebigen Konsumgütern, die aufgebläht wurden, sondern die Preise verschiedenster Finanzmarktinstrumente in Form von Schuldtiteln, die aufgrund der Finanzialisierung des Kredits „Geldigkeit“¹⁸⁵ erlangt haben und die Luft für das Aufblasen der Everything-Bubble bieten.

The sell decisions in a liquidity crisis are seldom made by the investor. They're made by the margin clerk. And in a context like that, everything gets sold, whether it has a bid or it doesn't have a bid.

Rick Rule

Dieses durch die Inflationierung des Kredits entstandene Kartenhaus aus Schuldtiteln hat mittlerweile eine beachtliche Größe erreicht. Die potenzielle Fallhöhe ist so hoch, dass eine sich selbstverstärkende Deflationsspirale die notwendige Folge eines Zusammenbruchs des Kartenhauses wäre. Die mögliche Fallkurve ist durch die Exter-Pyramide gut zu prognostizieren. Wie in einer Sanduhr fließt die Liquidität im Finanzsystem infolge sinkender Risikobereitschaft sukzessive nach unten. Oben stehen spekulative Anlagen mit geringer „Stress-Liquidität“ wie Finanzderivate, aus denen im Zuge des Vertrauensverlustes zunehmend Liquidität abgezogen wird, wodurch diese unter Preisdruck geraten. Kredit ist bekanntlich schlummerndes Misstrauen und insofern versuchen die Gläubiger, die stetig illiquider werdenden Anlageklassen zu veräußern und wandern infolge steigender Risikoaversion in die darunterliegenden Anlageklassen ab. Am unteren Ende stehen Staatsanleihen und Bargeldbestände.¹⁸⁶

Inflation und Deflation sind zwar Gegensätze, doch lassen sich in unserem heutigen Finanzsystem paradoxerweise beide Phänomene diagnostizieren. Das eine gegen das andere auszuspielen, liefert wenig Erkenntnis. Vielmehr ist die Kombination beider Ansätze, desjenigen von Mises und desjenigen von Exter, zielführend und führt einem die verworrene Situation unseres heutigen Finanzsystems besser vor Augen.

¹⁸⁵ Vgl. Hayek, Friedrich A. von: *Entstaatlichung des Geldes*, 2012, S. 56

¹⁸⁶ Vgl. „Gold im Umfeld eines deflatorischen Vertrauensverlustes“, *In Gold We Trust-Report 2012*

Missverständnisse um den Aufbau der Exter-Pyramide

„...I said I need dollar dollar, a dollar is what I need. And if I share with you my story would you share your dollar with me. Bad times are comin' and I reap what I don't sow. Hey hey“

Aloe Blacc, I Need A Dollar

All currencies are IOU nothings.

John Exter

Dass das Vermächtnis John Exters heute Relevanz hat, führte uns die Große Finanzkrise 2007/2008 eindrucksvoll vor Augen. Wie es die Exter-Pyramide der Schuldtitel vermuten lässt, verloren Investoren während der Finanzkrise das Vertrauen in komplexe und schwer verständliche Finanzderivate. Es kam zu Umschichtungen und Liquidität floss innerhalb der Pyramide nach unten.

Aktien und Schuldverschreibungen von Unternehmen bzw. Schwellenländern wurden liquidiert und strömten paradoxerweise in die USA, also den Ursprungsort und das Epizentrum der Krise. US-Anleger zogen ihr Kapital aus dem Ausland ab, während ausländische Investoren ihr Geld auf der Suche nach einem sicheren Hafen in den US-Finanzmarkt pumpeten. Von September bis Dezember 2008 hatten die US-Wertpapiermärkte Nettokapitalzuflüsse von 500 Mrd. USD zu verzeichnen. Das war mehr als das Dreifache der Gesamtnettozuflüsse in den US-Finanzmarkt in den ersten acht Monaten dieses Jahres. Wie ist das zu erklären?

The biggest misconception about gold is that it's no longer money. The idea that a bureaucrat, a president, could say in 1971 that gold's not money and therefore it isn't. After 4,000 years, that the bureaucrats control money, is an absurdity to anyone who studied history and understands economics.

Daniel Oliver

Wie die Zahlen verraten, flossen die Gelder fast ausschließlich in höchst liquide US-Treasuries. Also exakt so, wie es die der Exter-Pyramide zugrundeliegende Theorie erwarten ließ.¹⁸⁷ Seit der US-Dollar und mit ihm alle übrigen Papiergeldwährungen 1971 vom Gold entkoppelt wurden, hat es immer wieder vereinzelte Wirtschafts- und Finanzkrisen geben. Wenn auch Gold von den jeweiligen Vertrauensverlusten profitierte, so haben sich – zum Erstaunen und Verdruss vieler Goldbugs und Krisenpropheten – bislang stets US-Staatsanleihen als letztgültige Sicherheitsanlage erwiesen. Paradoxerweise haben Investoren aus aller Herren Länder die chronisch verschuldeten USA bisher in jeder Vertrauenskrise als sicheren Rückzugshafen aufgesucht.

Ist Exter mit seiner Einschätzung, wonach Gold die Spitze der umgekehrten Schuldenpyramide bildet, nicht doch falsch gelegen? Nein, denn Gold ist tatsächlich zuunterst angesiedelt. **Was jedoch häufig übersehen wird: Gold bildet zwar das untere Ende der Pyramide, ist selber aber kein Teil der Pyramide.**

Gold is money. Everything else is credit.

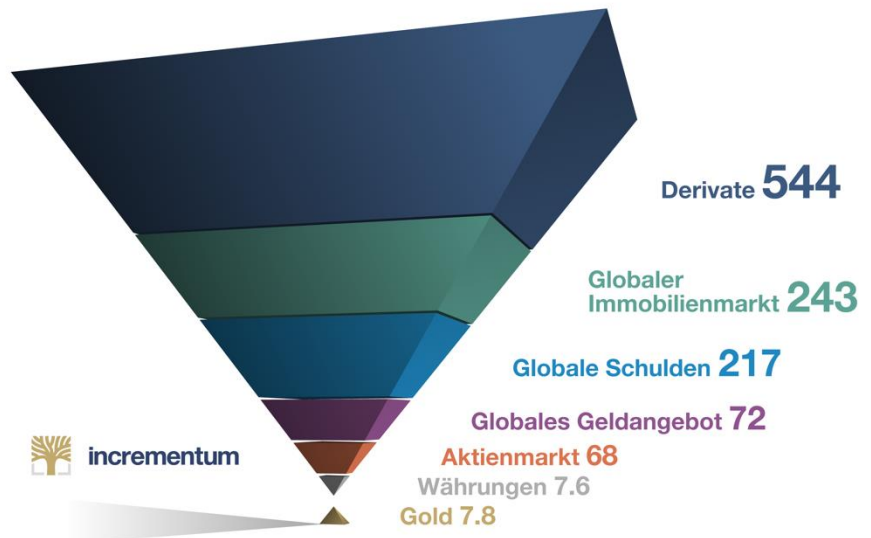
John Pierpont Morgan

Wie ist das zu verstehen? **Während die gesamte Exter-Pyramide Schuldtitel – selbst Bargeld ist eine Verpflichtung und zwar jene der jeweiligen Zentralbank – umfasst, ist Gold niemandes Verpflichtung und somit keine Schuld. Gold stehen keine Schuldversprechen**

¹⁸⁷ Prasad, Eswar: *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*, 2014

gegenüber und Gold ist somit die einzige wirkliche Alternative zu Papiergeldwährungen. Angesichts dieser Tatsache kann das Edelmetall auch nicht Teil der Schuldenpyramide sein.

Exter Pyramide: Globale Asset-Klassen, in Bill. USD, 2018



Quelle: BIS, Bloomberg, IIF, Weltbank, World Gold Council, Jeff Desjardins, Visualcapitalist, Incrementum AG

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

Will Denyer

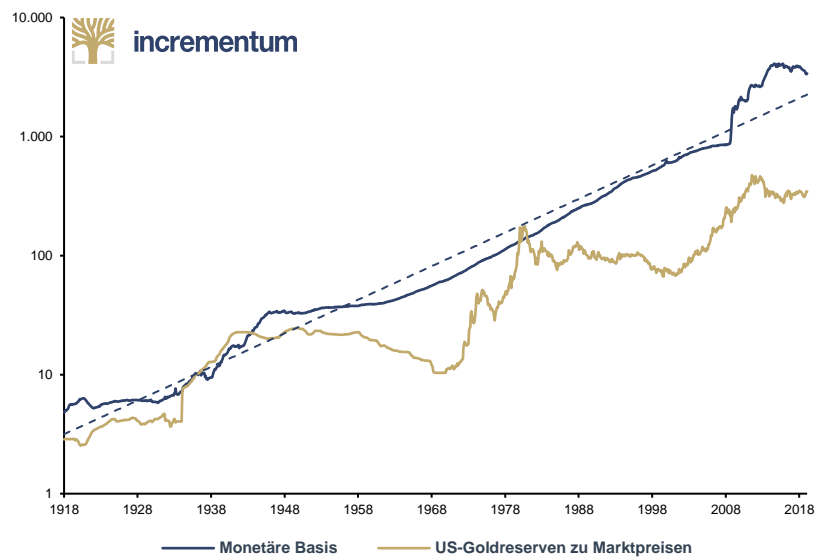
Confidence is suspicion asleep.

John Exter

Wenn bisherige Vertrauenskrisen in Wirtschaft und Finanzwelt keine Flucht in Goldwerte, sondern vielmehr in US-Staatsanleihen ausgelöst haben, ist das ein Indiz dafür, dass die umgekehrte Schuldenpyramide bislang nicht gänzlich infrage gestellt worden ist. Noch vermochten US-Staatsanleihen die Ängste der Investoren zu beruhigen und das Vertrauen in die Pyramide und deren verschiedensten Schuldtiteln stets aufs Neue wiederherzustellen. Doch sollte das einmal nicht mehr der Fall sein, weil US-Staatsanleihen selbst als nicht vertrauenswürdig erachtet werden, würde die Schuldenpyramide in sich zusammenbrechen. In einem solchen Fall dürfte Gold dann tatsächlich der letzte Zufluchtsort sein.

Dass dieser Zeitpunkt einmal kommen würde, darüber war sich John Exter sicher. Er war der festen Überzeugung, dass Papiergeld nur dann funktionieren könne, wenn es jederzeit vollständig in Gold einlösbar ist. Ist es das nicht, ist der Kollaps vorprogrammiert. Die derzeitige Abkopplung der Geldmenge von den Goldreserven zu Marktpreisen erkennt man anhand des nachfolgenden Charts.

Monetäre Basis der USA und Goldreserven zu Marktpreisen, in Mrd. USD (log), 1918-2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

What's the difference between a liquidity and a solvency event? Usually about an hour and a half.

Russell Napier

In Anbetracht der gegenwärtigen monetären Großexperimente, sind John Exters Einsichten aktueller denn je. Nicht nur könnte die fragilisierten Finanzmärkte eine deflationäre Abwärtsspirale treffen und die aufgeblähte Schuldenpyramide zum Kollabieren bringen. Auch sollten wir uns der Wohlstandsillusion bewusst sein, die wir durch diese Pyramide geschaffen haben. **Was würde passieren, wenn unzählige Finanzwerte, von denen geglaubt wird, dass sie stets liquide sind, eines Tages ihre Geldigkeit einbüßen und es für sie plötzlich keine Nachfrage mehr gibt? Dann dürfte das Kartenhaus, wie von Exter beschrieben, in sich zusammenfallen.**

Exklusivinterview mit Barry Downs, dem Schwiegersohn von John Exter: Gold, der Anker der Welt

„Gold is the money of kings, silver is the money of gentlemen, barter is the money of peasants and debt is the money of slaves.“

Norm Franz



Barry Downs
© Barry Downs

Barry Downs ist der Schwiegersohn von John Exter. Früh schon war Barry begeistert von der Arbeit seines Schwiegervaters, weshalb er ihn zu vielen Gesprächen mit Wirtschafts- und Finanzgrößen begleitete. Er ist überzeugt davon: Die Gedanken seines Schwiegervaters sind heute aktueller denn je. Wir hatten die Ehre, mit Barry Downs ein exklusives Interview zu führen.

Wann kam John Exter die Idee, die zahlreichen Vermögenswerte unseres Finanzsystems in Form einer umgekehrten Pyramide darzustellen?

Die umgekehrte Schuldenpyramide konzipierte er bereits in den späten 1950er-Jahren und ging damit Anfang der 1960er-Jahre an die Öffentlichkeit. Wirklich bekannt wurde sie aber erst, als er 1972 in den Vorruhestand ging und zu einem unabhängigen Berater in nationalen und internationalen Fragen rund um Geld und Finanzthemen wurde.

Was genau beschreibt diese umgekehrte Schuldenpyramide von Exter und wie muss diese verstanden werden? Welche Rolle spielt Gold dabei?

Die umgekehrte Schuldenpyramide nach Exter umfasst die Verbindlichkeiten aller Anlageklassen unseres Finanzsystems. Die riskantesten Schuldpapiere – die zahlreichen Finanzderivate – befinden sich an der Spitze der Pyramide. Jede untere Anlageklasse ist auch eine Schuld, doch nimmt das Risiko mit jeder Stufe ab, bis schließlich das unterste Level bestehend aus US-Staatsanleihen und Bargeld erreicht ist. Sollten die Menschen sogar das Vertrauen in US-Staatspapiere und die US-Banknoten der Federal Reserve verlieren, ist der letzte Zufluchtsort das Gold, das sich außerhalb der Schuldenpyramide befindet.

Gold ist außerhalb der Pyramide? Normalerweise wird Gold am unterstes Ende der Pyramide als auf dem Kopf stehende Spitze dargestellt, wird jedoch immer noch als ein Teil der Pyramide selbst angesehen.

Trust me.

**Arnold Schwarzenegger,
Terminator 3**

Das ist falsch. Alle Kategorien innerhalb der Pyramide stellen Schulden dar, während Gold niemandes Verpflichtung und somit keine Schuld ist. Deshalb kann Gold keine Position innerhalb der Pyramide einnehmen. John Exter folgerte daraus, dass alle Schulden zu einem bestimmten Zeitpunkt unsicher werden, weshalb sich die Menschen in ihren Investitionsentscheidungen entlang der umgekehrten Pyramide nach unten bewegen werden, um das Risiko zu verringern,

bis sie bei Staatsanleihen und Bargeld angekommen sind. Verlieren sie dann auch noch das Vertrauen in diese Finanzmittel, werden sie die Schuldenpyramide verlassen müssen und sich dem einzig wahren Geld der Welt zuwenden, dem Gold.

Warum ist das Konzept der Exter-Pyramide heute noch relevant?

Weil wir uns heute an einem kritischen Punkt befinden. 2008 wäre die Finanzwelt in eine deflationäre Todesspirale gestürzt, hätten die Zentralbanken nicht interveniert. Doch sie haben das Unvermeidliche nur aufgeschoben. Für Exter war klar, dass ein System des staatlichen Papiergeldes ein System des unehrlichen Geldes ist und dass dieses unweigerlich in einer Tragödie enden muss.

John Exter war Amerikaner. Seinem ökonomischen Denken nach könnte er aber durchaus zur Österreichischen Schule gezählt werden.

John Exter war ein unabhängiger Denker und hatte im Grunde genommen sein eigenes Verständnis von Wirtschaft. Doch stand er durchaus dem Denken der österreichischen Ökonomen nahe, teilte viele ihrer Ansichten und wurde von den Österreichern hoch angesehen. Allerdings habe ich nie gehört, dass er sich als Austrian vorgestellt hätte. Doch ist es sicherlich nicht falsch, ihn als österreichisch denkenden Ökonomen zu bezeichnen. Auch war er ein guter Freund von Mises, Hayek, Rothbard und ein sehr guter Freund von Jacques Rueff.

Vertreter der Österreichischen Schule haben angesichts der geldpolitischen Interventionen durch die Zentralbanken immer wieder vor Inflation und Hyperinflation gewarnt. Im Gegensatz dazu sah John Exter eher die Gefahr einer großen Deflation.

Ja, John Exter war davon überzeugt, dass der Wahnsinn der Geld- und Zentralbanken in einer deflationären Depression enden würde, die auch über ein paar Generationen andauern könne. Mit den meisten österreichischen Ökonomen lag er in dieser Sache im Meinungsstreit. So wies er auf die zahlreichen Zahlungsausfälle von Unternehmen und Haushalten hin, die eine Deflation mit sich bringen würde und dass Gold eben niemals ausfallen würde. In Gold sah er sowohl einen Deflations- als auch einen Inflationsschutz.

Wie würde John Exter heute die Debatte rund um Inflation und Deflation beurteilen?

Wenn John Exter noch am Leben wäre, er starb am 28. Februar 2006, hätte er die Schuldenkrise 2008 und den weltweiten Beinahe-Rutsch in die Deflation erlebt. Ich bin sicher, dass er diesen Umstand als Vorboten für ein künftiges deflationäres Endspiel sehen würde. Eine hyperinflationäre Entwicklung beim US-Dollar würde er zu diesem Zeitpunkt wohl als eher unwahrscheinlich einschätzen.

John Exter soll mit Ludwig von Mises viel über das Inflations- und Deflationsproblem diskutiert haben. Was lässt sich über die Beziehung zwischen den beiden sagen?

Exter und von Mises waren enge Freunde und verbrachten viel Zeit miteinander. Von Mises starb 1973 und Exter pflegte von da an vor allem noch eine Freundschaft mit von Mises' Witwe Margit. Ich erinnere mich an ein Abendessen mit Margit bei Exter zuhause. Nicht selten wurden Inflation und Deflation zum Tischgespräch. Meinem Wissenstand zufolge hat Mises der Auffassung von Exter, wonach ein deflationärer Kollaps wahrscheinlicher ist, nie zustimmen können.

Interessanterweise war John Exter als erfolgreicher Zentralbanker hoch angesehen. Wie haben andere Zentralbanker seine Ansichten aufgenommen?

John Exter kannte Zentralbanker auf der ganzen Welt und sie kannten ihn. Viele davon respektierten ihn und widersprachen ihm auch nicht, besonders wenn er über Gold sprach. Viele hatten jedoch eine Regierung im Rücken, der sie Rechenschaft ablegen mussten. Und diese Regierungen waren – und sind es heute noch – keynesianisch geprägt und orientiert. 1981 beispielsweise begleitete ich Exter bei einem Besuch von Paul Volcker und hörte, wie Exter ihn tadelte, dass er die treibende Kraft hinter der Schließung des Goldfensters von 1971 war.

Es wird gesagt, John Exter sei ein erfolgreicher und aktiver Investor gewesen. Was wissen Sie über seinen Anlagestil?

There can be no other criterion, no other standard than gold. Yes, gold which never changes, which can be shaped into ingots, bars, coins, which has no nationality, and which is eternally and universally accepted as the unalterable fiduciary value par excellence.

Charles de Gaulle

Es ist gut möglich, dass Exter irgendwann in seinem Leben einmal einige gewöhnliche Aktien besessen hat. Aber seine eigentliche Hingabe galt dem Gold. Er besaß vor allem südafrikanische Goldminenaktien. Er hatte in den frühen Depressionsjahren in den 1930er-Jahren die Aktie von Homestake besessen und war damit gut gefahren. Minenaktien warfen damals oftmals zweistellige Dividendenrenditen ab. Natürlich verdiente er seine Brötchen in US-Dollar, wovon er aber nicht wenige in Goldmünzen investierte und zwar bei einem Preis von 35 USD pro Unze.

Was ist die größte Lektion, die wir heute noch von John Exter lernen können?

John Exter war wohl der einzige ehrliche Zentralbanker in der Geschichte überhaupt. So gab es für ihn keine Zweifel: Das einzige ehrliche Papiergeld ist jenes, das mit Gold unterlegt und vollständig in Gold einlösbar ist. Für ihn war Gold der Anker der Welt, der einem nicht nur vor finanziellen Turbulenzen bewahrt, sondern auch in Zeiten einer Katastrophe wahrhaftig schützt.

Sehr geehrter Herr Downs, wir bedanken uns recht herzlich für das Interview!



John Exter mit seiner Frau, seiner Tochter und seinem Schwiegersohn Barry Downs

Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen

„Are we now in a different investment environment? With a rising US dollar, falling inflation expectations and a cratering oil price, gold and gold miners turned out to be better portfolio diversifiers than bonds.

This odd behavior may be a signal that after a decade of unconventional monetary policies, investors are now switching towards ‚real assets‘ for diversification.“

Gavekal

Key Takeaways

- Unsere historische Analyse zeigt: Sowohl Gold als auch US-Staatsanleihen konnten Kursverluste von Aktien deutlich abfedern. Beide Anlageklassen eigneten sich im Rückblick als verlässlicher Aktiendiversifikator.
- Ob Staatsanleihen auch in Zukunft diese Rolle übernehmen können, ist – insbesondere angesichts der explodierenden Staatsschulden – fraglich. In einem derartigen Umfeld weist Gold bessere Ertragschancen als Anleihen auf.
- Die Detailanalyse von Gold im Umfeld von Rezessionen zeigt, dass Gold in jeder untersuchten Phase eine deutlich positive Rendite erzielte und damit Aktienkursverluste kompensieren konnte.

Einleitung

„Wer versagt sich vorzubereiten, bereitet sein
Versagen vor.“

Benjamin Franklin

Leser unseres jährlich erscheinenden *In Gold We Trust*-Reports wissen, dass wir Gold aufgrund seiner einzigartigen Eigenschaften als einen unverzichtbaren Portfoliobaustein erachten. Die Analyse von Gold im Portfoliokontext ist daher immer schon ein wesentlicher Bestandteil des *In Gold We Trust*-Reports gewesen.¹⁸⁸

A surprisingly large percentage of US income tax receipts are tied to a rise in US stock prices. When the US stock market just stops rising...not falls, but just stops rising, that will put pressure on the receipt side of the US fiscal picture, which no one is talking about.

Alan Greenspan

Those who are easily shocked should be shocked more often.

Mae West

Die globalen geldpolitischen Experimente des vergangenen Jahrzehnts waren maßgeblich mitverantwortlich dafür, dass sich die Schwankungsbreite der Aktienmärkte in Grenzen hielt. In unserem letztjährigen *In Gold We Trust*-Report machten wir darauf aufmerksam, dass die Geldpolitik vor einer Gezeitenwende steht. Bereits kurz darauf wurden Aktienanleger daran erinnert, dass Kursschwankungen unerwartet rasch zunehmen können. Aufkommende Wachstumssorgen und Sorgen um die Nachhaltigkeit der fiskalen Situation werden wieder vermehrt von Marktteilnehmern diskutiert. Selbst die ehemalige Vorsitzende der Federal Reserve Janet Yellen hat ihre berühmte Aussage, wonach sie keine neue Finanzkrise zu ihren Lebzeiten erwarte, mittlerweile revidiert und sieht wieder „gigantische Löcher im System“.^{189,190} Die Zeiten haben sich im zehnten Jahr des Aufschwungs – für uns wenig überraschend – gewandelt. Zwar mag noch keine neue ausgewachsene Finanzkrise am Horizont ersichtlich sein, allerdings haben sich die konjunkturellen Erwartungen zuletzt zusehends eingetrübt.¹⁹¹ Auch haben die Aktienmärkte im Herbst 2018 deutliche Warnsignale abgegeben und die Finanzmarktakteure aufhorchen lassen. **Was tun, wenn der 10-jährige Aktienbullmarkt sich seinem Ende nähert? Wie verändert sich die Asset Allocation wenn sich die Rezessionswolken weiter verdichten?**

In der diesjährigen Ausgabe des *In Gold We Trust*-Reports wollen wir daher einen genaueren Blick auf geeignete Aktiendiversifikatoren werfen. Dazu analysieren wir zunächst, ob der traditionelle Aktiendiversifikator – die Anleihe – auch gegenwärtig ein sinnvolles und geeignetes Instrument darstellt. Damit einhergehend werfen wir auch einen Blick auf Gold und dessen Diversifikationseigenschaften. Anschließend gehen wir dann einen Schritt weiter und untersuchen die einzelnen Rezessionsphasen. Hierbei wird analysiert, inwiefern sich Gold und Aktien während der verschiedenen Bust-Phasen des Konjunkturzyklus entwickeln.

¹⁸⁸ Die Schwerpunkte der vergangenen Ausgaben lagen im *In Gold We Trust-Report 2016* auf der Untersuchung der Antifragilität von Gold sowie den Opportunitätskosten von Gold und dem permanenten Portfolio. Der *In Gold We Trust-Report 2017* behandelte die Beziehung zwischen Gold und dem US-Dollar, Zinsen und Aktien. Darüber hinaus wurden langfristige Kaufkraftvergleiche verschiedener Güter in Gold betrachtet. Die Beimischung von Gold in Aktien- und Anleiheportfolios sowie die Rolle von Gold für Zentralbanken und der Vorschlag der goldpreisorientierten Geldpolitik waren Bestandteil des *In Gold We Trust-Report 2018*.

¹⁸⁹ Vgl. Reuters: „Fed's Yellen expects no new financial crisis in 'our lifetimes'“, 27. Juni 2017

¹⁹⁰ Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung: „Yellen sieht Gefahr neuer Finanzkrise“, 12. Dezember 2018

¹⁹¹ So hat die EU-Kommission ihre Wachstumsprognose für die Euro-Zone 2019 jüngst von ursprünglich 1,9% auf 1,3% abgesenkt. Auch das globale Wachstum schwächt sich immer weiter ab. EU-Kommission: „*European Economic Forecast – Winter 2019*“, Februar 2019

Absicherung gegen fallende Aktienkurse: Gold und Anleihen im Check

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

Karl Popper

Der jahrelange Aktienbullenmarkt scheint im 2. Halbjahr 2018 erstmal eine Pause eingelegt zu haben. Von Höchstständen haben zahlreiche Aktienindizes erhebliche Kursverluste verzeichnet, diese jedoch mittlerweile wieder weitgehend aufgeholt.

Kursentwicklung wichtiger Aktienindizes und von Gold seit dem jeweiligen Höchststand des Aktienindex (per 17.05.2019)

Datum		Performance seit Höchststand des jeweiligen Index
04.2019	S&P 500	-3,2%
	Gold (USD)	1,0%
10.2017	DAX	-7,1%
	Gold (EUR)	5,5%
01.2018	Hang Seng	-14,0%
	Gold (CNY)	4,8%
07.2018	FTSE	-4,7%
	Gold (GBP)	8,1%

Quelle: investing.com, Incrementum AG

Der Besitz macht uns nicht halb so glücklich, wie uns der Verlust unglücklich macht.

Jean Paul

Aktien nehmen meist einen großen Anteil im Portfolio ein, was langfristig auch durchaus sinnvoll erscheint.¹⁹² Das bekannte 60/40 Portfolio, das sich aus 60% Aktien und 40% Anleihen zusammensetzt, weist historisch meist eine hohe Rendite auf. Seit 1929 konnte man jährlich durchschnittlich +9,00% (inflationsbereinigt: +5,90%) Rendite erzielen, wenn man 60% in den S&P 500 und 40% in 10-jährige US-Staatsanleihen investiert hat.¹⁹³ Regelmäßige Umfragen von Vermögensverwaltern zeigen zudem, dass das typische Musterdepot in erster Linie ein Aktien-Anleihen-Portfolio ist.¹⁹⁴

Dies ist nicht überraschend, gelten Anleihen als traditionelle Absicherung gegen fallende Aktienkurse. Aktien können während Boom-Phasen von den zuversichtlichen Konjunkturerwartungen profitieren, während Anleihen in einer konjunkturellen Expansionsphase bei steigenden Leitzinsen tendenziell Gegenwind verspüren. Umgekehrt verhält es sich vor und während Rezessionen. In Rezessionsphasen haben Aktien traditionell einen sehr schweren Stand. Für Anleger können Anleihen gerade in Zeiten negativer Wachstumsraten hingegen als „natürliche“ Absicherung dienen. Die Kurswerte bereits emittierter Anleihen mit einem fixen Kupon steigen, sobald die Zentralbank die Leitzinsen senkt.

¹⁹² Alternative Anlagen (wie beispielsweise Immobilien, Rohstoffe oder Hedgefonds) spielen meist nur eine untergeordnete Rolle und werden oftmals als zusätzliche Positionen (so genannte „satellites“) zur Renditesteigerung dem Portfolio beigemischt.

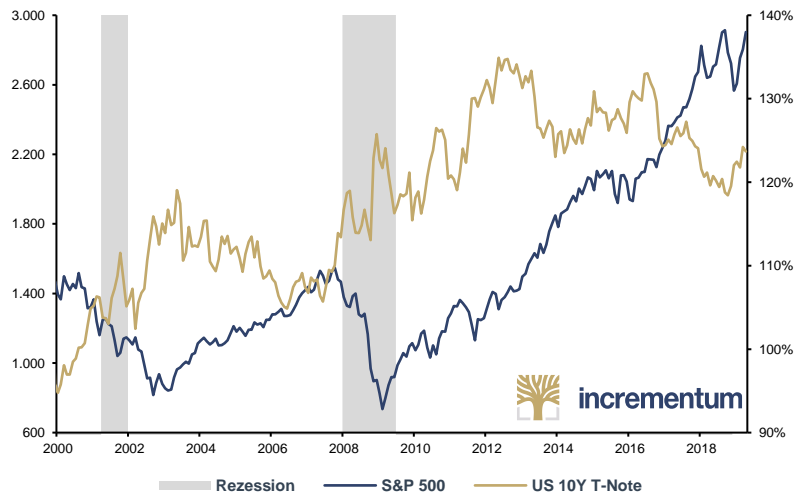
¹⁹³ Vgl. „The 60/40 stock-bond weight rule needs to go on a crash diet“, yahoo!Finance

¹⁹⁴ Vgl. hierzu beispielhaft die Umfragen von Universal Investment für die Jahre 2016, 2017 und 2018: Universal Investment 2016, „Vermögensverwalter-Umfrage: Anlagechancen 2016 vor allem in Aktien aus Industrienationen“, Universal Investment 2017, „Vermögensverwalter-Umfrage: US-Aktien und Alternatives rein ins Depot – Rentenpapiere reduzieren“, Universal Investment 2018: „Vermögensverwalter-Umfrage: Eurozone bleibt nachhaltig auf Erholungskurs“

Historische Analyse

Auf Grundlage dieser theoretischen Annäherung wollen wir nun einen genaueren Blick auf die Entwicklung von Anleihen (gemessen anhand der Futures der 10-jährigen US-Staatsanleihen) und Gold in Bezug auf Aktien (gemessen anhand des S&P 500). Der nachfolgende Chart zeigt die Kursentwicklung der 10-jährigen US T-Note Futures und die Entwicklung des S&P 500-Index.

Kursentwicklung S&P 500 (linke Skala), und US 10Y Treasury Kurs, in % (rechte Skala), 01/2000-04/2019



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

Most people invest and then sit around worrying what the next blowup will be. I do the opposite. I wait for the blowup, then invest.

Richard Rainwater

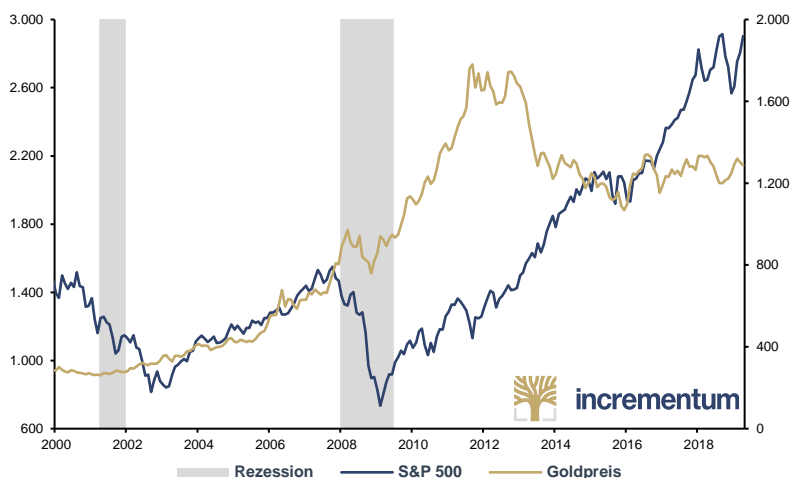
Der Chart scheint die Ausgangshypothese zu bestätigen. Während die Aktienmärkte kurz vor und während einer Rezession deutliche Kursverluste verzeichnen, können Anleihenurse vor allem während und nach Rezessionen deutlich zulegen. Dies trifft insbesondere auf die Rezession 2001 und die Große Finanzkrise 2008/2009 zu. Dabei fällt ebenfalls auf, dass die Anleihenurse unverkennbar von der Zinspolitik der Zentralbank abhängen. Der Korrelationskoeffizient zwischen dem US 10Y Treasury und der Effective Federal Funds Rate beträgt $-0,10$.¹⁹⁵ Die schwach negative Korrelation bedeutet, dass sie tendenziell entgegengesetzt verlaufen. Kurz gesagt: Sinken die Leitzinsen, steigen die Anleihenurse und vice versa. Dies erklärt den Anstieg der Anleihenurse nach der Finanzkrise 2008, als die Federal Reserve bis 2014 mittels Niedrigzinsen und QE die Kapitalmarktzinsen deutlich gedrückt hat und für künstliche Zusatznachfrage nach Staatsanleihen sorgte. Steigende Anleihenurse hatten also in der jüngeren Vergangenheit in der Tat das Potenzial, bei Aktienbärenmärkten Kursgewinne zu verzeichnen. Auch langfristig (seit 1929) scheint sich der Zusammenhang sowohl bei monatlichen als auch jährlichen Daten zu bestätigen.¹⁹⁶

Im Falle von Gold fällt auf, dass es vor der Rezession 2001 deutlich nachgab, während die Aktienurse haussierten (siehe nachfolgender Chart).

¹⁹⁵ Eigene Berechnungen. Zeitraum seit 1982, monatliche Datenbasis.

¹⁹⁶ Vgl. Rosenberg, Jeffrey: „Are bonds still a good hedge to stocks?“, BlackRock Blog, 17. Mai 2018

Kursentwicklung S&P 500 (linke Skala), und Goldpreis, in USD (rechte Skala), 01/2000-04/2019



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

Compared to the Dutch Tulip Mania of 1637, stocks still look undervalued.
@RudyHavenstein

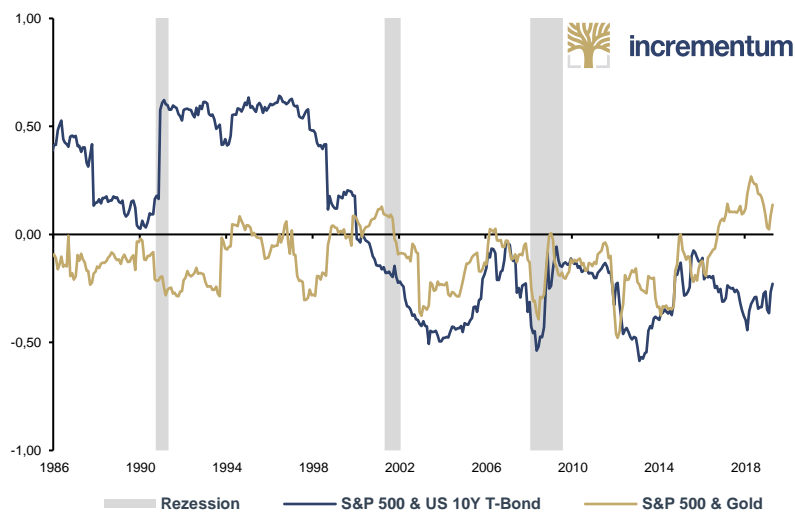
Systemische Krisen schienen zu jener Zeit undenkbar. Vielmehr versprachen die neuen Technologieunternehmen in einer boomenden Wirtschaft und einem sich globalisierenden kapitalistischen Wirtschaftssystem exzellente Wachstumschancen. Dieses Marktumfeld konnte für Gold nicht schlechter sein. Ganz anders verhielt es sich allerdings vor, während und nach der scharfen Rezession 2009. Von Jänner 2003 bis Jänner 2013 konnte der Goldpreis in US-Dollar um +368% zulegen, was einer jährlichen Performance von +16,7% entspricht. Als sich die globale makroökonomische Lage insbesondere in der Eurozone entspannte – man erinnere sich an Mario Draghis „Whatever it takes“-Rede vom 26. Juli 2012 – musste Gold auch in US-Dollar Federn lassen.

The risk of not owning gold is greater than the risk of owning gold.
Brent Johnson

Festzuhalten bleibt, dass gerade Gold von extremen Marktereignissen zu profitieren scheint. Dies erklärt z.B. warum Gold insbesondere vor der Rezession 2001 zunächst im Preis deutlich nachgab. Die Rezession 2001 war die Trendwende. Die Euphorie der Jahrtausendwende war verflogen und die wirtschaftliche Stärke der USA wurde nicht mehr als unverwundbar angesehen. Der Goldpreis legte in Folge dessen bis zu den nächsten extremen Marktereignissen (Rezession 2009, Eurokrise 2010-2013) erheblich zu.

In diesem Sinne sind Anleihen und Gold komplementäre Aktiendiversifikatoren. Der nachfolgende Chart zeigt die 3-jährige rollierende Korrelation zwischen US 10Y Treasury und dem S&P 500 sowie dem Goldpreis und dem S&P 500.

Rollierende Korrelationen von Gold und 10Y US Treasury zum S&P 500, 01/1985-04/2019



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

Diese Vermutung lässt sich bei der Betrachtung der 3-jährigen rollierenden Korrelation vor allem für die 1980er- und 1990er-Jahre bestätigen. Die Kurswerte der US 10Y Treasury-Bonds wiesen in diesen beiden Jahrzehnten eine positive Korrelation zum S&P 500 auf, Gold eine schwach negative. Interessant scheint allerdings, dass die 3-jährige rollierende Korrelation der US 10Y Treasury-Bonds mit dem S&P 500 um das Jahr 2000 einen Vorzeichenwechsel verzeichnete und seither ist die Korrelation negativ. Berechnet man die 3-jährige rollierende Korrelation seit dem Jahr 2000, beträgt diese für den US 10Y Treasury Bond -0,28 und ist damit deutlich negativer als Gold, das im selben Zeitraum eine Korrelation von -0,15 aufweist.

Gold is largely not a commodity but trades as a complex macro asset that internalizes various currency, interest rate and risk appetite metrics.

Scotiabank

Für Gold ist zu erkennen, dass es über den gesamten Zeitraum meist schwach negativ mit -0,11 zum S&P 500 korreliert ist. **Dies deutet darauf hin, dass Gold über den gesamten Zeitraum ein relativ guter Aktiendiversifikator war. Eine Hypothese, die jüngst auch von He, O'Connor und Thijssen empirisch bestätigt wurde.**¹⁹⁷ Unter Anwendung des CAPM untersuchten sie die Beziehung zwischen Gold und den Aktienmärkten in Großbritannien und den USA und kommen zu folgendem Ergebnis:

„(...) we think that a review of the results from earlier papers on this issue, coupled with our findings, points to the fact that gold is always a Hedge or, at worst, always an excellent diversifier of portfolio risk. Gold’s usefulness in managing risk does not disappear in a crisis when the prices of the vast majority of assets tend to be perfectly correlated.“¹⁹⁸

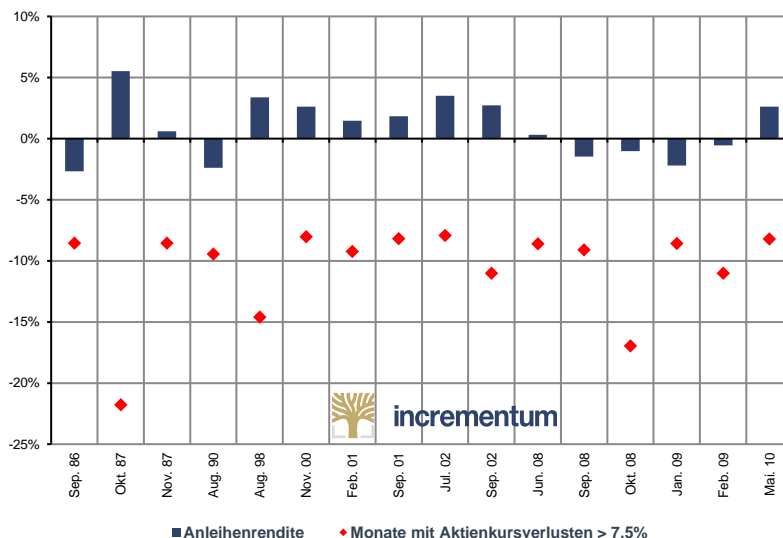
¹⁹⁷ He, Zhen et al.: „Is gold a Sometime Safe Haven or an Always Hedge for Equity Investors? A Markov-Switching CAPM Approach for US and UK Stock Indices“, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 60, October 2018

¹⁹⁸ He, Zhen et al.: „Is gold a Sometime Safe Haven or an Always Hedge for Equity Investors? A Markov-Switching CAPM Approach for US and UK Stock Indices“, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 60, October 2018, hier: S. 9-10

Im Gegensatz zu anderen Studien¹⁹⁹ betonen sie, dass Gold in den von ihnen untersuchten Märkten (UK und USA) allgemein ein sehr guter Diversifikator ist – nicht nur in Krisenzeiten.

Im nächsten Schritt untersuchen wir, wie der Goldpreis und die Anleiherendite auf starke Aktienmarkttrückgänge reagieren. Der nachfolgende Chart zeigt die Reaktion der Anleihenperformance²⁰⁰, wenn der S&P 500 einen monatlichen Kursverlust von mehr als 7,5% verzeichnet.

Anleihenperformance im Fall von Aktienkursverlusten > 7,5%, in %, 1982-



2018

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

Every great crisis reveals the excessive speculations of many (banking) houses which no one before suspected.

Walter Bagehot

Im Beobachtungszeitraum lassen sich Perioden beobachten, in denen die Performance von Anleihen den Kursverlusten des S&P 500 deutlich entgegenlaufen. Dies trifft beispielsweise auf den Oktober 1987, August 1998 oder Juli 2002 zu. Allerdings lassen sich auch Monate finden, in denen die Anleihenperformance negativ ausfällt (z. B. September 1986, August 1990, Jänner 2009). **Insgesamt zeigt sich, dass die Anleihenperformance (Kursentwicklung + Verzinsung) in den meisten Fällen (62,5%) positiv auf Aktienkursverluste >7,5% reagieren konnten, was die historische Tauglichkeit von Anleihen als Diversifikator zu Aktien bestätigt.** Auf noch deutlichere Ergebnisse kommt eine Langfristanalyse von BlackRock, die die jährliche Performance von Anleihen bei Aktienbärenmärkten seit 1929 untersucht.²⁰¹ Sie zeigt, dass eine negative jährliche Anleihenperformance in der Vergangenheit insbesondere bei einschlägigen Black Swan-Events zu verzeichnen war. Dies traf beispielsweise auf das Jahr 1931 (Kollaps der Creditanstalt in Österreich) oder 1941 (Eintritt der USA in den Zweiten Weltkrieg) zu.

¹⁹⁹ Ein guter Überblick findet sich in O'Connor, Fergal A. et al.: „The financial economics of gold – A survey“, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 41, Oktober 2015, S. 186-205

²⁰⁰ Die Anleihenperformance setzt sich aus der Kursentwicklung und den monatlichen nominalen Stückzinsen zusammen.

²⁰¹ Vgl. Rosenberg, Jeffrey: „Are bonds still a good hedge to stocks?“, BlackRock Blog, 17. Mai 2018

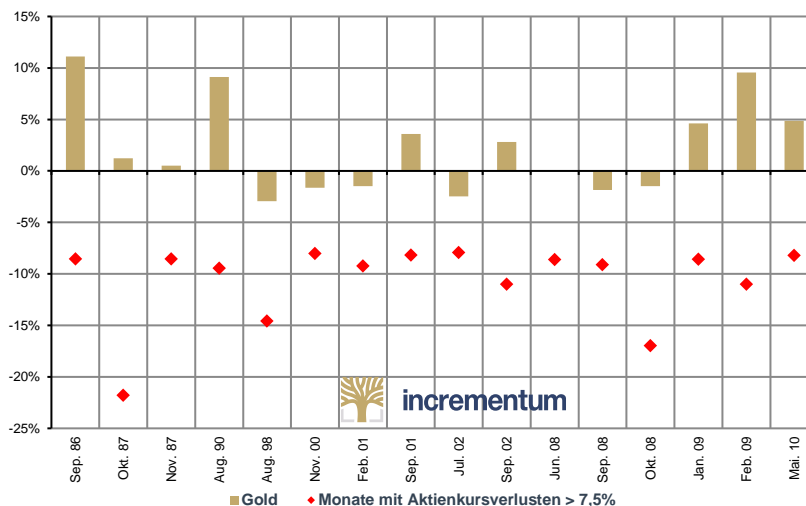
Gold's job is to be a reliable store of value, and sometimes, zero is the best deal in town.

Charlie Morris

Diese klassische Sichtweise hat sich in der Vergangenheit somit oft bewährt und so machen Investoren vor größerem Schiffbruch bewahrt. Interessant ist nun zu betrachten, wie sich Gold in

Aktienbärenmärkten verhält. Eignet es sich ebenfalls als Absicherung gegen fallende Aktienmärkte? Falls ja, war es historisch besser geeignet als Anleihen? Der folgende Chart zeigt analog die Reaktion des Goldpreises in US-Dollar, wenn der S&P 500 einen monatlichen Kursverlust von mehr als 7,5% verzeichnet hat.

Goldperformance im Fall von Aktienkursverlusten > 7,5%, in %, 1982-2018



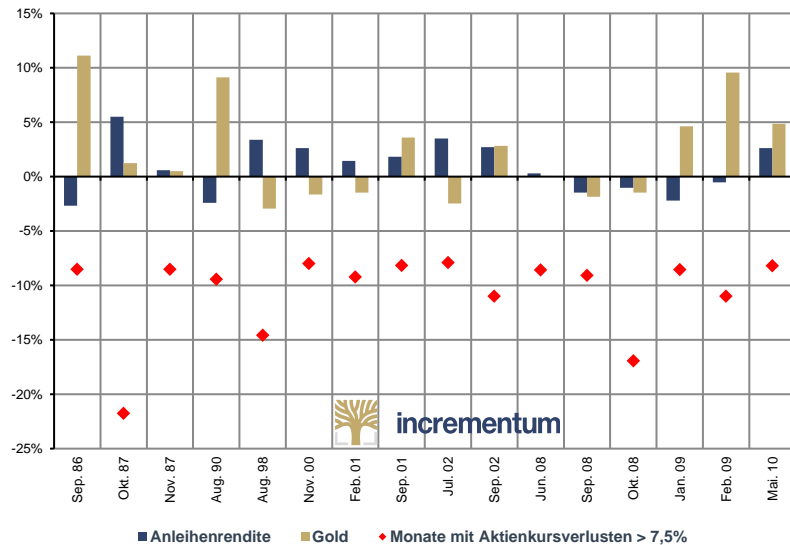
Quelle: Federal Reserve St. Louis, investing.com, Incrementum AG

Gold is the anticomplex asset, and therefore one asset that an investor should own in a complex world.

Jim Rickards

Für Gold zeigt sich ein ähnlich gutes Bild als Diversifikator gegen Aktienbärenmärkte wie bei US-Staatsanleihen. Auch hier lässt sich keine einheitliche Reaktion feststellen. Es gibt Perioden mit steigendem wie auch mit fallendem Goldpreis. Besonders hohe Preisanstiege waren im September 1986, August 1990 und Februar 2009 zu beobachten. In den Monaten August 1998, Juli 2002 oder September 2008 mussten Goldhalter hingegen Verluste verschmerzen. **Insgesamt performte Gold in 62,5% der beobachteten Fälle positiv, wobei die durchschnittliche monatliche Performance in Höhe von +2,13% deutlich höher ausfällt als bei 10-jährigen US-Staatsanleihen (+0,86%).** Der nächste Chart fasst die beiden vorherigen Charts zusammen.

Performance von Anleihen & Gold bei Aktienkursverlusten > 7,5%, in %, 1982-2018



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

Betrachtet man die Performance von Anleihen und Gold bei Aktienverlusten >7,5% in einem Chart, lassen sich eine Reihe von zusätzlichen Erkenntnissen ableiten:

- **Im gesamten Beobachtungszeitraum war die Gold- oder Anleihenperformance während deutlich negativer Aktienmonate niemals schlechter als die Aktienperformance.**
- **Gerade während Aktienbärenmärkten ergänzten sich Gold und US-Staatsanleihen sehr gut als Portfoliobestandteil.** Wie wir bereits feststellten, gab es für Gold wie auch für Anleihen Monate, in denen beide negativ performten. Es kann allerdings festgehalten werden, dass diese negative Performance meist durch die andere Assetklasse ausgeglichen wurde. Performten Anleihen negativ (z. B. September 1986, August 1990) konnte Gold deutlich haussieren. Gab der Goldpreis nach (z. B. August 1998, Juli 2002) konnten Anleihen deutlich zulegen.
- **Insgesamt lassen sich seit 1984 nur 2 Monate (September und Oktober 2008) finden, in denen sowohl Aktien als auch Anleihen und Gold negativ performten.** Somit konnte in 87,5% der beobachteten Fälle der Goldpreis und/oder die Anleihenkursgewinne Verluste der Aktien zumindest abfedern.

Wo Gefahr ist, wächst das Rettende auch.
Friedrich Hölderlin

Die historische Analyse beweist demnach eindeutig, dass sich Gold und 10-jährige US-Staatsanleihen in der Vergangenheit als Aktiendiversifikator bewährt haben. Insbesondere während Aktienbärenmärkten konnten Gold und 10-jährige US-Staatsanleihen mehrheitlich zulegen und sich hervorragend ergänzen.

Qualitative Prognose

Historisch betrachtet scheint Gold demnach ebenso gut wie Anleihen als Absicherung gegen fallende Aktienkurse in Betracht zu kommen. **Die Gretchenfrage, die sich an dieser Stelle unweigerlich stellt, lautet, ob Anleihen oder Gold auch in Zukunft gute Aktien-Diversifikatoren sein werden.**

We are made wise not by the recollection of our past, but by the responsibility for our future.
George Bernard Shaw

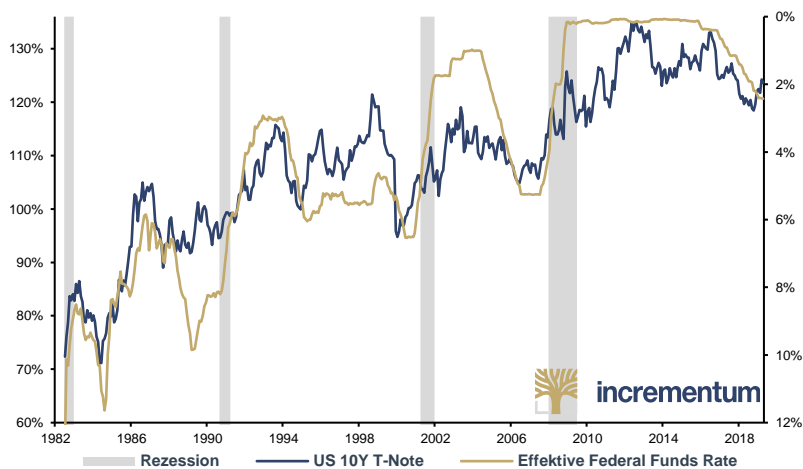
Da die Anleihenkurse maßgeblich von den Kapitalmarktzinsen beeinflusst werden, ist zunächst Folgendes festzuhalten: In unserem heutigen Kreditgeldsystem sind die Kapitalmarktzinsen kein (rein) marktwirtschaftliches Phänomen. Sie bilden sich nicht frei durch Angebot und Nachfrage, sondern werden durch die Geldpolitik der Zentralbanken maßgeblich beeinflusst. Die Zentralbanken sind hierbei die pivotalen Markakteure. Geleitet durch ihre makroökonomischen Zielsetzungen²⁰² beeinflussen sie die Kapitalmarktzinsen durch die Geldpolitik mittelbar und unmittelbar. Konventionelle Maßnahmen (Zinspolitik) wirken mittelbar, unkonventionelle Maßnahmen (z. B. QE-Maßnahmen) unmittelbar auf die Kapitalmarktzinsen und Anleihenkurse.

Konventionelle Geldpolitik

Our monetary system is governed by a bunch of former tenured economics professors who can't open a can of tuna fish without assistance and are guided by econometric models that don't describe how the real world works.
Michael Lewitt

Die konventionelle Geldpolitik ist geprägt durch die Anpassung der Leitzinsen. Durch die Veränderung der Leitzinsen beeinflussen die Zentralbanken direkt die kurzfristigen Zinssätze am Geldmarkt im engeren Sinne. Zinssenkungen wirken durch die Geschäftsbanken auf den Geldmarkt im weiteren Sinne, indem kurzfristige Wertpapiere gehandelt werden. Über diesen Transmissionsmechanismus können Zentralbanken durch ihre Zinspolitik die Kapitalmarktzinssätze mittelbar beeinflussen. Betrachten wir nun konkret die Entwicklung des Kurswerts der US 10Y Bonds und der Leitzinsen der Federal Reserve.

US 10Y T-Note (linke Skala), Kurswert & US-Leitzins (rechte Skala; invertiert), in %, 1982-2018



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

²⁰² Die Geldpolitik der Federal Reserve orientiert sich an einem Zielsystem bestehend aus den Zielen a) maximaler Beschäftigung, b) stabiler Preise (CPI 2%) und c) moderater langfristiger Zinssätze, während die EZB nur ein vorrangiges Ziel hat, die Gewährleistung der Preisstabilität (HVPI: nahe, aber unter 2%).

In the aftermath of the market rate having been held abnormally low for a decent period, there becomes a real risk of fragile assets cratering. The only thing that tends to go up at such times is cross-asset correlation.

Charles Gave

Low interest rates are like living in the Florida Keys – it's all sunshine until a hurricane hits and then it's total devastation.

Michael Lewitt

(...) with every grant of complete security to one group, the insecurity of the rest necessarily increases. If you guarantee to some a fixed part of a variable cake, the share left to the rest is bound to fluctuate proportionally more than the size of the whole.

Friedrich August von Hayek

Der Chart zeigt den Einfluss der Geldpolitik auf die Verzinsung der Staatsanleihen. Die immer expansivere Geldpolitik seit den 1980er-Jahren hat die Anleihekurse im Laufe der Zeit sukzessive nach oben gedrückt. Selbst der Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik der Federal Reserve seit 2014 relativiert sich im Anblick des 40-jährigen Anleihenbooms.

In einem derartigen Umfeld kann die Zentralbank Zinssenkungen – sofern überhaupt möglich – nur in beschränktem Maß umsetzen. **Ein Niedrig- oder Negativzinsumfeld reduziert also die Möglichkeit, sich durch Anleihekursgewinne gegen fallende Aktienkurse zu schützen. Andererseits gilt: Je stärker die Leitzinsen steigen und je weiter die Bilanzverkürzung der Zentralbanken fortschreitet, desto eher eignen sich ceteris paribus Anleihen als Aktiendiversifikator.** Das liegt – wie bereits erwähnt – daran, dass die Zentralbanken für ihre Instrumente im Rahmen konventioneller Maßnahmen deutlich mehr Spielraum hat.

In Zeiten von QE wäre es allerdings deutlich zu kurz gegriffen, die Analyse der Auswirkungen der Geldpolitik auf die Anleihekurse lediglich auf konventionelle Maßnahmen zu beschränken.

Unkonventionelle Geldpolitik

Im Rahmen unkonventioneller Maßnahmen wie bspw. den QE-Programmen kaufen Zentralbanken Staats- und Unternehmensanleihen am Sekundärmarkt auf. Dieser Nachfragezuwachs hat nachgelagerte Effekte auf die Käufer und Verkäufer auf dem Primär- und Sekundärmarkt mit der Folge, dass *ceteris paribus* die Kapitalmarktzinsen über das gesamte Fristenspektrum sinken. In diesem Sinne haben die Instrumente der unkonventionellen Geldpolitik selbstverständlich auch massiven Einfluss auf die Anleihekurse.

Ist also damit zu rechnen, dass die Anleihekurse auch in Zukunft aufgrund unkonventioneller Maßnahmen steigen können? Dies ist nicht unwahrscheinlich, allerdings stoßen unkonventionelle Maßnahmen früher oder später an praktische, rechtliche, wirtschaftliche oder politische Grenzen.

Praktische und rechtliche Grenzen:

- Grundsätzlich sieht sich die Zentralbank mit einem Vertrauensproblem konfrontiert: Können die eingesetzten geldpolitischen Maßnahmen die gewünschten Ziele nicht erreichen, besteht für eine Zentralbank immer die Gefahr einer Legitimationskrise. Marktakteure könnten das Vertrauen in die Handlungsfähigkeit der Zentralbank verlieren und die Zentralbank sieht sich mit einem Rechtfertigungsproblem konfrontiert.
- Oftmals begrenzen die Rechtsprechung oder eigene Vorgaben der Zentralbanken die unkontrollierte Ausweitung unkonventioneller Maßnahmen. Die EZB etwa hat sich für ihre Käufe im Rahmen des „Public Sector Purchase Programme“ (PSPP) Grenzen gesetzt. Eine wesentliche Grenze stellt das so genannte Issuer Limit dar, das es der EZB untersagt, mehr als 33% der

Anleihen eines Landes zu erwerben.²⁰³ Diese (Selbst-)Beschränkung, die bereits jetzt der EZB Probleme bereitet, wurde – im Zuge gerichtlicher Auseinandersetzungen – vom EuGH und dem deutschen Bundesverfassungsgericht aufgegriffen und schlussendlich bestätigt.²⁰⁴ Derartige Regelungen begrenzen zusätzliche QE-Aufkäufe und setzen Anreize, QT-Maßnahmen durchzusetzen. Dies bedeutet aber nicht, dass die EZB bei Erreichung dieser Grenze keine anderen Alternativen und neue Instrumente für eine Ausweitung und Fortsetzung des QE finden könnte. Auch der Kauf von Aktien und/oder REITs scheint nicht ausgeschlossen, zumal die BoJ und die SNB dies bereits aggressiv vorexerzieren.

Wirtschaftliche Grenzen:

Cheap money becomes very expensive in the long run.

Daniel Lacalle

- Bei dauerhaftem Durchführen von QE-Programmen besteht zudem die Gefahr, dass in der Zentralbank-Bilanz vergleichsweise sichere Anlagen durch riskantere Anlagen substituiert werden. Dies liegt daran, dass das Angebot von sicheren Anlagen – im Unterschied zur Geldmenge – nicht unendlich ist. Die vermehrte Akzeptanz riskanterer Anleihen kann dann ebenfalls das Vertrauen in die Zentralbank unterminieren.
- Zu guter Letzt besteht bei dauerhafter Ausweitung der Geldmenge immer die Gefahr einer plötzlich rasant ansteigenden Teuerung. Sobald das *ex nihilo* geschöpfte Geld von den Finanzmärkten in die Gütermärkte strömt, folgt der seit Jahren beobachtbaren Vermögenspreisinflation eine Konsumentenpreisinflation.

Politische Grenzen:

- Zwar wird die Unabhängigkeit der Zentralbanken gebetsmühlenartig betont, jedoch können auch sie sich gesellschaftlichem und politischem Druck nicht ewig verschließen. Kritik an der vermeintlich zu restriktiven Geldpolitik ist bereits heute von Präsidenten wie Donald Trump oder Recep Tayyip Erdoğan deutlich zu vernehmen. Wenn die wirtschaftlichen Konsequenzen der ultralockeren Geldpolitik offensichtlich werden, ist es daher nicht unwahrscheinlich, dass versucht werden wird, direkt auf die Geldpolitik Einfluss zu nehmen. Dies kann auch dadurch gelingen, dass bei Neubesetzungen an der Spitze der Zentralbank Vertreter einer laxeren Geldpolitik den Vorzug erhalten.

I think we injected cocaine and heroin into the system and now we are maintaining it on Ritalin.

Richard Fisher,
Ehem. Vorsitzender der
Federal Reserve Dallas

Es zeigt sich, dass auch die unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik Grenzen unterliegen. Der Spielraum der Zentralbanken in der Geldpolitik ist nicht unendlich. In Anbetracht dessen könnte man durchaus argumentieren, dass eher das Gegenteil passieren wird, und sich der seit fast 40 Jahren währende Boom an den Anleihenmärkten bald seinem Ende zuneigt. Unter Berücksichtigung der globalen Verschuldungslage, die wir im diesjährigen *In Gold We Trust*-Report bereits besprochen haben, und der fortgeschrittenen Zombifizierung der Wirtschaft ist eine deutlich restriktivere

²⁰³ Vgl. ECB: „Public sector purchase programme (PSPP) – Q&A“, Stand: 02. Oktober 2018

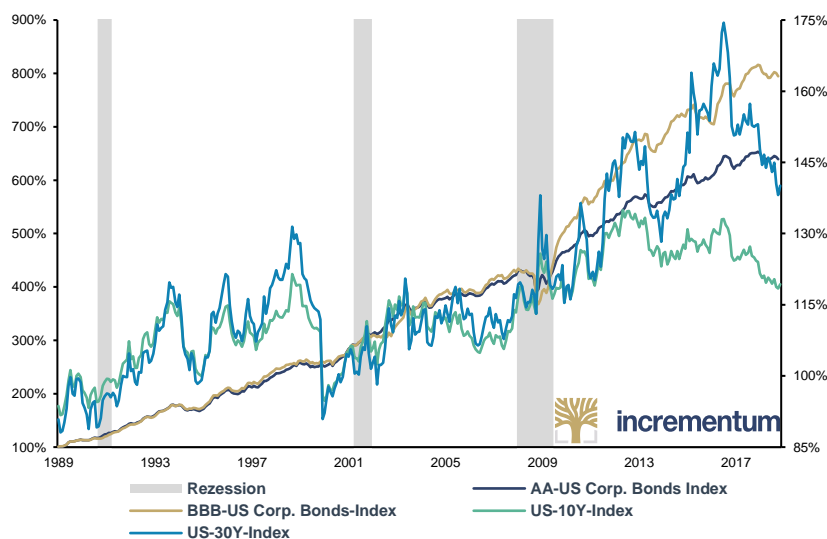
²⁰⁴ „Draghi will in die Verlängerung“, *Handelsblatt*, 2. Dezember 2016

Geldpolitik schwer umzusetzen.²⁰⁵ Sollte die Inflation nicht kräftig anziehen und eine deutliche Erhöhung der Zinsen erfordern, sprechen diese Faktoren gegen ein baldiges Ende der geldpolitischen Unterstützung der Anleihenblase.

Fazit

In unserem heutigen Marktumfeld scheinen Anleihen als klassische Absicherung gegen fallende Aktienkurse nur bedingt brauchbar zu sein. Aufgrund des immer noch niedrigen Zinsumfeldes sind Anleihen weiterhin nahe ihrer Allzeithochs bewertet. Dies trifft nicht zuletzt auch auf Corporate Bonds und insb. (europäische) Staatsanleihen zu.

US-Unternehmensanleihen-Index (linke Skala), in %, und US-Staatsanleihen-Index (rechte Skala), in %, 1989-2018



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

Companies might have to start rotating out of the debt that they incurred to buy back their stock and start issuing stock.

Chris Whalen

In einer derartigen Ausgangssituation sind Anleihen als Absicherung gegen fallende Aktienkurse unserer Meinung nach mit Vorsicht zu genießen. Je niedriger das allgemeine Zinsniveau, desto weniger eignen sich Anleihen als Absicherung gegen fallende Aktienkurse.

Wir hatten bereits festgestellt, dass um das Jahr 2000 ein Korrelationswechsel zwischen 10-jährigen US-Staatsanleihen und dem S&P 500 zu verzeichnen war. Waren sie zuvor positiv korreliert, sind sie seit 2000 negativ korreliert. Für die Zukunft ist ein weiterer Korrelationswechsel hin zu einer positiven Korrelation nicht auszuschließen.²⁰⁶ Dies gilt nicht zuletzt aufgrund der hohen globalen Verschuldung und Zombifizierung von Unternehmen. Diese strukturellen Risiken können bei zukünftigen wirtschaftlichen Abkühlungen und Aktienbärenmärkten zu einer Neubewertung der Ausfallrisiken bei Anleihen führen.

²⁰⁵ Vgl. Adalet, Andrews und Millot, Valentine: „The Walking Dead?: Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries“, *OECD Economic Department Working Papers*, No. 1372, Jänner 2017; Adalet, Andrews und Millot, Valentine: „Confronting the zombies: Policies for productivity revival“, *OECD Economic Policy Papers*, No. 21, Dezember 2017; Acharya, Viral V. et al: „Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy“, letzte Überarbeitung: 8. Mai 2017

²⁰⁶ Vgl. „Mögliche Krisenauslöser und -katalysatoren“, *In Gold We Trust-Report 2018*

*I have confidence in one thing:
 The Fed will blow it.*

Robert Rodriguez

Auf der anderen Seite eröffnet ein derartiges Umfeld Perspektiven für Gold, das aus historischer Betrachtung ebenso als Diversifikator gegen fallende Aktienkurse taugt und bei physischer Anlage bekanntermaßen kein Gegenparteirisiko aufweist. Wie wir bereits in den vergangenen Jahren gezeigt haben, ist nicht so sehr das absolute Niveau, sondern die Tendenz der Realzinsen (steigend oder fallend) entscheidend für die Goldperformance. Unsere Analyse hat ferner gezeigt, dass negative und positive Realzinsen (bis +1,0%) ein gutes Umfeld für Gold sind.²⁰⁷ Deutlich positive Realzinsen erachten wir aufgrund der oben genannten Faktoren (globale Verschuldung und Zombifizierung von Unternehmen) dauerhaft als unrealistisch.

Infobox: Der Rezessionsbegriff

Es mag überraschen, aber es gibt keine international einheitliche Definition für eine Rezession. Während im Euroraum gemeinhin der Rückgang des realen BIPs in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen als technische Rezession bezeichnet wird, werden Rezessionen in den USA anders festgestellt. Nach dem Verständnis des National Bureau of Economic Research (NBER) liegt eine Rezession dann vor, wenn ein signifikanter Rückgang der ökonomischen Aktivität einen Großteil der Volkswirtschaft erfasst und mehrere Monate andauert. Anzeichen hierfür sind u.a. die Entwicklung des BIPs, des Realeinkommen, der Beschäftigung sowie der Industrieproduktion.

Für Anleger besteht bei beiden Definitionen grundsätzlich folgendes Problem: Die Rezession wird meist erst diagnostiziert, wenn bereits das Schlimmste überstanden ist. Gerade die tiefe Rezession im Anschluss an die Große Finanzkrise 2007/2008 ist ein anschauliches Beispiel: Zwischen dem tatsächlichen Eintritt und der amtlichen Bekanntgabe der Rezession durch das NBER lagen unglaubliche 12 Monate.

Vor diesem Hintergrund geben wir als künftigem Aktienkorrektiv Gold bessere Chancen als Anleihen. Dabei gilt bei Aktienbaissen folgende Eselsbrücke: Je lockerer die Geldpolitik, desto besser für Gold. Allerdings darf auch die Kreativität und Entschlossenheit der Zentralbanken bei der Entwicklung neuartiger Instrumente und Auslegung alter Vorgaben nicht unbeachtet bleiben.

Goldperformance vor und während Rezessionen

„I can't see a recession! Where's the recession? I can't tell you how much I hear this every single day.

It's like saying ,I can't smell the carbon monoxide.'

„By the time you, see the recession', your head's sliced off.“

Dave Rosenberg

Im vorherigen Abschnitt haben wir festgestellt, dass Gold als Diversifikator gegen fallende Aktienmärkte auch zukünftig geeignet ist. **In diesem Abschnitt wollen wir nun die Gold- und Aktienperformance im Verlauf von Rezessionen²⁰⁸**

analysieren. Die Analyse von Gold- und Aktienmärkten ist ein regelmäßiger Bestandteil des *In Gold We Trust*-Reports.²⁰⁹ Leser des *In Gold We Trust*-Reports wissen, dass Gold als „event hedge“ bzw. als sicherer Hafen während Rezessionen zulegen sollte. Sofern man Gold als taktische Spekulation einsetzen möchte, stellt insbesondere die Timingproblematik jeden Spekulanten vor schwierige Entscheidungen. **Zu welchem Zeitpunkt soll man ein- bzw. aussteigen?**

²⁰⁷ Vgl. „Die außergewöhnlichen Portfolieigenschaften von Gold“, *In Gold We Trust-Report 2014*;

„Portfolieigenschaften von Gold“, *In Gold We Trust-Report 2017*

²⁰⁸ Datengrundlage sind die Rezessionen für die USA, festgestellt durch das NBER.

²⁰⁹ Vgl. „Gold im Portfoliokontext“, *In Gold We Trust-Report 2015*; „Gold als Portfolioversicherung“, *In Gold We Trust-Report 2016*; „Portfolieigenschaften von Gold“, *In Gold We Trust-Report 2017*

Dieser Frage wollen wir uns mit Hilfe einer historischen Analyse der einzelnen Rezessionsphasen annähern.

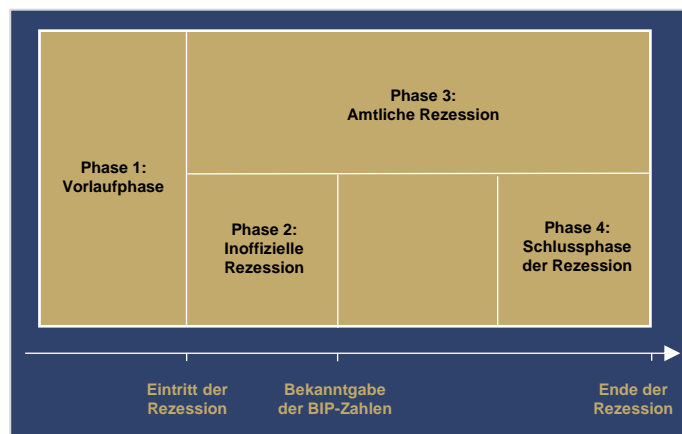
Bevor wir die einzelnen Phasen im Detail betrachten, gilt es kurz die längerfristige Vorlaufphase von Rezessionen in den Blickpunkt zu rücken. Die aufkommende Rezession kündigt sich regelmäßig durch makroökonomische Indikatoren an. Wie wir bereits im Kapitel „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“ ausgeführt haben, ist der Zinsspread zwischen der langfristigen und kurzfristigen Verzinsung von US-Staatsanleihen ein anerkannter Frühindikator für eine Rezession mit einer Vorlaufzeit von 1- 1,5 Jahren. Näheren wir uns der aufkommenden Rezession weiter an, reagieren meist die Aktienmärkte mit einer Vorlaufzeit zwischen sechs bis neun Monaten mit Kursverlusten auf die trüberen Konjunkturaussichten.

In der nachfolgenden Analyse betrachten wir alle Rezessionen in den USA seit 1970. Hierzu untergliedern wir die einzelnen Rezessionen in folgende vier Phasen:

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

Das folgende Schaubild bildet diesen Ablauf der einzelnen Phasen ab. Phase 2 „Inoffizielle Rezession“ und Phase 4 „Schlussphase der Rezession“ finden innerhalb der amtlich festgestellten Rezession statt.

Ablauf der untersuchten Phasen



Quelle: Incrementum AG, eigene Darstellung

Während dieser vier Phasen untersuchen wir die Performance des S&P 500 und von Gold. Da der Goldpreis wesentlich durch Opportunitätsanlagen beeinflusst

wird, haben wir darüber hinaus auch den US-Dollar-Index²¹⁰, den US-Konsumentenpreisindex²¹¹ sowie die Entwicklung der US-Leitzinsen²¹² in unsere Analyse inkludiert.

1. Phase: Vorlaufphase der Rezession

When you blame others, you give up your power to change.

Robert Anthony

Die Vorlaufphase der Rezession beschreibt den kurzen Zeitraum zwischen dem Übergang der Boomphase in die Rezession. Sie beschreibt also den Übergang von sinkenden, aber noch positiven Wachstumsraten zu negativen Wachstumsraten. Die Vorlaufphase der Rezession ist geprägt durch weiter ansteigende Konsumentenpreise. Dies sollte Kenner der „Österreichischen Konjunkturtheorie“ nicht überraschen.²¹³ Eine lockere Geldpolitik hat im vorausgegangenen Boom zusätzliche Investitionen angeregt, deren Fertigstellung zusätzliche, meist nicht direkt verfügbare Ressourcen benötigt. Dies bewirkt eine höhere Teuerung, welche allerdings bei der Investitionsentscheidung nicht antizipiert wurde. Die eintretenden Preissprünge offenbaren die Unwirtschaftlichkeit bestimmter Investitionsvorhaben. Diese Vorhaben müssen auf Eis gelegt oder abgeschrieben werden und läuten die Rezession ein. Die höhere Asset-Price Inflation führt *zeitverzögert* zu höheren Konsumentenpreisen.

Our understanding of the forces driving inflation is imperfect.

Janet Yellen

Betrachten wir nun das letzte Quartal vor der Rezession und widmen uns der Performance von Gold und dem S&P 500. In der Vorlaufphase der Rezession ist damit zu rechnen, dass an den Aktienmärkten bereits eine erhöhte Unsicherheit eingepreist ist. In diesem Sinne sollten die Aktienmärkte bereits Kursrückgänge verzeichnet haben. Gold auf der anderen Seite sollte tendenziell eher profitieren. Einerseits könnte eine erhöhte Unsicherheit den Goldpreis positiv beeinflussen, andererseits sollten relativ hohe Konsumentenpreise die Nachfrage nach Gold stimulieren. Als bremsend dürften sich allerdings die noch relativ hohen Leitzinsen erweisen.

Vorlaufphasen von Rezessionen: Performance des S&P 500 und Gold, in %, 1970-2018

	Dauer der Rezession	Phase 1: Vorlaufphase						
		S&P 500	Gold in USD	USDX	CPI		Fed Funds Rate	
					Beginn	Ende	Beginn	Ende
1. Rezession	Q1/1970 - Q4/1970	-1,8%	-8,9%	N/A	5,7%	5,9%	9,1%	8,9%
2. Rezession	Q1/1974 - Q1/1975	-8,0%	-10,9%	4,1%	8,1%	8,9%	10,1%	10,0%
3. Rezession	Q2/1980 - Q3/1980	7,1%	70,1%	3,1%	13,9%	14,6%	13,8%	16,7%
4. Rezession	Q4/1981 - Q4/1982	-7,4%	-14,6%	1,2%	10,8%	11,0%	19,0%	16,0%
5. Rezession	Q4/1990 - Q1/1991	-10,7%	7,1%	-6,4%	4,8%	6,2%	8,2%	8,2%
6. Rezession	Q2/2001 - Q4/2001	-5,7%	-1,5%	2,6%	3,7%	3,0%	5,9%	5,3%
7. Rezession	Q1/2008 - Q2/2009	0,5%	21,6%	-2,9%	3,6%	4,1%	4,7%	4,3%
Durchschnitt:		-3,9%	6,1%	0,2%				

* „Ende“ bezieht sich lediglich auf das Ende der „Vorlaufphase der Rezession“ und nicht auf das Ende der Rezession überhaupt. Quelle: Federal Reserve St. Louis, investing.com, Incrementum AG

²¹⁰ Zwischen Gold und dem US-Dollar besteht eine negative Korrelation. Vgl. hierzu unsere Analysen: „Gold im Portfoliokontext“, *In Gold We Trust-Report 2015*, S. 89-92; „Portfolieigenschaften von Gold“, *In Gold We Trust-Report 2017*

²¹¹ Als Maßstab der Teuerung wurden die Entwicklung der Konsumentenpreise verwendet, da sie auch die Geldpolitik der Zentralbank wesentlich beeinflussen.

²¹² Gemessen anhand der Effective Federal Funds Rate. Auf die Beziehung zwischen Goldpreis und Zinsen sind wir bereits in folgenden Kapitel eingegangen: „Die außergewöhnlichen Portfolieigenschaften von Gold“, *In Gold We Trust-Report 2014*; „Portfolieigenschaften von Gold“, *In Gold We Trust-Report 2017*

²¹³ Vgl. hierzu auch unser Buch Taghizadegan, Rahim, Stöferle, Ronald und Valek, Mark: *Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, 2014, S. 115-135

Wenn wir einen Blick auf die Aktienperformance werfen, so lässt sich erkennen, dass sich unsere Ausgangshypothese für Aktien fast durchgängig bewahrheitet hat. Eine Ausnahme bildet die Vorlaufphase im Jahr 1980, in deren Verlauf der S&P 500 um knapp 7% zulegen konnte. Ein schwaches Plus gab es auch in der Vorlaufphase zur Finanzkrise 2009. Insgesamt gab der S&P 500 im Durchschnitt jedoch um 3,87% in der Vorlaufphase der Rezession nach.

Today, many investors are what my late father-in-law used to call „handcuff volunteers“. They are doing what they have to do, not what they want to do.

Howard Marks

Bei Gold lassen sich große Schwankungen erkennen. Es gab Vorlaufphasen, in denen Gold deutliche Preisrückgänge verkraften musste (1970, 1974-75 sowie 1981-82). Andererseits konnte Gold vor den Rezessionen 1980, 1990 und 2008-2009 deutliche Preiszuwächse verzeichnen. Gerade die Vorlaufphasen 1980 sowie 1981-82 waren geprägt durch sehr hohe Teuerungsraten, auf die die Federal Reserve unter der Leitung von Paul Volcker mit einer überraschend straffen Geldpolitik reagierte. In diesem Gemengelage konnten Gold und Aktien im Vorlauf der Rezession zunächst deutlich zulegen. Gold haussierte in dieser Zeit und notierte schließlich in der Spitze über 800 USD je Feinunze, ein Niveau, das Gold erst 2007 im Vorlauf der Großen Finanzkrise wieder erreicht werden konnte. Die Goldkorrektur 1982 ist in diesem Lichte zu betrachten.

Ein Blick auf die Entwicklung der Konsumentenpreise bestätigt unserer Ausgangshypothese: Sie steigen zu Beginn der Rezession noch weiter. Überraschend hingegen ist die Entwicklung der Leitzinsen in den USA, die mit Ausnahme der Rezession 1980 bereits zu diesem frühen Zeitpunkt sinken.

Ergebnis:

Insgesamt kann Folgendes festgehalten werden: Für Aktien stellten sich die Vorlaufphasen in der Vergangenheit regelmäßig als ein heißes Pflaster heraus. Im Durchschnitt gaben sie um 3,87% nach. Nur in der Hochinflationszeit 1980 konnten substantielle Kursgewinne (+7,06%) verzeichnet werden. **Für Gold sieht das Bild gemischt aus.** Zwar konnte es im Durchschnitt um 6,08% zulegen, jedoch verzerrt die Preisexplosion 1980 diesen Durchschnitt. In den Vorlaufphasen anderer Rezessionen wurden hingegen teils deutliche Verluste verzeichnet. **Für Goldanleger ist die Vorlaufphase daher schwierig prognostizierbar.**

2. Phase: Inoffizielle Rezession

Betrachten wir nun die Phase der inoffiziellen Rezession. Sie umfasst den Zeitraum zwischen dem Beginn der Rezession und der amtlichen Bekanntgabe der Rezession.²¹⁴ Diese Zeitspanne von einem Quartal ist gerade deshalb interessant, da das rezessive Schrumpfen der Wirtschaft zu diesem Zeitpunkt noch nicht offiziell bestätigt ist. Die aufkommende Rezession ist zu dieser Zeit nur durch vorlaufenden Indikatoren wie Umfragen, nicht aber mit *hard facts* bestätigt. Es ist also noch unklar, ob die Konjunktur nur eine Verschnaufpause einlegen wird oder ob tatsächlich eine Rezession ins Haus steht. Betrachten wir die Ergebnisse unserer Untersuchung im Detail.

Disease is the body's attempt to cure itself. Disease is the cure. It's a healing process.

Dr. Isaac Jenning

²¹⁴ Zur Abgrenzung unterstellen wir, dass die Bekanntgabe der BIP-Zahlen 3 Monate nach dem tatsächlichen Eintritt geschieht.

Inoffizielle Rezession: Performance des S&P 500 und Gold, in %, 1970-2018

	Dauer der Rezession	Phase 2: Inoffizielle Rezession						
		S&P 500	Gold in USD	USDX	CPI		Fed Funds Rate	
					Beginn	Ende	Beginn	Ende
1. Rezession	Q1/1970 - Q4/1970	-4,6%	-6,6%	N/A	6,2%	6,1%	8,9%	7,8%
2. Rezession	Q1/1974 - Q1/1975	0,3%	58,5%	-0,6%	9,6%	10,1%	9,7%	9,2%
3. Rezession	Q2/1980 - Q3/1980	-2,1%	-22,8%	-5,9%	14,6%	14,3%	17,9%	9,6%
4. Rezession	Q4/1981 - Q4/1982	2,9%	0,8%	-2,7%	10,3%	8,9%	15,2%	12,4%
5. Rezession	Q4/1990 - Q1/1991	-0,1%	-3,3%	-2,2%	6,4%	6,3%	8,1%	7,3%
6. Rezession	Q2/2001 - Q4/2001	1,3%	3,8%	2,1%	3,2%	3,2%	4,9%	4,0%
7. Rezession	Q1/2008 - Q2/2009	-10,2%	14,4%	-4,7%	4,3%	4,0%	4,0%	2,7%
Durchschnitt:		-1,9%	4,1%	-2,4%				

*„Ende“ bezieht sich lediglich auf das Ende der Phase „Inoffizielle Rezession“ und nicht auf das Ende der Rezession überhaupt.
Quelle: Federal Reserve St. Louis, investing.com, Incrementum AG

But in truth neither the boom, nor the debt deflation (...) and certainly not a recovery can go on forever. Each state nurtures forces that lead to its own destruction.

Hyman P. Minsky

Die Phase der inoffiziellen Rezession ist geprägt durch sinkende Konsumentenpreise und sinkende Leitzinsen. Überraschend ist zudem, dass mit Ausnahme der Rezession 2001 auch der US-Dollar – gemessen am US-Dollar-Index – in dieser Periode deutlich abgewertet hat. Zu dieser frühen Phase der Rezession konnte der US-Dollar seine Stärke als internationale Leitwährung und safe haven offensichtlich noch nicht ausspielen. Diese Schwäche des US-Dollars konnte Gold allerdings nur bedingt nutzen. Über die verschiedenen Rezessionen hinweg zeigt sich für Gold kein einheitliches Bild. Während der Stagflation 1975 verteuert sich Gold mit einem Anstieg von 58,5% erheblich. Deutlich nachgeben musste Gold dagegen 1980 mit -22,8%. Dieser Verlust relativiert sich allerdings, berücksichtigt man, dass Gold in der Vorlaufphase zur Rezession 1980 bereits um beachtliche 70,0% zulegen konnte.

Recession is opportunity in wolf's clothing.

Robin Sharma

Auch Aktien scheinen in dieser frühen Phase keine einheitliche Richtung zu kennen. Zwar verzeichnen sie im Durchschnitt einen Verlust von -1,88%, allerdings lassen sich bei fast der Hälfte aller Rezession auch leicht positive Aktienrenditen erzielen. Dies mag sicherlich auch daran liegen, dass erste Investoren bereits den auf die Rezession folgenden Aufschwung im Blick haben und bereits in dieser frühen Phase der Rezession Kaufmöglichkeiten identifizieren.

Ergebnis:

Sowohl für Gold als auch für Aktien ist die Phase der inoffiziellen Rezession durch kein sich wiederholendes Muster geprägt. Die spezifischen Eigenschaften einer Rezession spielen in dieser Zeitspanne offenbar eine wichtige Rolle. Anleger sollten diese pivotalen Faktoren genau analysieren, bevor sie eine Investitionsentscheidung treffen.

3. Phase: Amtliche Rezession

Kommen wir zu Phase 3, der amtlichen Rezession. Sie umfasst den gesamten Rezessionszeitraum und damit wie in obiger Abbildung Schaubild ersichtlich auch Phase 2 und Phase 4.

Bei der Analyse der unten angeführten Daten fällt zunächst auf, dass sowohl Gold als auch der US-Dollar-Index während der Rezession im Durchschnitt deutlich zulegen konnten, Gold um 20,17% und der US-Dollar-Index um 4,16%. In diesem Sinne scheinen gerade Gold und der US-Dollar ihrem Ruf als safe haven gerecht zu

werden. Es ist zudem zu beobachten, dass die Geldpolitik der Zentralbank in dieser Phase deutlich expansiv ist. In allen untersuchten Rezessionen sinkt die Effective Federal Funds Rate deutlich.

Amtliche Rezession: Performance des S&P 500 und Gold, in %, 1970-2018

Dauer der Rezession	Phase 3: Amtliche Rezession							
	S&P 500	Gold in USD	USDX	CPI		Fed Funds Rate		
				Beginn	Ende	Beginn	Ende	
1. Rezession	Q1/1970 - Q4/1970	-7,1%	0,0%	N/A	6,2%	5,6%	8,9%	5,0%
2. Rezession	Q1/1974 - Q1/1975	-15,0%	89,7%	-3,4%	9,6%	10,5%	9,7%	5,6%
3. Rezession	Q2/1980 - Q3/1980	7,7%	-5,9%	-5,8%	14,6%	12,8%	17,9%	10,6%
4. Rezession	Q4/1981 - Q4/1982	12,8%	1,2%	8,4%	10,3%	3,8%	15,2%	8,8%
5. Rezession	Q4/1990 - Q1/1991	13,8%	-7,9%	1,3%	6,4%	4,8%	8,1%	6,2%
6. Rezession	Q2/2001 - Q4/2001	-8,1%	5,4%	2,1%	3,2%	1,6%	4,9%	1,9%
7. Rezession	Q1/2008 - Q2/2009	-50,4%	16,3%	13,8%	4,3%	-0,5%	4,0%	0,2%
Durchschnitt:		-10,5%	20,2%	4,2%				

* „Ende“ bezieht sich lediglich auf das Ende der Phase „Amtliche Rezession“ und nicht auf das Ende der Rezession überhaupt.
Quelle: Federal Reserve St. Louis, investing.com, Incrementum AG

Our analysis shows that adding 2%, 5% or 10% in gold over the past decade to the average pension fund portfolio would have resulted in higher risk-adjusted returns.

World Gold Council

Für Aktien ist – wenig überraschend – die Rezession ein äußerst schwieriges Umfeld. So mussten Anleger mit dem S&P 500 im Schnitt -10,47% Kursverluste einstecken. Allerdings lassen sich mit den Rezessionen in den Jahren 1980, 1981-82 und 1990-91 auch konjunkturelle Flauten identifizieren, in welchen der S&P 500 substantiell zulegen konnte und damit seine Verluste aus der Vorlaufphase der Rezession wieder hereinspielen oder sogar übertreffen konnte.

Ergebnis:

Die Analyse der historischen Daten zeigt, dass Gold und der US-Dollar über den Rezessionszyklus deutlich zulegen können. Dies überrascht, sind doch Gold und der US-Dollar normalerweise stark negativ korreliert.

Bereitsein für die Gelegenheit ist Vorbereitung für den Erfolg. Gelegenheit kommt zufällig - Bereitsein nie!

Sam Rayburn

Für Anleger bedeutet das, dass sie bereits eine Phase früher, also während der inoffiziellen Rezession, wachsam sein sollten, ob sich Opportunitäten für Gold oder den US-Dollar ergeben. Die historische Analyse zeigt, dass diese Phase einen guten Einstiegszeitpunkt darstellt, zumal sich Gold und der US-Dollar relativ gut ergänzen. So lässt sich nur eine Rezession finden (1980), in der beide mit knapp -6% deutlich nachgeben mussten. Die Goldkorrektur war allerdings zu dieser Zeit die Folge der vorausgegangenen Goldhausse.

4. Phase: Schlussphase der Rezession

Phase 4 entspricht der Schlussphase der Rezession. Es darf erwartet werden, dass der Aktienmarkt bereits antizipiert hat, dass die Talsohle der Rezession durchschritten wurde. Dies liegt sicherlich auch daran, dass zu dieser späten Phase der Rezession normalerweise mit geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen reagiert wurde. Niedrige Zinsen sowie fiskalische Stimuli verschaffen dem Markt neue Zuversicht, auch wenn sie die eigentliche Ursache der Krise meist nicht beheben.

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

Albert Edwards

Dementsprechend ist zu erwarten, dass Aktien in der Schlussphase bereits tendenziell positiv performen dürften. Auf der anderen Seite ist für Gold die theoretische Interpretation nicht ganz so eindeutig. Einerseits kann die Schlussphase einer Rezession ein eher schwieriges Umfeld sein. Ungewissheit und ökonomische Schwäche sind bereits eingepreist, Disinflation, Deflation oder eine geringe Inflation sollten zudem den Preis eher drücken. Andererseits könnte ein (neuerlich) abwertender US-Dollar²¹⁵, eine weiter lockere Geldpolitik und die Erwartung zukünftig steigender Teuerung Preiszuwächse beim Gold bedeuten. Werfen wir einen Blick auf die Daten:

Schlussphase der Rezession: Performance des S&P 500 und Gold, in %, 1970-2018

	Dauer der Rezession	Phase 4: Schlussphase der Rezession						
		S&P 500	Gold in USD	USDX	CPI		Fed Funds Rate	
					Beginn	Ende	Beginn	Ende
1. Rezession	Q1/1970 - Q4/1970	7,0%	5,9%	N/A	5,6%	5,6%	6,2%	5,0%
2. Rezession	Q1/1974 - Q1/1975	16,6%	-1,1%	-3,0%	11,8%	10,5%	7,3%	5,6%
3. Rezession	Q2/1980 - Q3/1980	10,0%	21,8%	0,0%	13,2%	12,8%	9,1%	10,6%
4. Rezession	Q4/1981 - Q4/1982	15,9%	14,2%	-1,8%	5,0%	3,8%	9,8%	8,8%
5. Rezession	Q4/1990 - Q1/1991	13,9%	-4,7%	3,6%	5,7%	4,8%	6,9%	6,2%
6. Rezession	Q2/2001 - Q4/2001	0,5%	1,3%	2,7%	2,1%	1,6%	2,5%	1,9%
7. Rezession	Q1/2008 - Q2/2009	-18,0%	24,0%	4,0%	-0,1%	-0,5%	0,2%	0,2%
Durchschnitt:		5,9%	8,3%	0,9%				

* Ende* bezieht sich auf das Ende der „Schlussphase Rezession“ und ist daher gleichbedeutend mit dem Ende der Rezession überhaupt.
 Quelle: Federal Reserve St. Louis, investing.com, Incrementum AG

Precious Metals are the most secure insurance policy that you can buy to protect your financial house. Even as it begins to burn down.

Bob Moriarty

Es zeigt sich, dass unsere Hypothese, wonach Aktien in der Schlussphase deutlich zulegen sollten, in der Vergangenheit mehrheitlich bestätigt wird. Mit Ausnahme der Rezession im Anschluss an die Große Finanzkrise 2007/2008 konnte der S&P 500 während der Schlussphase der Rezession deutliche Kursgewinne verzeichnen. Der Tiefpunkt der Aktienbaisse war bereits durchschritten, sodass es mit den Aktienkursen bis zum offiziellen Ende der Rezession bereits um durchschnittlich 5,90% bergauf ging.

Überraschend hingegen ist die Performance von Gold, das – trotz aufwertendem US-Dollar und weiter sinkender Konsumentenpreise – um durchschnittlich 8,27% zulegen konnte. Die in dieser Phase weiter fallenden Leitzinsen dürften Gold Rückenwind verliehen haben.

Eine besondere Stellung nimmt die Rezession im Anschluss an die Große Finanzkrise 2007/2008 ein, denn der S&P 500 konnte auch in der Schlussphase nicht zulegen, sondern musste deutliche Kursverluste von 17,98% verkraften. Gold auf der anderen Seite konnte in dieser Phase um deutliche 24,0% zulegen, der US-Dollar-Index um vergleichsweise bescheidene 3,96%.

²¹⁵ Gerade in ökonomischen Krisen ist eine Flucht in die Hauptleitwährung US-Dollar nichts Unübliches. Die negative Korrelation zwischen dem US-Dollar und Gold haben wir bereits festgestellt in folgenden Beiträgen: „Gold im Portfoliokontext“, *In Gold We Trust-Report 2015*; „Portfolieigenschaften von Gold“, *In Gold We Trust-Report 2017*

The biggest bubble out there is in confidence. Overconfidence is why negative yielding &/or clearly unrepayable debts & risk assets priced at 5,000yr highs are in high demand while systemic insurance can't catch a bid. Only those who feel fireproof, have no use for fire insurance.

Simon Mikhailovich

Ergebnis:

Handelt es sich um keine Systemkrise und hat die Zentralbank noch geldpolitischen Handlungsspielraum, können sowohl Aktien als auch Gold in der Schlussphase der Rezession regelmäßig deutlich zulegen. Darüber hinaus kann Gold aufgrund seines Safe Haven-Charakters auch von ausgewachsenen Systemkrisen profitieren und bildet damit einen effektiven Schutz des Vermögens bei Black Swan-Events.

Problematisch für den Anleger ist jedoch die Identifikation der Schlussphase. Während der Rezession weiß man bekanntermaßen nicht, wie lange diese noch anhält. Abhilfe verschaffen kann hier ein Blick auf den eingangs erwähnten Zinsspread zwischen langfristigen und kurzfristigen US-Staatsanleihen. Hat sich dieser bereits substanziell von seinem Tief aus der Vorlaufphase der Rezession erholt, kann dies ein hilfreiches Signal dafür sein, dass der Tiefpunkt der Krise überschritten ist.

Fazit

„Niemand weiß, wie das größte geldpolitische Experiment aller Zeiten ausgehen wird. Möglicherweise wird aus der vermeintlichen Allmacht der Notenbanken irgendwann Ohnmacht. Es ist daher besser, eine Versicherung zu haben, die man nicht braucht, als keine zu besitzen, wenn man sie braucht. Gold erfüllt genau diese Funktion.“

Flossbach von Storch

Abschließend wollen wir die Performance von Gold und dem S&P 500 während der einzelnen Phasen einer Rezession in einer Gesamttabelle darstellen. Hierzu haben wir auch die Goldperformance in EUR hinzugefügt.

Gesamtüberblick: Performance des S&P 500 und Gold, in USD und EUR, in % 1970-2018

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

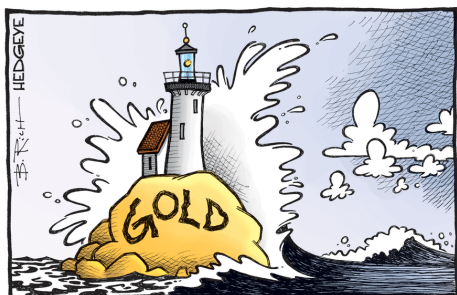
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Investing.com, World Gold Council, Incrementum AG

Knowledge is of no value unless you put it into practice.

Anton Chekhov

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

Insgesamt zeigt sich, dass Gold sehr gut Aktienkursverluste während Rezessionen ausgleichen konnte. Daher erwarten wir, dass Gold auch zukünftig bei Aktienbärenmärkten als Korrektiv zulegen sollte. Für Anleihen, dem klassischen Aktiendiversifikator, sieht es hingegen weniger gut aus. Hohe Verschuldung, die Zombifizierung der Wirtschaft und die historisch immer noch sehr lockere Geldpolitik schmälern das Potenzial von Anleihen als Aktienkorrektiv. **Gold ist daher auch zukünftig ein unverzichtbarer Portfoliobestandteil, der Anleger auch in Stresssituationen an den Finanzmärkten ruhig schlafen lässt.**



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye



Sprott

Legt die Messlatte für Investitionen in Edelmetallen höher™

Wir sind ein weltweit agierender Vermögensverwalter für alternative Kapitalanlagen mit klarem Schwerpunkt bei Edelmetallen und Sachwerten.

- Vermögensverwaltung
- Ressourcenfinanzierung
- Vermögensmanagement

Kontaktieren Sie das Sprott-Team für weitere Informationen unter invest@sprott.com ▪ 888.622.1813 ▪ sprott.com/gold

Contrarian. Innovative. Aligned.™

Goldlagerung: Liechtenstein, Schweiz und Singapur im Faktencheck

„Es kommt nicht darauf an, die Zukunft vorherzusagen, sondern darauf, auf die Zukunft vorbereitet zu sein.“

Perikles

Key Takeaways

- Die beiden wichtigsten Gründe für die physische Veranlagung in Gold sind der Vermögensschutz und die Absicherung von Risiken des Finanz- und Bankensystems.
- Liechtenstein, die Schweiz und Singapur zählen zu den Top-Kandidaten für Investoren, die eine sichere und zuverlässige Jurisdiktion für die physische Lagerung ihrer Goldbestände suchen.
- Rechtliche, geopolitische und wirtschaftliche Stabilität, aber auch die "Goldkultur" eines Landes, sind Schlüsselfaktoren die bei der Standortwahl berücksichtigt werden sollten.

Warum wir uns zur sicheren Verwahrung von Edelmetallen Gedanken machen sollten

„Die Geschichte spricht nur zu jenen, die sie zu interpretieren wissen.“

Ludwig von Mises

Man darf nicht vergessen, dass Kultur ein Vermögen darstellt. Ohne Wohlstand und Vermögen hat es noch niemals Kultur gegeben.

Ludwig von Mises

Die gesamte Argumentation hinter der Veranlagung in und dem Halten von physischen Edelmetallen, vor allem bei Verwahrung außerhalb des Bankensystems in privaten, sicheren Verwahrstellen, dreht sich um Vertrauen, Sicherheit, Risikodiversifikation und die Absicherung gegen die Verwundbarkeit sowie gegen mögliche Worst-Case-Szenarien des derzeitigen Währungssystems. Daher sollte man die Wahl des Verwahrungsortes auf Basis dieser Parameter treffen.

Die Hauptfaktoren bei der Auswahl einer Jurisdiktion zur privaten Goldverwahrung sind das Ausmaß an Schutz, das den finanziellen Freiheiten des Einzelnen und privaten Eigentumsrechten zuteil wird, die politische und wirtschaftliche Stabilität, sowie die Berechenbarkeit und die Erfolgsbilanz der Politik. **Auf Basis dieser Kriterien stechen drei Länder hervor: Liechtenstein, die Schweiz und Singapur.**

Liechtensteins Alleinstellungsmerkmale

„Über Jahrhunderte hat sich die Familie Liechtenstein an die Gesetze gehalten, die sie selbst erlassen hatte. Laut diesem Hausgesetz wacht der Landesfürst über den ‚Ruf, das Ansehen und das Wohl‘ des Fürstlichen Hauses Liechtenstein.“

Fürst Hans-Adam II.

Da unsere Unternehmen im schönen Liechtenstein beheimatet ist, beginnen wir mit dieser kleinen, aber robusten Bastion von Freiheit, Vernunft und Stabilität. Das Fürstentum Liechtenstein ist der EU niemals beigetreten, ist jedoch Mitglied des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) und Unterzeichner des Schengen-Abkommens. Obwohl Liechtenstein im Jahre 1806 die Unabhängigkeit erlangte, lässt sich argumentieren, dass die Geschichte und die Bedeutung Liechtensteins zum Großteil nach dem 2. Weltkrieg geformt wurden. Damals übernahm der derzeit regierende Fürst von Liechtenstein, Fürst Hans-Adam II., ein bankrotttes Land und schaffte es innerhalb weniger Dekaden, daraus ein höchst wettbewerbsfähiges, innovatives, stabiles, renommiertes und agiles Finanzzentrum von internationalem Ruf zu entwickeln. Liechtenstein wird von einer der ältesten Adelsfamilien der europäischen Geschichte regiert, deren Wurzeln bis ins 11. Jahrhundert reichen und die ursprünglich aus der Nähe Wiens stammen.

Das Ansehen des Landes als verlässliches Business- und Bankenzentrum sowie der Ruf des Fürstenhauses, seiner Zeit voraus zu sein, sind nach wie vor unbestritten. Beispielsweise haben Liechtenstein und Mitglieder der fürstlichen Familie das European Center for Austrian Economics (ECAEF)²¹⁶ unter der Führung von Prinz Michael von und zu Liechtenstein und Prinz Philipp von und zu Liechtenstein gegründet. Daher kann man konstatieren, dass Liechtenstein die Werte individueller und finanzieller Freiheit vollinhaltlich unterstützt und die Bedeutung privater Eigentumsrechte achtet. Eigentumsrechte sind sogar insofern noch stärker geschützt, als Liechtenstein über keine Notstandsgesetzgebung verfügt. Das bedeutet, dass sogar in Zeiten politischer oder wirtschaftlicher Unruhen eine plötzliche Zwangsentziehung nicht vollstreckbar ist.

Das Regierungssystem Liechtensteins ist das einer konstitutionellen Monarchie, wobei sich der Monarch und das demokratisch gewählte Parlament die Entscheidungsgewalt teilen. Als Staatsoberhaupt verfügt der Fürst über erhebliche politische Macht sowie Vetorechte. Allerdings gibt es wichtige Ausnahmen und Beschränkungen hinsichtlich der fürstlichen Kompetenzen, da das Volk das Recht hat, die Monarchie auf Wunsch abzuschaffen oder eine Misstrauens-Initiative gegen den Fürsten zu lancieren; in beiden Fällen reichen 1.500 Unterschriften, um das jeweilige Verfahren einzuleiten.

Wir im Fürstenhaus sind überzeugt, dass die Liechtenstein-Monarchie eine Partnerschaft zwischen dem Volk und dem Fürstenhaus, eine Partnerschaft, die freiwillig sein und auf gegenseitigem Respekt basieren sollte.

Fürst Hans-Adam II.

Fürst Hans-Adam II. selbst verfasste 2009 die politische Schrift „Der Staat im dritten Jahrtausend“, ein Buch das wir jedem Leser und insbesondere Politikern nur wärmstens empfehlen können. Darin findet er unterstützende Worte für Geld mit intrinsischem Wert wie Gold und Silber findet. Darin verteidigt er auch das Recht auf politische Abspaltung bis auf Gemeindeebene, und er zeigt sich als klarer Befürworter des Prinzips einer begrenzten Staatsgewalt (limited government) sowie von Freihandel und Redefreiheit.

Insgesamt vermittelt Liechtenstein den Eindruck eines soliden Kandidaten im Rahmen unserer Kür der geeigneten Jurisdiktion für die Goldverwahrung. Der Staat basiert auf einem Regierungssystem, welches deutliche Mäßigung und Respekt gegenüber individueller Freiheit, Privateigentum, dem Recht auf Privatsphäre und der finanziellen Eigenständigkeit des Volkes an den Tag legt. Militärisch betrachtet steht Liechtenstein unter dem Schutz der Schweizer Armee und unterhält in vielen Bereichen enge Beziehungen zur Schweiz, ist aber im Hinblick auf lokale Gesetzgebung und internationale Politik vollumfänglich souverän.

Als deutliche Ausnahme zur Regel erwirtschaftet Liechtenstein seit Jahren Budgetüberschüsse, was nicht nur finanzielle Umsicht zeigt, sondern dem Fürstentum auch finanziellen Spielraum im Falle einer ernsten Krise verschafft. 2017 betrug der Überschuss 196,1 Mio. CHF oder 3,2% des BIP. Der Bund, die Gemeinden und der Sozialversicherungsfonds schrieben allesamt deutlich

²¹⁶ <http://ecaef.org>

Daher unterstützen wir das Recht auf Selbstbestimmung auf Gemeinde-Ebene, um das Monopol des Staates über sein Hoheitsgebiet zu beenden.
Fürst Hans-Adam II.

Zu guter Letzt ist auch eine andere Entwicklung bezeichnend für Liechtensteins Agilität, Anpassungsfähigkeit und Wettbewerbsfähigkeit. Früher als viele andere Länder hat sich das Fürstentum dem Kryptowährungssektor geöffnet. Das Land stellte Unternehmern, Anlegern und Start-ups ein attraktives und einladendes Umfeld in einem gerade erst entstehenden Sektor zu einem Zeitpunkt zur Verfügung, als ihn viele noch immer mit Argwohn betrachteten oder seine grundlegenden Vorteile und das dahinterstehende Potenzial noch gar nicht erkannt hatten. **Als Konsequenz ist das kleine Land zu einem Krypto-Hub herangewachsen, der sich durchaus mit dem „Crypto Valley“ in Zug (CH) messen kann.**²¹⁷

Was für die Schweiz spricht

„Wirtschaft war überall, und Politik war nirgends.“

Lorenz Stucki

Das Markenzeichen der Schweiz heißt: Normalität.
Paul Schibler

Fahren wir nun mit unserer benachbarten Schweiz fort. Eine Nation, die sich über den Willen des Volkes definiert, welches einen Eid geschworen hat, an keine auswärtigen Vögte Steuern zu zahlen. Schon vor der Umwandlung zum Bundesstaat in 1848 war die Schweiz eines der am höchsten industrialisierten Länder Europas. Wirtschaft war überall und Politik war nirgends. Sogar unter intensivem externen Druck behielt die Schweiz als bewaffnetes, neutrales Land ihre Souveränität bei und widersetzte sich so beiden Weltkriegen. Bis zum heutigen Tage verfügt sie über eine der dezentralsten politischen Strukturen der Welt. Ihre Verfassung umreißt die Grundsätze ihres politischen Systems sowie die Grenzen der Macht der Regierung entsprechend den Grundsätzen der Subsidiarität und der direkten Demokratie.

Manche Leute halten den Unternehmer für einen rüddigen Wolf, den man totschiessen müsse. Andere sehen in ihm eine Kuh, die man ununterbrochen melken könne. Nur wenige erkennen in ihm das Pferd, das den Karren zieht.
Winston Churchill

Die Kernidee, kraft derer dem Volk bedeutsame Entscheidungsgewalt zukommt (d.h. durch Befragung des einzelnen Wählers in Volksabstimmungen) und jegliches Problem auf der niedrigst möglichen Stufe zu lösen sei (Subsidiaritätsprinzip), stellen einen unabdingbaren Teil der historischen DNA der Schweiz dar. In diesem System kommt dem Volk, wann immer Politiker eine Gesetzesänderung beabsichtigen, das letzte Wort zu. Instrumente wie fakultative Volksabstimmungen „gegen den Staat“ und Volksinitiativen helfen dabei, die Kontrolle über den Staatsapparat zu behalten und das Land so dezentralisiert wie möglich zu belassen. Und obwohl in den letzten 20 Jahren politischer Druck auf die Schweiz ausgeübt wurde, den von der EU vorgegebenen, anstatt den eigenen Weg zu verfolgen, bleibt das System selbst solide. Im Gegensatz zu den Nachbarstaaten verfügt der Bundesrat, die Schweizer Regierung, nach wie vor nicht über die Macht,

²¹⁷ Zu „Liechtensteins Blockchain Strategie“ befragte Mark J. Valek, im August 2018 den aktuellen Regierungschef des Fürstentums Liechtenstein, Adrian Hasler.

fragwürdige politische Maßnahmen zu beschließen, die nicht schon vor den nächsten Wahlen vom Volk einer eingehenden Analyse unterzogen werden können.

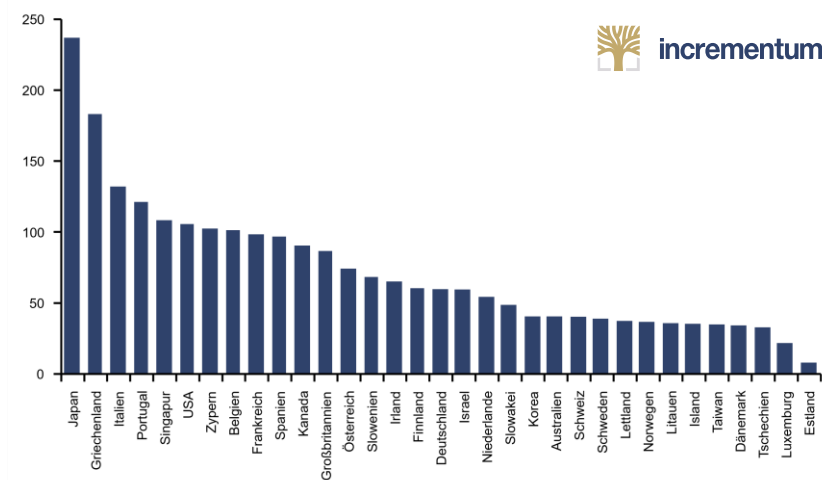
Wir wollen trauen auf den höchsten Gott und uns nicht fürchten vor der Macht der Menschen.

Rütli-Schwur, 1291

Die praktischen Auswirkungen dieses grundlegenden Unterschieds in der politischen Verfasstheit der Schweiz im Vergleich zu anderen Staaten sind weitreichend und oft überraschend. Als echte direkte Demokratie hat sich die Schweiz schon des Öfteren gegen den politischen Trend ihrer Nachbarländer oder der internationalen Gemeinschaft gestellt. Unter den Abstimmungen der Vergangenheit mit überraschenden Ergebnissen waren die Ablehnung eines Antrags, den gesetzlich vorgeschriebenen, bezahlten Urlaub auf sechs Wochen pro Jahr zu erhöhen sowie die Entscheidung, kein Mitglied der EU zu werden. Eine weitere laute und klare Aussage des Schweizer Volkes bezog sich auf das sogenannte Bedingungslose Grundeinkommen (BGE). Während andere Staaten reges Interesse und Experimentierfreudigkeit in diesem Bereich an den Tag legten und dabei einfach Leuten Geld ohne Vorbedingungen, den Nachweis von Bedürftigkeit oder der aktiven Arbeitssuche zukommen ließen, weigerten sich die Schweizer, dieses Konzept zu verfolgen, und lehnten den Vorschlag mit großer Mehrheit ab. Sie verstanden, dass die Regierung nicht einfach Geld verschenken kann, das sie als Steueraufkommen von jemand anderem bekommen hat; und wie sich herausstellte, war dies – wenig überraschend – eine kluge Entscheidung, denn die meisten bisherigen Experimente wie z. B. in Finnland scheiterten kläglich.

Die wirtschaftliche Lage macht die Schweiz ebenfalls zu einem ausgezeichneten Standort für die sichere Lagerung von physischem Gold. In Vergleich zu ihren EU-Nachbarn und der EU insgesamt ist die Schweiz deutlich umsichtiger im Management der Staatsfinanzen. Für 2018 kündigte die Schweizer Regierung einen Überschuss von 2,9 Mrd. CHF (2,38 Mrd. EUR) an. Die Bruttoverschuldung des Bundes ist nunmehr zum ersten Mal seit 1997 auf unter 100 Mrd. CHF gefallen, die des Gesamtstaates (Bund, Kantone, Gemeinden, Sozialversicherungen) liegt knapp unter 200 Mrd. CHF.

Staatsverschuldung, in % des BIP, 2018



Quelle: IWF, Incrementum AG

Der Erfolg der Schweiz liegt zum Großteil an der Tatsache, dass er auf einer Plattform volkswirtschaftlicher Vernunft und nicht auf Politik errichtet wurde.

Claudio Grass

Insgesamt betrachtet ist der Erfolg der Schweiz zum Großteil auf die Tatsache zurückzuführen, dass das Prinzip volkswirtschaftlicher Vernunft und nicht das der Politik befolgt wird. Daher war und ist die Schweiz immer offen für Innovationen. Ein gutes Beispiel für diese Philosophie sind die offenen Arme, mit denen das Land die Krypto-Revolution und deren Erfolg (und damit eine Vielzahl an führenden Unternehmen des Sektors) empfangen hat. Dies hat ein dynamisches Umfeld mit hohem Wachstumspotenzial im „Crypto Valley“ im Kanton Zug geschaffen.

Was die Stabilität und Sicherheit vor allem aus der Perspektive des physischen Goldanlegers anbelangt, so hat sich die Schweiz ganz klar über die Jahrzehnte als verlässlicher Standort bewährt. Die langfristig beibehaltene Neutralität, die solide, nicht-interventionistische Außenpolitik und die Tatsache, dass mehr als 50% der Haushalte im Land über eine Waffe verfügen, schaffen ein sicheres Umfeld und Seelenfrieden sowohl für die Schweizer Bürger als auch für Investoren. Außerdem scheinen aufgrund der strengen Begrenzung der Regierungsmacht Szenarien, in denen Edelmetalle beschlagnahmt werden, äußerst unwahrscheinlich. Solch ein Szenario ist ohne eine historische Verfassungsänderung, bei der das Schweizer Volk das letzte Wort hätte, nicht denkbar – und die Geschichte der Abstimmungsergebnisse spricht in diesem Zusammenhang für sich selbst. **Daher kann man die Schweiz definitiv als sicheren Gold-Hafen einstufen.**

Singapur, der stärkste Mitbewerber in Asien

„Why did Singapore develop and not the others, what was missing in the others? I could only tell Valéry Giscard d’Estaing what I thought were three primary reasons: first, stability and cohesion in society; second, a cultural drive to achieve and a thrifty, hardworking people always investing in the future, with high savings for a rainy day and for the next generation; third, a great reverence for education and knowledge.“

Lee Kuan Yew

Das bringt uns zum letzten Kandidaten, nämlich Singapur, einem Land, das in den vergangenen Jahrzehnten deutlich an Bedeutung, Attraktivität und Renommee gewann. Die südostasiatische Insel am Äquator hebt auf Anlage-Edelmetalle weder Kapitalertragssteuer noch Mehrwertsteuer ein, und sie verfügt über eine beeindruckende Erfolgsbilanz bei der Einhaltung von Eigentumsrechten. Singapur wurde entsprechend der Vision und unter der Führung von Lee Kuan Yew errichtet und stellt ohne Frage eine echte und beeindruckende Erfolgsstory dar, vor allem seit der Unabhängigkeit 1965. Seine imposanten Leistungen spiegeln sich im Aufstieg und Erfolg Singapurs wider und sind angesichts des

I learned to ignore criticism and advice from experts and quasi-experts, especially academics in the social and political sciences. They have pet theories on how a society should develop to approximate their ideal, especially how poverty should be reduced and welfare extended. I always try to be correct, not politically correct.

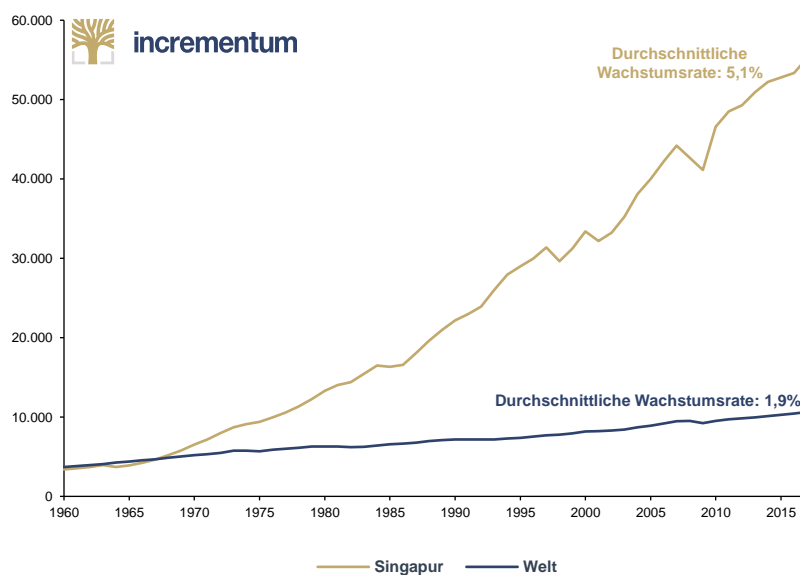
Lee Kuan Yew

Zeitraumens, innerhalb dessen der Aufstieg gelang, in der Tat beachtlicher Natur.²¹⁸

Der sonnige Inselstaat in Südostasien wird weltweit als

Wirtschaftswunder gefeiert. Indem er sich an der strategisch bedeutsamen Kreuzung der weltweit wichtigsten Schifffahrtsrouten befindet und gleichzeitig nahe an China liegt, kann er auf einmalige geographische Vorteile verweisen. Singapur ist als Stadtstaat konzipiert und ist heute gleichzeitig eine der am besten entwickelten Volkswirtschaften Asiens und globales Business- und Finanzzentrum mit einer Infrastruktur, die von ständigen Verbesserungen profitiert. Die Volkswirtschaft gilt ebenso als eine der weltweit wettbewerbsfähigsten und geschäftsfreundlichsten. Zusätzlich sind das Steuersystem und die regulatorischen Rahmenbedingungen einfach und anlegerfreundlich. Das Rechtssystem und die Administration Singapurs gelten hinsichtlich der Effizienz als beispielhaft auf der ganzen Welt. Unternehmer und Anleger sind mit sehr wenig bürokratischen Hürden konfrontiert, und Gerichtsverhandlungen laufen zügig ab. Darüber hinaus bietet Singapur auch ein stabiles politisches Umfeld und einen robusten volkswirtschaftlichen Hintergrund mit schnell und beständig steigendem BIP in den vergangenen Jahrzehnten.

BIP/Kopf, Singapur und Welt, in USD, 1960-2017



Quelle: Weltbank, Incrementum AG

Man wirft mir oft vor, mich in das Privatleben der Bürger einzumischen. Ja, wenn ich das nicht täte, wenn ich das nicht getan hätte, wären wir heute nicht, wo wir sind.

Lee Kuan Yew

Allerdings unterscheidet sich Singapur in einigen Bereichen doch

deutlich von seinen alpinen Mitstreitern. Da das Land in einer wirtschaftlich schwachen Region und mit einer sehr heterogenen Bevölkerung nach dem Top-down-Prinzip errichtet wurde, wäre diese Erfolgsstory vermutlich in so kurzer Zeit ohne eine starke Führungspersönlichkeit wie Lee nicht möglich gewesen. **Daher hat Singapur im Gegensatz zur Schweiz und zu Liechtenstein wenig überraschend einen weniger beeindruckenden Ruf, was individuelle Freiheiten anbelangt.**

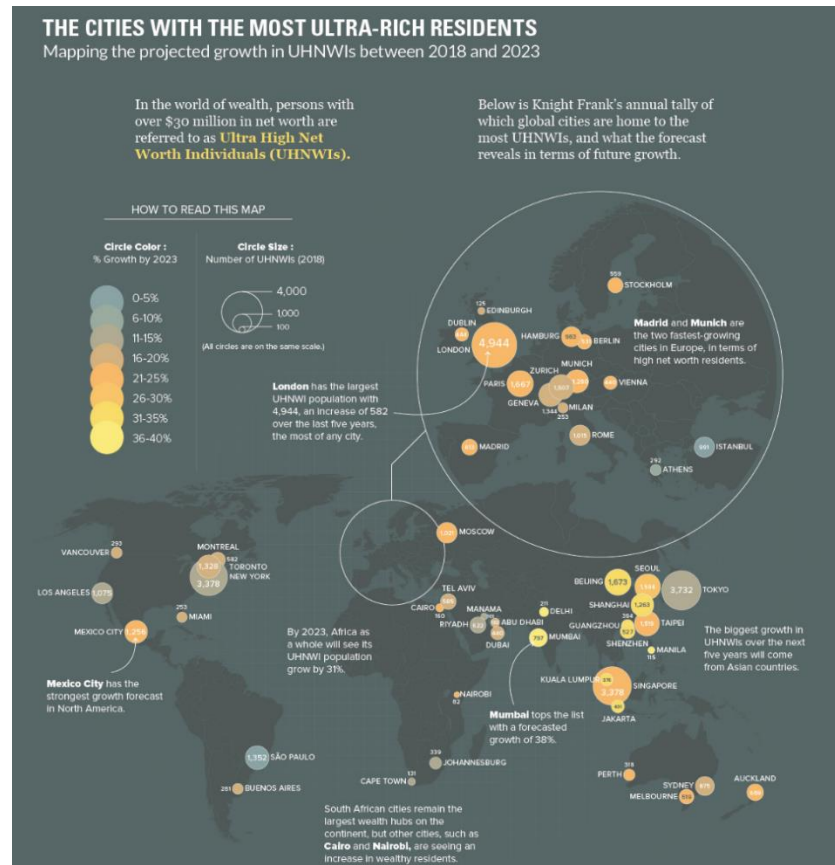
²¹⁸ Vgl. Lee Kuan Yew: From Third World to First: The Singapore Story: 1965-2000, 2000

Der Mensch ist daran zu messen, wie er mit Macht umgeht.

Plato

Nichtsdestotrotz ist das Land im asiatischen Kontext sehr wohl ein Vorreiter, und wir sind optimistisch bezüglich der Aufrechterhaltung der individuellen Freiheitsrechte in Singapur im Zuge seines Reifungsprozesses. Ein Blick auf den nachfolgenden Chart verdeutlicht, dass sogenannte Ultra High-Net-Worth-Individuals (UHNWIs), d. h. Personen mit einem Nettovermögen von mindestens 30 Mio. USD,²¹⁹ weltweit nach wie vor „mit den Füßen abstimmen“ und Singapur als Heimat wählen.

Städte mit ultra-reichen Einwohnern, geschätztes Wachstum von Ultra-HNWIs (UHNWIs) zwischen 2018 und 2023



Quelle: VisualCapitalist

I believe Hayek was a very clear thinker and that he hit upon the eternal truth, explaining that the free market is necessary to get the economy right.

Lee Kuan Yew

Man kann durchaus argumentieren, dass sich Singapur noch nicht lange genug bewährt hat und auch noch keinem Stresstest durch extreme Krisen oder Konflikte unterzogen worden ist, wie dies bei den anderen Kandidaten aufgrund des 2. Weltkriegs der Fall war. Bei genauerem Hinsehen ist diese Einschätzung womöglich nicht ganz richtig. Wenngleich Singapur erst 50 Jahre alt ist, so entspringt seine DNA doch der Bewältigung zahlreicher spannungsgeladener Phasen in seiner in der Tat noch vergleichsweise kurzen Geschichte. Militärisch und geopolitisch gleicht Singapur Israel im Nahen Osten, denn Singapur ist von großen und bisweilen feindlich gesinnten Staaten umgeben.²²⁰

²¹⁹ Vgl. [The World Ultra Wealth Report 2018](#)

²²⁰ Die wenigsten wissen, dass Israel der erste Staat war, der Singapur 1965 anerkannte und der die junge singapurische Armee in den Anfangsjahren ausbildete.

Geopolitisch musste sich Singapur bereits zahlreichen Bedrohungen stellen. Beispielsweise bestand das Risiko einer Invasion seitens Indonesien, als Singapur 1968 die Todesstrafe an indonesischen Matrosen vollzog. Diese wurden für schuldig befunden, einen Bombenanschlag, dem drei Personen zum Opfer fielen, verübt zu haben. Malaysia, Singapurs nördlicher Nachbar, zeigte ebenfalls Tendenzen, Singapur wirtschaftlich zu sabotieren, indem es oftmals drohte, dringend benötigte Wasserexporte nach Singapur zurückzuhalten, um eine Wiedervereinigung auf Basis malaysischer Bedingungen zu erzwingen. Singapur hat diese Prüfungen über die Jahrzehnte bis dato gut bestanden, und der Staat ist heute das Ergebnis dieser kontinuierlichen Stresstests.

Man kann sein Leben nur dann langfristig planen, wenn man weiß, dass sein Privateigentum sicher ist.

Mencius

Während die Debatten um Reichensteuern im Westen lauter werden, gelten Kapitalkontrollen und höhere Steuern auf Kapital in Singapur als undenkbar. Wirtschaftliche Freiheit gilt als ultimatives Recht und die Regierung agiert als Wächter dieses Bürgerrechts. Da die Zentralisierung in Europa weiter voranschreitet und wirtschaftliche und soziale Spannungen am gesamten Kontinent überhand zu nehmen scheinen, könnte man argumentieren, dass sich die Schweiz und Liechtenstein im Auge eines aufziehenden Sturms befinden. In dieser Hinsicht könnte Singapur besser positioniert sein und sogar einen Wettbewerbsvorteil haben – nicht nur aufgrund der geographischen Distanz zu Europa, sondern auch, weil es durch die Zugehörigkeit zur asiatischen geopolitischen Sphäre zusätzliche Diversifikation bieten würde.

Und der Gewinner ist ...

„If you are sick, think about your life; if you are better, think about your gold.“

Mongolisches Sprichwort

Zusammenfassend lässt sich feststellen: bei umsichtigen, langfristigen Investments in physische Edelmetalle wird man keine Einheitsgröße finden, die allen passt. Jede Entscheidung, die Teil einer umfassenden, soliden Strategie ist, verlangt nach der Berücksichtigung der individuellen Bedürfnisse des Investors.

Wir können den Wind nicht ändern, aber die Segel anders setzen.

Aristoteles

Alle drei Standorte bieten sich auf Basis von Stabilität und Eigentumsrechten als Verwahrungsort für physisches Gold an; dies umso mehr, wenn man die Risiken und Unsicherheiten an den meisten anderen Standorten betrachtet. Von einer praktisch orientierten Perspektive ergibt es Sinn, Gold an Standorten aufzubewahren, die raschen Zugang zu aktiven Goldmärkten haben und nicht bankenbasiert sind wie z. B. London. Die Schweiz ist Weltmarktführer bei der Gold-Veredelung und verfügt über umfangreiche Aktivität im Barrenhandel. Das in Asien liegende Singapur hat ebenfalls einen gut entwickelten Goldmarkt.

Capital will always go where it's welcome and stay where it's well treated.

Wriston's Law of Capital

Obwohl niemand weiß, was die Zukunft bringen wird, ist es bei der Auswahl eines Standortes wichtig, sich das politische System und die Erfolgsbilanz der Regierung in guten aber vor allem in schwierigen Zeiten anzusehen. Man sollte sich auch die Goldkultur und die Tradition des Landes im Umgang mit Gold vor Augen führen. In Ländern mit einer langen Tradition privaten Goldbesitzes quer durch alle Schichten, werden es Regierungen schwer haben werden, Eigentumsbeschränkungen, Besteuerung oder Konfiszierung von Edelmetallen durchzusetzen. **Daher könnte man die Schweiz und Liechtenstein als im Vorteil sehen; Singapur ist vor allem für Asien-affine Anleger ein ebenso starker Kandidat und eine naheliegende Option.**

UNTOUCHABLE BY BAD GOVERNMENTS AND COLLAPSING FINANCIAL SYSTEMS

Insured • Tested • Segregated • Private Property



Silver, gold and nickel stored in Singapore

20 Jalan Afifi Certis Cisco Centre II, #03-02A, Singapore 409179
+65 6100 3040 | sales@silverbullion.com.sg | www.silverbullion.com.sg



Silver Bullion

Die Geschichte wiederholt sich (nicht): Plaza-Abkommen 2.0 ante portas?

„Nur mit entschiedenen Anpassungen in der Geld- und der Haushaltspolitik lassen sich die Wechselkurse und damit die Weltwirtschaft stabilisieren.“

Barry Eichengreen

Key Takeaways

- In der ersten Hälfte der 1980er-Jahre wertete der US-Dollar deutlich auf und es kam zu markanten Leistungsbilanzungleichgewichten. Das Plaza-Abkommen vom 22. September 1985 wurde abgeschlossen, um dagegen vorzugehen.
- Gegen die zu starke US-Dollar-Abwertung nach dem Plaza-Abkommen, wurde am 22. Februar 1987 im Louvre-Abkommen die Stabilisierung des US-Dollars vereinbart. Dieser Stabilisierungsversuch scheiterte jedoch.
- Angesichts des starken US-Dollars und der neuerlichen Leistungsbilanzungleichgewichte stellt sich heute die Frage: Steht die Welt vor einem neuen Plaza-Abkommen?

Mit der Diskussion des Plaza-Abkommens vom 22. September 1985 und des am 22. Februar 1987 geschlossenen Louvre-Abkommens möchten wir die Frage behandeln, ob ein derartiges Abkommen heute wieder vorstellbar wäre und falls ja, ob ähnliche Auswirkungen wie in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre zu erwarten wären.

Voters quickly forget what a man says.

Richard Nixon

Die beiden Abkommen haben auch viel mit Vertrauen zu tun. Im Unterschied zu supranationalen Organisationen, die alle Mittel zur Rechtsdurchsetzung besitzen, zeichnen sich multilaterale Abkommen dadurch aus, dass die unterzeichnenden Staaten zur Einhaltung der Vereinbarungen nicht mit Rechtsmitteln gezwungen werden können. Die unterzeichnenden Staaten müssen darauf vertrauen, dass die getroffenen Vereinbarungen aus freien Stücken eingehalten werden. Zudem vertrauen die Bürger darauf, dass die Politiker die jeweilige heimische Währung nicht auf dem Altar dieser multilateralen Abkommen opfern.

It is incumbent on every generation to pay its own debts as it goes. A principle which if acted on, would save one-half the wars of the world.

Thomas Jefferson

Multilaterale Abkommen anerkennen, dass in bestimmten Situationen nur ein vertrauensvolles Miteinander das Abgleiten in eine Abwärtsspirale verhindern kann. Das Plaza-Abkommen wollte eben dieses Abgleiten wie in den 1930er-Jahren verhindern, als eine Beggar-thy-Neighbor-Politik nicht nur eine Welle an protektionistischen Maßnahmen auslöste, sondern auch das (politische) Vertrauen der Staaten zueinander nachhaltig schädigte. In dieser Hinsicht ist das Plaza-Abkommen ein Mosaikstein der multilateralen Zusammenarbeit von Staaten, wie sie für die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg und nach 1989 – unbeschadet aller Schwächen und Unvollkommenheiten – charakteristisch geworden ist.

When the President does it, that means it's not illegal.

Richard Nixon

Die Vorgeschichte des Plaza-Abkommens beginnt am 15. August 1971. An jenem Tag, wie dem Leser des *In Gold We Trust*-Reports sicherlich bekannt ist, schloss US-Präsident Richard Nixon das Goldfenster. Dieser Schritt war de facto das Ende des Bretton Woods-Systems, das 1944 im gleichnamigen Ort in New Hampshire aus der Taufe gehoben und formell 1973 beendet wurde. **Das Zeitalter der Goldwährung war endgültig vorüber, das Zeitalter der flexiblen Wechselkurse brach an.**

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

Steve Hanke

Das Bretton-Woods-System sah noch einen Goldanker im internationalen Währungssystem vor, obwohl dieser nur mehr rudimentär vorhanden war. Denn lediglich der US-Dollar konnte in Gold eingelöst werden und dieses Recht auf Goldeinlösung war auf die Zentralbanken beschränkt. Dieser Goldanker sollte, wie im klassischen Goldstandard, dem globalen Währungssystem Stabilität verleihen. Die nationalen Währungen waren fix an den US-Dollar gebunden, konnten im Falle eines fundamentalen Ungleichgewichts jedoch angepasst werden. Im Unterschied zum klassischen Goldstandard, der nationale Alleingänge, insbesondere fiskalischer Natur, vollständig unterbinden wollte, ließ Bretton-Woods Raum für nationale diskretionäre Politik.²²¹ Durch die Gold-Bindung sollte aber eine *Beggar-thy-Neighbor-Politik* vermieden werden, also ein

²²¹ Bordo, Michael: „The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview“, *NBER Working Paper*, No. 4033, March 1992

Und noch eines kann (...) auch das gebieterischste Machtdiktat nicht: es kann nicht gegen, sondern nur innerhalb der ökonomischen Wert-, Preis- und Verteilungsgesetze wirken, sie nicht aufhebend, sondern bestätigend und erfüllend.

Eugen von Böhm-Bawerk

The dollar is our currency, but it's your problem.

John Connally

A currency, to be perfect, should be absolutely invariable in value.

David Ricardo

Abwertungswettlauf, der sich in der Zwischenkriegszeit als verheerend erwiesen hatte.

Kurzfristig kann ein Land durch eine Abwertung seine Exportindustrie fördern und interne strukturelle Mängel kaschieren, denn durch die Abwertung werden die Güter auf dem Weltmarkt günstiger. Greifen jene Länder, die durch diese Politik Exportanteile verlieren, ebenfalls auf das Instrument der Abwertung zurück, so droht ein Wettlauf nach unten.²²² Die wirtschaftlichen Kosten sind meist eine (deutlich) steigende Preisinflation. Das internationale Miteinander wird darüber hinaus vergiftet, weil die strukturellen Probleme nicht durch eine Reform im Inneren gelöst werden, sondern durch eine Politik auf Kosten des Nachbarn.²²³

Die Orientierung am US-Dollar entsprach den neuen weltpolitischen Machtverhältnissen, zumindest in der westlichen Welt. Die USA (und mit ihnen der US-Dollar) hatten Großbritannien (und damit das britische Pfund) endgültig als Ordnungsmacht Nummer 1 abgelöst. Der von Keynes vorgeschlagene Bancor, der einem supranationalen Ansatz entspricht, konnte sich nicht durchsetzen. Die Formalisierung des Bretton-Woods System krönte den US-Dollar 1944 endgültig zur internationalen Reservewährung, brachte jedoch auch diverse systemische Probleme mit sich. Wir haben diese ausführlich in unserem *In Gold We Trust*-Report 2017 behandelt.²²⁴ Eines davon ist das als „Triffin-Dilemma“ bekannte Problem, wonach der Staat, dessen Währung weltweit als Reserve- und Handelswährung genutzt wird, ein permanentes Leistungsbilanzdefizit aufweisen muss. Dies ermöglicht die Versorgung des Rests der Welt mit dieser Währung.²²⁵

Im März 1973 begann schließlich das neue monetäre Zeitalter der flexiblen Wechselkurse. Das intellektuelle Fundament dafür legten die Arbeiten der so genannten Chicago Boys und deren bekanntester Vertreter Milton Friedman. Ohne Verankerung in Gold sollte sich der Wechselkurs jedes Währungspaares ausschließlich nach Angebot und Nachfrage richten. Währungen, deren Angebot im Vergleich zur Nachfrage zu stark ausgeweitet wurde, werten ab, während Währungen, deren Angebot im Vergleich zur Nachfrage lediglich restriktiv ausgeweitet wurden, werten auf, so das Paradigma. Verglichen mit den engen Beschränkungen einer Goldwährung waren die nationalen Zentralbanken die Regierungen in ihren Entscheidungen frei, die Kosten ihrer Entscheidungen mussten sie aber in Form von Ab- oder Aufwertungen tragen.

Während also die Goldwährung die Staaten disziplinieren will, ermöglicht das System der flexiblen Wechselkurse die Bewahrung nationaler Interessen, die dann über den Wechselkurs ausgeglichen werden. **Milton Friedman zieht einen interessanten Vergleich zur Diskussion um die Sommerzeit:**

„The argument for a flexible exchange rate is, strange to say, very nearly identical with the argument for daylight savings time. Isn't it absurd to change the clock in summer when exactly the same result could be achieved

²²² Für eine detaillierte Darstellung vgl. Rickards, Jim: *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*, 2012

²²³ Sollte sich die aufwertenden Länder mit der Aufwertung arrangieren, wie es etwa die Hartwährungsländer um die D-Mark später getan haben, dann besteht keine Gefahr eines ökonomischen oder politischen Aufschaukelns.

²²⁴ „Globale Ungleichgewichte: Die Wurzel der ungleichen Handelsströme“, *In Gold We Trust*-Report 2017

²²⁵ Alternativ könnte die Währung deutlich aufwerten.

by having each individual change his habits? All that is required is that everyone decide to come to his office an hour earlier, have lunch an hour earlier, etc. But obviously it is much simpler to change the clock that guides all than to have each individual separately change his pattern of reaction to the clock, even though all want to do so. The situation is exactly the same in the exchange market. It is far simpler to allow one price to change, namely, the price of foreign exchange, than to rely upon changes in the multitude of prices that together constitute the internal price structure.“²²⁶

Das System freier Wechselkurse lädt allerdings Regierungen und Zentralbanken wie kein anderes Wechselkurssystem ein, den Wechselkurs nahezu nach Belieben zu beeinflussen. Ohne jede Abstimmung untereinander ist die Gefahr eines internationalen Chaos – insbesondere für exportorientierte Unternehmen – sehr hoch, weil dem System flexibler Wechselkurs der Anker außerhalb seines Systems fehlt.

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

Milton Friedman

Um dieses Chaos und eine Wiederholung der traumatischen Abwertungsspirale in den 1930er-Jahren und die daraus resultierende Desintegration der Weltwirtschaft zu verhindern, einigten sich die Mitgliedsstaaten des IWF bei einem Treffen in Kingston, Jamaika, im Jänner 1976 darauf, dass *„the exchange rate should be economically justified. Countries should avoid manipulating exchange rates in order to avoid the need to regulate the balance of payments or gain an unfair competitive advantage.“²²⁷* **Und in diesem multi-lateralen Geist – allerdings unter der stark eigeninteressensgeleiteten Initiative der USA – sollte neun Jahre später jenes Abkommen abgeschlossen werden, das als Plaza-Abkommen in die Wirtschaftsgeschichtsbücher einging.**

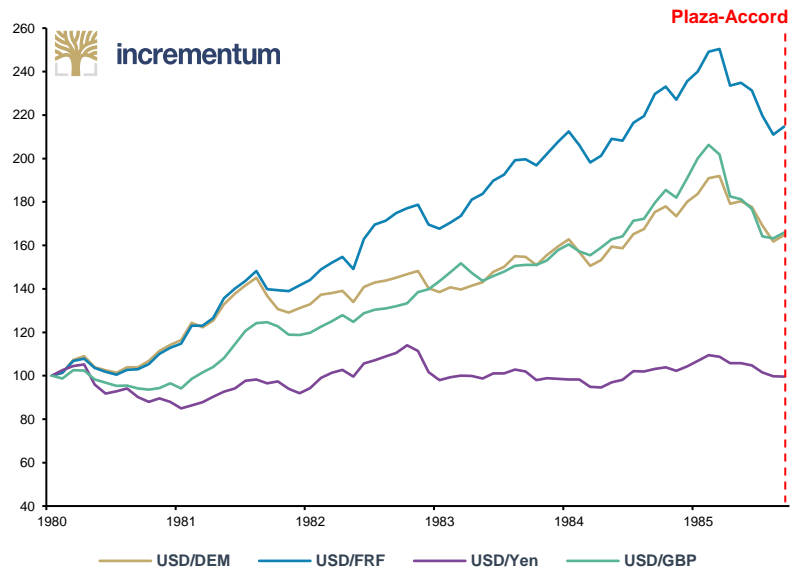
Makroökonomische Ungleichgewichte in den 1980er-Jahren

In der ersten Hälfte der 1980er-Jahre haussierte der US-Dollar gegenüber den wichtigsten Währungen. In fünf Jahren wertete der Greenback gegenüber dem französischen Franc um rund 150%, der D-Mark um fast 100% und dem japanischen Yen zwischenzeitlich um immerhin 34% auf.

²²⁶ Friedman, Milton: „The Case for Flexible Exchange Rates“, in: *Essays in Positive Economics*, 1953, S. 173

²²⁷ „The Specificity of the Jamaica Monetary System“, ebrary.net; vgl. auch Artikel IV (iii) der „Articles of Agreement of the International Monetary Fund“.

Wechselkurs USD zu DEM, FRF, Yen, GBP, 1. Jänner 1980=100, 01/1980-09/1985



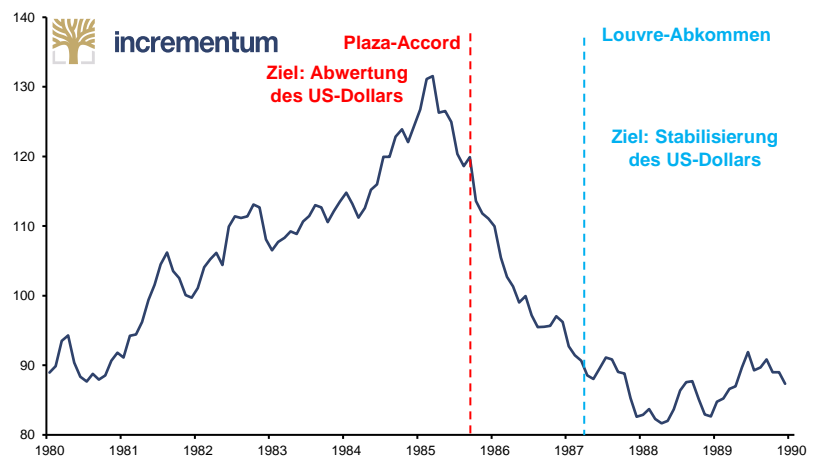
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

Dave Rosenberg

Die deutliche Aufwertung des US-Dollars zeigt sich selbstverständlich auch im US-Dollar-Index, in dem die Währungen der wichtigsten Handelspartner der USA nach ihrem Anteil am Handel mit den USA gewichtet werden. Zudem bildet der folgende Chart die Wechselkurse real ab. Dadurch werden im Unterschied zur nominellen Betrachtung die zum Teil erheblich voneinander abweichenden Preisniveaus berücksichtigt.

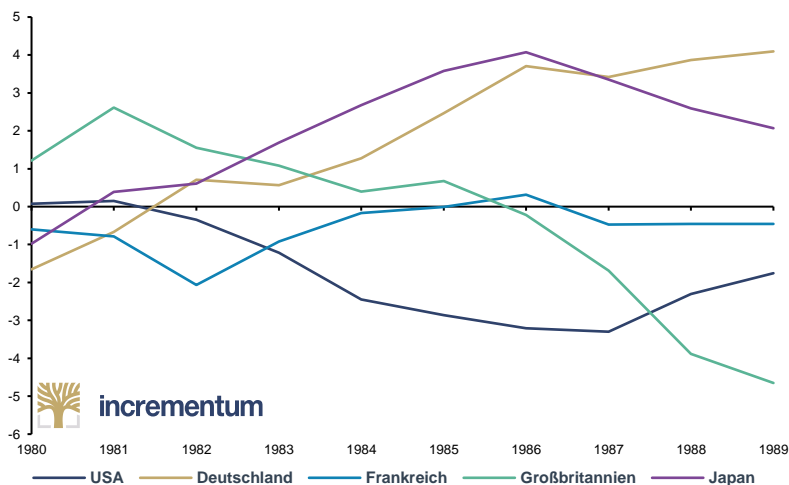
Realer handelsgewichteter US-Dollar-Index, 03/1973=100, 1980-1989



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Vom zwischenzeitlichen Tief bei 87,7 im Juli 1980 legte der Index bis zum März 1985 um rund 50% auf 131,6 zu. **Wenig überraschend verschlechterte sich infolge der deutlichen Aufwertung des US-Dollars das Leistungsbilanzsaldo der USA in der ersten Hälfte der 1980er-Jahre signifikant.**

Leistungsbilanzsaldo, USA, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Japan, in % des BIP, 1980-1989



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

1980 und 1981 verzeichneten die USA noch einen leichten Überschuss, 1985 stand hingegen ein Defizit von 2,9% zu Buche. Nahezu gegengleich war die Entwicklung in Deutschland und Japan. Wiesen die beiden Exportnationen 1980 ein Leistungsbilanzdefizit von 1,7% bzw. 1,0% auf, so drehte die Leistungsbilanz 1981 bzw. 1982 ins Plus. 1985 wurde bereits einen Überschuss von 2,5% bzw. 3,6% verbucht. Insbesondere der Saldo Deutschlands sollte sich in den darauffolgenden Jahren noch weiter ins Plus bewegen.

An emerging market is a country where politics matters at least as much as economics to the market.

Ian Bremmer

Der aufwertende US-Dollar löste insbesondere in Mittel- und Südamerika schwerwiegende Turbulenzen aus, weil sich fast alle lateinamerikanischen Länder in den 1970er-Jahren exzessiv in US-Dollar verschuldet hatten. In nur wenigen Jahren hatten sich die in US-Dollar denominierten Auslandsschulden von 75 Mrd. USD (1975) auf über 315 Mrd. USD (1983) vervierfacht. Die stark steigenden Zinsen und der aufwertende US-Dollar erhöhten den Schuldendienst so sehr, dass Mexiko, Argentinien, Brasilien und Chile zahlungsunfähig wurden. In die Wirtschaftsgeschichtsbücher gingen diese Staatsbankrotte als Lateinamerikanische Schuldenkrise ein.

Das Plaza-Abkommen

„History shows it is not possible to insulate yourself from the consequences of others holding money that is harder than yours.“

Saifedean Ammous

Auch wenn die 1981 ins Amt gehievte Reagan-Administration kurz nach ihrem Amtsantritt durch den Staatssekretär im Finanzministerium Beryl Sprinkel verlautbaren ließ, dass sie nur in Ausnahmefällen am Devisenmarkt intervenieren würde, wurden die oben erwähnten Ungleichgewichte zu Beginn der zweiten Amtszeit des Republikaners Reagan, die 1985 begann, zu groß. **Eine**

Never let the other fellow set the agenda.

James Baker

konzertierte Intervention in die Devisenmärkte erschien den führenden Wirtschaftsnationen nunmehr unvermeidbar.

Neben den USA, Deutschland und Japan zählten Frankreich und Großbritannien zu den G5-Staaten, die unter der Leitung des damaligen US-Finanzministers James Baker im September 1985 im Plaza Hotel in New York zusammenkamen, um ihre Wirtschaftspolitik zu koordinieren. Das erklärte Ziel war die Reduktion des Leistungsbilanzdefizits der USA, das Mittel hierzu die Schwächung des US-Dollars, der, wie bereits dargestellt, stark aufgewertet hatte. Zudem drängten die USA Deutschland und Japan dazu, ihre jeweilige Binnennachfrage durch eine Ausweitung der Budgetdefizite zu stärken, wodurch die US-amerikanische Exportindustrie gefördert werden sollte.

Die Finanzminister der G5-Staaten



Von links nach rechts: Gerard Stoltenberg (D), Pierre Bérégovoy (F), James A. Baker III (USA), Nigel Lawson (GB), Noboru Takeshita (JP). Quelle: [Wikipedia](#)

Was wurde an jenem 22. September 1985 vereinbart? Die Schlüsselpassage liest sich relativ nüchtern und enthält wenig Konkretes:

„The Ministers and Governors agreed that exchange rates should play a role in adjusting external imbalances. In order to do this, exchange rates should better reflect fundamental economic conditions than has been the case. They believed that agreed policy actions must be implemented and reinforced to improve the fundamentals further, and that, in view of the present and prospective changes in fundamentals, some further orderly appreciation of the main non-dollar currencies against the dollar is desirable. They stand ready to cooperate more closely to encourage this when to do so would be helpful.“²²⁸

Die fünf unterzeichnenden Staaten USA, Frankreich, Deutschland, Großbritannien und Japan kommen im Plaza-Abkommen überein, enger zusammenzuarbeiten, wann immer dies sinnvoll erscheint. Als Kriterium für ein gemeinsames Vorgehen wird das Abweichen von den fundamentalen ökonomischen Bedingungen genannt. Interventionen in den Devisenmarkt sollen mit dem Ziel erfolgen, etwaige

²²⁸ [Announcement the Ministers of Finance and Central Bank Governors of France, Germany, Japan, the United Kingdom, and the United States](#)

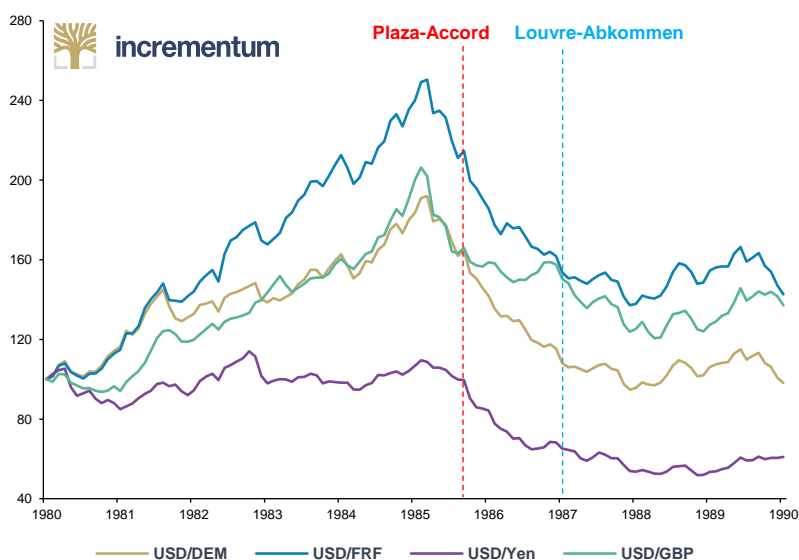
Leistungsbilanzungleichgewichte zu bekämpfen. **Kurzfristiges Ziel war es, den US-Dollar um 10-12% im Vergleich zu September 1985 abzuwerten.**

Eine wichtige Rolle kam der Federal Reserve zu. Diese hatte - nach den hochinflationären 1970er-Jahren - die Teuerung wieder unter Kontrolle gebracht und an Vertrauen gewonnen. Nach einer neuerlichen Zinserhöhung in den zweistelligen Prozentbereich im Sommer 1984 war das Schreckgespenst der Inflation endgültig gebannt, eine laxere Geldpolitik wurde wieder möglich. Mit dem wiederholten Absenken der Diskontrate und der Lockerung der Reservevorschriften konnte auch die Federal Reserve einen Beitrag zur Schwächung des Dollars leisten. Später wird ihr diese Lockerung zum Vorwurf gemacht werden, weil sie dadurch die Herausbildung jener Börsenblase, die am 19. Oktober 1987, dem Schwarzen Montag platzen sollte, begünstigt, wenn nicht überhaupt hervorgerufen haben soll.

Die Folgen des Plaza-Abkommens

Die unmittelbaren Folgen dieser Vereinbarungen waren wie gewünscht. Eine Woche nach Verabschiedung des Plaza-Abkommens hatte der Yen um 11,8%, die D-Mark und der Französische Franc jeweils um 7,8% sowie das britische Pfund um 2,8% gegen den US-Dollar zugelegt. Wie anhand des nachfolgenden Charts zu erkennen ist, entsprechen die Aufwertungen *nach* dem Plaza-Abkommen im Großen und Ganzen denen *vor* dieser Vereinbarung.

Wechselkurs USD zu DEM, FRF, Yen, GBP, 1. Jänner 1980=100, 01/1980-09/1985



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Die Aufwertungsbewegung setzte sich in weiterer Folge nahezu unaufhaltsam bis Anfang 1988 fort.

Die Leistungsbilanzsalden reagierten zumindest zum Teil wie gewünscht. Der japanische Überschuss erreichte 1986 mit 4,1% seinen Höchststand, der deutsche Überschuss schwächelte allerdings nur für ein Jahr (1987) und war anschließend wieder im Steigen begriffen. Das Defizit der USA erreichte 1987 seinen Tiefpunkt und reduzierte sich von 3,3% im Jahr 1987 auf 1,8% zwei Jahre später. Dass sich die Ungleichgewichte zunächst verschärften, ist damit zu erklären, dass sich eine Abwertung nicht sofort in günstigeren Exportpreisen manifestiert, sondern erst mit einer Verzögerung von rund zwei Jahren.

Für Japan waren die Zugeständnisse auf internationaler Ebene teuer erkaufte. Der nachlassende Impuls aus den Exporten schlug sich direkt auf das BIP-Wachstum nieder. Die aufkommende Rezession bekämpfte Japan mit Zinssenkungen und einem fiskalischen Stimulus, der die Börsenkurse und die Grundstückspreise explodieren ließ, bis schließlich zum Jahreswechsel 1989/1990 die Blase platzte.

We don't have a trillion-dollar debt because we haven't taxed enough; we have a trillion-dollar debt because we spend too much.

Ronald Reagan

Allerdings zeigen die Charts ebenso eindeutig, dass die Abwertung des US-Dollars bereits einige Monate vor der offiziellen einsetzte. Der US-Dollar-Index markierte seinen höchsten Wert im März 1985, also ein halbes Jahr vor dem Plaza-Abkommen. Weitere zwei Monate früher, am 17. Jänner 1985, hatten die fünf führenden Industriestaaten und späteren Unterzeichner des Plaza-Abkommens bei einem Treffen in Tokio bereits festgehalten: *„In light of recent developments in foreign exchange markets, reaffirmed their commitment made at the Williamsburg Summit [Mai 1983, Anm.] to undertake coordinated intervention in the markets as necessary.“* Im Kern hatten sich die fünf Staaten also schon Anfang 1985 darauf verständigt, was ein dreiviertel Jahr später förmlich beschlossen werden sollte.

Wenn man den Verlauf der Wechselkurse betrachtet, dann zeigt sich, dass **die Öffentlichkeit im Allgemeinen und die Finanzmärkte im Besonderen durch öffentliche Diskussionen mindestens genauso stark beeinflusst werden wie durch den formalen Abschluss einer mehr oder weniger verbindlichen internationalen Vereinbarung.** Entscheidend ist das Vertrauen, das die Marktakteure in die politisch Verantwortlichen und ihre Versprechungen haben. Weil mündliche wie schriftliche multilaterale Vereinbarungen rechtlich kaum durchsetzbar sind, hängt ihre Einhaltung umso mehr von der Bereitschaft der souveränen Staaten ab, sich daran zu halten.

Das Louvre Abkommen

Soweit ich weiß, hat das Plaza-Abkommen weder in der Haushalt- noch in der Handels- oder der Strukturpolitik Änderungen nach sich gezogen.²²⁹

Paul Volcker

Die überschießende Abwertung des US-Dollars rief die Gruppe der wirtschaftskräftigsten Staaten 1987 erneut auf den Plan. Ein weiteres Abkommen sollte den zu kräftig abwertenden US-Dollar vor weiteren Kursverlusten bewahren. Anders gesagt: Weil die erste koordinierte Intervention scheiterte, wurde eine weitere Intervention ins Auge gefasst, die **schließlich am 22. Februar 1987 in Paris verabschiedet wurde. Das zentrale Ziel des so**

²²⁹ Barry Eichengreen: *Plaza- und Louvre-Abkommen eignen sich nicht als Vorbild für heutige Währungspolitik – Taten statt Worte*, Finanz und Wirtschaft, 19. Jänner 2005 (Übersetzung von Peter Bohnenblust)

genannten Louvre-Abkommens war die Stabilisierung der Wechselkurse:

„The Ministers and Governors agreed that the substantial exchange rate changes since the Plaza Agreement will increasingly contribute to reducing external imbalances and have now brought their currencies within ranges broadly consistent with underlying economic fundamentals, given the policy commitments summarized in this statement. Further substantial exchange rate shifts among their currencies could damage growth and adjustment prospects in their countries. In current circumstances, therefore, they agreed to cooperate closely to foster stability of exchange rates around current levels.“²³⁰

In einem nie veröffentlichten Zusatzprotokoll sollen für die einzelnen Wechselkurspaare Zielkurse mit einer Schwankungsbreite von +/-5% vereinbart worden sein.²³¹ Die Geheimhaltung wurde vereinbart, um Spekulationsangriffe auf die Währungen zu verhindern. Zusätzlich verständigten sich die unterzeichnenden Staaten auf fiskalische, handelspolitische und geldpolitische Anpassungen, um den Wechselkurs innerhalb der vereinbarten Bandbreite zu stabilisieren. Ein Jahr später hatte der Yen weitere rund 17%, das britische Pfund 15,5%, die D-Mark knapp 10% und der französische Franc um die 8,5% an Wert gegenüber dem US-Dollar zugelegt. **Die angestrebte Stabilisierung der Wechselkurse gelang also nicht einmal ansatzweise.**

Nur mit entschiedenen Anpassungen in der Geld- und der Haushaltspolitik lassen sich die Wechselkurse und damit die Weltwirtschaft stabilisieren.²³²
Barry Eichengreen

Dies lag auch daran, dass die Auffassungsunterschiede zwischen den USA auf der einen Seite und den anderen G6-Staaten auf der anderen Seite über die Ursache des US-amerikanischen Leistungsbilanzsaldos schlichtweg zu groß waren. Während die USA im harten US-Dollar den Hauptgrund ausfindig zu machen glaubten, sahen die anderen fünf Staaten den Hauptgrund im US-Budgetdefizit.

Wie jedem multilateralen Abkommen mangelte es sowohl dem Plaza-Abkommen als auch dem Louvre-Abkommen an der rechtlichen Durchsetzbarkeit. Nicht nur deswegen, weil die Formulierungen größtenteils so schwammig waren, dass sie einen erheblichen Interpretationsspielraum ließen, sondern gerade auch deswegen, weil keine supranationale Autorität eingesetzt wurde, die die Einhaltung hätte erzwingen können. Damit waren beide Vereinbarungen Gegenstand politischen Ringens und konnten – abhängig von der politischen Macht und dem diplomatischen Geschick – nach Belieben eingehalten werden oder eben nicht.

Und weil zumindest mittel- bis langfristig die Wechselkurse stark von den Fundamentaldaten bestimmt werden, können die Wechselkurse sich nur dann substanziell ändern, wenn sich die zugrundeliegenden makroökonomischen Bedingungen ändern, wie das Realzinsdifferential, die Handels- und Leistungsbilanzsalden, das Investitionsklima und der Budgetsaldo. **An diesem**

²³⁰ Presseerklärung der G6-Finanzminister und Gouverneure der Zentralbanken

²³¹ „The Dollar's Wild Ride“, New York Times, 19. Juni 1988

²³² Eichengreen, Barry: *Plaza- und Louvre-Abkommen eignen sich nicht als Vorbild für heutige Währungspolitik – Taten statt Worte*, Finanz und Wirtschaft, 19. Jänner 2005 (Übersetzung von Peter Bohnenblust)

Faktum kommt keine noch so mächtige Regierung und auch keine noch so enge internationale Vereinbarung vorbei.

Ein Plaza-Abkommen 2.0?

„Why? Because a reset — both in markets and in politics — is coming whether we like it or not. We can either prepare for the reset ... we can shape the reset as best we can ... or we can let the reset shape us.“

Ben Hunt

It's very, very hard to compete when you have a strong dollar and other countries are devaluating their currency.

Donald Trump

Von mancher Seite wird eine Neuauflage des Plaza-Abkommens vorgeschlagen, also ein multilaterales Abkommen, das u.a. koordinierte Interventionen in den Devisenmarkt umfasst. Die Befürworter eines Plaza-Abkommen 2.0 verweisen auf die kräftige Aufwertung des US-Dollars von fast 40%, die insbesondere in den Jahren 2011-2016 erfolgte, und auf die großen Unterschiede in den Leistungsbilanzsalden der führenden Wirtschaftsnationen. Ein derartiges Abkommen wäre allerdings eine neuerliche Zäsur in der internationalen Wechselkurspolitik. Denn 2013 verständigten sich die G8 in einer Art „Anti-Plaza-Abkommen“ (Jeffrey Frankel) darauf, keine Interventionen auf dem Devisenmarkt vorzunehmen. Der folgende Chart belegt die deutliche Aufwertung des US-Dollars in den vergangenen Jahren.

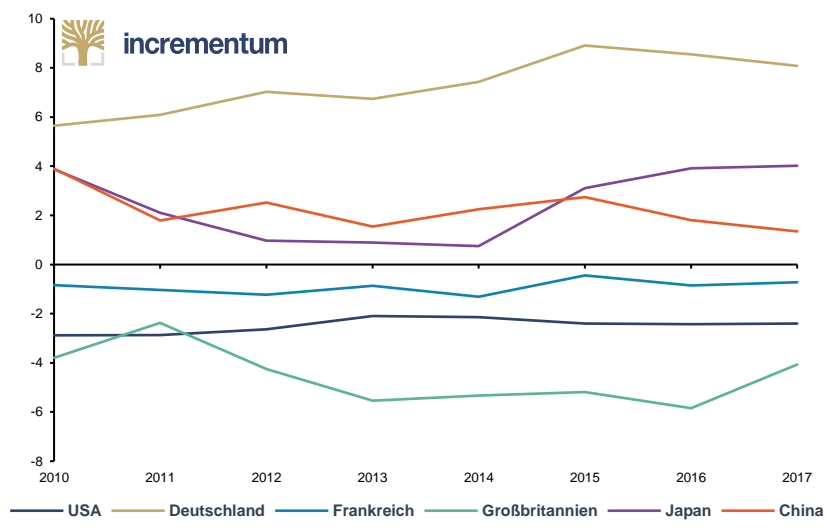
Realer handelsgewichteter US-Dollar-Index, 03/1973=100, 01/2011-04/2019



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Und wie vor dreißig Jahren weisen die USA ein deutliches und hartnäckiges Leistungsbilanzdefizit auf, während Deutschland, Japan – und neu – China, deutliche Überschüsse verzeichnen. Besonders der Überschuss Deutschlands mit zwischenzeitlich fast 9% sticht ins Auge.

Leistungsbilanzsaldo, USA, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Japan, China, in % des BIP, 2010-2017



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

*Junge, ich bin gut darin,
Schuldenprobleme zu lösen.
Niemand kann sie so lösen wie
ich.*

Donald Trump

Schon lange vor Donald Trump hat das für den Außenwert des US-Dollars zuständige US-Treasury wiederholt darauf hingewiesen, dass der US-Dollar zu teuer sei, allen voran im Vergleich zum Renminbi. China, Japan, aber auch der Euroraum wurden von den USA immer wieder bezichtigt, ihre Währungen zum Zwecke der Exportförderung künstlich schwach zu halten.²³³ Dass Donald Trump in einem Tweet, den Begriff „Manipulation“ nutzte,²³⁴ kam insofern überraschend, als die USA diesen seit 1994 offiziell nicht mehr verwendeten. Doch darf Zweifel angemeldet werden, ob Donald Trump damit tatsächlich eine Eskalation bewirken wollte. **Schließlich ist der aktuelle US-Präsident nicht unbedingt dafür bekannt, sich der feinen Nuancierungen des Diplomatsprechs bewusst zu sein.**

*Because things are the way they
are, things will not stay the way
they are.*

Berthold Brecht

Zieht man den Big-Mac-Index²³⁵ zur Berechnung der nötigen Anpassungen des realen Wechselkurses heran, so zeigt sich, dass der Euro, der Yen und der Renminbi gegenüber dem US-Dollar deutlich unterbewertet sind. Der Renminbi ist demnach um rund 45% unterbewertet, der Yen um 35,5% und der Euro um knapp 17% (Stand: Jänner 2019²³⁶), wobei nicht darauf vergessen werden darf, dass zudem die Unterschiede innerhalb der Eurozone beträchtlich sind.

Eine derart signifikante Anpassung der Wechselkurse müsste jedenfalls schrittweise angegangen werden, zu groß wäre das Risiko von weiteren Verwerfungen wie einem deutlichen Anziehen der Inflation in den USA und einem Kollaps des Exportsektors in den aufwertenden Ländern.

Allen Unterschieden zum Trotz bestehen unbestreitbar Parallelen zu den 1980er-Jahren. Fast könnte man meinen, ein Plaza-Abkommen 2.0, der die Abwertung

²³³ Vgl. bspw. „U.S. tensions rise over China’s currency policy“, CNN, 7. Oktober 2011; „U.S. declines to name China currency manipulator“, Reuters, 27. November 2012

²³⁴ Donald Trump: [Tweet](#), 20. Juli 2018

²³⁵ Wikipedia-Eintrag: [Big Mac Index](#)

²³⁶ Die Daten wurden [hier](#) bezogen.

des US-Dollars zur Folge haben soll, ist die logische Konsequenz der derzeitigen makroökonomischen Ungleichgewichte. Donald Trump möchte ja insbesondere das Handelsbilanzdefizit der USA mit China deutlich abbauen. **Wie realistisch ist nun ein Plaza-Abkommen 2.0?**

- In enger Anlehnung an das Plaza-Abkommen könnten die USA mit der EU, China und Japan ein multilaterales Abkommen abschließen, das Letztgenannte dazu bringt, ihre Währungen aufzuwerten und mit weiteren Maßnahmen wie der Ankurbelung der Binnennachfrage – durch öffentliche Investitionen und stärkere Lohnerhöhungen – ihre exzessiven Leistungsbilanzüberschüsse abzubauen.²³⁷ Diese multilaterale Lösung erscheint jedoch – nicht zuletzt aufgrund der zunehmend verworrenen geopolitischen Situation – als sehr unwahrscheinlich, zumal Deutschland aufgrund der Einbindung in die EU und den Euro in seiner Entscheidungsfähigkeit stark eingeschränkt ist.
- Noch unwahrscheinlicher ist, dass die G20 eine Einigung erreichen *und* dass diese Einigung eingehalten wird *und* die gewünschte Wirkung entfaltet.
- Die USA könnten bilaterale Vereinbarungen abschließen: Mit China laufen weiterhin zähe Verhandlungen, die China zu größeren Importen aus den USA bewegen sollen. Der Wechselkurs war in der näheren Vergangenheit kein großes Thema mehr, die USA hatten aber die angebliche künstliche Unterbewertung des Renminbi zur Förderung der chinesischen Exportindustrie wiederholt und mit scharfer Rhetorik angeprangert. Es ist zu erwarten, dass das Thema des Wechselkurses erneut auf den Tisch kommt. Mit der EU stocken derzeit die Verhandlungen, auch weil sich die EU insbesondere auf Druck Frankreichs weigert, über eine Öffnung des Binnenmarktes für agrarische Produkte aus den USA zu verhandeln.
- Eine unilaterale Intervention der USA am Devisenmarkt scheint aufgrund der begrenzten Wirkung eher unwahrscheinlich. Kurzfristiges und sich wiederholendes Schwachreden des US-Dollars ist nicht auszuschließen, löst aber keine fundamentalen und strukturellen Probleme. Zinssenkungen als direktes Instrument der Handelspolitik sind undenkbar, als indirektes Instrument der Handelspolitik, um die schwächelnde (Export-)Wirtschaft zu unterstützen, dagegen im Fall der Fälle nicht auszuschließen.
- Überhaupt ist fraglich, ob selbst eine konzertierte Aktion das für eine wirksame Intervention nötige Finanzierungsvolumen aufbringen könnte. Seit dem Plaza-Abkommen 1985 hat sich der internationale Devisenhandel auf mehr als 5 Bill. USD täglich mehr als verzehnfacht.
- Eine Abwertung des US-Dollars bei gleichzeitiger Aufwertung des Euros, des Yen und des Renminbis würde den Exportsektor der USA beflügeln, den der anderen Staaten beeinträchtigen und die Handels- und Leistungsbilanzen dementsprechend anpassen. Der Inflationsdruck würde sich in den USA

²³⁷ Der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums mit 3,2% (2017) ist deutlich höher als der der EU mit 1,3% (2017). Dies ist vor allem auf das große Leistungsbilanzdefizit Großbritanniens mit 3,9% (2017). Mit dem anstehenden Austritt Großbritanniens aus der EU wird der Unterschied zwischen dem Euroraum und den EU-27 daher deutlich geringer werden.

verstärken, in den anderen Staaten abmildern. Für die EZB und die BoJ wäre ein Nachlassen des Preisdrucks allerdings so ziemlich das Letzte, was sie sich wünschen, denn dadurch würde die Geldpolitik in diesen Währungsgebieten noch herausfordernder werden.

- Für die in US-Dollar verschuldete Welt – insbesondere die Emerging Markets – wäre ein abwertender US-Dollar ein Segen. Der Schuldendienst in heimischer Währung sinkt und entlastet die betroffenen Staaten. Das stark in US-Dollar verschuldete China würde ebenfalls profitieren, sofern nicht eine Verschärfung des Handelskriegs mit den USA die Einnahmen aus dem Export in die USA deutlich schmälert.
- Bi- oder unilaterale Aktionen würden allerdings dem Geist des Plaza- und des Louvre-Abkommens insofern deutlich widersprechen, weil diese dezidiert multilaterale Vereinbarungen waren.
- Die sich ausweitende Zinsdifferenz der USA gegenüber dem Euroraum und Japan sowie QT sind makroökonomische Tendenzen, die allerdings für eine weitere Stärkung des US-Dollars sprechen. Auch konnte der US-Dollar während der Krisen in der Türkei und Argentinien im vergangenen Jahr seinen Status als Sicherer Hafen und damit seine Vorherrschaft unter den Fiat-Währungen bestätigen.
- Und solange der US-Dollar als globale Reserve- und Leitwährung fungiert, ist ein Leistungsbilanzdefizit der USA nahezu unvermeidbar, wie das Triffin-Dilemma aufzeigt. Zur Versorgung der Welt mit US-Dollar-Liquidität ist ein Leistungsbilanzdefizit unumgänglich, es sei denn, die USA akzeptierten eine deutliche Aufwertung des US-Dollar. Eben diese weitere und markante Aufwertung wollen die USA aber gerade verhindern.

Quantitative easing also works through exchange rates ... The Fed could engage in much more aggressive quantitative easing ... to further lower ... the dollar.

Christina D. Romer

Fazit

„Dwell on the past, lose an eye. Forget the past, lose both eyes.“

Altrussisches Sprichwort

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

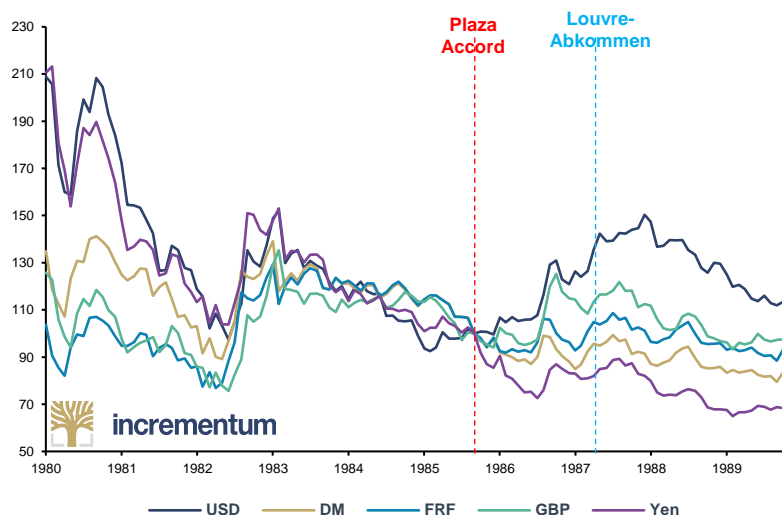
Ritesh Jain

Auf Seiten der USA war in den Verhandlungen um das Plaza-Abkommen und das Louvre-Abkommen der spätere Außenminister James Baker federführend involviert, der im zweiten Kabinett Ronald Reagans ab 1985 als Finanzminister tätig war. Baker wollte um jeden Preis verhindern, dass die Welt in eine Abwertungs- und Protektionismusspirale gerät, die wie in den 1930er-Jahren die Welt ins Unglück stürzen könnte. Die Zusammenarbeit mit den anderen Staaten war ihm daher äußerst wichtig. So wichtig die Zusammenarbeit politisch gewesen sein mag, die ökonomischen Folgen waren überschaubar, zum Teil, weil sich die Politik – zumindest mittel- und langfristig – über ökonomische Fundamentaldaten nicht hinweg setzen kann, zum Teil, weil die politischen Vereinbarungen erst getroffen wurden, nachdem sich die Wechselkurse bereits eine gewisse Zeit lang in die angestrebte Richtung entwickelt hatten.

Und wie haben sich die Wechselkursbewegungen und die Abkommen auf den Goldpreis in den verschiedenen Währungen niedergeschlagen?

Dies zeigt der folgende Chart, der auf September 1985, also das Monat des Plaza-Abkommen, mit 100 normiert ist.

Goldpreis, in USD, DM, FRF, GBP, Yen, 09/1985=100, 1980-1989



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Alles in allem waren die 1980er-Jahre kein besonders gutes Jahrzehnt für Gold, dafür war das Preisniveau nach der Rally in den inflationären 1970er-Jahren einfach zu hoch und die Realzinsen zu stark positiv. Noch dazu verzeichnete Gold am 21. Jänner 1980 seinen Höchstwert in US-Dollar, den es erst wieder 2007 erreichen sollte. Beim näheren Hinsehen zeigen sich jedoch einige erwähnenswerte Details.

To be ignorant of what occurred before you were born is to remain always a child.

Cicero

People can foresee the future only when it coincides with their own wishes, and the most grossly obvious facts can be ignored when they are unwelcome.

George Orwell

In US-Dollar gelang Gold nach dem Plaza-Abkommen 1985 eine Trendwende, die sich nach dem Louvre-Abkommen noch bis zum Jahresende 1987 fortsetzte. Gold bestätigte einmal mehr seine Rolle als Antagonist des US-Dollars. In den Jahren der starken Aufwertung des US-Dollars gab der Goldpreis nach, mit der Abwertung des US-Dollars bewegte sich Gold wieder nach oben.

In den übrigen Währungen sieht die Entwicklung anders aus. Der Abwärtstrend, der nach Erreichen des Hochs im Anschluss an den zweiten Ölpreisschock einsetzte, wurde nur in der zweiten Jahreshälfte 1986 und unmittelbar im Anschluss an das Louvre-Abkommen und dem Börsenturbulenzen im Herbst 1987 durchbrochen. Da die Schwäche des Dollars zu Jahresbeginn 1988 ihre Talsohle erreichte, die erst im Sommer 2007 wieder unterschritten wurde, bewegten sich der Goldpreis in den abgebildeten Währungen für den Rest des Jahrzehnts im Großen und Ganzen im Gleichklang.



FRA 1XMA
OTCQB XXMMF
TSXv XIM

FÖRDERUNG VON EDELMETALLEN

BRITISH COLUMBIA
KANADA

PRIMÄR VERMÖGENSWERTE

***BRETT EPITHERMAL
GOLD PROJEKT**



***KENVILLE
GOLDMINE**



WEITERE PROJEKTE

***TREASURE MOUNTAIN SILVER PROJEKT**



TSX-V NED

***GOLD DROP GOLD PROJEKT**



TSX.v GGX | OTCQB GGXXF | FRA 3SR2

888 DUNSMUIR STREET / SUITE 888
VANCOUVER BC / CANADA V6C 3K4

XimenMiningCorp.com

Beschleunigung und monetäre Ordnung

Der Wandel des Geldsystems in der Moderne

„Daily life has become a sea of drowning demands, and there is no shore in sight.“

Kenneth Gergen

Key Takeaways

- Hinter den sozioökonomischen Umwälzungen der (Spät-)Moderne steht das Prinzip der Beschleunigung.
- Die Entwicklung des Geldsystems lässt sich analog zu anderen Entwicklungen in der (Spät-)Moderne verstehen.
- Das Geldsystem selbst ist eine wesentliche, wenn nicht gar die wesentliche Triebfeder der Beschleunigung.
- Die Folgen sind teilweiser Autonomieverlust auf individueller und kollektiver Ebene sowie Entfremdung.

Einleitung

Anyone who believes exponential growth can go on forever in a finite world is either a madman or an economist.

Kenneth E. Boulding

Money often costs too much.

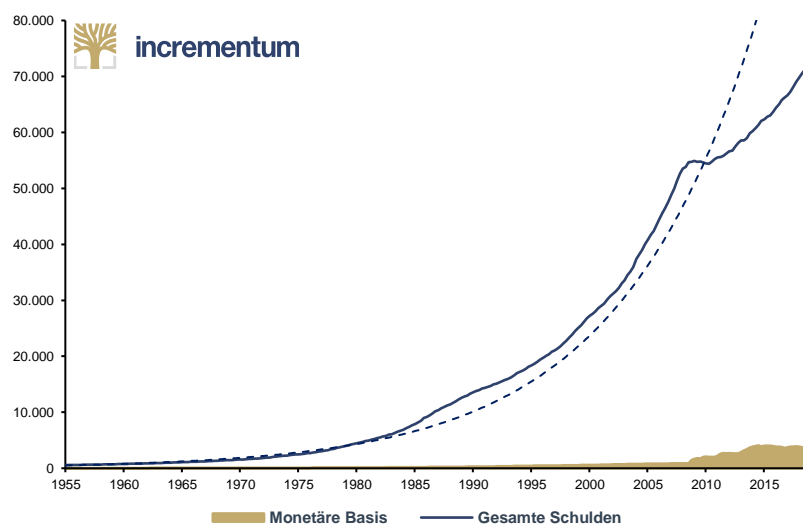
Ralph Waldo Emerson

Seit 2007 schreiben wir jährlich den *In Gold We Trust*-Report – eine Publikation, die auch „*In Fiat Money we Don't Trust*“-Report heißen könnte. Denn was Gold in unseren Augen als gute Wertanlage bzw. als hervorragendes Geld auszeichnet, nämlich sein unelastisches Angebot, ist genau das, was den staatlichen Währungen abgeht: Deren Angebot expandiert durch ungedeckte, ja – gemäß den meisten Vertretern der Wiener Schule – widerrechtliche Ausweitung in unverhältnismäßiger Weise. Wenn es im Zuge einer Krise zu verbreiteten Kreditausfällen kommt, kann das Geldangebot auch kontrahieren und Rezessionen damit deutlich schmerzhafter machen. Die meisten Wirtschafts- und Finanzkrisen sind schlichtweg integraler Bestandteil der durch die Angebotselastizität der staatlichen Währungen induzierten Boom-Bust-Zyklen.

Spätestens seit der Greenspan-Ära²³⁸, also seit den späten 1980er-Jahren, versuchen die Zentralbanken, den Boom-Bust-Zyklus durch eine proaktive Geldpolitik auszuhebeln. Im Grunde bedeutet das: Jedes Mal, wenn die Wirtschaft in eine Rezession, d. h. in die Bust-Phase, zu schlittern droht, speisen die Zentralbanken de facto irreversibel neues Geld in den Wirtschaftskreislauf ein.

Grafisch stellt sich das Ganze wie in folgendem Chart dar, den wir wiederholt angeführt haben: **Die Gesamtheit der Kreditmarktschulden hat seit der Aufhebung des Goldanbindungs des US-Dollar 1971 eine exponentielle Ausdehnung erfahren**, die Basisgeldmenge der amerikanischen Federal Reserve wurde seit 2008 fast verfünffacht. Die Frage, die einen angesichts dieses Charts förmlich ins Gesicht springt, lautet: **Ist das nachhaltig? Wir sind diesbezüglich bekanntermaßen skeptisch.**

Gesamtheit der Kreditmarktschulden und Basisgeldmenge in den USA, in Mrd. USD, Q1/1955-Q4/2018



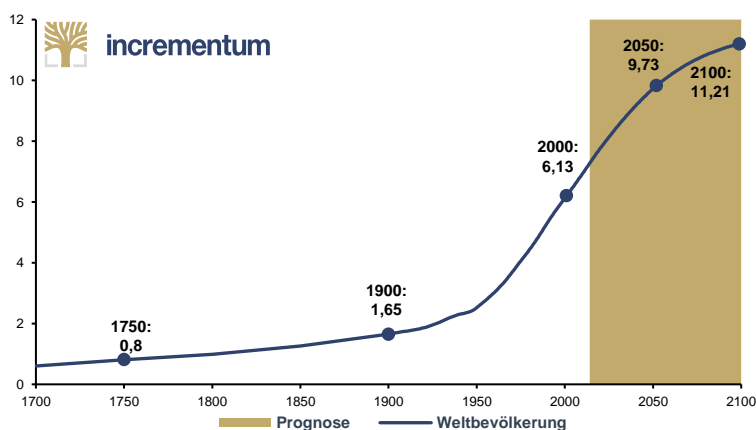
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

²³⁸ Alan Greenspan war vom 11. August 1987 bis zum 31. Jänner 2006 Vorsitzender der Federal Reserve.

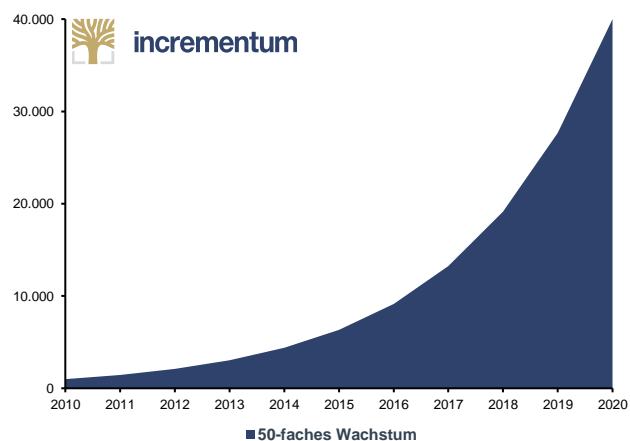
Doch ist die Exponentialkurve der Schuldenausweitung ein isolierter Exzess? Oder lässt sie sich in einen größeren Kontext soziokultureller und epochenprägender Tendenzen stellen? Es lassen sich unschwer etliche weitere Bereiche ausmachen, in denen Exponentialkurven in der jüngeren Vergangenheit die Entwicklungen kennzeichnen, z. B.:

- **Zunahme der Weltbevölkerung in den letzten drei Jahrhunderten:** In immer kürzeren Zeitabständen hat sich die Bevölkerung seit dem 17. Jahrhundert verdoppelt.
- **Zunahme der Fortbewegungsgeschwindigkeit:** von ca. 15km/h auf dem Pferderücken auf mehrere tausend km/h in einem Raumschiff.²³⁹
- **Zunahme der Datenmenge, die Menschen kreieren:** bis 2005 130 Exabyte, bis 2010 1.200 Exabyte, bis 2015 7.900 Exabyte und bis 2020 voraussichtlich 40.900 Exabyte.
- **Zunahme der Kommunikationsgeschwindigkeit:** Nicht nur die Geschwindigkeit der Informationsübertragung, sondern auch die Menge der übermittelten Informationen ist explodiert.²⁴⁰
- **Schnellere Produktion von Gütern:** Dank Technologien wie Dampfmaschine, Hydraulik, Verbrennungsmotor, Elektrotechnik, Fließband, Mikrotechnologie.
- **Höhere Distributions- und Konsumtionsgeschwindigkeiten:** Höhere (Real-)Einkommen infolge höherer Produktivität und sinkende Güterpreise auch infolge der Globalisierung gingen mit vermehrtem Konsum und kürzeren Produktlebenszyklen einher.
- **Explosion der technischen Möglichkeiten, Konsummöglichkeiten und infolgedessen Berufsfelder und Studienangebote etc.**

Weltweite Bevölkerungsentwicklung, in Mrd., 1750-2050



Entwicklung der von Menschen kreierten Datenmenge, in Exabytes, 2010- 2020



Quelle: Ourworldindata.com, IDC: Digital Universe Study (EMC, Dezember 2012), Incrementum AG

²³⁹ Die Zunahme der Fortbewegungsgeschwindigkeit hat starke Auswirkungen auf die Raumerfahrung, denn diese hängt wesentlich von der Zeitdauer ab, die zur Durchquerung des Raumes vonnöten ist. Die Folge ist eine Erfahrung bzw. ein Phänomen, das Hartmut Rosa als „Raumschrumpfung“ und David Harvey als „Vernichtung des Raumes durch die Zeit“ beschreibt. Die Welt scheint demnach „seit der industriellen Revolution auf ca. ein Sechzigstel ihrer ursprünglichen Größe geschrumpft zu sein“. (Rosa, Hartmut: *Beschleunigung: Die Veränderung der Zeitstrukturen in der Moderne*, Suhrkamp Verlag Frankfurt am Main, 11. Auflage, 2005, S.125f)

²⁴⁰ Berechnungen zufolge ist die Kommunikationsgeschwindigkeit im 20. Jahrhundert um den Faktor 10⁷, im 19. und 20. Jahrhundert zusammen um 10¹⁰ gestiegen. (Geißler, Karlheinz: *Vom Tempo der Welt. Am Ende der Uhrzeit*, Freiburg: Herder, 1999, S.89; Heylighen, Francis: „*Technological Acceleration*“, 2001, S.2f.)

Zwischen all den aufgeführten Entwicklungen besteht eine Verknüpfung. Sie sind Phänomene der Epoche, die als „Moderne“ bezeichnet wird. Und **das der Moderne zugrundeliegende Prinzip ist gemäß der Analyse des Soziologen Hartmut Rosa die Beschleunigung der „materiellen, sozialen und geistigen Verhältnisse“**, wobei er unter Beschleunigung die Mengenzunahme²⁴¹ pro Zeiteinheit versteht.²⁴² In diesem Kapitel möchten wir den Versuch unternehmen, die Entwicklung des Geldsystems in der Moderne im Licht von Rosas Theorie und insbesondere seiner Habilitationsschrift „Beschleunigung: Die Veränderungen der Zeitstrukturen in der Moderne“²⁴³ zu erörtern.

Beschleunigung als das grundlegende Prinzip der Moderne

Im Folgenden stellen wir Rosas Theorie der Beschleunigung kurz vor. Er unterscheidet drei Bereiche der Beschleunigung:

- Technische Beschleunigung
- Beschleunigung des sozialen Wandels
- Beschleunigung des Lebenstempos

Die drei Bereiche der Beschleunigung

Am offensichtlichsten für jedermann sind die die Alltagswelt revolutionierenden Erscheinungsformen **technischer Beschleunigung**, insbesondere bei den Prozessen des Transports (z. B. Eisenbahn, Automobil, Flugzeug), der Produktion (z. B. Dampfmaschine, Fließband, Computer) und der Kommunikation (z. B. E-Mail, Handy, Smartphone, Social Media). **Sie haben die Art und Weise, wie Menschen hinsichtlich Zeit und Raum in Beziehung stehen, fundamental geändert.**

So hat etwa die Beschleunigung des Transports zu einer Wahrnehmung der „Raumschrumpfung“ geführt: Paris liegt heute von Wien keine zwei Flugstunden entfernt, früher schaffte es der Kaiser in dieser Zeit gerade einmal auf seine Residenz am Land in der unmittelbaren Nähe Wiens. So ist laut David Harvey der Raum seit dem 18. Jahrhundert auf etwa ein Sechzigstel geschrumpft (siehe folgende Abbildung). Mit der Verbreitung des Internet und der Digitalisierung spitzt sich der Bedeutungsverlust des Raumes weiter zu.

Eisenbahnen reduzieren Europa ungefähr auf den Flächenraum Deutschlands.

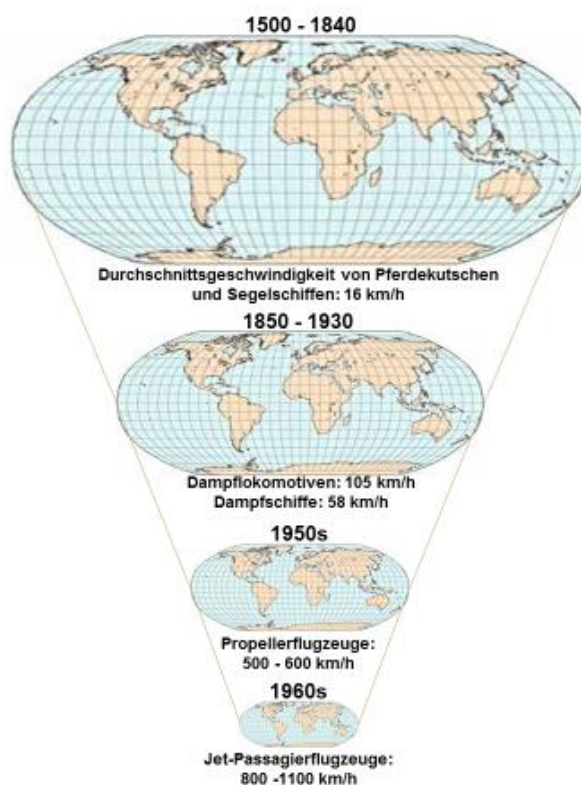
Reinhart Koselleck

²⁴¹ Als Menge können dabei gemäß Rosa "der zurückgelegte Weg, die Anzahl der kommunizierten Zeichen, die produzierten Güter [technische Beschleunigung], aber auch die Zahl der Arbeitsstellen pro Erwerbsleben oder die Intimpartnerwechsel pro Jahr [beschleunigter sozialer Wandel] und ebenso die Handlungsepisoden pro Zeiteinheit [Erhöhung des Lebenstempos] fungieren". (Rosa, Hartmut: *Beschleunigung: Die Veränderung der Zeitstrukturen in der Moderne*, Suhrkamp Verlag Frankfurt am Main, 11. Auflage, 2005, S.115)

²⁴² Rosa, Hartmut: *Resonanz: Eine Soziologie der Weltbeziehung*, Suhrkamp Verlag, 2016, S.673; In der Literatur wird der Modernisierungsprozess gemeinhin an den vier Phänomenen strukturelle Differenzierung (soziale Arbeitsteilung etc.), Rationalisierung, Individualisierung sowie Domestizierung der Natur festgemacht. Bekannte Soziologen wie Karl Marx, Max Weber oder Émile Durkheim betrachteten die Modernisierung aus jeweils einer dieser Perspektiven. Rosa hat nun gezeigt, dass die Beschleunigung das diesen vier Dimensionen zugrundeliegende Prinzip ist.

²⁴³ Rosa, Hartmut: *Beschleunigung: Die Veränderung der Zeitstrukturen in der Moderne*, Suhrkamp Verlag Frankfurt am Main, 11. Auflage, 2005, fortan: Rosa (2005)

„Raumschrumpfung“ durch die Beschleunigung des Transports



Quelle: Harvey, David: The Condition of Postmodernity: An Enquiry into the Origins of Cultural Change. 1990, S. 241

We run as fast as we can in order to stay in the same place.

Peter Conrad

Als zweiten Bereich der Beschleunigung identifiziert Rosa **die Beschleunigung des sozialen Wandels**. In Anlehnung an den Philosophen Hermann Lübbe kann *Gegenwart* als ein Zeitraum der Stabilität in dem Sinn verstanden werden, dass innerhalb dieses Zeitraums gemachte Erfahrungen handlungsleitend für die Gegenwart und Zukunft sein können.²⁴⁴ Die Beschleunigung des sozialen Wandels bedeutet, dass die so verstandene Gegenwart schrumpft, Erfahrungen und angeeignetes Wissen also eine immer geringere Halbwertszeit haben. Indikator dafür ist beispielsweise die gesellschaftliche Rolle der Alten. Wurden diese einst als „Weise“ angesehen, reich an relevantem Wissen und Erfahrungsschatz, so haftet ihnen heute etwas Bemitleidenswertes an, da ein Großteil ihres Wissens obsolet ist, sie also nicht mehr auf der Höhe der Zeit sind.

Soziale Kontext-, Handlungs- und Entscheidungsbedingungen sind also in zunehmendem Maße instabil – Menschen müssen permanent Erwartungen revidieren und fortwährend dazu- und umlernen – Stichwort „lebenslanges Lernen“ –, um nicht „abgehängt zu werden:

„Die Akteure operieren unter Bedingungen permanenten multidimensionalen Wandels, die Stillstehen durch Nicht-Handeln oder Nicht-Entscheiden unmöglich machen. Wer sich den stetig wechselnden Handlungsbedingungen

²⁴⁴ Vergangenheit und Zukunft sind demnach Lebenswelten, die von der gegenwärtigen wesentlich verschieden sind.

nicht immer wieder von neuem anpasst [...], verliert die Anschlussvoraussetzungen und -optionen für die Zukunft.“²⁴⁵

We are drowning in information, while starving for wisdom....We live in a world with Palaeolithic emotions, medieval institutions, and godlike technology.

E.O. Wilson

Wer nicht mit der Zeit geht, muss mit der Zeit gehen.

Bernd Stromberg

Da diesem wachsenden Druck, „up-to-date“ zu sein, nicht jedermann erfolgreich nachkommen kann und wie oben besprochen der Raum zusehends an Bedeutung verliert, verlaufen die Bruchlinien zwischen Globalisierungsgewinnern und -verlierern immer weniger zwischen einzelnen Nationen, sondern intranational. Die populistische Internationale, die wir in vergangenen Publikationen bisweilen thematisiert haben und die mit Donald Trump ein „Sprachrohr der Abgehängten“ an der global vermutlich prestigeträchtigsten Spitzenposition hat, ist gewissermaßen Ausdruck des gesellschaftlichen Sprengsatzes, den die Asynchronität bei der sozialen Beschleunigung sät.

Der dritte von Rosa systematisierte Beschleunigungsbereich ist die **Beschleunigung des Lebenstempos**, die er als „**Steigerung der Handlungs- und/oder Erlebnisepisoden pro Zeiteinheit infolge einer Verknappung von Zeitressourcen**“²⁴⁶ definiert. Von einer derartigen Intensivierung ist sowohl der Arbeitsalltag als auch das Freizeit- und Familienleben erfasst, da Konsumgüter- und Erlebnisooptionen zunehmen, erschwinglicher werden und von der als Benchmark fungierenden Peer-Group in steigendem Umfang ausgekostet werden. Folgende Beschleunigungsstrategien werden hierbei verwendet:

- **Beschleunigung der Handlung** (z. B. power nap, speed reading, speed dating, quality time, Zunahme der Sprechgeschwindigkeit²⁴⁷, Verkürzung der Schlafenszeit²⁴⁸)
- **Pausen und Leerzeiten kürzen bzw. eliminieren** (z. B. high-frequency trading)
- **Multitasking**
- **Ersetzung langsamerer Handlungen durch schnellere** (z. B. „fast food“, „drive-through funeral“)

Woher rührt die Beschleunigung?

Ist die technische Beschleunigung die eigentlich treibende Kraft, die auch hinter den anderen Beschleunigungsdimensionen steht? Oder ist die technische Beschleunigung die Antwort darauf, dass Zeit knapp wird?

²⁴⁵ Rosa (2005), S.190

²⁴⁶ Rosa (2005), S.198

²⁴⁷ So fand Ulf Torgersen heraus, dass die Zahl der Phoneme, die pro Minute in Reden im norwegischen Parlament zum Haushalt artikuliert wurden, zwischen 1945 bis 1995 kontinuierlich von 584 auf 863 gestiegen war. (Vgl. Erikson, Thomas Hylland: *Tyranny of the Moment: Fast and Slow Time in the Information Age*, London/Sterling, Virginia: Pluto Press, 2001, S.71)

²⁴⁸ U.a. 20 Minuten: „Schweizer schlafen so wenig wie noch nie“, 2014; Laut Manfred Garhammer hat die durchschnittliche Schlafdauer seit den 1970er-Jahren um etwa 30 Minuten, seit dem 19. Jahrhundert sogar um fast zwei Stunden abgenommen. (Garhammer, Manfred: *Wie Europäer ihre Zeit nutzen: Zeitstrukturen und Zeitkulturen im Zeichen der Globalisierung*, Berlin: Edition Sigma, 1999)

[T]he typical commuter may confront as many different persons (in terms of views or images) in the first two hours of a day as the community-based predecessor did in a month.

Kenneth Gergen

Es ist schlimm genug [...], dass man jetzt nichts mehr für sein ganzes Leben lernen kann. Unsre Vorfahren hielten sich an den Unterricht, den sie in ihrer Jugend empfangen; wir aber müssen jetzt alle fünf Jahre umlernen, wenn wir nicht ganz aus der Mode kommen wollen.

Johann Wolfgang v. Goethe

Es trifft durchaus beides zu. So setzte beispielsweise die Beschleunigung des Transports und der Kommunikation schon vor Erfindung der technologischen Meilensteine Dampfmaschine und Telegrafie ein.²⁴⁹ Doch **besteht zwar die unmittelbare Wirkung technischer Beschleunigung in der Zeitersparnis, gehen mit ihr oft umfassendere Veränderungen einher, die ihrerseits wieder Zeitknappheit hervorrufen können.** So hat etwa die Verbreitung des Automobils die Entfernungen zwischen dem Wohnort, dem Arbeitsplatz und den Urlaubsdestinationen erhöht, mit erheblichen Konsequenzen für Siedlungsstrukturen, die Luftqualität oder das Straßenbild. Die modernen Kommunikationsmittel wie z. B. E-Mail und die Instant-Messaging-Dienste wie WhatsApp, Telegram oder Signal haben zu einer Anpassung der sozialen Handlungserwartungen geführt: Flexible Erreichbarkeit und rasche Rückmeldung werden immer häufiger erwartet. Auch die Digitalisierung ist keine rein technische Angelegenheit, sondern umfasst auch die Revolutionierung der Berufsstrukturen, Produktionsweisen und Kommunikationsmuster.²⁵⁰ Diese Überlegungen zeigen, wie technische Beschleunigung den sozialen Wandel antreibt und das Lebenstempo erhöht.

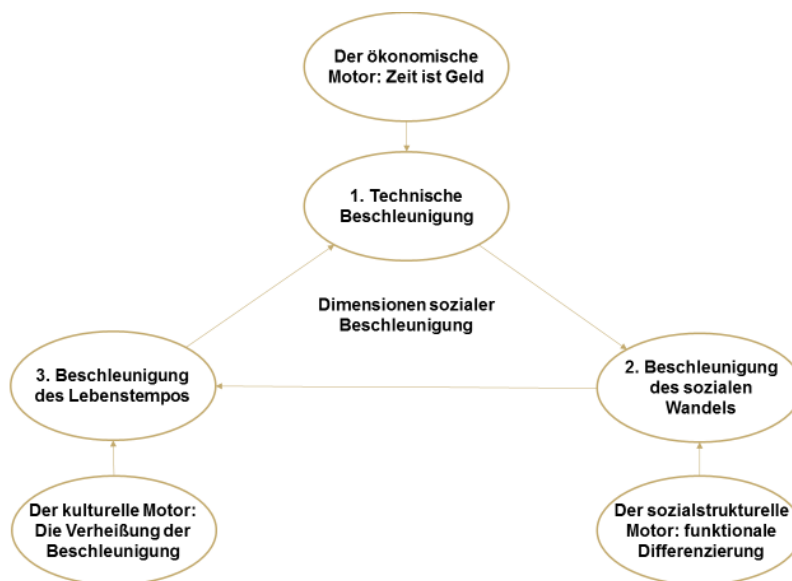
Die Beschleunigung des sozialen Wandels wiederum bedeutet, dass Erfahrungswerte und Handlungsorientierungen immer rascher ihre Geltungskonstanz verlieren und Akteure immer mehr unternehmen müssen, um auf dem neuesten Stand zu bleiben. Es „expandiert der Umfang des *unbedingt Notwendigen*, der zu erbringenden (Anpassungs-)Leistungen, ebenso wie die Liste des *Möglichen*: Zeit wird sozialen Akteuren (und Systemen) knapp.“²⁵¹ Die Folge ist eine Erhöhung des Lebenstempos. Und das erhöht wiederum die Nachfrage nach technischen Innovationen, die Zeitressourcen freisetzen. Die drei Beschleunigungsbereiche stehen also in einem „**wechselseitigen Steigerungsverhältnis**“, **weshalb sie Rosa in einem „Akzelerationszirkel“ schematisiert.**

²⁴⁹ Koselleck, Reinhart: *Zeitschichten: Studien zur Historik*, mit einem Beitrag von Hans-Georg Gadamer, Frankfurt am Main: Suhrkamp, 2000, S.158f

²⁵⁰ Die technische Errungenschaft, wonach internationale Finanztransaktionen in Sekundenschnelle getätigt werden können (auch in Reaktion auf die Diffusion von Nachrichten in Echtzeit), hat zu neuen Investitionsmustern, Trading-Formen, Spekulationsmöglichkeiten geführt und damit u.a. die internationale Vernetzungsdichte erhöht (wodurch bspw. regionale Turbulenzen blitzschnell zu internationalen Krisen führen können).

²⁵¹ Rosa (2005), S.249

Triebkräfte der Beschleunigung



Quelle: Rosa (2005), S. 309

Nebst diesen intrinsischen Aufschaukelungstendenzen identifiziert Rosa aber auch noch drei externe Antriebsmotoren.

[W]hen time is money, speed becomes an absolute and unassailable imperative for business.

Barbara Adam

- **Der ökonomische Motor:** In der kapitalistischen Wirtschaftsordnung stellen das Streben nach Zeitvorsprüngen wie die Sicherung von Patenten und Zeiteffizienz Systemimperative dar.²⁵²
- **Der kulturelle Motor:** Kulturelle Beschleunigungsimpulse gehen nach Max Weber bspw. vom Ethos der protestantischen Ethik oder auch vom immer verbreiteteren Bestreben aus, möglichst viele Weltoptionen vor dem eigenen Tod auszukosten.
- **Der sozialstrukturelle Motor:** Die funktionale Differenzierung begünstigt die Beschleunigung von Herstellungs- und Entwicklungsprozessen, bringt aber auch höhere Synchronisationserfordernisse mit sich und ist zudem komplexitätssteigernd, d. h. sie verursacht Zeitknappheit.

Die Spätmoderne bzw. Postmoderne als Resultat weiterer Beschleunigung

Viele Sozial- und Kulturwissenschaftler haben aus verschiedenen Perspektiven eine epochale Zäsur identifiziert, die sie in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts bzw. am Übergang ins 21. Jahrhundert verorten, und für die Begriffe wie „Spätmoderne“, „Postmoderne“, „reflexive Moderne“ oder „Zweite Moderne“ kursieren. In Rosas Theorie haben jene Zeitdiagnosen einen gemeinsamen Brennpunkt. **Die maßgebliche Triebfeder hinter den einen**

Postmodernism entices us with the siren call of liberation and creativity, but it may be an invitation to intellectual and moral suicide.

Gertrude Himmelfarb

²⁵² „Die Steigerung der *Produktivität*, die sich ja unmittelbar als *Mengensteigerung des Outputs pro Zeiteinheit* [...], mithin also als *Beschleunigung* definieren lässt, zeitigt daher Wettbewerbsvorteile.“ Rosa (2005), S.259f.; Anmerkung: Unter den Ökonomen sind es v.a. die Vertreter der Österreichischen Schule, die die Bedeutung der Zeit im Produktionsprozess herausgearbeitet haben.

Epochenbruch markierenden soziostrukturellen und kulturellen Umwälzungen stellt, so Rosas These, ein neuerlicher Beschleunigungsschub dar, der das Raum-Zeit-Gefüge abermals transformiert habe.²⁵³

In the classical model, administrative activity [...] is an efficient time-saving instrument since it minimizes the need for time-consuming deliberation during the implementation of policy.

Max Weber

Zur Eigenart der Spätmoderne gehört, dass sich viele Gebilde, die sich in der Moderne hervorgetan haben, verflüssigen und mitunter wieder vormoderne Züge annehmen. So konnten sich etwa die gewaltigen Beschleunigungsprozesse der Moderne nur vollziehen, da bestimmte Rahmenbedingungen galten, die von der Dynamik selbst ausgenommen waren und damit Stabilität und Planungssicherheit boten. Besondere Bedeutung kam dabei dem aufkommenden Nationalstaat zu, der etliche Rahmenbedingungen sicherstellte, die komplexeres Planen und Handeln erst ermöglichten (z. B. einheitliche Landessprachen, Währungen, Zeitzonen oder Gesetzeslagen). Auch die Herstellung von Rechts- und Handelssicherheit sowie die Gewährung relativ verlässlichen Schutzes nach außen zählen hierzu.

In der Spätmoderne mehren sich hingegen die Tendenzen der Denationalisierung, etwa durch die Machtabtretung an supranationale Institutionen wie UNO, EU, EZB, IWF, durch Migration, durch vom Ausland gelenkte, die Meinungsbildung und das soziale Leben beeinflussende Institutionen wie z. B. DITB, RT, Cambridge Analytica oder auch durch den Wandel des Krieges, dessen Verlaufslinien sich immer mehr von nationalen Grenzen abkoppeln. Ein interessanter Punkt in diesem Zusammenhang ist, dass mit dem Aufkommen der Kryptowährungen ein Gegenentwurf zum staatlichen Geldmonopol auf den Plan getreten ist.²⁵⁴

In folgender Tabelle sind einige Bereiche bzw. Phänomene aufgelistet, anhand derer sich die im Zuge weiterer Beschleunigung abzeichnende epochale Transformation ablesen lässt:

Wesentliche Entwicklungen von der klassischen Moderne zur Spätmoderne

	Klassische Moderne bzw. auch Vormoderne	Spätmoderne
Generationenverhältnis	Vormoderne: Familienstruktur blieb über viele Generationen hinweg in ihren Grundstrukturen stabil; Großfamilie, Clan Klassische Moderne: um ein Ehepaar zentrierte Kernfamilie	Familienzyklen erreichen intragenerationale Lebensdauer Lebensabschnittspartner ersetzt Ehepartner Exotische Kombinationen, Patchwork, etc.
Beschäftigungsverhältnis	Vormoderne: Sohn übernahm den Beruf des Vaters Klassische Moderne: Wahl eines eigenen, lebenslangen und identitätsstiftenden Berufes	Mehrfacher Berufs- und/oder Beschäftigungswechsel Phasen der Erwerbslosigkeit bzw. der Weiterbildung
Sozialer Wandel	Vormoderne: strukturelle und kulturelle Bestände über viele Generationen tradiert Klassische Moderne: Struktur und Kultur über eine Generationsspanne konstant	Grundlegender Wandel der Verhältnisse während einer Generation
Differenzierung	Beschleunigungswirkung durch Spezialisierung	Tendenz zum Beschleunigungshindernis infolge zu hoher Komplexität
Verhältnis Arbeitszeit vs. Freizeit	Vormoderne: natürliche Rhythmen wie Tag und Nacht, Sommer und Winter strukturierten den Arbeitstag Klassische Moderne: Einführung fixer, abstrakter Arbeitszeiten (Werksirenen, Stechuhr) Arbeits- und Freizeitphasen waren strikt getrennt	Abnehmende Rolle eines fixen Arbeitszeitregimes zugunsten von mehr Flexibilität (Stechuhr ist anachronistisch) Räumliche Deregulierung der Arbeit, z. B. Homeoffice Vermischung der Arbeits- und Freizeitphasen Entkopplung der Arbeitszeit vom Arbeitsgegenstand – Koordination der Arbeitsergebnisse über Deadlines

²⁵³ Rosa (2005), S.335

²⁵⁴ Für mehr Informationen zu Kryptowährungen siehe unseren vierteljährlich erscheinenden [Crypto Research Report](#).

Sozialstaat	Als „Sicherheitsgerüst“ Ermöglicher von Beschleunigung	Oft als teures, wachstumshemmendes Unterfangen betrachtet, das negative Auswirkungen auf die Produktivität der Nettoempfänger hat
Bürokratie	Von Max Weber als hervorragender Beschleunigungsapparat gepriesen	Heutzutage Inbegriff der Ineffizienz und Innovationshemmnis
Demokratie	Beschleunigung der Herrschaftsfolge Beschleunigte Reaktion auf sozialpolitische Erfordernisse	Als politischer Entscheidungsmodus zu langsam
Krieg	Auseinandersetzungen zwischen Staaten Einsatz von Waffen mit größtmöglichem Zerstörungspotenzial Zentralisierte Kriegsführung	Bürgerkrieg Einsatz von Waffen mit begrenztem Zerstörungspotenzial Guerrilla-Strategien
Nationalstaat	Gewährt stabile Rahmenbedingungen, wodurch wirtschaftliche Aktivität florieren kann Die Konkurrenz vor allem europäischer Staaten hinsichtlich der territorialstaatlichen Machtakkumulation wirkt beschleunigend	Hemmung trans- und supranationaler Austauschprozesse
Währungssystem	Herausbildung einheitlicher staatlicher Währungen Ansatzweise Verwirklichung eines Goldstandards	Von Gold endgültig gelöstes Fiat-Geldsystem Erosion des staatlichen Währungsmonopols durch das Aufkommen von Kryptowährungen?

Quelle: Rosa (2005), verschiedene Stellen, insbesondere aber S. 329, teils wörtlich übernommen

Das Fiat-Geldsystem aus beschleunigungstheoretischer Sicht

Monetäre Beschleunigung zu Zeiten warengedeckter Geldsysteme, insbesondere des Goldstandards

Ein totaler Systemumbruch in wenigen Jahren ist unwahrscheinlich. Wahrscheinlicher sind viele kleine Umbrüche, Bruchstellen im Zuge der Auseinanderbewegung zwischen künstlich belebter Zombiewirtschaft und den realen Menschen. Diese wird sich beschleunigen, wenn Geld- und Fiskalpolitik verbunden werden, um aus der Nullzinsfalle zu entkommen.

Rahim Taghizadegan

Nachdem wir Rosas Theorie skizziert haben, möchten wir diese mit unseren Erkenntnissen zum Geldsystem zusammenführen. Ganz klar ist auch das Geldwesen der Moderne durchdrungen vom Prinzip der Beschleunigung. So begannen in der frühen Neuzeit mit dem florierenden Handel die Transaktionssummen zu steigen, wobei sich der Gebrauch von Münzen mehr und mehr als ungeeignet erwies. Ab dem späten 16. Jahrhundert bildeten sich Geldlagerhäuser (bzw. „Banken“) heraus, die die unterschiedlichsten Münzen annahmen, deren Wert taxierten und im Gegenzug Verwahrscheine („Banknoten“) ausgaben, die den Inhabern ihren Anspruch auf das eingelegte Münzgeld beurkundeten. Jeder Händler hatte ein Konto und Zahlungen zwischen ihm und anderen Händlern wurden einfach mithilfe von Bucheintragungen bei den Geldlagerhäusern vollzogen. Der internationale Handel und der Zahlungsverkehr beschleunigten sich so beträchtlich.

Das Teilreserve-Banking ist somit als eine Eskalation der monetären Beschleunigung anzusehen. Zunächst verfielen Geldlagerhäuser darauf, einen Teil des eingelagerten Münzgeldes weiter zu verleihen, da die meisten Einleger nicht gleichzeitig die Noten in Münzen zurücktauschen wollten. Über Kreditvergabe erhöhte sich also die Zahl der Banknoten bzw. Umlaufmittel (pro Zeiteinheit), was unmittelbare Beschleunigungswirkungen in Form ansteigender wirtschaftlicher Aktivität zur Folge hatte. **Der Philosoph und Soziologe Georg Simmel postulierte bereits vor mehr als 100 Jahren, dass die verfügbare Geldmenge und deren Zirkulationsgeschwindigkeit mit dem Lebenstempo korreliert sei.** In seiner *Philosophie des Geldes* schrieb er:

„Vergleicht man etwa die Zirkulationsfähigkeit von Grund und Boden mit der des Geldes, so erhellt unmittelbar der Unterschied des Lebenstempos

zwischen Zeiten, wo jener und wo dieses den Angelpunkt der ökonomischen Bewegung ausmacht.“²⁵⁵

Die Beschleunigungseskalationen der Kreditgeldschöpfung stellten lange Zeit jedoch lediglich vorübergehende Beschleunigungsschübe dar, denen Entschleunigungsphasen folgten, wenn sich Misstrauen bei den Menschen regte, größere Massen ihre Banknoten in Münzen eintauschen wollten und – da nicht genügend Münzen vorhanden waren – durch exzessiven Kredit errichtete Kartenhäuser auch wieder einstürzten. Der durch Kreditausweitung induzierten künstlichen Boom-Phase folgte dann die Korrektur der Bust-Phase.

Man muss mehr und mehr erwarten, dass strukturgebende Erwartungen oft nicht erwartbar sind.

Armin Nassehi

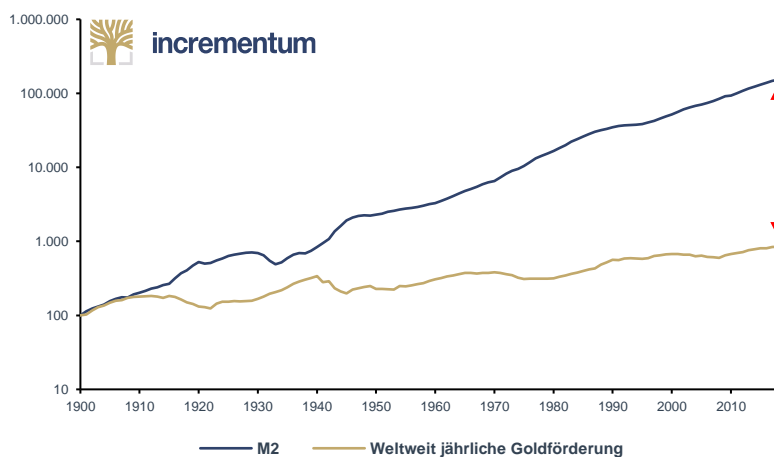
Um entsprechende Vertrauensprobleme zu vermeiden, wurde daher über weite Strecken auf warengedekte Geldsysteme gesetzt, die denn auch mit nachhaltigeren wirtschaftlichen Wachstumsphasen einhergingen. Bis zum 19. Jahrhundert ruhten Währungssysteme vorrangig auf Silber bzw. auf einem Bimetallstandard (Gold und Silber). Nach Ende des Deutsch-Französischen Krieges 1870/71 setzte sich in quasi allen westlichen Ländern die Übereinkunft durch, die jeweiligen Währungen an Gold zu binden.

Die Goldwährung wirkt wie eine Bremse an der Maschine des Kredits.

Joseph A. Schumpeter

Bei einem Goldstandard ist der Beschleunigung gewissermaßen Einhalt geboten: Der weltweite Bestand an Gold kann, selbst wenn in allen Minen auf Hochtouren Gold geschürft wird, jährlich nur in kleinen einstelligen Raten anwachsen. **Wie andere Kontinuität und Sicherheit gewährende Institutionen wie der Nationalstaat, das Rechtssystem oder die Wirtschaftsordnung war, so die Auffassung, an Gold gebundenes, stabiles, d. h. relativ unelastisches Geld Grundlage einer nachhaltigen ökonomischen Beschleunigung.**

USD-Geldmenge M2, und jährliche Goldproduktion, 1900=100, 1900-2018



Quelle: USGS, Incrementum AG

Wie bekannt, scheiterten mehrere Anläufe des Goldstandards: bei Ausbruch des 1. Weltkriegs, in den Zwischenkriegsjahren sowie auch das nach Ende des 2. Weltkriegs etablierte Bretton-Woods-System, das Gold zur Grundlage hatte. Stets

²⁵⁵ Simmel, Georg: *Philosophie des Geldes*, Duncker & Humblot Verlag, Berlin, 1. Auflage, 1900, S.579

*Der ganze Westen hat jene
Instinkte nicht mehr, aus denen
Institutionen wachsen, aus denen
Zukunft wächst: seinem
'modernen Geiste' geht vielleicht
Nichts so sehr wider den Strich.
Man lebt für heute, man lebt sehr
geschwind, – man lebt sehr
unverantwortlich: dies gerade
nennt man 'Freiheit'. Was aus
Institutionen macht, wird
verachtet, gehasst, abgelehnt.*

Friedrich Nietzsche

fiel das System, das der ungezügelter monetären Beschleunigung Einhalt gebieten sollte, einer exzessiven Ausweitung der bestenfalls teilgedeckten Umlaufmittel zum Opfer.

Die monetäre Komponente des Umbruchs in die Spätmoderne

Doch mit dem Ende des Bretton-Woods-Systems vollzog sich ein massiver qualitativer Umbruch, denn nun wurde die zuvor illegale Geldmengenausweitung institutionalisiert. In der Folge ist die Geldmenge exponentiell angewachsen. Unsere These lautet nun wie folgt: **Die Einführung eines reinen Fiat-Geldsystems mit dem Schließen des „Goldfensters“ durch Richard Nixon am 15. August 1971 und die eingangs erwähnte seit Alan Greenspan vorherrschende Geldpolitik der Rezessions-Gegensteuerung durch expansive Geldpolitik markiert die monetäre Dimension des epochalen Umbruchs von der Moderne in die Spätmoderne.** Wie andere Institutionen wurde auch das Geldsystem bei diesem Umbruch von Dynamisierungs- und Verflüssigungstendenzen erfasst.

Das Geldsystem hat sich mit der Metamorphose zum Fiat-Geldsystem zu einem dynamisch zu stabilisierenden System gewandelt. Derartige Systeme sind dadurch gekennzeichnet, dass sie zur Aufrechterhaltung ihrer Struktur auf Wachstum bzw. Beschleunigung angewiesen sind. Laut Rosa sind moderne Gesellschaften generell dadurch „gekennzeichnet, dass sie ihre Teilbereiche und ihre Sozialstruktur nur noch dynamisch zu stabilisieren und zu reproduzieren vermögen“.²⁵⁶

Folgt man Rosas These, so stellt das Geldsystem ein Paradebeispiel eines solchen Teilbereiches dar, der den Prinzipien der dynamischen Stabilisierung unterliegt. Die Geldmenge, die sich auf einem exponentiellen Wachstumspfad befindet, bedarf folglich desselben, damit ein Systemkollaps ausbleibt. **Auf Grundlage von Rosas Beschleunigungstheorie gibt es daher keine Anhaltspunkte für die Hoffnung auf einen selbsttragenden realwirtschaftlichen Aufschwung, der ein nachhaltiges Absetzen der monetären Stimuli oder einen nachhaltigen Schuldenabbau erlaubt.** Vielmehr dürften die sogenannten „unkonventionellen“ geldpolitischen Maßnahmen zu einer Dauereinrichtung werden und in ihrem Umfang schon bald einem Zwang zur Steigerung ausgesetzt sein. Mario Draghi hat bereits mehrmals Andeutungen in diese Richtung gemacht.²⁵⁷

²⁵⁶ Rosa (2016), S. 673

²⁵⁷ Vgl. z.B. „EZB-Präsident Draghi entdeckt sein Herz für (deutsche) Banken und erwägt Freibeträge“, *Neue Zürcher Zeitung*, 29. März 2019; „Draghi Makes Sure Stimulus Lives On Even After He Leaves the ECB“, *Bloomberg*, 15. März 2019

Folgen der Beschleunigung

„The clock, not the steam-engine, is the key-machine of the modern industrial age.“

Lewis Mumford

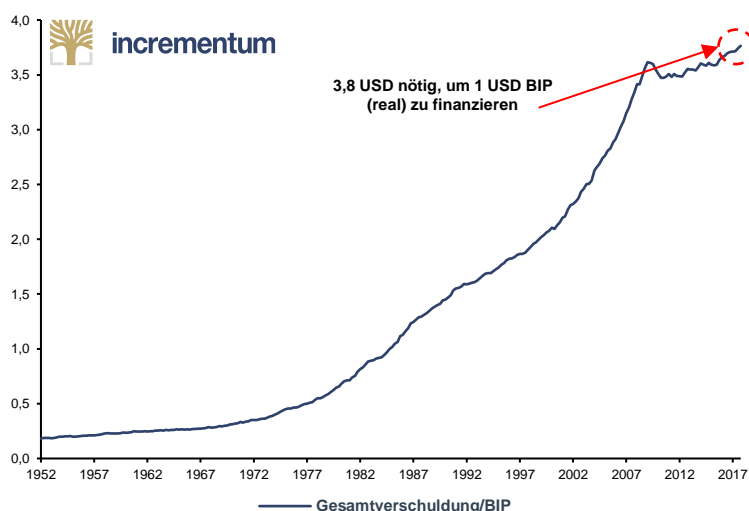
Welche Auswirkungen hat die Beschleunigung auf die Menschen und Gesellschaften? **Rosa zeigt auf, dass gerade mit dem Übergang zur Spätmoderne in vielerlei Hinsicht eine kritische Schwelle überschritten wurde, jenseits derer sich die positiven Verheißungen der Moderne in ihr Gegenteil verkehren.** Der monetären Beschleunigung fällt unserer Ansicht nach hierbei eine prominente Rolle zu.

Subjekte ebenso wie Organisationen [sind] stets mit dem Feuerlöschen, d. h. mit der Bewältigung andrängender Probleme, aber auch mit dem Offenhalten zukünftiger Optionen und Anschlussmöglichkeiten beschäftigt [...], sodass der Zusammenhang zwischen der Sequenzierung ihrer Handlungen und der Hierarchie ihrer Präferenzen dauerhaft gestört wird.

Hartmut Rosa

Menschen in industrialisierten Gesellschaften haben zwar einen immer höheren Güterwohlstand, leiden aber zunehmend an gefühlter wie tatsächlicher Zeitnot. Der beschleunigte soziale Wandel setzt sie permanent unter den Druck, ihr Wissen fortlaufend auf den neuesten Stand zu bringen, bestehende Vorsprünge auszubauen und in Form zu bleiben, um nicht abgehängt zu werden. Zudem bringt die Erhöhung des Lebenstempos einen stetig anwachsenden Koordinations- und Synchronisationsbedarf mit sich. **Kurzum: Zeitimperative schränken die Gestaltungsfähigkeit des eigenen Lebens und damit die Freiheit der Individuen massiv und zunehmend ein.** Und ein wesentlicher Teil dieses Autonomieverlustes lässt sich auf die monetäre Beschleunigung zurückführen. Schließlich ist die Ausdehnung der Geldmenge im Fiat-Geldsystem gleichbedeutend mit dem Auftürmen von Schulden – und jeder Schuldner gibt, da er dazu verpflichtet ist, den Schuldendienst zu leisten, seine zukünftige Autonomie ein Stück weit auf. Er *muss* nun Anstrengungen unternehmen und Renditen erwirtschaften, um die Schulden bedienen zu können. Den stark abnehmenden Grenznutzen zusätzlicher Schuldeneinheiten belegt der nachfolgende Chart.

Schulden in USD pro zusätzlichem USD-BIP, 1952-2018



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Im Fall kollektiver Schulden, insbesondere den Staatsschulden, bekommen jüngere Generationen die von älteren aufgebaute Schuldenlast samt ihrer temporal-totalitären Folgen aufgebürdet. Doch damit nicht genug: Über die Bedienung der Staatsschulden hinaus stellen etwa die infolge der Geldmengenausweitung steigenden Mieten und Immobilienpreise Kosten dar, die von Erwerbstätigen bei mehr oder minder gleichbleibenden Reallöhnen nolens volens erst einmal gestemmt werden müssen, ehe die Frage nach der individuell optimalen Work-Life-Balance überhaupt gestellt werden kann.

Doch nicht nur die Autonomie der Individuen ist bedroht, auch Organisationen und die Politik sind immer weniger zu einer gestaltenden Führung fähig, sondern zu einer „reaktiven Situativität“²⁵⁸ verdammt. Viele politische Maßnahmen und Ziele wie die Rettung des Euro gelten als „alternativlos“. Die Zentralbanken unterliegen dem Sachzwang des „Inflationsimperativs“²⁵⁹, sprich, sie müssen Sorge dafür tragen, dass sich die Geldmenge immer weiter ausdehnt. **Die demokratisch gewählten politischen Führungspersonlichkeiten der meisten westlichen Industrienationen müssen sich in der Moderation des sozialen und ökonomischen Drucks üben.**

[D]er aufgeklärte Säkularismus mit seinem Doppelengagement für Selbstbestimmung und Großtechnologie verabschiedet sich, wie es scheint, vor unseren Augen in einer globalen Verwahrlosung – die Dinge laufen jetzt, wie sie wollen, Anfangsabsichten sind nicht mehr von Belang.

Peter Sloterdijk

So sah sich die Politik in der Finanzkrise dazu gezwungen, Institutionen, die *too big to fail* waren, zu retten und Milliarden an Steuergeldern für die Beruhigung der Lage einzusetzen, wodurch sich die Staatsverschuldung gewaltig erhöhte. Nun müsste sie eigentlich Maßnahmen ergreifen, die die Effizienz der Wirtschaft erhöhen und ein nachhaltiges Wachstum ermöglichen, um nicht langfristig von der Schuldenlast erdrückt zu werden. Doch das droht mit Blick auf den wachsenden Unmut in der Bevölkerung nicht zu gelingen. Die Menschen sind – auch angesichts der Folgen der Finanzkrise wie wachsende Ungleichheit der Vermögen, stagnierende bzw. sogar sinkende Reallöhne – merklich unzufrieden. In Südeuropa wurden Regierungen, die dazu bereit waren, sich den ökonomischen Sachzwängen zu beugen, durch Populisten ersetzt, die sich Reformen verweigern (oder zumindest hoch pokern). In Frankreich sind Präsident Macrons längst überfällige Reformversuche am Widerstand der Gelbwesten gescheitert. Man könnte diese Entwicklungen vielleicht wie folgt auf den Punkt bringen: **Die Beschleunigung des sozialen Wandels sowie die monetäre Beschleunigung produzieren Abgehängte – und diese machen sich seit einiger Zeit in Form der vielbeschworenen populistischen Internationale bemerkbar.**

Das monetäre Grundproblem

Zu guter Letzt wollen wir noch auf ein Phänomen eingehen, das Rosa als „ökonomisches Grundproblem“²⁶⁰ bezeichnet. Er postuliert, dass die Beschleunigung der Produktion nur aufrechterhalten werden könne, wenn der Absatz mitzieht, d. h. wenn sich die Erschließung neuer Märkte und/oder der Konsum auch in entsprechendem Maße beschleunigen. Kurzum: Die beschleunigte Produktion ist langfristig nur möglich, wenn die Konsumtionsrate – bzw. die

²⁵⁸ Rosa (2005), S.453

²⁵⁹ Vgl. Rickards, Jim: „The Inflation Imperative“, *Deflation Market*, 28. August 2016

²⁶⁰ Rosa (2005), S.262

Handlungs- und Erlebnisepisoden – pro Zeiteinheit analog zunimmt, also das Lebenstempo steigt. **Es scheint so, als sei die Beschleunigung des Lebenstempos daher eine ökonomische Notwendigkeit.** Rosa merkt an, dass das „ökonomische Grundproblem einer kapitalistischen Wirtschaft [...] die Aufrechterhaltung der beschleunigten Zirkulation ist.“²⁶¹ Allerdings kann diese systemische Notwendigkeit zur Beschleunigung des Lebenstempos handlungstheoretisch nicht begründet werden. **Die Frage lautet daher: Wieso machen Menschen diese Steigerungsspirale mit?**

Is it surprising that prisons resemble factories, schools, barracks, hospitals, which all resemble prisons?
Michel Foucault

Nachdem wir im vorangehenden Kapitel erörtert haben, dass eine steigende Schuldenlast dazu führt, dass Menschen mit Blick auf ihre künftigen Handlungen mehr gebunden und über die Kreditraten temporal getaktet sind, möchten wir die These aufstellen, dass der Wachstums- bzw. Beschleunigungszwang nicht unbedingt, wie Rosa argumentiert, der kapitalistischen Wirtschaft zwangsläufig innewohnt, sondern als Problem einer Wirtschaft auftritt, die mit einem Schuldgeldsystem verzahnt ist. Rosas „ökonomisches Grundproblem“ wäre folglich monetärer Natur. Was spräche bei einem auf unelastischem Geld basierenden System eigentlich dagegen, dass sich die Produktion infolge einer Präferenzverschiebung der Akteure hin zu mehr „Zeitwohlstand“ entschleunigt? Eine solche Entschleunigung würde in unserem Fiat-Geldsystem zu einer verheerenden Finanzkrise und wirtschaftlichen Depression führen. Die Bemühungen der Zentralbanken und Regierungen sind, wie die Handlungen während und im Nachhall der Großen Finanzkrise 2007/2008 belegen, daher von diametral entgegengesetzter Natur – sie pressen die Bürger künstlich in ein immer engeres temporales Korsett.

Fazit

While individual stake up and fulfill various roles in their day-to-day life, their engagement remains just that, playing roles, which they feel does not address the core of their existence.
Amir Ahmadi

Rosa hat Erkenntnisse zutage befördert, die auch für Ökonomen und für mit Wohlstands- sowie Freiheits- und Autonomiefragen befasste Köpfe von großem Interesse sind. Er rückt die Beschleunigung der materiellen, sozialen und geistigen Verhältnisse ins Zentrum des Verständnisses der Moderne und sieht in einem weiteren, tiefgreifende sozioökonomische Änderungen hervorruhenden Beschleunigungsschub den Grund für den Epochenbruch in die Spätmoderne. Negative Folgen der Beschleunigung sind individueller wie auch politischer Autonomieverlust sowie Entfremdung.

Wir haben gezeigt, dass sich auch das bestehende, durch perpetuelle Schuldenauftürmung gekennzeichnete Geldsystem – dessen fundamentale Rolle für so viele sozioökonomische Entwicklungen wir nicht müde werden zu betonen – als Phänomen der Beschleunigung einordnen lässt.

²⁶¹ Rosa (2005), S.262f

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

Die Rote Königin, Alice im Wunderland
Lewis Carroll

Modern man's average day contains virtually nothing that can still be translated into experience [...] It is this non-translatability into experience that now makes everyday existence intolerable.

Giorgio Agambens

Einst Garant von Stabilität und Planungssicherheit durch die Bindung an Gold, kann das Geldsystem heute nur durch exponentielle Ausdehnung der Geldmenge und einer fortwährenden Verwässerung des Geldwertes aufrechterhalten werden. Es lässt sich argumentieren, dass der Epochenbruch zwischen Moderne und Spätmoderne in der Aufhebung der Goldanbindung 1971 ein Kernereignis hat. **Seither türmen sich die Kredit- und Schuldenberge nur so auf – und diese geben über die Termine, an denen der Schuldendienst geleistet werden muss, den Takt an, in dem ökonomische Handlungen vollzogen werden müssen.**

Während in der klassischen Moderne Synchronisation durch Finanz- und Wirtschaftskrisen wiederhergestellt werden konnte, treibt die Geldpolitik in der Spätmoderne die von der Kreditausweitung herrührende Beschleunigung ins Unermessliche. Das hat eklatante Auswirkungen auf die Autonomie der Menschen, die so mit Koordinations- und Synchronisationserfordernissen belegt und unter gravierenden Zeitstress versetzt werden. Zudem wirkt sich die Beschleunigung negativ auf ihre Weltbeziehungen aus.

Schlussendlich haben wir nicht nur zu zeigen versucht, dass das Geldsystem als repräsentativ für eine von der Beschleunigungsdynamik erfasste Institution angesehen werden kann. Gleichzeitig ist es nämlich auch eine bedeutende, wenn nicht sogar *die* bedeutendste Triebfeder der sozialen Beschleunigung. **Wenn also verbreitet das Gefühl auftritt, die Dinge wüchsen einem über den Kopf; oder wenn es als Problem angesehen wird, dass es nur bestimmten gesellschaftlichen Gruppen gelingt, mit den Veränderungen Schritt zu halten, wohingegen andere Gruppen abgehängt werden und sich die Gräben zwischen Ersteren und Letzteren vertiefen, so ist gemäß unserer Analyse das Geldsystem ein Punkt, an dem anzusetzen wäre.**

Hyperinflation: viel diskutiert, wenig verstanden

„Hyperinflation can take virtually your entire life's savings, without the government having to bother raising the official tax rate at all.“

Thomas Sowell

Key Takeaways

- Die herkömmliche Definition klassifiziert eine Inflation als Hyperinflation, wenn die monatliche Inflationsrate 50% übersteigt.
- Besser eignet sich die Definition als Hyperinflation, wenn die Inflationsrate an mindestens dreißig aufeinanderfolgenden Tagen 50% pro Monat übersteigt.
- Die schwerste Hyperinflation in der Geschichte ereignete sich in Ungarn (1946), gefolgt von Simbabwe (2008). Die bekannteste Hyperinflation, diejenige im Deutschland der Weimarer Republik (1923), nimmt nur den fünften Platz ein.



Prof. Steve H. Hanke © Steve Hanke

Über den Autor: Steve H. Hanke ist Professor für angewandte Ökonomik an der Johns Hopkins University in Baltimore, Senior Fellow am Cato-Institute in Washington D.C. und hält die Gottfried-von-Haberler-Professur des European Center of Austrian Economics Foundation in Vaduz, Liechtenstein.

Das Wort „Hyperinflation“ taucht jeden Tag in der Presse auf. Man liest, dass der Iran von einer Hyperinflation heimgesucht wird. Dasselbe wird über Simbabwe und Venezuela sowie eine Reihe anderer Länder geschrieben, in denen extreme Inflationsschübe auftreten. Während sich der Iran im Herbst 2012 einer Hyperinflation annäherte, hat das Land jedoch noch nie eine offizielle Hyperinflation erlebt.²⁶² Während in Simbabwe in den Jahren 2007-2008²⁶³ und 2017²⁶⁴ Hyperinflations-Episoden auftraten, herrscht dort *derzeit* keine Hyperinflation. Gegenwärtig ist Venezuela das einzige Land, das eine Hyperinflation erfährt.²⁶⁵ Es verwundert nicht, dass Journalisten und ihre Interviewpartner dazu neigen, leichtfertig und praktisch hyperinflationär mit dem Wort „Hyperinflation“ umzugehen.

Um Licht in das Hyperinflations-Dunkel zu bringen, müssen wir uns die Worte des großen Eugen von Böhm-Bawerk in Erinnerung rufen, der 1891 schrieb:

„[A]uch wir müssen eine strikte Ordnung und Disziplin in unsere Wissenschaft bringen, von der wir noch weit entfernt sind. ... [E]ine ungeordnete und mehrdeutige Terminologie führt zu den folgenschwersten Fehlern und Missverständnissen – all diese Fehler treten in unserer Wissenschaft so häufig auf, dass sie fast bezeichnend für ihren Stil sind.“²⁶⁶

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

Nichts hilft bei Unklarheiten und Verwirrung besser als klare Definitionen. Was ist also die Definition des oft missbrauchten Wortes „Hyperinflation“? **In der wissenschaftlichen Literatur hat man sich darauf geeinigt, eine Inflation dann als Hyperinflation einzustufen, wenn die monatliche Inflationsrate 50% übersteigt.** Diese Definition wurde 1956 übernommen, als Phillip Cagan seine wegweisende Analyse der Hyperinflation veröffentlichte, die in dem von Milton Friedman herausgegebenen Buch „Studies in the Quantity Theory of Money“ erschien.²⁶⁷

Da ich hochfrequente Daten zur Messung der Inflation in Ländern mit erhöhter Inflation verwende, konnte ich Cagans Hyperinflationshürde von 50% pro Monat präzisieren. **Dank verbesserter Messverfahren definiere ich eine Hyperinflation jetzt als Inflation, bei der die Inflationsrate an mindestens dreißig aufeinander folgenden Tagen 50% pro Monat übersteigt.**²⁶⁸

—
²⁶² Hanke, Steve H., und Krus, Nicholas: „World Hyperinflations“, in: Whaples, Robert and Parker, Randall (Hrg.): Routledge Handbook of Major Events in Economic History, 2013
²⁶³ Hanke, Steve H., und Kwok, Alex: „On the Measurement of Zimbabwe's Hyperinflation“, *Cato Journal* Vol. 29, Nr. 2, 2009, S. 353-64
²⁶⁴ Hanke, Steve H., und Bostrom, Erik: „Zimbabwe Hyperinflates, Again: The 58th Episode of Hyperinflation in History“, *Studies in Applied Economics*, Nr. 90, October 2017
²⁶⁵ Hanke, Steve H., und Bushnell, Charles: „On Measuring Hyperinflation: Venezuela's Episode“, *World Economics Journal*, Vol. 18, Nr. 3, Juli–September 2017
²⁶⁶ Böhm-Bawerk, Eugen und Leonard, Henrietta: „The Austrian economists“, *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 1, 1891, S. 361-84, hier: S. 283, eigene Übersetzung
²⁶⁷ Cagan, Phillip: „The Monetary Dynamics of Hyperinflation“, in: Friedman, Milton (ed.): *Studies in the Quantity Theory of Money*, 1956
²⁶⁸ Hanke, Steve H., und Bushnell, Charles: „On Measuring Hyperinflation: Venezuela's Episode“, *World Economics Journal*, Vol. 18, Nr. 3, Juli–September 2017

Nach jahrelanger Forschung mit Unterstützung zahlreicher Assistenten habe ich anhand von Primärdaten 58 Hyperinflationen dokumentiert. Diese Episoden sind in der nachstehenden „Hanke-Krus-Welthyperinflationstabelle“ aufgelistet.²⁶⁹

Die Hanke-Krus Welthyperinflationstabelle (2013, angepasst 10/2017)

Land	Monat mit höchster Inflationsrate	Höchste monatliche Inflationsrate	Preise verdoppelten sich alle
Ungarn	Jul. 1946	4,19 x 10 ¹⁶ %	15,0 Stunden
Simbabwe	Mitte-Nov. 2008	7,96 x 10 ¹⁰ %	24,7 Stunden
Jugoslawien	Jän. 1994	313.000.000%	1,41 Tage
Kroatien	Jän. 1994	297.000.000%	1,41 Tage
Deutschland	Okt. 1923	29.500%	3,70 Tage
Griechenland	Okt. 1944	13.800%	4,27 Tage
China	Apr. 1949	5.070%	5,34 Tage
Freie Stadt Danzig	Sep. 1923	2.440%	6,52 Tage
Armenien	Nov. 1993	438%	12,5 Tage
Turkmenistan	Nov. 1993	429%	12,7 Tage
Taiwan	Aug. 1945	399%	13,1 Tage
Peru	Aug. 1990	397%	13,1 Tage
Bosnien-Herzegowina	Jun. 1992	322%	14,6 Tage
Frankreich	Aug. 1796	304%	15,1 Tage
China	Jun. 1945	302%	15,2 Tage
Ukraine	Jän. 1992	285%	15,6 Tage
Polen	Okt. 1923	275%	16,0 Tage
Nicaragua	März. 1991	261%	16,4 Tage
Kongo (Zaire)	Nov. 1993	250%	16,8 Tage
Russland	Jän. 1992	245%	17,0 Tage
Bulgarien	Feb. 1997	242%	17,1 Tage
Republik Moldau	Jän. 1992	240%	17,2 Tage
Venezuela	Nov. 2016	219%	17,9 Tage
Russland / UdSSR	Feb. 1924	212%	18,5 Tage
Georgien	Sep. 1994	211%	18,6 Tage
Tadschikistan	Jän. 1992	201%	19,1 Tage
Georgien	März. 1992	198%	19,3 Tage
Argentinien	Jul. 1989	197%	19,4 Tage
Simbabwe	Okt. 2017	185%	20,1 Tage
Bolivien	Feb. 1985	183%	20,3 Tage
Weißrussland	Jän. 1992	159%	22,2 Tage
Kirgisistan	Jän. 1992	157%	22,3 Tage
Kasachstan	Jän. 1992	141%	24,0 Tage
Österreich	Aug. 1922	129%	25,5 Tage
Bulgarien	Feb. 1991	123%	26,3 Tage
Usbekistan	Jän. 1992	118%	27,0 Tage
Aserbaidshon	Jän. 1992	118%	27,0 Tage
Kongo (Zaire)	Nov. 1991	114%	27,7 Tage
Peru	Sep. 1988	114%	27,7 Tage
Taiwan	Okt. 1948	108%	28,9 Tage

²⁶⁹ Hanke, Steve H., und Bostrom, Erik: „Zimbabwe Hyperinflates. Again: The 58th Episode of Hyperinflation in History“, *Studies in Applied Economics*, Nr. 90, October 2017

Ungarn	Jul. 1923	97%	30,9 Tage
Chile	Okt. 1973	87%	33,5 Tage
Estland	Jän. 1992	87%	33,6 Tage
Angola	Mai. 1996	84%	34,5 Tage
Brasilien	März. 1990	82%	35,1 Tage
D.R. Kongo	Aug. 1998	78%	36,4 Tage
Polen	Jän. 1990	77%	36,8 Tage
Armenien	Jän. 1992	73%	38,4 Tage
Tadschikistan	Nov. 1995	65%	42,0 Tage
Lettland	Jän. 1992	64%	42,4 Tage
Turkmenistan	Jän. 1996	62%	43,4 Tage
Philippinen	Jän. 1944	60%	44,9 Tage
Jugoslawien	Dez. 1989	59%	45,1 Tage
Deutschland	Jän. 1920	56%	46,8 Tage
Kasachstan	Nov. 1993	55%	47,8 Tage
Litauen	Jän. 1992	54%	48,8 Tage
Weißrussland	Aug. 1994	53%	49,3 Tage
Taiwan	Feb. 1947	50%	51,4 Tage

Quelle: Hanke, Steve H., und Bostrom, Erik: „Zimbabwe Hyperinflates. Again: The 58th Episode of Hyperinflation in History“, Studies in Applied Economics, Nr. 90, 2017. Johns Hopkins Institute for Applied Economics, Global Health, and the Study of Business Enterprise, 19. Oktober 2018, Incrementum AG

Money, like chocolate on a hot oven, was melting in the pockets of the people.

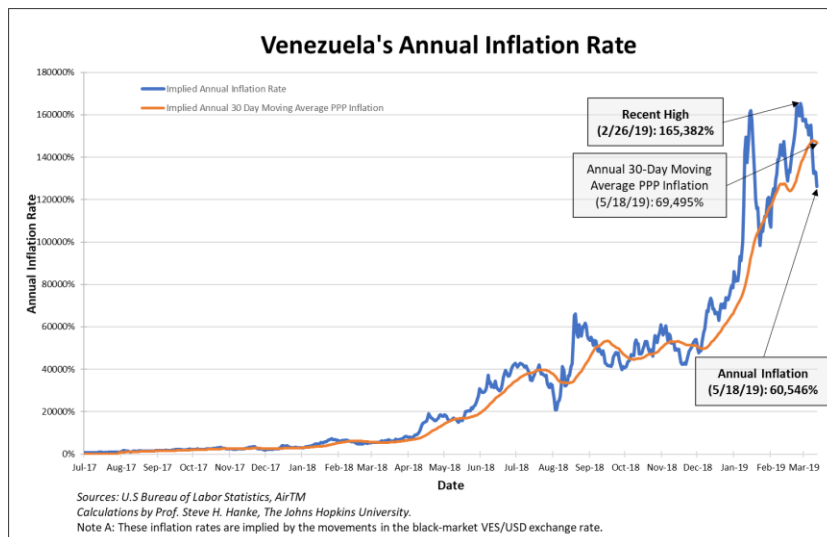
Ludwig von Mises

Ungarn nimmt den zweifelhaften Spitzenplatz der Hyperinflations-Charts ein.

Der Höhepunkt der Hyperinflation wurde im Juli 1946 erreicht, als sich die Preise alle 15 Stunden verdoppelten. Die Hyperinflation im November 2008 in Simbabwe belegt den zweiten Rang, ihr Höhepunkt liegt aber weit hinter dem Ungarns. Tatsächlich betrug die tägliche Inflationsrate in Ungarn am Höhepunkt 207% und in Simbabwe 98%. Die wohl bekannteste Hyperinflation ereignete sich im Deutschland der Weimarer Republik. Mit einer täglichen Höchstinflationsrate von 20,9% liegt sie jedoch „nur“ an fünfter Stelle.

Wenden wir uns nun der einzigen aktuellen Hyperinflation der Welt zu: Venezuela.

Diese liegt aktuell an 23. Stelle der schwersten Hyperinflationen. Die jährliche Inflationsrate beträgt derzeit 131.870%. Während diese Rate in Bezug auf Hyperinflationsstandards bescheiden scheint, ist die Dauer außergewöhnlich: Die Hyperinflation in Venezuela dauert bereits 29 Monate an. Nur vier Hyperinflationen hielten länger an.



Quelle: Prof. Steve Hanke

Wie messen wir Hyperinflationen präzise? Sehen wir uns den Fall Venezuelas an. Es gibt nur eine zuverlässige Methode. Der wichtigste Preis in einer Volkswirtschaft ist der Wechselkurs zwischen der lokalen Währung – in diesem Fall dem Bolivar – und der derzeitigen Weltreservewährung, dem US-Dollar. Solange es einen funktionierenden Schwarzmarkt (mit anderen Worten, freien Markt) für Währungen gibt und die Daten verfügbar sind, können Änderungen des Wechselkurses am Schwarzmarkt zuverlässig in genaue Messungen der landesweiten Inflationsraten umgewandelt werden. Das ökonomische Prinzip der Kaufkraftparität (KKP) ermöglicht diese Umwandlung.

Inflation is the fiscal complement of statism and arbitrary government. It is a cog in the complex of policies and institutions which gradually lead toward totalitarianism.

Ludwig von Mises

Beweise aus der deutschen Hyperinflation von 1920 bis 1923 – die Jacob Frenkel in der Juli-Ausgabe des *Scandinavian Journal of Economics*²⁷⁰ im Jahr 1976 vorlegte – bestätigen die Korrektheit der Heranziehung der KKP bei Hyperinflationen. Frenkel hat den Wechselkurs zwischen D- Mark und US-Dollar sowohl gegen den deutschen Großhandelspreisindex als auch gegen den Verbraucherpreisindex (VPI) aufgetragen. Die Korrelationen zwischen dem Wechselkurs und den beiden Preisindizes lagen während des gesamten Zeitraums sehr nahe bei eins, wobei die Korrelationen mit steigenden Inflationsraten zunahm.

In diesem Zusammenhang sollte klar sein, warum die KKP in Bezug auf die Inflationsmessung während Hyperinflationen der „Goldstandard“ ist. Alle Güter in einer hyperinflationären Volkswirtschaft werden entweder in einer stabilen Fremdwährung (US-Dollar) oder in einer lokalen Währung (Bolivar) bewertet. Werden die Waren in Bolivar bewertet, dann werden diese Preise unter Bezugnahme auf die US-Dollarpreise der Waren bestimmt und anschließend in lokale Bolivarpreise umgerechnet, nachdem sie mit dem Schwarzmarkt-Kassakurs verglichen wurden. Wenn das Preisniveau von Tag zu Tag, von Stunde zu Stunde oder sogar von Minute zu Minute schnell und unregelmäßig steigt, sind Wechselkursnotierungen die einzige Informationsquelle, wie schnell die Inflation tatsächlich voranschreitet. Dies ist der Grund, warum die

²⁷⁰ Frenkel, Jacob: „A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence“, *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 78, No. 2, Juni 1976, S. 200-224

KKP Gültigkeit besitzt und wir hochfrequente (Tages-)Daten verwenden können, um die Inflationsrate Venezuelas selbst während einer Hyperinflation zu berechnen.

Obwohl wir die Hyperinflation mit Hilfe der KKP sehr genau messen können, war es noch niemandem möglich, die Höhe oder Richtung der Hyperinflation vorherzusagen. Dies hielt den Internationalen Währungsfonds (IWF) jedoch nicht davon ab, Prognosen für die Hyperinflation in Venezuela herauszugeben. Obwohl der IWF die Hyperinflation Venezuelas nicht misst, was technisch zuverlässig möglich wäre, gibt der IWF Hyperinflationsprognosen heraus, was per Definition hingegen nicht möglich ist. In der Tat sind Prognosen über Hyperinflationen in der wissenschaftlichen Literatur unbekannt. Diese Unmöglichkeit hinderte den IWF jedoch nicht daran, die Erkenntnisse der Wirtschaftswissenschaften in den Wind zu schlagen. Die nachstehende Tabelle zeigt die fragwürdigen (bzw. unsinnigen) Prognosen des IWF.²⁷¹

Inflationsprognose des IWF für das Jahresende – Venezuela

Datum der Prognose	IMF Inflationsprognose
Oktober 2018	2.500.000%
Juli 2018	1.000.000%
April 2018	12.874,6%
Oktober 2017	2.529,6%
April 2017	2.529,6%

Quelle: IWF, Incrementum AG

Überraschenderweise berichtete die Presse pflichtbewusst über die Prognosen des IWF, wonach die jährliche Inflationsrate in Venezuela bis Ende 2018 satte 2.500.000% erreichen würde. In einigen Fällen wurde diese Zahl als Prognose bezeichnet, was sie auch war. Andernorts wurde sie sogar als tatsächliche Messung dargestellt, was sie nicht war. Jedenfalls lag der IWF mit seiner „Einschätzung“ etwas daneben. Als wir die jährliche Inflationsrate Venezuelas am 31. Dezember 2018 gemessen haben, lag sie bei 80.000% pro Jahr.

I don't mind going back to daylight saving time. With inflation, the hour will be the only thing I've saved all year.
Victor Borge

Aber was treibt die Geldmenge und die Inflation eigentlich in solch astronomische Höhen? Bei einer Hyperinflation laufen die „Druckerpresse“ auf Hochtouren, weil die Regierung ihre Ausgaben ausweitet, und alle Quellen zur Finanzierung dieser großzügigen Ausgaben versiegen, abgesehen von einer: der Zentralbank. Vor der Hyperinflation, wenn alle Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung stehen, können die Staatsausgaben durch Steuern, durch die Begebung von Anleihen im In- und Ausland, durch Einnahmen staatseigener Unternehmen und durch die Zentralbank finanziert werden. Darüber hinaus können die Regierungen ihre Zahlungen durch Anhäufung von Zahlungsrückständen aufschieben. Rückstände sind also auch ein Mittel zur Finanzierung.

Mit dem Kollaps der Sowjetunion ging der Ausbruch einer wahren Welle an Hyperinflationen einher. Tatsächlich ereigneten sich 21 der 58 weltweiten Hyperinflationen in den neuen unabhängigen Staaten der ehemaligen

²⁷¹ Hanke, Steve H.: „Venezuela's Hyperinflation, 24 Months and Counting“, Forbes.com, 23. Oktober 2018

Sowjetunion. Warum? Nun, im Kommunismus gab es keine Steuern und keine Steuerverwaltung zur Festsetzung und Einhebung von Steuern. Die neuen unabhängigen Staaten waren also nicht dazu in der Lage, Steuern zu erheben und zu verwalten. Darüber hinaus hatten sie bestenfalls nur zum heimischen Anleihemarkt Zugang, und der Zugang zu den internationalen Anleihemärkten war größtenteils eingeschränkt. So bauten sie zunächst Berge von Zahlungsrückständen auf. **Anschließend erhöhten die Steuerbehörden den Druck auf die Zentralbanken und zwangen sie, die Verbindlichkeiten der Regierung aufzukaufen. Dann wurden die Druckerpressen angeworfen und die Geldmenge stieg. Und damit auch die Inflation.**

Inflation is taxation without legislation.

Milton Friedman

Neben den Hyperinflationen in den Ländern der ehemaligen Sowjetunion kam es Anfang der 1990er-Jahre zu sieben weiteren Hyperinflationen in Ländern, die den Kommunismus aufgegeben hatten, so z. B. Bulgarien, Polen und Jugoslawien. Diese Länder sahen sich alle in unterschiedlichem Maße denselben staatlichen Finanzierungsproblemen gegenüber wie die ehemalige Sowjetunion. Nahezu die Hälfte der 58 erfassten Hyperinflationen ereignete sich in den 1990er-Jahren und resultierte aus der mangelhaften Finanzierung der neuen postkommunistischen Staaten.

Mit einem dieser Länder war ich sehr gut vertraut. 1990 wurde ich zum Chefberater der ersten postkommunistischen Regierung in Jugoslawien bestellt. Das postkommunistische Jugoslawien sah sich mit vielen Schwierigkeiten konfrontiert, die auch andere postkommunistische Länder plagten. Jugoslawien unterschied sich jedoch in einigen wichtigen Punkten von den anderen Ländern. Zum Beispiel hatte es ein endemisches, offensichtliches Inflationsproblem. Während der zwanzig Jahre von 1971 bis 1991 betrug die Inflationsrate Jugoslawiens durchschnittlich 76% pro Jahr. Nur Zaire und Brasilien wiesen höhere Inflationsraten auf.

The advocates of public control cannot do without inflation. They need it in order to finance their policy of reckless spending and of lavishly subsidizing and bribing the voters.

Ludwig von Mises

Die nie enden wollende jugoslawische Inflation stellte die Regierung vor die große Herausforderung, die erhobenen Steuern als Finanzierungsquelle zu verwenden. Denn in Kombination mit Steuern ist Inflation ein tödlicher Cocktail. Mein Freund Vito Tanzi fand heraus, wie tödlich dieser Cocktail ist, als er in den 1970er-Jahren in Argentinien arbeitete. Tanzi stellte fest, dass die Staatseinnahmen aus Steuern bei erhöhter und steigender Inflation aufgrund eines Phänomens einbrechen, das als „Tanzi-Effekt“ bekannt wurde.²⁷²

Was hat es mit dem Tanzi-Effekt auf sich? Zwischen dem Auftreten eines „steuerpflichtigen Ereignisses“ und der tatsächlichen Zahlung der Steuer an die Regierung liegt eine gewisse Zeitspanne. Wenn die Inflation weiter ansteigt, kann die Vernichtung des realen Wertes der erhobenen Steuern schwerwiegende Folgen haben. Wenn sich zum Beispiel die Steuererhebung nur um einen Monat verzögert und die Inflationsrate 50% pro Monat beträgt (die Schwelle, die den Übergang zur Hyperinflation markiert), würde die Inflation den realen Wert der erhobenen Steuern um 50% verringern. **Der Tanzi-Effekt, dem Tanzi in seinem neuen faszinierenden Buch „Argentina from Peron to Macri: An Economic Chronicle“ ein Kapitel widmet, beschreibt also die Dynamik, wenn**

²⁷² Tanzi, Vito: Argentina: An Economic Chronicle. 2007

Steuern als Finanzierungsquelle während einer Hyperinflation wegfallen.

Der Tanzi-Effekt erzeugt einen Teufelskreis. Die Hyperinflation kann dem Teufelskreis extreme Ausmaße verleihen. Jugoslawien ist nur ein Beispiel. Im Jänner 1994 erreichte die monatliche Inflationsrate unvorstellbare 313.000.000%, die dritthöchste Hyperinflation seit Beginn der Aufzeichnungen. Zu dieser Zeit stellten mein Mitarbeiter Zeljko Bogetic und seine Kollegen fest, dass praktisch alle Einnahmequellen Belgrads ausgetrocknet waren. Infolgedessen wurden erstaunliche 95% der Staatsausgaben von der Druckerpresse der Zentralbank finanziert.²⁷³

Das dicke Ende der großen Weltverschuldung und damit der Weltinflation kann indessen von einer Seite kommen, die wir heute vielleicht dumpf ahnen, aber noch nicht kennen, nämlich von großen weltpolitischen Ereignissen, wie Kriege oder Revolutionen.

Ferdinand Lips

All dieses Geld drucken, der Zusammenbruch des Dinars und die Hyperinflation brachten Slobodan Milosevic zur Weißglut. Als derjenige, der die Inflation Jugoslawiens genau gemessen hatte, wurde ich zur Zielscheibe.²⁷⁴ Der jugoslawische Informationsminister, fabrizierte ständig bizarre Geschichten über meine angeblichen Aktivitäten. Diese wurden über die staatliche jugoslawische Nachrichtenagentur Tanjug verbreitet. Unter anderem wurde mir vorgeworfen, Anführer eines Schmugglerringes zu sein, der die serbische Wirtschaft destabilisierte, indem er sie mit gefälschten jugoslawischen Dinaren überschwemmte. Der spektakulärste Vorwurf lautete jedoch, dass ich ein französischer Geheimagent sei, der ein Auftragskiller-Team mit dem Code-Namen „Pauk“ („Spinne“) steuerte, und dass dieses fünfköpfige Team den Auftrag hatte, Präsident Milosevic zu ermorden.²⁷⁵

Fazit

Niemals werden Politiker die Verantwortung für die Entstehung von Hyperinflationen übernehmen. Sie schieben die Schuld beharrlich auf andere. Die Ursache ist jedoch immer dieselbe. Wenn traditionelle Finanzierungsquellen austrocknen, werden die Druckerpressen der Zentralbanken als letzte verbleibende Finanzierungsquelle angeworfen, um die Ausgaben der Regierung zu finanzieren. **Und damit erwacht das Hyperinflation-Monster zum Leben.**

I do not think it is an exaggeration to say history is largely a history of inflation, usually inflations engineered by governments for the gain of governments.

Friedrich August von Hayek

²⁷³ Petrovic, P., Bogetic, Z. und Vujošević, Z.: „The Yugoslav Hyperinflation of 1992–1994: Causes, Dynamics, and Money Supply Process“, *Journal of Comparative Economics*, Vol. 27, Nr. 2, 1999, S. 335–53

²⁷⁴ Hanke, Steve H.: „Yugoslavia Destroyed Its Own Economy“, *Wall Street Journal*, 28. April 1999

²⁷⁵ Hanke, Steve H.: „Remembrances of a Currency Reformer: Some Notes and Sketches from the Field“, *Studies in Applied Economics*, Nr. 55, Juni 2016



Victoria

GOLD CORP



200,000 OZ Au PER YEAR

EAGLE GOLD MINE
IN PRODUCTION

FIRST Au POUR 2019

TSX.V VIT | VITGOLDCORP.COM

Goldgedeckte Tokens vs. Bitcoin vs. Stablecoins

„Der einzige Grund, warum es Kryptowährungen gibt, liegt in den Vorschriften, die uns daran hindern, Gold als Geld zu verwenden.“

Peter Schiff

Key Takeaways

- Ähnlich wie bei Gold-ETFs sind alle auf dem Markt befindlichen Kryptowährungen mit Golddeckung zentralisiert und haben deswegen ein Gegenparteurisiko. Im Gegensatz zur Lagerung eigenen physischen Goldes zu Hause, ist es bei goldgedeckten Kryptowährungen erforderlich, dass Sie dem Unternehmen, das Ihr Gold für Sie aufbewahrt, vertrauen.
- Es gibt drei Haupttypen von zentralisierten, besicherten Stablecoins: Fiat-, warengedeckte und Krypto-Stablecoins. Goldgedeckte Kryptowährungen gelten als zentralisiert und „off-chain backed coins“. Es handelt sich also um Tokens, deren Besicherung nicht über die Blockchain abgewickelt wird. Die bekannteste goldgedeckte Kryptowährung ist Digix Gold Token mit einer Marktkapitalisierung von ca. 4 Mio. USD und einem täglichen Handelsvolumen von ca. 240.000 USD im vergangenen Jahr.
- Goldgedeckte Kryptowährungen haben höhere Kosten und Risiken als ETFs und verwaltete Goldfonds. Anleger können durch fehlerhafte private Schlüsselspeicherung, doppelte Ausgaben aufgrund schwacher Blockchain-Sicherheit, regulatorischer Unsicherheit, geringer Liquidität und intransparenter Verbuchung Verluste erleiden.

Again, it's an area where I will be sad if our rules stand in the way of people developing a stablecoin that has investor interest that people want. So if there are things that we need to do to adjust our rules, again, come talk to us.

Hester Pierce,
SEC Commissioner

The last time Bitcoin saw its 50-day moving average cross definitively above the 100-day moving average, a spot on the ledger cost about \$300. Since then, bitcoin is up 17x. It just happened again.

Bill Miller

It's all about relative supply curves – the supply curve for bullion is far more inelastic than is the case for paper money. It really is that simple.

Dave Rosenberg

Letztes Jahr haben wir einen Artikel veröffentlicht, der die Schnittstelle zwischen Gold und Bitcoin untersuchte. Der Artikel konzentrierte sich darauf, wie sich Gold auf die Anwendung von Bitcoin als globalem Wertspeicher auswirkt.²⁷⁶ **Jetzt entsteht ein noch jüngerer Konkurrent zu Gold: Stablecoins.** Stablecoins versprechen, Gold durch Digitalisierung und Bitcoin durch Stabilität zu verbessern. Aber können die Unternehmen hinter diesen Stablecoins die Erwartungen erfüllen oder sind sie nur moderne Alchemisten? Dieses Kapitel gibt einen Überblick über den Markt für Stablecoins mit einem Fokus auf goldgedeckte Stablecoins, die in vielerlei Hinsicht den Gold-ETFs ähnlich sind. **Weil alle goldgedeckten Stablecoins auf dem Markt zentralisiert sind, bedeutet das, dass sie ein Gegenparteirisiko aufweisen. Im Gegensatz zur Lagerung Ihres eigenen physischen Goldes daheim ist es daher erforderlich, dass Sie dem Unternehmen, das Ihr Gold für Sie lagert, Vertrauen schenken.**

Gold und Bitcoin

Gold fasziniert die Menschheit seit Jahrtausenden. Bisher wurden rund 193.000 Tonnen des Edelmetalls abgebaut.²⁷⁷ Wie viel Gold noch unter der Erde ist, ist unbekannt. Eines ist jedoch klar: Die extrahierbare Menge ist endlich. Ebenso ist die Anzahl der Bitcoins, die „abgebaut“ werden können, begrenzt. Der weiterhin unbekannte Erfinder von Bitcoin hat die Höchstmenge auf 21 Mio. Coins festgelegt.²⁷⁸ **Im Gegensatz zu Papiergeld können Gold und Bitcoin von den Zentralbanken nicht nach Belieben als Reaktion auf Nachfrageschocks geschaffen werden.** Während die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des Goldangebots bei etwa 1,7% liegt,²⁷⁹ beträgt die „Inflationsrate“ von Bitcoin derzeit 3,69% und befindet sich auf einem Abwärtspfad.²⁸⁰ Wie bereits im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report erwähnt, folgt das Angebot einem vorprogrammierten, transparenten und vorhersehbaren Zeitplan, der von Nachfrageschwankungen unbeeinflusst bleibt. **Das unelastische Angebot macht die Preise für Gold und Bitcoin stark abhängig von der Nachfrage.**

Insgesamt ist davon auszugehen, dass Bitcoin im Vergleich zu Gold bis 2021 eine niedrigere Inflationsrate aufweisen dürfte. **Alle 210.000 Blocks wird die Belohnung halbiert, die die Miner pro Block erhalten.** Das entspricht grob einem Vierjahreszyklus. Beobachter haben den Terminplan genau im Auge, denn das so genannte „Halving“ gilt als wichtiger Indikator für die Preisbewegung. Zwar gibt es bisher nur wenig Erfahrung, da es erst zwei solche Halvings gegeben hat. Aber die zeigen, dass der Preis in den Monaten vor dem eigentlichen Event bisher immer angezogen hat. Konkret fand der Bitcoinpreis seinen Boden im ersten Bärenmarkt genau 378 Tage vor dem ersten Halving. Und im zweiten Bärenmarkt 539 Tage vor dem zweiten Halving. Im Durchschnitt trat der Tiefststand also 458 Tage vor dem nächsten Halving auf. Das nächste Halving findet wohl gegen Ende Mai 2020, also etwa in einem Jahr, statt.²⁸¹ **Gemäß dem bisher beobachteten**

²⁷⁶ Vgl. „Kryptos: Freund oder Feind?“, *In Gold We Trust-Report* 2018

²⁷⁷ Vgl. „Faktencheck Goldmengen - So groß ist der Goldwürfel aktuell“, Gold.de, 14. Februar 2019

²⁷⁸ In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass die Kantenlänge des Würfels, die aus der Gesamtmenge des bereits abgebauten Goldes gegossen werden könnte, etwa 21 Meter beträgt, was vielleicht Satoshi Nakamotos Inspiration für die beliebige 21 Millionen Hardcap gewesen sein mag.

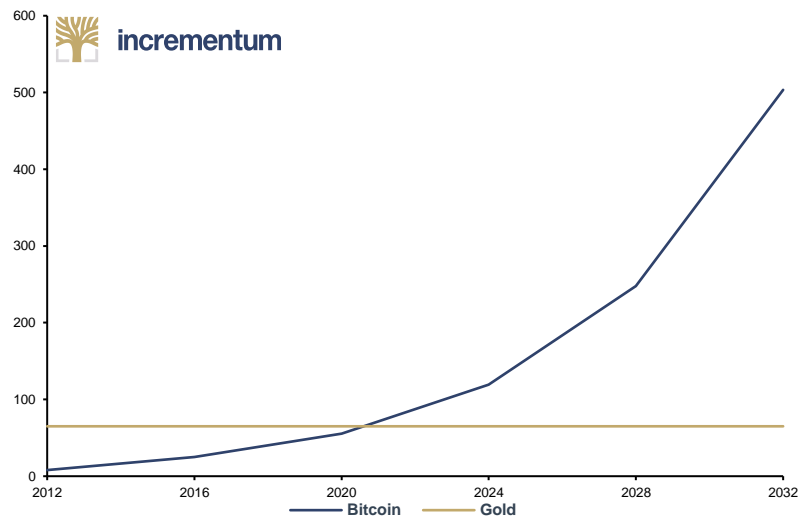
²⁷⁹ Vgl. „The Bitcoin Halving and Monetary Competition“, Saifedean Ammous, 9. Juli 2016

²⁸⁰ Vgl. „Bitcoin Inflation“, Woobull Charts, 27. April 2019

²⁸¹ Vgl. [Bitcoin Block Reward Halving Countdown](#)

Muster wird der Tiefststand zwischen Dezember 2018 und Juni 2019 erreicht worden sein.

Stock-to-Flow-Ratio: Gold und Bitcoin, 2012-2032



Quelle: bitcoinblockhalf.com, World Gold Council, Incrementum AG

Stablecoins promise an on-ramp into the crypto world that a retail user can easily trust and understand, paving the way for wider acceptance and adoption of programmable money and securities. A successful stablecoin may challenge the legitimacy of the current myth of money backed by weak governments around the world.

Tatiana Koffman

Wenn wir das Goldangebot mit dem Angebot an Bitcoins vergleichen, stellen wir fest, dass beide abgebaut werden, wenn auch auf sehr unterschiedliche Weise. **Der Hauptunterschied beim Mining besteht darin, dass das Mining die Funktionalität des Bitcoin-Netzwerk sichert und sich somit indirekt auch auf den Preis von Bitcoin auswirkt. Im Gegensatz dazu sichert die Goldmine den Goldpreis nicht. Daher möchten wir den feinen Unterschied machen, dass Bitcoin kein Inhaberinstrument im gleichen Sinne wie Gold ist.** Die Bezahlung mit Gold ist in der Abwicklung von einem Netzwerk abhängig. Bitcoin-Transaktionen können jedoch Stunden in Anspruch nehmen, und das Vertrauen in die Software, Hardware und das Internet, die Bitcoin unterstützen, ist eine Art Gegenparteirisiko, auch wenn die „Gegenpartei“ kein Individuum, sondern ein Netzwerk ist.

Was Bitcoin und Gold noch knapper macht, ist, dass jedes Jahr eine bestimmte Menge an Bitcoin und Gold unbrauchbar wird. Früher wurde Gold in Mengen verwendet, die das Schmelzen und die Rückgewinnung kostengünstig ermöglichten und üblich machten. Zum Beispiel kann die Halskette Ihrer Mutter durchaus Gold enthalten, das von den alten Römern oder Sumerern abgebaut wurde. Heutzutage sehen wir, dass Gold in winzigen Mengen in High-Tech-Gütern verwendet wird, Mengen, die möglicherweise noch für lange Zeit nicht kostengünstig wiederverwertet können.

Nach Schätzungen des British Geological Survey gehen aus diesem Grund rund 12% der derzeitigen Weltgoldproduktion verloren.²⁸² Auch bei Bitcoin gibt es jedes Jahr einen nicht unerheblichen Verlust an Coins, weil private keys verloren werden. Die beiden Analyseunternehmen Chainalysis und

²⁸² Vgl. „How much gold is there in the world?“, BBC News, 1. April 2013.

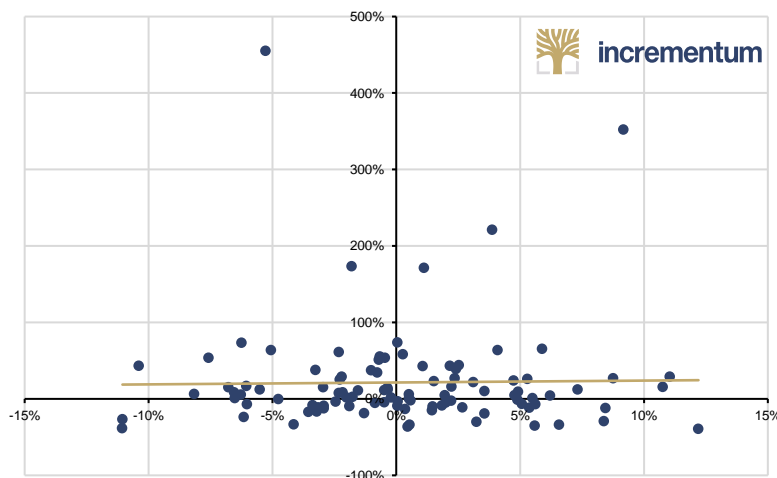
Unchained Capital schätzen, **dass bis zu 3,8 Mio. Bitcoins bislang verloren gegangen sind.**²⁸³

Hat Bitcoin Gold geschadet?

Stablecoins are important in the same way that a bridge is important. You may not care much about the bridge, but without it, the beautiful land beyond is much harder to get to.
Erik Voorhees

Da viele junge Investoren Bitcoin als digitales Gold mit einer Zahlungsoption betrachten, könnte man vermuten, dass die Nachfrage nach Gold durch den Erfolg von Kryptowährungen negativ beeinflusst wird. **Die Korrelation zwischen Gold- und Bitcoin-Renditen ist derzeit noch gering und leicht positiv, was darauf hindeutet, dass die Goldnachfrage durch Kryptowährungen nicht negativ beeinflusst wird.**

Korrelation der Monatserträge von Bitcoin (y-Achse) und Gold (x-Achse), in %, 07/2010-01/2019



Quelle: Coinmarketcap, Gold.org, Incrementum AG

Denn Gold hat einzigartige Vorteile gegenüber Bitcoin. Erstens ist Gold weitaus weniger volatil als Kryptowährungen und wird es vorerst bleiben. Allein 2017 war Bitcoin etwa 15-mal volatil als Gold. Darüber hinaus ist Gold viel liquider. Im Durchschnitt werden täglich Bitcoin im Wert von 2,5 Mrd. USD gehandelt.²⁸⁴ Dies entspricht nur 1% des täglichen Handelsvolumens von Gold. Darüber hinaus wird Gold an regulierten und etablierten Handelsplätzen gehandelt und wird seit langem von institutionellen Investoren als Anlagealternative akzeptiert. Das ist bei Kryptowährungen (noch) nicht der Fall.²⁸⁵

Gold und Bitcoin sind aufgrund der dezentralen und unabhängigen Natur des Angebots gute Wertspeicher, dennoch gibt es große Unterschiede in Bezug auf andere monetäre Merkmale. Die Tabelle listet basierend auf den Arbeiten von

²⁸³ Vgl. Bansal, Dhruv: „Bitcoin Data Science (Pt. 2): The Geology of Lost Coins“, Unchained Capital Blog, 29. Mai 2018

²⁸⁴ Vgl. Bitcoin Handelsvolumen, Bitcoinity.org, 27. April 2019

²⁸⁵ Dies kann sich jedoch schnell ändern, da immer mehr Länder ihre Finanzmärkte für blockkettenspezifische Investitionsvehikel öffnen. So hat die Liechtensteinische Finanzmarktaufsicht (FMA) kürzlich drei Alternative Investment Funds (AIF) für Kryptoanlagen genehmigt. Vgl. „Liechtenstein genehmigt Kryptofonds“, 6. März 2018

Dobeck und Elliott²⁸⁶ sowie Berentsen und Schär²⁸⁷ Unterschiede und Gemeinsamkeiten auf.²⁸⁸

Monetäre Merkmale: Gold vs. Bitcoin

Merkmal	Gold	Bitcoin
Niedrige Transaktionskosten	✗	✓
Schnelle Transfers	✗	✓
Überprüfbarkeit zur Betrugsbekämpfung	✓	✓
Konfiszierbar	✗	✓
Teilbar	✗	✓
Fungibel	✓	✓
Mikrotransaktionen	✗	✗
Globale Akzeptanz	✓	✗
Institutionelle Akzeptanz	✓	✗
Anonymität	✓	teilweise
Gegenparteirisiko	✗	✓
Hochvolatil	✗	✓

Quelle: Incrementum AG

Die Stabilität von Gold nutzen

Wie in anderen Kapiteln bereits ausgeführt, steht die Hegemonie des US-Dollars zunehmend unter Druck. So stellt sich die Frage, was an die Stelle der gegenwärtigen US-Dollar-zentrischen Währungsordnung mit Fiat-Währungen treten wird. **Anstatt zu einem Goldstandard mit traditioneller Fiat-Währung zurückzukehren, könnte das 21. Jahrhundert die Entstehung eines Goldstandards erleben, der auf Kryptowährungen basiert.**

Ein auf Kryptowährung basierendes Geldsystem klingt im ersten Moment womöglich abwegig, weil Kryptowährungen die volatilste Anlageklasse sind. Viele „Hodler“ haben die Aufwärtsbewegung von Bitcoin von 1.000 USD bis auf 20.000 USD erlebt, anschließend gingen die Kurse stetig zurück, woran ein langer, unruhiger Seitwärtsmarkt anschloss, gefolgt von der jüngsten Rallye auf rund 8.000 USD. **An dieser Stelle kommen Stablecoins ins Spiel.** Stablecoins versprechen, alle Vorteile von Bitcoin anzubieten und gleichzeitig das Problem der Volatilität zu lösen.

Allerdings ist das Versprechen höchstwahrscheinlich so wie bei Kryptowährungen sehr optimistisch. Seit mehreren Jahrzehnten versuchen Länder auf der ganzen Welt, ihre Wechselkurse an andere stabilere Währungen zu koppeln. **Kein einziger fixer Währungs-Peg hat auf lange Sicht Bestand gehabt.** Nehmen wir zum Beispiel den Europäischen Wechselkursmechanismus, der versucht hat, die Fülle der europäischen Währungen in den 1980er- und 1990er-

²⁸⁶ Dobeck, Mark F.; Elliott, Euel: Money. Greenwood Press, 2008, S. 2-3

²⁸⁷ Berentsen, Aleksander und Schär, Fabian: Bitcoin, Blockchain und Kryptoassets. Books-on-Demand, 2017, S. 16-17

²⁸⁸ Diese Tabelle wurde von einem Vortrag von Frank Amato auf der LBMA/LPPM Precious Metals Conference 2018 in Boston (USA) inspiriert.

Jahren in einem engen Band zu halten. Da das Vereinigte Königreich eine zu lockere Geldpolitik verfolgte, konnten George Soros und andere Spekulanten einen spekulativen Angriff auf das britische Pfund durchführen und davon profitieren, dass der fixe Wechselkurs aufgegeben werden musste. **Denn wenn in einem Währungsraum die Teilreservehaltung gestattet ist, dann ergeben sich zwischen den Währungen Arbitragemöglichkeiten.** Daher bewegen sich Stablecoins, die nicht vollständig gedeckt sind, zwischen kurzfristiger Stabilität und dem langfristigen Risiko, der Einlöseverpflichtung nicht nachkommen zu können, da die Beibehaltung eines fixen Wechselkurses ohne Aufstockung des zugrundeliegenden Basiswerts, wie etwa Gold, den fixen Wechselkurs anfällig für Schwarze-Schwan-Ereignisse macht.

Gründe, warum Stablecoins verwendet werden

1.) Tauschakte: Kryptowährungstrader können ihre Position bei Bitcoin reduzieren, indem sie ihre Bitcoin für Stablecoins verkaufen. Dies ermöglicht es den Tradern, ihr Vermögen an einer Börse zu halten, ohne wieder in Fiat-Währungen zu wechseln. Dies ist aus zwei Gründen sinnvoll. Erstens benötigen viele Börsen Tage, um Fiatwährungen in Kryptowährungen zu wechseln. Daher müssen Investoren warten, bis sie handeln können. Zweitens bedeutet die Rückumwandlung in Fiatwährungen, dass Steuern fällig werden, da die meisten Transaktionen KYC- und AML-Regulierungen unterliegen.

2.) Inflationsabsicherung: Personen in Ländern mit hoher Inflation oder einer Hyperinflation können an Stablecoins festhalten, um so ihre Ersparnisse zu erhalten. Bitcoin ist für die meisten Menschen in Venezuela vermutlich zu volatil. Stattdessen würden sie es vorziehen, Kryptowährungen zu halten, die durch Gold oder Schweizer Franken gedeckt sind.

3.) Interbank-Verrechnung: Die Interbankenabwicklung ist ein Billionen-Business. Anstatt Ripple Milliarden an Einnahmen zu überlassen, geben Unternehmen wie J.P. Morgan ihre eigenen zentralisierten Stablecoins aus, die mit Fiatwährungen gedeckt sind, um Transaktionen weltweit über eine genehmigte Blockchain anstelle von veralteter Bankensoftware abzuwickeln.

Viele neue Kryptowährungen versuchen nun, die stabile Kaufkraft von Gold zu nutzen. Die Wahrung der Stabilität ist eine der wichtigsten Aufgaben einer Zentralbank.²⁸⁹ Nach Angaben der EU wird die Kaufkraftstabilität durch die Vermeidung von Inflation und Deflation gewährleistet.²⁹⁰ **Ein Wirtschaftsgut gilt als stabil, wenn sich der Wechselkurs dieses Gutes im Laufe der Zeit nicht ändert.**²⁹¹ Die meisten (westlichen) Zentralbanken versuchen, die Kaufkraft zu steuern, indem sie verschiedene Indizes wie den Harmonisierten Verbraucherpreisindex berechnen und durch Geldpolitik stabil zu halten. Wer jedoch seit mehr als einem Jahrzehnt lebt, weiß, dass Fiat-Geld mit der Zeit langsam seine Kaufkraft verliert. **Dies ist ein Grund, warum viele Menschen überhaupt Bitcoin nachfragen.**

Bitcoin ist jedoch volatil und viele Kryptowährungsbenutzer verlangen jetzt Stabilität. **Um dieser Nachfrage gerecht zu werden, kombinieren viele neue Coins die Vorteile von Gold und Bitcoin.** Goldgedeckte Stablecoins ähneln den Gold-ETFs. Der berühmteste Gold-ETF, SPDR Gold Shares (GLD), ist beispielsweise ein Fonds, der physisches Gold kauft und das Eigentum an diesem Gold in Aktien aufteilt.

In der Theorie sollen goldgedeckte Kryptowährungen genauso funktionieren. **Es gibt jedoch derzeit keine Kryptowährungsbörsen, die zum Handel mit tokenisierten ETFs zugelassen sind.** Selbst wenn die Regulierungsbehörden schließlich einen Antrag auf Errichtung einer Börse genehmigen, um tokenisierte

²⁸⁹ Benigno, Gianluca und Benigno, Pierpaolo: „Price stability in open economies“. *The Review of Economic Studies*, Vol. 70, No. 4, 2003, pp. 743–764

²⁹⁰ Art 127 AEUV der EU

²⁹¹ Hayek, F. A. (1976): Denationalisierung des Geldes. The Institute of Economic Affairs, London, S. 59

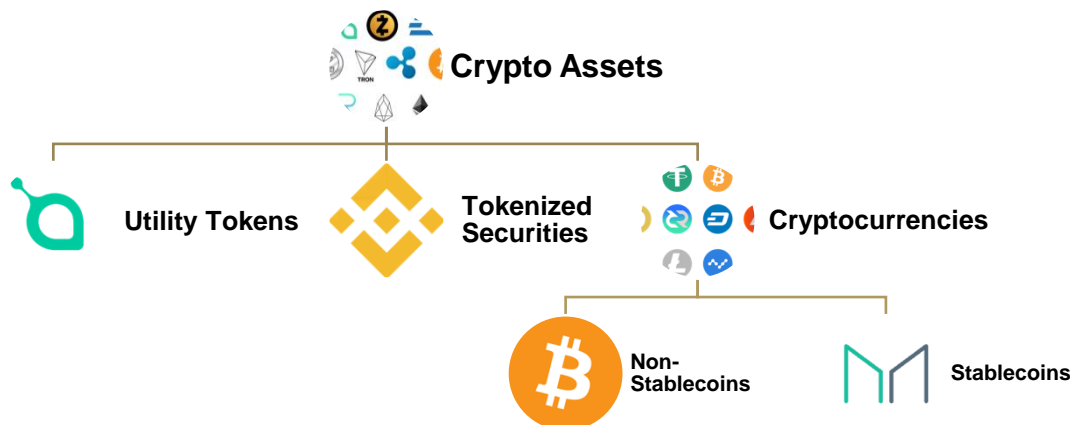
ETFs zu listen, wird bei jeder Transaktion KYC/AML benötigt.²⁹² Das wirft die Frage auf: **Wie kann eine zentralisierte goldgedeckte Stablecoin besser sein als ein Gold-ETF? Auf diese Frage haben wir noch keine passende Antwort gefunden.** Tatsächlich scheint diese Lösung auf den ersten Blick schlechter zu sein, da die Anleger immer noch die private keys der goldgedeckten Stablecoins schützen müssen. Wenn die Tokens auf einer öffentlichen Blockchain wie Ethereum gehandelt werden, dann unterliegen die Blockchain bezogenen Transaktionsgebühren ebenfalls einem Marktrisiko. Ganz zu schweigen von all den Problemen, die mit öffentlichen Blockchains verbunden sind, wie Netzwerkgeschwindigkeit, mangelnde Skalierbarkeit und Sicherheit.

If you think you are too small to make an impact, try spending the night in a room with a mosquito.

Afrikanisches Sprichwort

Wie in nachfolgendem Chart dargestellt, gibt es drei Haupttypen von besicherten Stablecoins: Fiat-, warengedekte und Krypto-Stablecoins. **Kryptowährungen mit Golddeckung gelten als zentralisierte „Off-Chain-Backed Coins“, da sie einen Wert schaffen, indem eine Gegenpartei Gold, Goldzertifikate oder andere goldgedeckte Wertpapiere in einen Tresor einbringt.** Ähnlich wie bei den fiatgedeckten Coins wie Tether sollen goldgedeckte Kryptowährungen an Kryptowährungsbörsen gelistet werden, sodass Goldpositionen innerhalb von Sekunden von Privatanlegern und professionellen Anlegern eröffnet und geschlossen werden können.

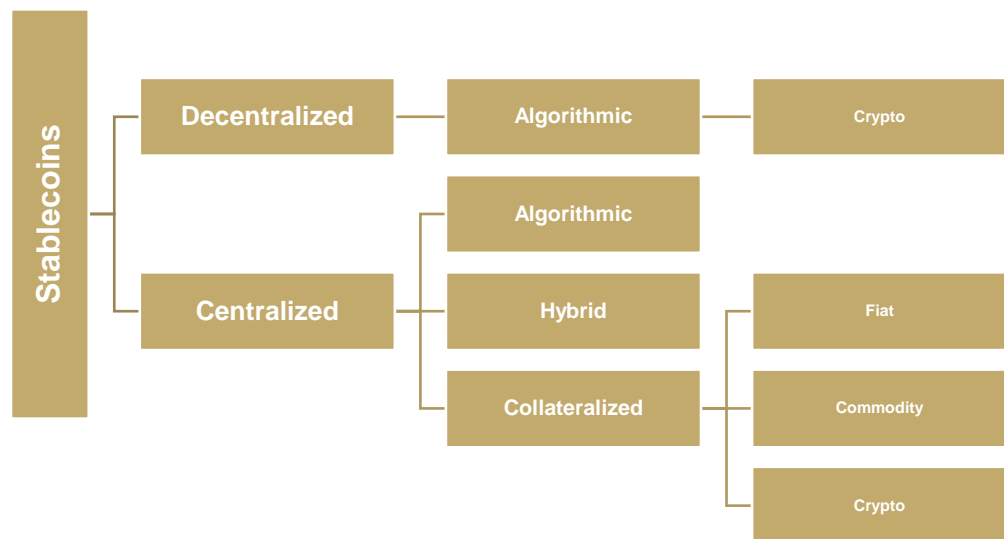
Topologie der Kryptoanlagen



Quelle: Incrementum AG

²⁹² Know-Your-Customer (KYC) und Anti-Geldwäsche (AML) sind Standardgesetze, die einen Kunden verpflichten, seine Identität zu überprüfen, um bestimmte Dienstleistungen wie Bankkonten und Kryptowährungsumtausch nutzen zu können.

Topologie der Stablecoins



Quelle: Incrementum AG

Übersicht über einige goldgedeckte Kryptovermögenswerte

This is why in a free market, whatever assumes a monetary role will have a reliably high stock-to-flow ratio: the new supply of the money is small compared to the overall existing supply.

Saifedean Ammous

Über 50 Kryptowährungen sind – auf irgendeine Art und Weise – mit Gold gedeckt. Der nächste Abschnitt stellt nur eine kleine Auswahl der mit Gold gedeckten Projekte vor. Die für diesen Artikel ausgewählten Projekte sind von den Antworten auf einen Tweet auf unserem [@CryptoManagers](#)-Handle inspiriert. Wir haben danach gefragt, welche Coins von besonderem Interesse sind. Wir haben auch einige Coins aus dem deutschsprachigen Raum ausgewählt, darunter Vaultoro, Novem und AgAu. Schließlich haben wir ein Update zu den goldgedeckten Token erstellt, die wir im *In Gold We Trust*-Report 2018 abgedeckt haben.²⁹³

Digix Gold-Token (DGX)

Diesem Unternehmen sind zwei Token zugeordnet: DGD und DGX. Der DGD Crowdsale im März 2016 war der erste Crowdsale und große DAO, der im Ethereum-Netzwerk veranstaltet wurde. Eine dezentrale autonome Organisation (DAO) ist eine Art dezentrale Anwendung (dApp), die es Eigentümern ermöglicht, Geschäftsentscheidungen durch elektronische Abstimmung zu treffen, und die Ausführung der Geschäftsentscheidungen erfolgt über Smart Contracts.²⁹⁴

Der zweite Token ist der DGX-Token, der einem Gramm Gold entspricht. Berichten zufolge bezieht das Unternehmen sein Gold von LBMA-zugelassenen Raffinerien. Das Gold wird in Singapur gelagert.²⁹⁵ DIGIX wird von DigixGlobal PTE LTD in Singapur herausgegeben. Wie im nächsten Chart zu sehen, betrug das

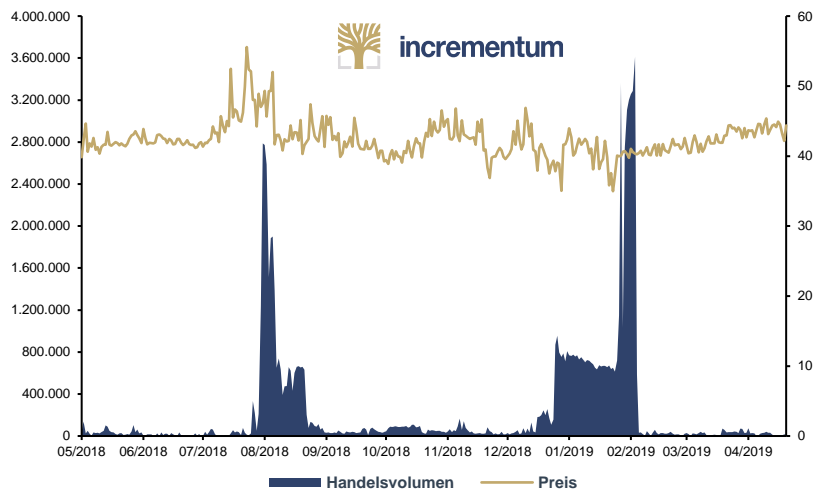
²⁹³ Vgl. „[Crypto: Friend or Foe?](#)“, *In Gold We Trust*-Report 2018

²⁹⁴ Weitere Informationen zu Smart Contracts, dApps und DAOs finden Sie in der Oktober-Ausgabe 2018 des [Crypto Research Report](#).

²⁹⁵ Vgl. „[Whitepaper](#)“, Digix Global

tägliche Handelsvolumen im vergangenen Jahr im Schnitt rund 243.000 USD und im vergangenen Monat rund 27.000 USD.

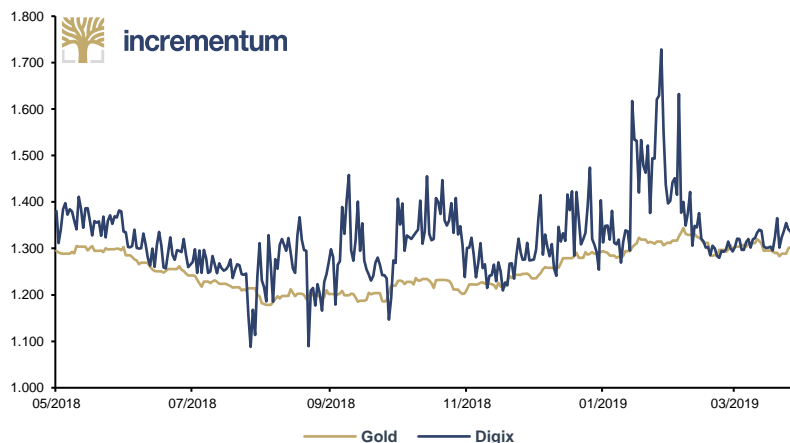
Digix Gold Token, Handelsvolumen, in USD, und Preis, in USD, 05/2018-05/2019



Quelle: Coinmarketcap, Gold.org, Incrementum AG

Der nächste Chart zeigt, dass der Digix Gold Token nicht um den Goldpreis oszilliert. Der Preis des Tokens ist volatiliter und wird teils mit Aufschlag gegenüber Gold gehandelt.

Digix Gold Token und Goldpreis in USD, 05/2018-05/2019



Quelle: Coinmarketcap, Gold.org, Incrementum AG

AnthemGold

Was AnthemGold einzigartig macht, ist, dass AnthemGold die erste versicherte, vollständig mit Gold gedeckte Stablecoin mit Sitz in den USA ist. Der Token steht Bürgern aus 174 Ländern offen. Ein Video des Tresors, in dem das Gold (derzeit 20kg) aufbewahrt wird, kann auf der AnthemGold Homepage angesehen werden.²⁹⁶ Das Gold ist über die Lloyd's versichert, es gibt keine FACTA-Berichterstattung, die für Investoren erforderlich ist, und laut dem Gründer von AnthemGold, Anthem Blanchard, hat das Gold kein Risiko, dass Bankeinlagen

²⁹⁶ Vgl. [Anthem Gold](#)

eingefroren oder geschlossen werden. Die Lagerkosten betragen 0,40% pro Jahr, die wie bei der Gebührenstruktur des Gold GLD ETF vom hinterlegten Gold abgezogen werden.

AgAu

AgAu ist ein goldgedeckter Token, der von Thierry Arys Ruiz und Nicolas Chikhani, dem ehemaligen CEO der Arab Bank in Genf, entwickelt wird. Die Büros befinden sich in den Räumlichkeiten des Zuger Blockchain-Inkubators Crypto Valley Venture Capital (CV VC). Die Coin wird von Ernst & Young auditiert und als ERC-1400 Smart Contract auf der Ethereum Blockchain kreiert. Das Gold wird in 1 kg LBMA-Barren bei Trisuna in Liechtenstein gelagert. AgAu wird an einem Token Generation Event (TGE) teilnehmen, um das Startkapital zu beschaffen, das zum Kauf des für die Deckung der Token erforderlichen Goldes verwendet wird. Die Lagergebühren betragen 0,2% pro Jahr und für jede Transaktion wird eine Gebühr von maximal 0,4% verrechnet.

HelloGold

HelloGold, ein im Jahr 2015 gegründetes malaysisches Unternehmen, bietet einen Token an, der mit 1 Gramm 99,99%igem Investment-Grade-Gold gedeckt ist. Die Token können in physisches PAMP-Suisse-Gold umgewandelt werden, und der Versand ist versichert. Benutzer haben auch die Möglichkeit, ihr Gold in einen Digital Gold Token (GBT) umzuwandeln, wenn sie ein „Pro“-Konto haben, das Standard-AML/KYC erfordert. So können sie das gespeicherte Gold als Wert außerhalb des HelloGold-Systems verwenden. Das gesamte GBT-Angebot ist auf 3.800.000 Token, d. h. 3,8 Tonnen Gold, begrenzt.

Gold is not an easily accessible option for most people given high transaction costs involved in moving it around, and the fact that the enormous central bank reserves can act as an emergency excess supply that can be used to flood the gold market to prevent the price of gold from rising during periods of increased demand, to protect the monopoly role of government money.

Saifedean Ammous

Darüber hinaus können Personen ihr Gold als Sicherheit für Kredite verwenden, die von Aeon Credit Services zur Verfügung gestellt werden, wodurch sie Zugang zu Liquidität erhalten. Schließlich bietet HelloGold eine App an, mit der die Nutzer ihre Token handeln und gegen den entsprechenden Anteil an Investment Grade Gold eintauschen können. Wenn sie ihre GBTs gegen physisches Gold einlösen, erhalten sie den entsprechenden Betrag in Barren, Münzen oder Schmuck per Einschreiben.

GBT-Konten wird eine jährliche Gebühr von 2% berechnet. Interessanterweise arbeitet die HelloGold-Blockchain in einem privaten Netzwerk, um Gebühren und die Transaktionslatenz zu reduzieren und das Risiko zu vermeiden, dass unabhängige Entwickler ihre eigenen Verträge in die HelloGold-Blockchain aufnehmen. Das bedeutet, dass HelloGold und seine Nodes die Blockzeiten sowie die Ausführung der Goldtransaktionen steuern.

Novem

Die Novem Gold AG, eingebettet im Krypto-Rheintal, auch bekannt als Liechtenstein, beschreibt ihren Token als einen Token, der Sicherheit, Transparenz und Vertrauen vereint und die Blockchain-Technologie mit LBMA-zertifizierten physischen Gold verbindet. **Das wichtigste Merkmal von Novem, das sie von Mitbewerbern unterscheidet, ist, dass die Tokenbesitzer tatsächlich rechtlich die Eigentümer sind und nicht Novem.** Wenn Novem also in Konkurs geht, verlieren die Inhaber der Token ihr Gold nicht. Ihr

Token namens „999.9“ baut auf der NEO-Blockchain auf und jede Einheit entspricht 0,01 Gramm Gold.

Da es sich bei dem Token um einen regulierten Security-Token handelt, unterliegt er strengen Finanzmarktvorschriften. Seit Februar 2019 wurden bereits Token im Wert von 1 Mio. USD im Privatverkauf gekauft. Das der Währung zugrunde liegende physische Gold wird in Deutschland gelagert und von einem Dritten geprüft, so Novem. Obwohl der 999,9-Token noch nicht an einer Börse notiert ist, sagt das Novem-Team, dass der Token an einer Wertpapier-Tokenbörse notieren wird. Obwohl für den Novem Token derzeit keine Liquidität vorhanden ist, wäre es technisch möglich, dass die Blockchain innerhalb von Sekunden große Mengen an Gold handeln würde, ähnlich einem ETF. Entwickelt wurden die Token von Wolfgang Schmid und Mario Schober, zwei ehemaligen Edelmetallhändlern.



Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Übersicht goldgedeckter Kryptowährungen*

Token	Konvertierbarkeit in physisches Gold	Blockchain	Börsenlisted	Gebühren	ICO/TGE	Börsenkurs nahe Goldpreis	Geprüft durch Wirtschaftsprüfer
Digix Gold Tokens (DGX)	✓	Ethereum	✓	0,13% pro Trade, täglich verrechnete Lagerkosten von 0,60% pro Jahr ²⁹⁷	✓	✗	✓
Novem	✓	NEO	✗	0,05% Transaktionsgebühr ²⁹⁸	✓	Derzeit nicht handelbar	✓
AgAu	✓	Ethereum	✗	Bis 4% pro Transaktion 2% Lagerkosten jährlich	✓	Derzeit nicht handelbar	derzeit keine Prüfung, in Zukunft Ernst & Young
AnthemGold	✓	Private Blockchain	✗	3% bei Konvertierung in physisches Gold Lagerkosten: 0,40% p.a.	✗	Derzeit nicht handelbar	✓ ²⁹⁹
Vaultoro	✓	Information nicht verfügbar	✗	Zwischen 0,2% und 0,5% pro Transaktion 0,4% pro Jahr für Versicherung, Wirtschaftsprüfungs- und Lagerungskosten ³⁰⁰	✗	Derzeit nicht handelbar	✓
Ozcoin	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar
KAU/KAG	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar
Xaurum (XAUR)	✗	Ethereum	✓	Pro Transaktion zahlt xaurum eine Gebühr von 0,5 XAUR ³⁰¹	✓	✗	✓
Zengold	✓	Metaverse-Blockchain	✗	0,1% pro Transaktion, maximal 1 ZNG ³⁰²	✗	Derzeit nicht handelbar	✓
Flashmoni	✗	Private Blockchain	✗	Information nicht verfügbar	✓ ³⁰³	Derzeit nicht handelbar	✓
AurusGold	✓	Ethereum	✗	Gebühr für Gold-Tokenisierung 0,5% Transaktionsgebühr 0,15% jährliche Gebühr 2% ³⁰⁴	✗	✗	✓
PureGold	✓	Ethereum	✓	1% Transaktionsgebühr 5% Zeichnungsgebühr 50% Rabatt wenn PGT verwendet wird ³⁰⁵	✓	✓	✓
OneGram (OGC)	✓	Private Blockchain	✗	1% Transaktionskosten ³⁰⁶	✗	✓	Information nicht verfügbar
Gold Sip	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	✗	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar	Information nicht verfügbar
HelloGold (HGT) GBT GoldX	✓	Private Blockchain	✗	2% pro Transaktion plus 2% jährlich	✓	✓ ³⁰⁷	✓

Quelle: Incrementum AG

* Bitte beachten Sie, dass die Tabelle nur Gebühren wie Transaktions-, Depot-, Zeichnungs- und Rücknahmegebühren enthält. Wir haben alle Informationen aufgenommen, die uns von den Unternehmen zur Verfügung gestellt wurden. **Ein erheblicher Kostenfaktor, den Investoren zu tragen haben, kann jedoch der Aufschlag auf den Goldpreis im Vergleich zu dem am Markt gehandelten Preis sein.** Dieser Aufschlag auf den Marktpreis wird im Whitepaper oft nicht klar angegeben. Die Tabelle ist nicht vollständig, da nicht alle Informationen verfügbar waren. Die Leser sind für ihre eigene Due-Diligence von jedem Anbieter verantwortlich. Dies stellt keine Anlageempfehlung dar.

²⁹⁷ Vgl. „Digix FAQ“, Digix, 6. Februar 2018

²⁹⁸ Vgl. „Whitepaper v1“, Novem Gold AG,

²⁹⁹ Vgl. „AnthemGold: Blockchain Gold-Backed Cryptocurrency Stablecoin?“, Bitcoin Exchange Guide News Team, 21. April 2019

³⁰⁰ Vgl. „Vaultoro: The Bridge Between Bitcoin and Gold“, InvestIn, 30. März 2017

³⁰¹ Vgl. „Whitepaper 2.0“, Xaurum, November, 2017

³⁰² Vgl. „Whitepaper“, Zengold

³⁰³ Vgl. „A guide to gold-backed cryptocurrency“, Goldscape.net, 20. April, 2019

³⁰⁴ Vgl. „Whitepaper: Tokenized Physical Assets“, Aurus

³⁰⁵ Vgl. „Whitepaper: Token Swap“, PureGold, 28. Juli 2018

³⁰⁶ Vgl. „Whitepaper“, OneGram

³⁰⁷ Vgl. „Technical Whitepaper“, HelloGold, 27. August 2017

Fazit

Sorgfaltspflicht bei goldgedeckten Stablecoins

- 1.) Kann die Kryptowährung bei Bedarf in physisches Gold umgewandelt werden? Wie einfach ist der Prozess?
- 2.) Gibt das Unternehmen bekannt, wie es das Gold lagert?
- 3.) Wer lagert das Gold, durch das die Kryptowährung gedeckt ist? Ist diese Firma vertrauenswürdig?
- 4.) Ist das Gold versichert?
- 5.) Hat das Unternehmen einen bekannten und angesehenen Auditor? Wenn das Unternehmen nicht geprüft wird, kann das Unternehmen problemlos mehr Token als Gold ausgeben.
- 6.) Was passiert, wenn das Unternehmen in Konkurs geht? Handelt es sich um eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, und werden deshalb die Anleger mit (halb-)leeren Händen zurückgelassen?
- 7.) Auf welcher Blockchain sind die Gold-Token aufgebaut? Ist diese Blockchain sicher?
- 8.) Wissen Sie, wie man die privaten Schlüssel in der digitalen Wallet speichert, in der sich die Gold-Token befinden? Was passiert, wenn der Schlüssel gestohlen wird?
- 9.) Goldgedeckte Kryptowährungen ähneln ETFs, weswegen sie den Wertpapiergesetzen in Europa und den USA unterworfen sein können. Ist das Unternehmen, das die Kryptowährung verkauft, reguliert? Wird das Gold in einem Land, das ihren Token genehmigt hat, gelagert?
- 10.) Wo kann der goldgedeckte Token gehandelt werden? Gold-ETFs werden an Börsen gehandelt, aber es gibt derzeit keine Kryptowährungsbörsen, die zum Handel mit tokenisierten ETFs zugelassen sind.
- 11.) Wie viel Liquidität hat die goldgedeckte Kryptowährung? Können Sie eine Position im Falle eines Liquiditätsengpasses wirklich verkaufen?
- 12.) Wie hoch ist die Gesamtkostenquote für die tokenisierten Anteile des Goldes? Der bekannteste Gold-ETF, SPDR Gold Shares, hat eine Verwaltungskostenquote von nur 0,40%.
- 13.) Was ist das Geschäftsmodell des Anbieters? Wie verdienen die Leute, die den Token geschaffen haben, Geld? Wenn es nicht klar ist, wie sie profitieren, dann ist eine gesunde Portion Misstrauen angebracht.

Goldgedeckte Kryptowährungen versprechen digitales und wertstabiles Gold zu sein.

Allerdings hat noch niemand herausgefunden, wie man eine dezentrale, goldgedeckte Stablecoin kreiert. Alle goldgedeckten Stablecoins sind in dem Sinne zentralisiert, dass man jemandem vertrauen muss, der das Gold für einen aufbewahrt. Ähnlich wie bei einem börsengehandelten Goldfonds unterliegen goldgedeckte Stablecoins einem Gegenparteirisiko. In der Welt der Kryptowährungen heißt es: „**Not your keys, not your crypto.**“ Nun, die Parallele für Gold wäre so etwas wie: „**Not your vault, not your gold.**“

Dass eine Kryptowährung in der Weise gedeckt ist, dass ein Vermittler erforderlich ist – ein Treuhänder oder eine Bank zum Beispiel – steht im Widerspruch zu einem der zentralen Grundsätze von Bitcoin, nämlich, dass die Benutzer keinem Vermittler vertrauen müssen. Die Sicherheit von Bitcoin und anderen Kryptowährungen basiert auf kryptographischer Technologie. Im Gegensatz dazu werden die von uns vorgestellten Gold-Token-Projekte von real existierenden Unternehmen verwaltet. Sie sind für die Aufbewahrung des Goldes verantwortlich.

Darüber hinaus werden die Coins oft auf einer öffentlichen Blockchain-Struktur wie Ethereum gehandelt, was bedeutet, dass die Coins auch unter allen Problemen von Ethereum wie Skalierbarkeit und Sicherheit leiden.

Derzeit gibt es über fünfzig goldgedeckte Coins, und höchstwahrscheinlich werden viele von ihnen scheitern.

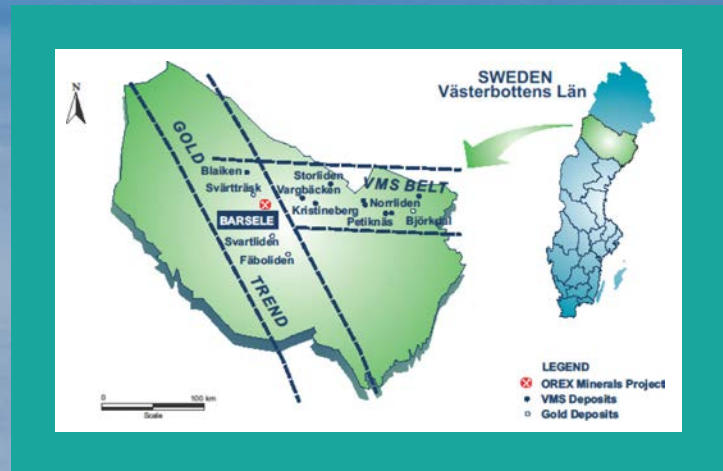
Voraussichtlich wird es einige Jahre dauern, bis sich Marktführer herauskristallisieren und sich goldgedeckte Tokens als Wertspeicher etablieren.



BARSELE

TSXV.BME

Advancing a Premier Gold Deposit in Northern Sweden



CONTACT:

Gary Cope

CEO

+604-687-8566

info@barseleminerals.com

www.barseleminerals.com

Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?

„Digitales Gold und physisches Gold ergeben im Portfoliokontext eine höchst interessante Kombination. Die extreme Volatilität wird vom Gold gedämpft, während man an einem Großteil von Bitcoins Optionalität teilhaben kann.“

Mark Valek

Key Takeaways

- Die beiden Anlagegüter Gold und Bitcoin haben teilweise ähnliche Eigenschaften, jedoch unterschiedliche Preisbewegungsmuster. In Kombination lässt sich die Volatilität aufgrund der Diversifikation überproportional verringern.
- Ein Portfolio mit einer strategischen Allokation von 70% Gold und 30% Bitcoin hat historisch maximale Drawdowns in einer ähnlichen Größenordnung wie Gold (in USD) aufgewiesen. Allerdings wurden deutlich höhere Erträge erzielt.
- Durch eine aktive Rebalancing-Strategie und ein Options-Overlay lässt sich der risiko-adjustierte Gesamtertrag der beiden Anlagen deutlich verbessern und eine unkorrelierte Portfoliobeimischung für ein traditionelles Portfolio darstellen.

Dass Gold und Kryptowährungen nicht Feinde, sondern vielmehr Freunde sind, haben wir bereits in den *In Gold We Trust*-Reports der vergangenen Jahre thematisiert.³⁰⁸ Auf philosophischer und teilweise auch auf praktischer Ebene sind sich Gold und Bitcoin sehr ähnlich, weil sie:

- nicht von Zentralbanken inflationierbar sind,
- nicht die Schuld einer anderen Partei darstellen (kein Gegenparteienrisiko),
- leicht übertragbar sind und
- liquide Werte außerhalb des Fiatgeld-Systems darstellen.

You can't stop things like Bitcoin. It's like trying to stop gunpowder.

John McAfee

Weiters können beide Anlageformen schwer konfisziert werden und besitzen gute Chancen in einem Umfeld zu reüssieren, das von chronischer Überschuldung, drohenden Negativzinsen und finanzieller Repression geprägt wird. Zu einem gewissen Grad trifft dies auch auf andere „Payment Token“ bzw. „Store of Value Token“ wie zum Beispiel Bitcoin Cash, Litecoin und Dash zu.

We have elected to put our money and faith in a mathematical framework that is free of politics and human error.

Tyler Winklevoss

Wir wollen nun erstmals unsere proprietäre Anlagestrategie vorstellen, welche die Timing- bzw. Volatilitätsproblematik entschärft und diese sogar in einen Vorteil für den Investor umkehrt. Dazu bedient sich unsere Strategie einer alten Weisheit im Portfoliomanagement: dem Rebalancing. Mehr dazu später. Diese Strategie kann statt ausschließlich mit Gold und Bitcoin auch mit Gold und einem Index von „Store of Value“-Tokens umgesetzt werden. Auf diese Art ist gewährleistet, dass in Zukunft mögliche Wettbewerber von Bitcoin auf dem Radar bleiben und automatisch Teil der Anlagestrategie werden. Der Einfachheit halber untersuchen wir im Folgenden allerdings nur die Kombination von Bitcoin und Gold.

Gold is bitcoin without electricity.

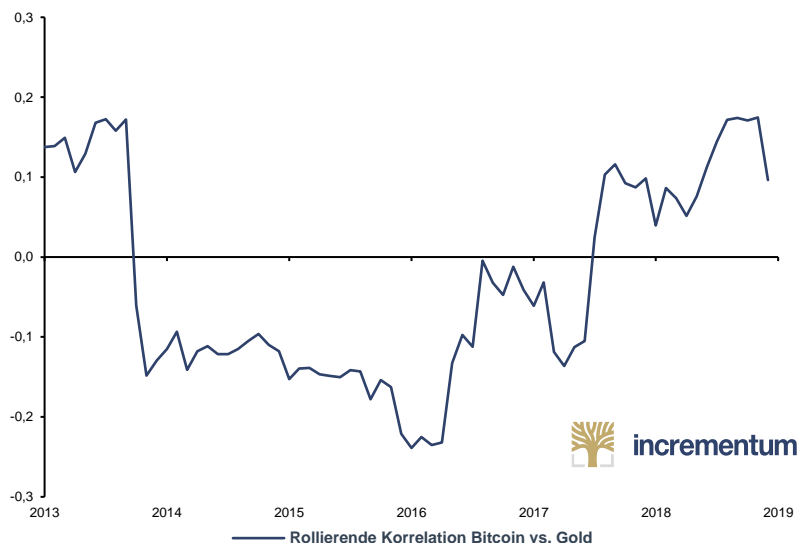
Charlie Morris

Der Diversifikationseffekt

Trotz der erwähnten Seelenverwandtschaft weisen Gold und Bitcoin hinsichtlich ihrer Renditen lediglich eine niedrige und teils negative Korrelation auf. Dem Investor kommt dieser Umstand zugute, weil die Volatilität einer kombinierten Strategie dadurch reduziert wird, wie aus folgendem Chart ersichtlich wird.

³⁰⁸ Vgl. „Kryptos: Freund oder Feind?“, *In Gold We Trust*-Report 2018, „In Bitcoin We Trust?“, *In Gold We Trust*-Report 2017

Rollierende Korrelation (3 Jahre) Bitcoin vs. Gold, 2013-2019



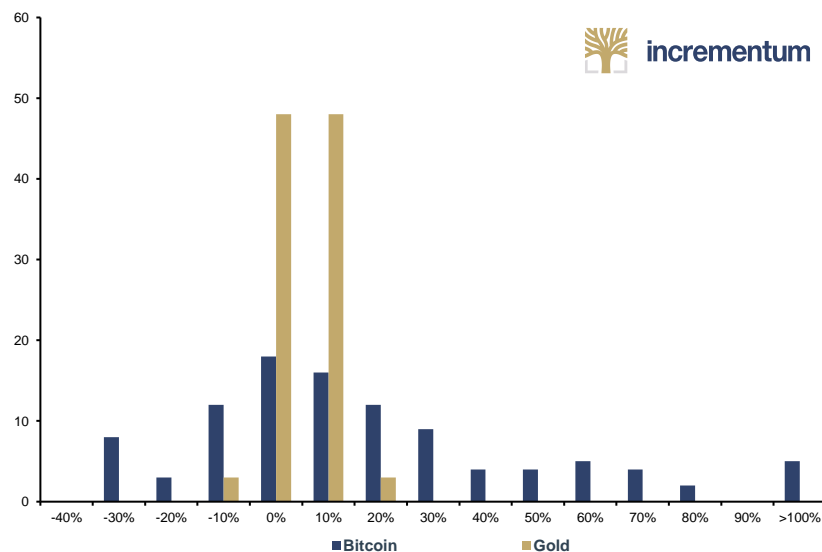
Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

Cryptoassets are the silver bullet of diversification.

Chris Burniske und Jack Tatar

Die Volatilität – und damit das Kursrisiko – einer Krypto-Strategie ändert sich selbstverständlich signifikant, wenn man Kryptowährungen mit Gold ergänzt. Da Gold deutlich geringeren Kursschwankungen unterliegt,³⁰⁹ fällt die gesamte Volatilität bei steigendem Goldanteil.

Monatliche Rendite Bitcoin vs. Gold, in %, 07/2012-01/2019

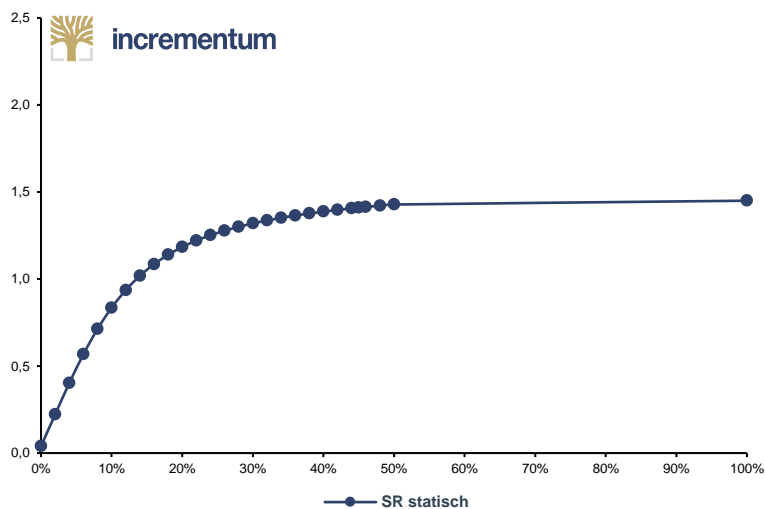


Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

Zusätzlich hilft die geringe Korrelation aufgrund des Diversifikationseffektes dabei, die Volatilität überproportional zu senken.

³⁰⁹ Die langfristig gemessene, tägliche Volatilität von Gold liegt bei etwa 1-1,5%, jene von Bitcoin je nach Beobachtungszeitraum etwa zwischen 5 und 15%.

Sharpe-Ratio verschiedener statischer Bitcoin-Gold-Portfolios, 07/2010-01/2019



Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

Der Rebalancing-Bonus

The beauty of diversification is it's about as close as you can get to a free lunch in investing.

Barry Ritholtz

Neben der Nutzung der Diversifikationseigenschaften von Gold und Bitcoin eignet sich diese Anlagestrategie wie kaum eine andere dazu, vom Rebalancing-Bonus zu profitieren. **Was genau ist der Rebalancing-Bonus und wie ist er am besten zu lukrieren?** Kursschwankungen haben zur Folge, dass sich Portfoliobestandteile im Zeitverlauf dynamisch ändern. Über ein so genanntes Rebalancing werden Verschiebungen im Portfolio wieder ausgeglichen, indem das Portfolio auf die ursprüngliche, also die strategische Asset-Allokation, zurückgesetzt wird.



Mark J. Valek
@MarkValek

I like #Gold AND #BTC!

however BTC confidence (on a 10 year horizon) way overblown!
A function of current price action...

Rebalance your portfolio!

Ron Paul @RonPaul

A wealthy person wants to gift you \$10,000. You get to choose in which form you'll take the gift. But there's a catch: You must keep the gift in the form that you choose, and you can't touch it for 10 years....

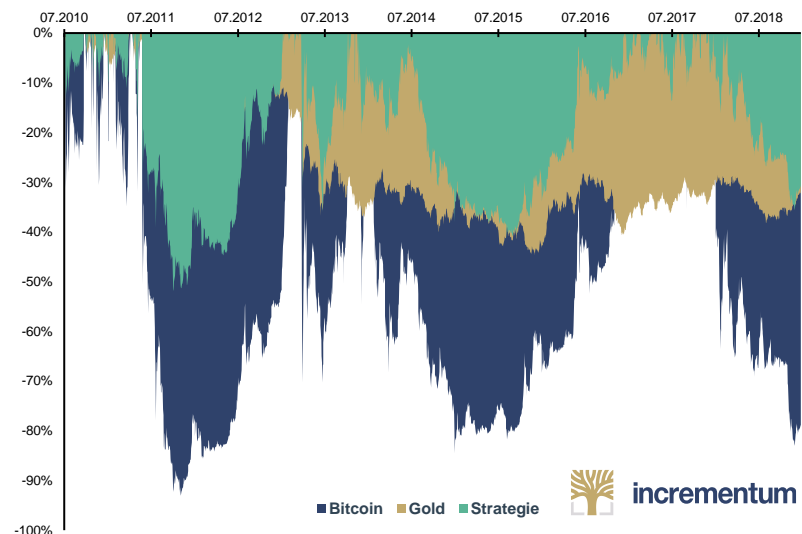
Tweet übersetzen
03:08 - 7. Dez. 2017

✦ **Um vom Rebalancing-Bonus profitieren zu können, muss demnach für beide Vermögenswerte eine strategische Allokation sowie eine Rebalancing-Methode definiert werden.**

Als strategische Allokation bietet sich für einen Investor beispielsweise eine Allokation aus 30% Bitcoin und 70% Gold an, da diese Mischung ein für die meisten Anleger akzeptables Gesamtrisiko ergibt. Dieses Portfolio weist historisch maximale Drawdowns³¹⁰ in der Größenordnung von Gold (in USD) auf, hatte jedoch aufgrund der einmaligen Bitcoinperformance eine phänomenale Rendite.

³¹⁰ Als Drawdown wird in der Finanzliteratur jener Kursverlust bezeichnet, der in einer bestimmten Periode zwischen einem Höchststand und einem darauffolgenden Tiefstand liegt. Der maximale Drawdown ist demnach der Gesamtverlust, den ein Anleger für eine Periode hinnehmen muss, nachdem er zum Zeitpunkt des Höchststandes investiert hat.

Maximaler Drawdown von Gold, Bitcoin und 30/70-Portfolio, in %, 16.7.2010-31.12.2018



Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

Als Rebalancing-Methode kann man entweder ein fixes Zeitintervall festlegen, oder nur anlassbezogen bei Erreichen von vordefinierten Portfolioverschiebungen Ausgleiche vornehmen.

Unterschiedliche Rebalancing-Methoden

Unter Rebalancing versteht man den Wiederausgleich von Portfoliogewichten auf eine Ursprungsallokation. Im Prinzip gibt es zwei Varianten des regelbasierten Rebalancings:

- 1) Eine Möglichkeit besteht darin, in regelmäßigen Abständen wie am Ende jedes Monats oder am Ende jedes Quartals ein Rebalancing durchzuführen.
- 2) Eine andere Methode besteht darin, einen oberen und unteren Prozentsatz festzulegen, bei dessen Über- bzw. Unterschreitung das Portfolio rebalanciert werden muss.

Unsere umfassende quantitative Analyse hat ergeben, dass anlassbezogenes Rebalancing – insbesondere unter Berücksichtigung der Transaktionskosten – sinnvoller ist. Wir haben in der hier vorgestellten Strategie eine recht große Bandbreite der Bitcoin-Allokation von 15% und 60% vorgesehen. Das Rebalancing führt also dazu, dass die strategische Allokation (bzw. die Startallokation) durch entsprechende Kauf- und Verkaufstransaktionen wiederhergestellt wird, sobald die Bitcoin-Allokation aufgrund von Kursschwankungen einen Anteil von 15% am Gesamtportfolio unter- oder 60% überschreitet. Wenn sich Bitcoin besser entwickelt als Gold, müssen Bitcoin verkauft und Gold zugekauft werden, und andersherum.

Diverse Studien bestätigen, dass der Rebalancing-Bonus umso stärker ausfällt, je stärker die Anlageklassen im Wert zueinander schwanken und je geringer deren Korrelation ist.^{311,312} Ein Umstand,

der vor dem Hintergrund der hohen Preisschwankungen bei Bitcoin beachtet werden muss.

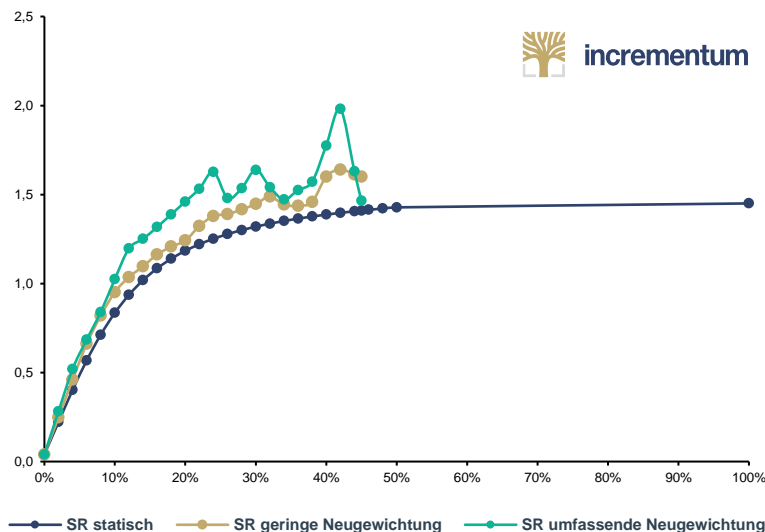
In einer umfangreichen quantitativen Analyse haben wir diese Anlagestrategie in diversen Varianten getestet. Wie der nachfolgende Chart zeigt, kann regelbasiertes Rebalancing das Risiko-Rendite-Verhältnis deutlich verbessern. Entsprechend ließ sich das Sharpe-Ratio, das die gängige Kennzahl für

³¹¹ Vgl. „When Does Portfolio Rebalancing Improve Returns?“, HodlBot, 26. Oktober 2018

³¹² Vgl. Bernstein, William J.: „The Rebalancing Bonus: Theory and Practice“, Efficient Frontier, 1996

das Risiko-Rendite-Verhältnis ist, mithilfe der Rebalancing-Strategie – unabhängig von der Bitcoin-Allokation – signifikant verbessern.³¹³

Sharpe-Ratio verschiedener Gold-Bitcoin-Portfolios, statische Allokation und Portfolio mit Rebalancing, 07/2010-01/2019



Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

Dass das Risiko-Rendite-Ratio mit dieser Strategie deutlich verbessert werden kann, zeigt sich insbesondere auch daran, wenn man den maximalen Drawdown als Risiko-Kennzahl betrachtet.

Zusatzekommen durch „Covered-Call-Writing“ und „Put-Writing“

The existing banking system extracts enormous value from society, and it is parasitic in nature.

Andreas Antonopoulos

You don't need anyone's permission to make something great.

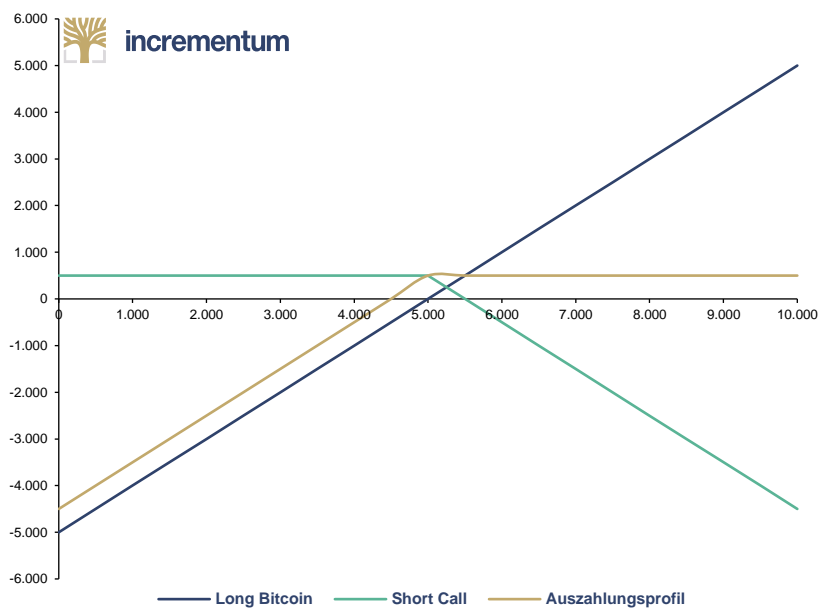
Massimo Banzi

Neben dem **Diversifikationseffekt** und dem **Rebalancing-Bonus** existiert noch ein drittes Element, das es dem Anleger ermöglicht, von hohen Volatilitäten zu profitieren. Hierzu agiert man am Termin- bzw. Optionsmarkt, der für Bitcoin bereits existiert. An Börsen wie Ledger X oder deribit kann man seit über einem Jahr Optionen handeln. Optionen können als spekulatives Element, zur Absicherung oder aber zur Renditegenerierung eingesetzt werden. Entscheidend ist, ob man Optionen ohne das Halten des Basiswertes schreibt („naked“) oder in Kombination mit dem Basiswert.

Beim Covered-Call-Writing handelt es sich um eine altbekannte Strategie, die sich dazu eignet, das Aufwärtspotenzial einer Position (oder eines Teils einer Position) gegen eine Prämie einzutauschen. Hat man also eine Position im Bestand, die man halten oder auch verkaufen möchte, kann man darauf eine Call-Option schreiben und so die Optionsprämie generieren. Im schlimmsten Fall profitiert man nicht mehr von der vollen Aufwärtsbewegung des Basiswerts, erhält aber zumindest noch die Prämie.

³¹³ Selbstverständlich gilt: Vergangene Performance ist keine Garantie für künftige Returns.

Covered-Call-Writing: Bitcoin-Preis (x-Achse), Gewinn oder Verlust (y-Achse), in USD



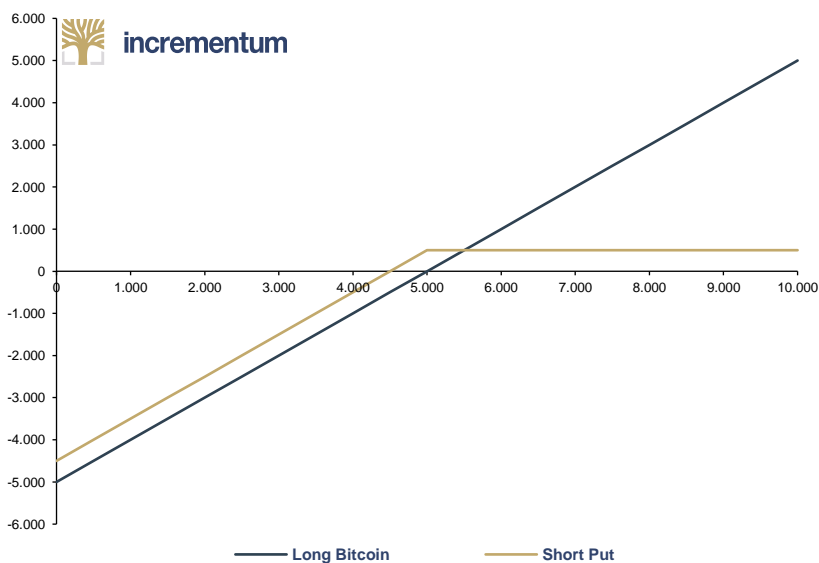
Quelle: Incrementum AG

Bitcoin is the currency of resistance.

Max Keiser

Umgekehrt bietet sich der Verkauf von Puts an, wenn man eine Position aufbauen will. In diesem Fall verpflichtet man sich mit einem Kontrakt dazu, zu einem gewissen Zeitpunkt einen Basiswert zu einem vorgegebenen Preis zu kaufen. Auch in diesem Fall erhält man dafür die Optionsprämie. Wird man ausgeführt, erhält man netto (unter Berücksichtigung der generierten Optionsprämie) einen Kaufkurs, der günstiger ist als derjenige, den man beim Kauf des Basiswerts auf normalem Wege erzielt hätte. Sollte man aufgrund der Kursbewegung nicht ausgeübt werden, so hat man die gesamte Optionsprämie lukriert und der Kontrakt verfällt.

Naked Put Writing: Bitcoin-Preis (x-Achse), Gewinn oder Verlust (y-Achse), in USD



Quelle: Incrementum AG

Die Preise der Optionsprämien richten sich nach den erwarteten Schwankungen des Basiswerts und den in den Optionspreisen implizierten Volatilitäten. Da die Bitcoin-Kurse eine exorbitant hohe Volatilität aufweisen, werden entsprechend hohe Optionsprämien gehandelt. Unseren Berechnungen zufolge würde eine 10%ige Verschreibung des Portfolios auf „at the Money“-Optionen einen annualisierten Zusatzertrag von 10 bis 15% erwirtschaften.

Fazit

„As a portfolio manager, when do you start advising to your clients that they have some cryptocurrency exposure? When will there be an index, a mutual fund of cryptocurrencies? It will happen.“

Melanie Swan

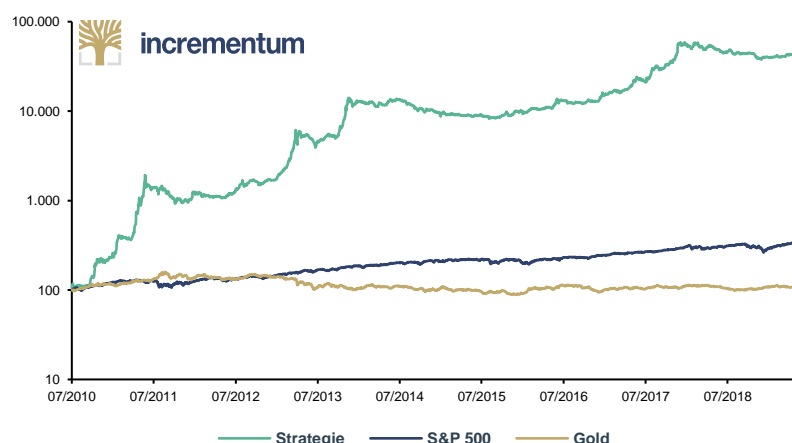
By holding dollars you are ultimately trusting politicians. By holding Bitcoin you are ultimately trusting open source code. Trust in politicians tends to fall over time. Trust in open source code tends to rise over time. And so, with time, which system likely advances?

Erik Voorhees

Bitcoin und Gold weisen teilweise ähnliche Eigenschaften auf und können in Kombination eine attraktive Anlagestrategie darstellen.

Durch die Kombination beider Assets profitiert der Anleger einerseits von der geringen Korrelation beider Anlagegüter, andererseits kann er durch ein regelbasiertes Rebalancing die Volatilität von Bitcoin zu seinem Vorteil nutzen. Darüber hinaus sind auch Optionsstrategien anwendbar, die durch die Vereinnahmung der Optionsprämien eine interessante Rendite generieren und die Volatilität weiter absenken. In Summe lässt sich daraus eine Strategie konzipieren, die auch in Anbetracht ihrer geringeren Volatilität besser für institutionelle Investoren geeignet ist als hochvolatile reine Krypto-Strategien.

Gold & Bitcoin Rebalancing-Strategie vs. Gold und S&P 500, 07/2010=100, 07/2010-12/2018³¹⁴



Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

³¹⁴ Der Kalkulation unterstellte Annahmen: 3% Total Expense Ratio (inkl. Handelskosten). Historischen Wertentwicklungen sind keine Garantie für zukünftige Erträge und Performance. Weil die Erträge von Bitcoin in den ersten Jahren enorm waren, sollte man künftig nicht von derartigen Renditen ausgehen.

MUX

MARKET LIQUIDITY, LEVERAGE TO GOLD, SILVER & COPPER

Rob McEwen, Chief Owner

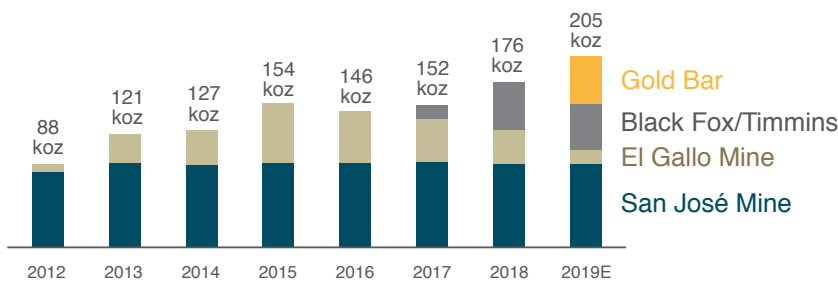
Invested \$164 M
 Owns 22% MUX
 Salary \$1 / year
 No Bonus, No Options

MUX Growing in 2 of the World's Great Gold Districts

1. Exploring & Producing - Cortez Trend, Nevada
2. Exploring & Producing - Timmins, Canada
3. Producing & Extending Mine Life - Mexico
4. Big Copper Optionality - Gold Equivalent
5. Continuing - High-Grade Production



ANNUAL PRODUCTION GOLD EQUIVALENT OZ¹



CORPORATE RESOURCE & RESERVE²

	Resources		Reserves
	Measured & Indicated	Inferred	Proven & Probable
GOLD	7.5 Moz	5.8 Moz	740 koz
SILVER	111 Moz	151 Moz	9 Moz
COPPER	10.2 B lbs	19.3 B lbs	

¹Gold / silver ratio 75:1. 2019 based on internal estimates

²For complete reserves and resources table, visit www.mcewenmining.com/Operations/Reserves-and-Resources/default.aspx

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.

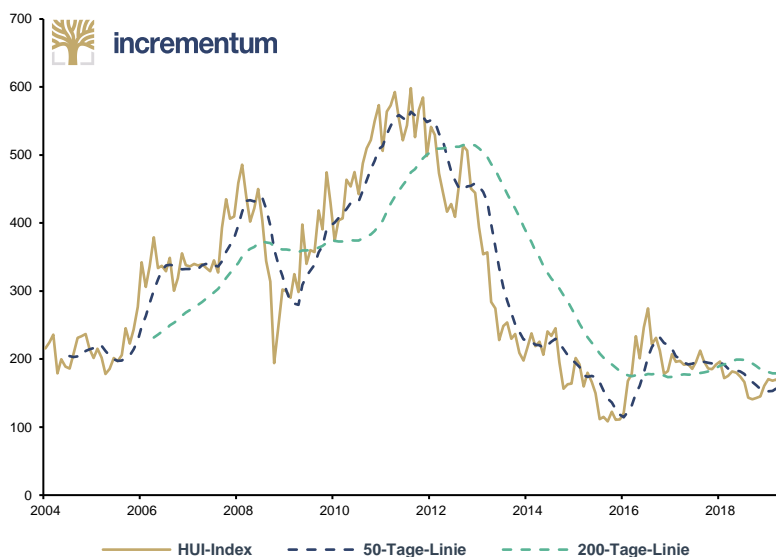
Arnold Schwarzenegger

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 Burridge, 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.

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.

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



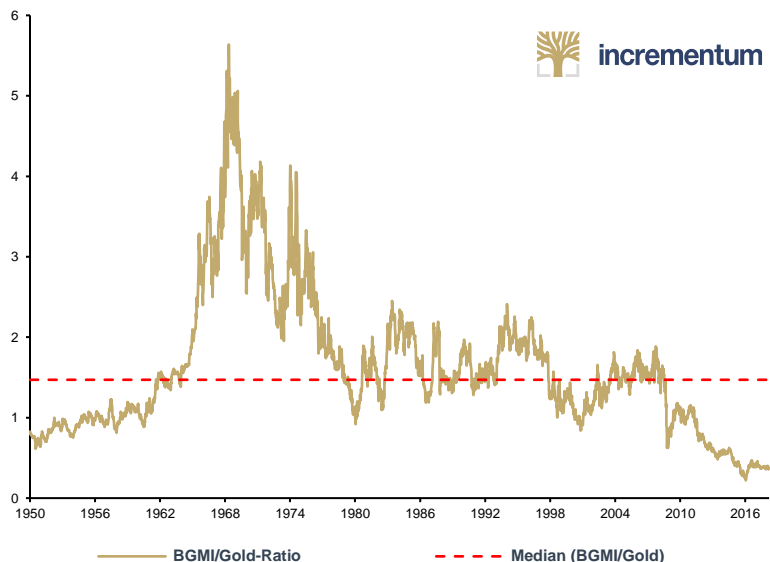
Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Das Ausmaß der Underperformance wird besonders deutlich, wenn wir einen noch längerfristigen Vergleich anstellen. Der älteste verfügbare Goldminenindex, der Barrons-Gold-Mining-Index (BGMI)³¹⁵, notiert derzeit

³¹⁵ Der BGMI-Index kann unter www.goldchartsrus.com abgerufen werden.

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

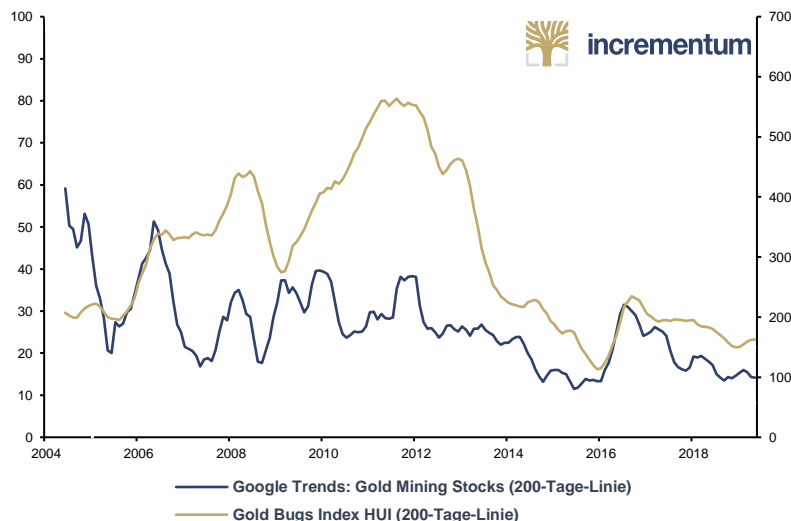
BGMI/Gold-Ratio, 01/1950-05/2019



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



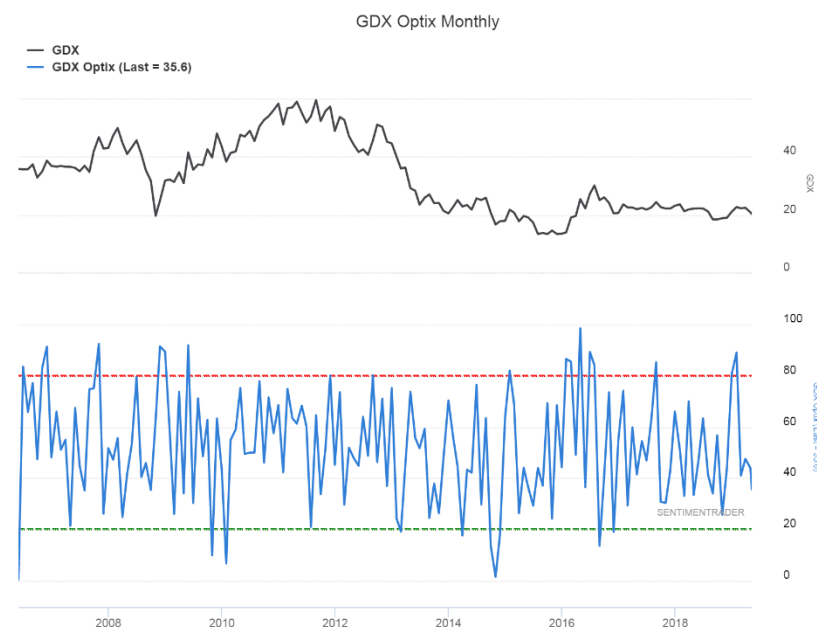
Quelle: Google Trends, Incrementum AG

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.³¹⁶ 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.

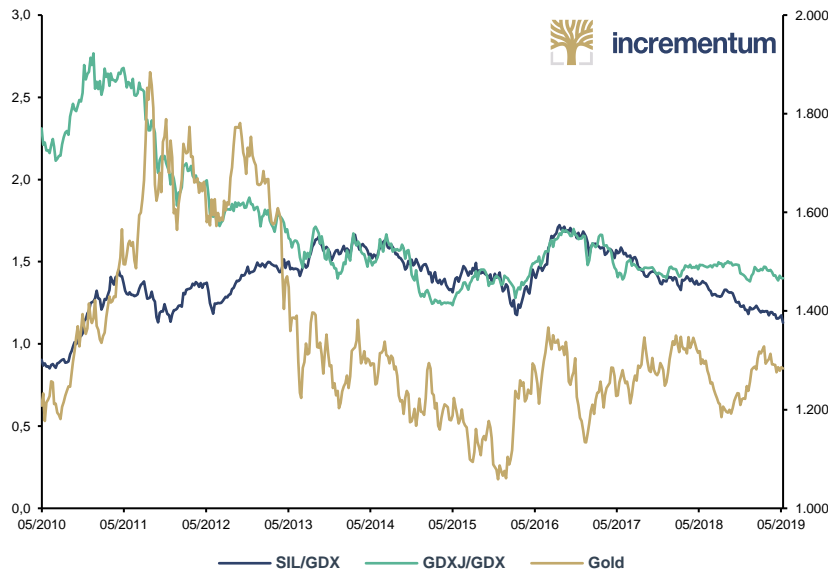
Analysieren wir nun also die Dynamik innerhalb des Minen-Sektors, so scheint es, als würde der Risikoappetit ganz langsam wieder zurückkehren. So zeigt der GDXJ-Index gegenüber dem GDX seit Mitte 2017 leichte relative Stärke.³¹⁷ Vergleichen wir Silberminenaktien³¹⁸ mit dem GDX, so zeigt sich, dass bislang noch weniger Momentum vorhanden ist. **Eine starke Outperformance der Silberminer gegen den breiten Goldminenindex hielten wir für einen verlässlichen Trendbestätigungsindikator.**

³¹⁶ www.sentimentrader.com

³¹⁷ 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.

³¹⁸ 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



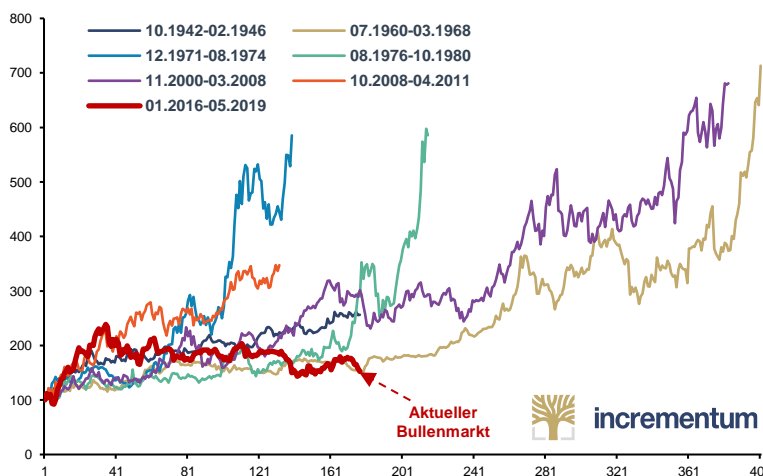
Quelle: Bloomberg, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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 im Vergleich, 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 mehren 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.³¹⁹ **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.“³²⁰

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-Welle³²¹ 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.

³¹⁹ „Exor e lo shopping di miniere d'oro, platino e palladio tra Sud Africa e Canada“, Il Sole 24 Ore, 22. März 2019

³²⁰ „Minenaktien – Mehr als ein Silberstreif am Horizont?“, In Gold We Trust-Report 2018

³²¹ 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.“³²²

Die Industrie erlebt derzeit eine Gezeitenwende, auf die Mark Burrige von Baker Steel im nachfolgenden Kapitel 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 Leverage³²³ im Sektor fiel von 1.6x auf aktuell 1.1x.
- **Übernahmen werden nicht mehr in Cash oder Debt, sondern meist in eigenen Aktien gezahlt.**
- **Refokussierung auf Explorationserfolge:** Im Vorjahr gab es jedoch eine leichte Trendumkehr in Richtung vermehrter Explorationsaktivität. 2018

³²² 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

³²³ Nettoschulden/EBITDA

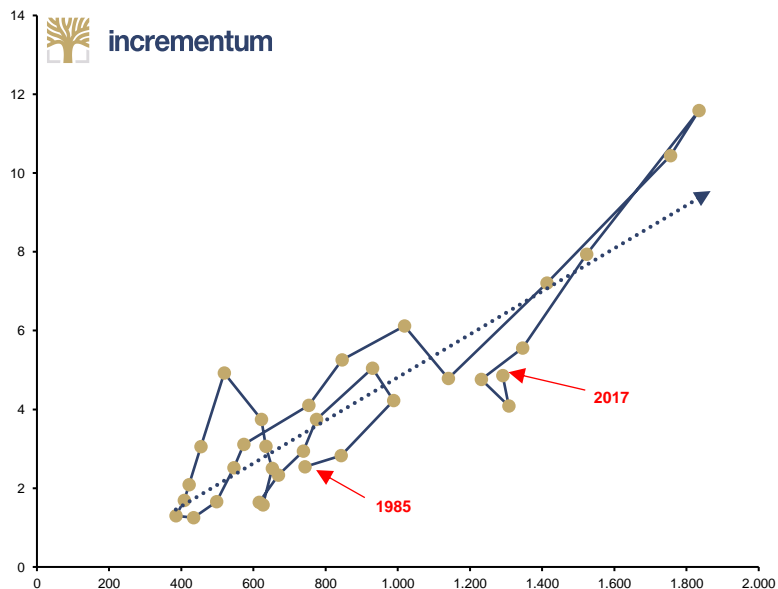
The best time to get in, is when exploration spend bottoms out and starts rising...Which is NOW!

Richard Schodde

wurden 49.312 Bohrlöcher (+14% vs. 2017) von 1.261 Projekten (+11% vs. 2017) gemeldet.³²⁴

„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.³²⁵ Ein Großteil davon entfiel allerdings auch Brownfield-Exploration und die Erweiterung bestehender Lagerstätten. Wie anhand des nächsten Charts 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.³²⁶ 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 wichtigsten neuen primären Goldminen) bei 20 Jahren. Im Schnitt entfielen 13 Jahre auf die Explorationsarbeit, 7 Jahre waren für die Machbarkeit zur

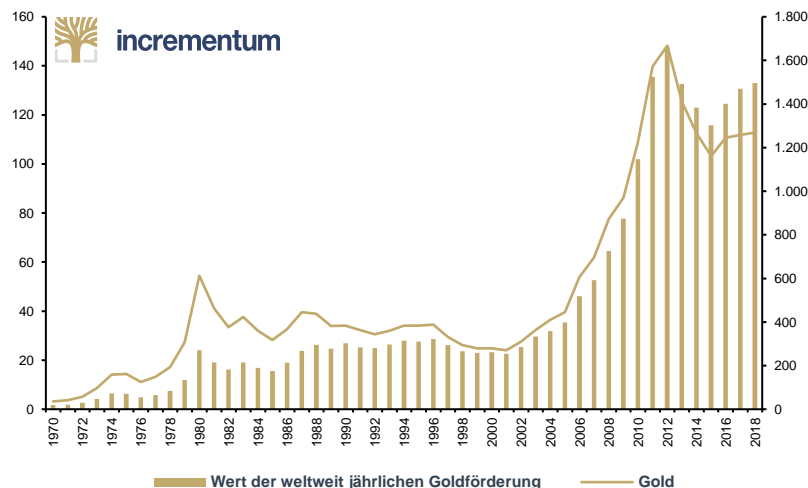
³²⁴ Vgl. „World Exploration Trends 2018“, S&P Global Market Intelligence, 15. März 2019

³²⁵ Vgl. Callaway, Greg and Ramsbottom, Oliver: „Can the gold industry return to the golden age?“, McKinsey, April 2019

³²⁶ Vgl. „Minenaktien – Mehr als ein Silberstreif am Horizont“, In Gold We Trust-Report 2018

kommerziellen Produktion erforderlich.³²⁷ **Für uns als Investoren resultiert daraus die Erkenntnis, dass „Discovery-Investing“ in Junior-Explorern zunehmend an Bedeutung gewinnen wird.**³²⁸

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.³²⁹ Doch die plötzlichen Aufwertungen, die meist mit dem Ende von Kreditzyklen einhergehen, bringen oftmals rasche Vervielfachungen bei Minenaktien. **So konnte eine Rebalancing-Strategie³³⁰ mit 28% BGMI und 72% S&P 500 den S&P 500 bei geringerer Volatilität deutlich outperformen.**

³²⁷ Callaway, Greg and Ramsbottom, Oliver: „Can the gold industry return to the golden age?“, McKinsey, April 2019

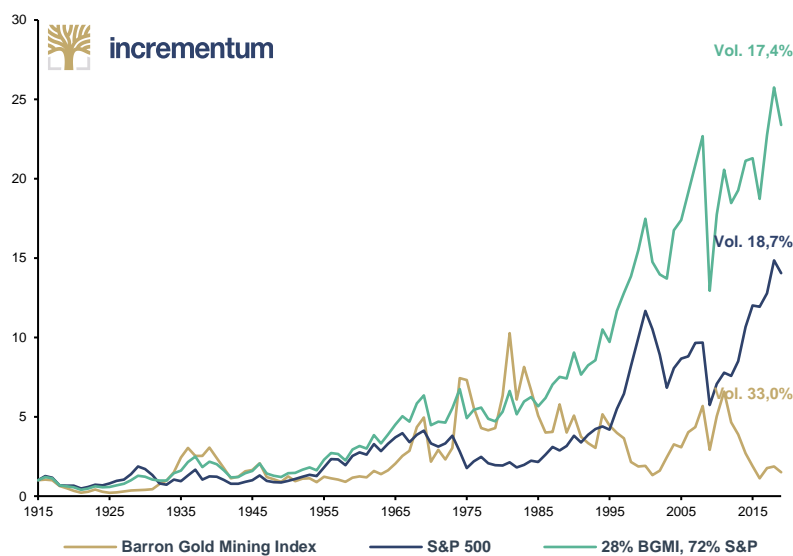
³²⁸ Vgl. dazu auch die Veranstaltungen und Videos unseres Freundes Willem Middelkoop:

<https://cdfunddiscoveryday.com/2019/>

³²⁹ Vgl. „Heads or Tails You Lose“, Daniel Oliver, Myrmikan Research, 11. Oktober 2018

³³⁰ Jährliches Rebalancing auf 28% BGMI und 72% S&P 500

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.**

Nach dieser eingehenden Standortbestimmung des Minensektors wollen wir uns nun den Themen ESG sowie Technologie im Miningsektor widmen. Zuvor wird nun Mark Burridge von unserem Kooperationspartner Baker Steel seine Sicht auch die wichtigsten Entwicklungen und Opportunitäten im Sektor präsentieren.



IAMGOLD is a mid-tier mining company with four operating gold mines on three continents. Our vision is to be the global leader in generating superior value for our stakeholders through accountable mining. This includes our Zero Harm journey: we are committed to continually strive to reach the highest standards in human health, minimize our impact on the environment, and work co-operatively with our host communities. We believe that by empowering people, we can achieve extraordinary performance.



Reformen, Renditen und Verantwortung

Wie können Goldminenaktien im nächsten Goldzyklus größere Bedeutung erlangen?

„As macro economic factors align to drive a resurrection in gold, miners of the metal have the first opportunity in a long time to re-emerge as an investible asset class. The question is which companies are making the changes needed in the way they operate in order to generate sustainable returns?“

Mark Burridge

Key Takeaways

- Die Minenbranche wird wieder für branchenfremde Anleger interessant.
- Obwohl viele Unternehmen ihre Prioritäten adjustiert haben, erscheint der Reformbedarf weiterhin groß.
- Um ihre Attraktivität zu verbessern, müssen Minenbetreiber zuerst verstehen, was die Ziele der Investoren sind, und nicht die fragwürdigen Dogmen der letzten 15 Jahre – wie z. B. Produktionswachstum um jeden Preis – verfolgen.
- Goldproduzenten müssen eine Interessenskongruenz mit ihren Aktionären herstellen. Dividendenerzielung darf nicht als optionaler Nachsatz angesehen werden.



Über den Autor: Mark Burridge ist Managing Partner bei Baker Steel Capital Managers LLP, einem Asset Manager der sich auf den Rohstoffsektor konzentriert. Mark ist der Fondsmanager eines vielfach preisgekrönten Goldaktien -Fonds.

Baker Steel und Incrementum haben 2019 eine Kooperation vereinbart, die Investoren eine einzigartige Kombination aus Incrementums Macro-Expertise und Baker Steels Stockpicking im Bereich von Goldminenaktien ermöglicht. Hierzu wurde eine spezielle Anteilklasse lanciert. [Weitere Informationen finden Sie hier.](#)

Einleitung

Der Goldminen-Sektor befindet sich nach mehreren schwierigen Jahren in einer Erholungsphase. Der Abschwung bei Goldaktien wurde durch ein Jahrzehnt schlechter Kapitaldisziplin weiter verschärft, als sich fast alle Goldminenunternehmen als Hebel auf den Goldpreis positionierten, anstatt als Unternehmen, die das Erzielen einer angemessenen Rendite auf das eingesetzte Kapital anstreben. Einige Produzenten leiden immer noch unter diesem Kater, da sie weiterhin hohe Schulden und unrentable Minen mitschleppen.

Als Spezialisten für den Edelmetallsektor sehen wir allerdings klare Anzeichen für eine Rückkehr einer positiven Stimmung, sowohl bei physischem Gold als auch im Goldminensektor. Dennoch steht die Branche immer noch vor erheblichen Herausforderungen, um für eine breite Investorenschaft attraktiv zu sein. Darüber hinaus müssen die Produzenten einen Weg finden, um nachhaltige Erträge in einem Sektor zu erzielen, in dem die Bedenken in Bezug auf Umwelt, Soziales und Governance („ESG“) mittlerweile mehr als ein Lippenbekenntnis darstellen.

Werden Goldminenaktien Gold wieder outperformen? EMIX Global Mining Global Gold Index/Gold, 2000-2018



Es scheint, als hätten wegen der jüngsten mehrjährigen Underperformance von Goldaktien im Vergleich zum Goldpreis – unbeschadet einiger bemerkenswerten Ausnahmen – viele Anleger vergessen, dass Goldaktien physisches Gold auch outperformen kann. In anderen Worten: Wenn Minenunternehmen eine solide Geschäftspolitik betreiben, können die Aktienkurse den Goldpreis signifikant übertreffen, wie es zum Beispiel in der Phase von 2000-2005 der Fall war. Die Outperformance wurde durch steigende Margen getrieben, die in einem schwächeren Goldpreismfeld dank einer strengen Kostendisziplin über mehrere Jahre hinweg erzielt werden konnten.

Da diese positive Entwicklung jedoch zu einem übertriebenen Streben nach der Maximierung der gefördert Unzen führte, entwickelten sich die Goldminenaktien zunehmend schlechter als der Goldpreis. **Die Herausforderung und die Chance für Minenunternehmen besteht nun**

darin, sich so zu restrukturieren, dass die Aktienkurse den Goldpreis erneut outperformen können.

Als Antwort auf diese Herausforderung scheint sich der Goldminensektor zum Positiven zu verändern. Es gab Verbesserungen bei der Kapitaldisziplin und zuletzt vernünftige M&A-Aktivitäten. Trotz dieses Fortschritts muss noch mehr getan werden, und wir sind der Meinung, dass die Unternehmen Zeit benötigen, um zu verstehen, wie der Minensektor auch für nicht spezialisierte Mineninvestoren wieder attraktiver werden kann. **Bevor wir diese Erwartungen im Einzelnen untersuchen, lohnt es sich jedoch, einige der jüngsten Trends im Goldminen-Sektor in Erinnerung zu rufen.**

Trends im Goldminensektor

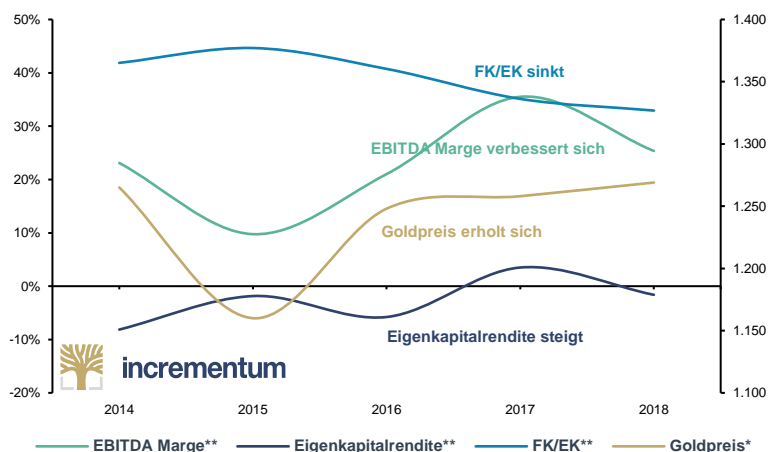
Wie erwähnt wurden in den vergangenen Jahren bedeutende Reformen umgesetzt, seit der Abschwung der Branche vor etwas mehr als drei Jahren zu Ende ging. In einem Sektor, der zuweilen für unzureichende Kostenkontrolle, zweifelhafte Kapitalallokation und unkluge M&A-Transaktionen bekannt war, war es für aktive Investoren wie Baker Steel Capital Managers LLP möglich, einige Goldminer auszuwählen, die die dringend benötigten Restrukturierungen bereits umgesetzt haben und die ihren Fokus nunmehr wieder auf die Aktionärsträge legen.

M&A unter den Large-Cap-Goldproduzenten war in den letzten Monaten ein wichtiges Thema für den Goldsektor. Der erfolgreiche Zusammenschluss zwischen Newmont und Goldcorp hat erhebliche Auswirkungen auf die Branche, ebenso wie das Joint Venture zwischen Barrick und Newmont in Nevada.

Eine Welle von M&A-Aktivitäten wird unserer Meinung nach die Produzenten mit mittlerer Marktkapitalisierung positiv beeinflussen.

Diese M&A-Aktivitäten könnten potenzielle Katalysatoren für die Neubewertung von Unternehmen mit hochwertigen Assets und effektiven Managementteams sein, die sich für konstruktive Deals eignen. Darüber hinaus beleben M&A-Aktivitäten den Goldminensektor, da hochkarätige Deals dazu beitragen, das Interesse für den Goldaktiensektor zu verbreitern. Dies ist besonders wichtig in einer Zeit, in der die zunehmende Unsicherheit an den globalen Aktienmärkten und die zunehmende Angst vor einer Rezession in den kommenden Jahren das Interesse an Anlageklassen erhöht, die sich durch eine geringe Korrelationen zu den breiten Aktienmärkten auszeichnen. Diese Portfoliodiversifizierung wird zu einer steigenden Nachfrage nach Safe-Haven-Anlagen führen.

FK/EK-Ratio, EBITDA-Marge, Eigenkapitalrendite, in % (linke Skala), und Goldpreis, in USD (rechte Skala), 2014-2018



*Durchschnittlicher Goldpreis. ** Rollierender 2-Jahres-Durchschnitt
Quelle: Bloomberg, Baker Steel intern, Incrementum AG, Goldaktien durch den FTSE Gold Mines Index repräsentiert.

Wie aus den oben dargestellten Kennzahlen ersichtlich, hat der Goldsektor vor dem Hintergrund eines steigenden Goldpreises seit den Tiefstständen 2015 inkrementelle Verbesserungen erzielt. Es wurden jedoch keine nennenswerten Restrukturierungen branchenweit durchgeführt, was erhebliche Ungleichheiten zwischen der operativen Entwicklung und der Kursentwicklung einiger Produzenten zur Folge hatte. **Vor allem australische Minenunternehmen waren führend bei der Implementierung einer verbesserten Kapitaldisziplin.** Dies führte in den letzten Jahren zu einer spektakulären Outperformance der australischen Miner.

Warum sollte man in Goldminenaktien investieren?

Um besser beurteilen zu können, wie Goldproduzenten ihre Attraktivität für breit anlegende Investoren verbessern können, sollten die wichtigsten Argumente für eine Investition in den Goldminensektor erneut geprüft werden. **Wir sehen drei Gründe, warum Investoren eine Allokation in Aktien von Goldproduzenten in Betracht ziehen sollten:**

- Sachwert-Aspekt, Dividendenrenditen
- Wachstum und Entdeckung neuer Goldvorkommen
- Option auf einen steigenden Goldpreis

Mit dem Siegeszug von ETFs und Derivativprodukten für Gold und Mining-Indizes wird der oben angeführte dritte Grund als eigenständige Rechtfertigung für eine Investition in einen Goldproduzenten an Bedeutung verlieren. **Daher müssen Goldunternehmen einen konkreten Vorteil bieten, indem sie reales Wertwachstum und eine ansprechende Rendite erzielen. Nur dann werden die Anleger die angebotene Option auf den Goldpreis eskomptieren.**

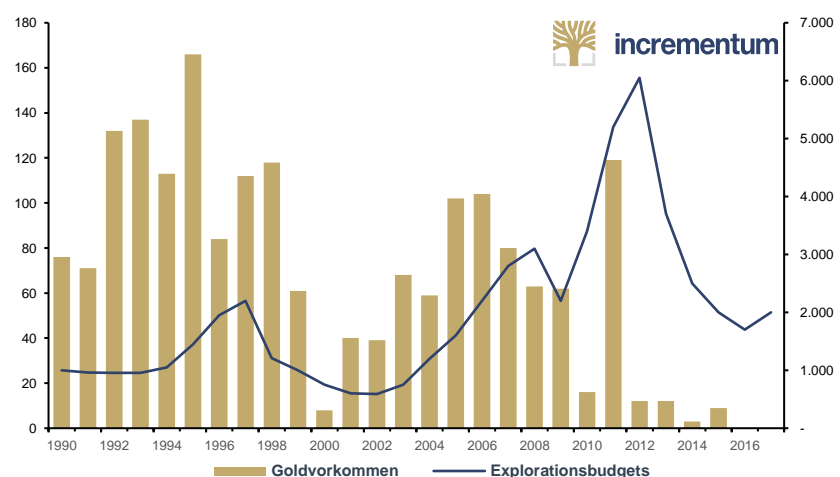
Was Anleger nicht mehr honorieren werden, ist eine Fortsetzung der Praxis, wonach Goldproduzenten ihren Unternehmenswert unrealistisch niedrig ansetzen. Ebenso wird man nicht akzeptieren, dass zu niedrige risikoadjustierte Abzinsungssätze für Kapitalallokationsentscheidungen verwendet werden, und dass sich diese Unternehmen dann mittels noch niedrigerer Abzinsungssätze neu bewerten. Investoren haben realisiert, dass in der Vergangenheit so vorgegangen wurde, um Anleger zu überzeugen, eine Prämie auf die Bewertung zu zahlen.

Wenn wir über die Aktie eines Produzenten in eine Goldmine investieren, kaufen wir ihre Marge über die Lebensdauer der Reserven. Daher konzentrieren wir uns auf Unternehmen mit nachhaltigen Margen, die ihre Reserven – ihren „Tresor im Boden“ – vergrößern können, und die einen Prozentsatz ihrer Einnahmen in Form von Dividenden an ihre Aktionäre ausschütten.

Der überwiegende Teil des Profits im Goldsektor stammt von einigen hochwertigen Minen, die ihren wahren Wert erst über einen längeren Zeitraum erkennen lassen. Als *Weltklassemine* würden wir eine Mine definieren, die eine gesunde Marge von 30% aufrechterhalten und gleichzeitig ihre Reserven ausbauen kann.

Eine Mine mit einer Marge von 30% kann diese wie folgt allokkieren: Ein Drittel dieser Marge wird für die Aufrechterhaltung des laufenden Betriebs aufgewendet, ein Drittel wird dem Ausbau der Förderung gewidmet und das letzte Drittel wird als Dividende an die Aktionäre ausgezahlt. **Dies gibt uns eine Faustregel, die besagt, dass ein gut verwaltetes, profitables Goldunternehmen in der Lage sein sollte, 10% seines Umsatzes an die Aktionäre auszuzahlen.**³³¹

Entdeckungen von neuen Goldvorkommen, in Mio. Unzen (linke Skala), und Explorationsausgaben, in Mio. USD (rechte Skala), 1990-2017



Quelle: S&P Global Market Intelligence, World Gold Council, Incrementum AG

Für die Zukunft der Branche ist das Thema Exploration eine Schlüsselfrage. Die sogenannte Entdeckungs- und Ersatzquote sinkt, während

³³¹ Anmerkung: Dies bedeutet allerdings nicht, dass Anleger ausschließlich in Edelmetallaktien investieren sollten, die 10% ihrer Marge an die Aktionäre auszahlen.

die Fördermenge relativ konstant bleibt. Dies ist aus mehreren Gründen von Bedeutung. Es zeigt, dass das Angebot an neuen Minen knapp bleibt. Dies bedeutet auch, dass Unternehmen, die ihre Produktion dauerhaft aufrecht erhalten können und die vielversprechende Vorkommen ausweisen, einen großen Vorteil haben, und dass Entdeckungen von Goldvorkommen eine Prämie auf die Aktien der entsprechenden Unternehmen rechtfertigen.

Es gibt jedoch zahlreiche Fallstricke zu berücksichtigen. **Wie können wir zum Beispiel zwischen den „Lifestyle-Juniors“, die bloß versuchen, Investorengelder einzusammeln, und den echten Explorationsvisionären unterscheiden?** Wie kann es gelingen, aus den Explorationsaufwendungen Erträge zu generieren, wenn man den Zeitrahmen und das Risiko der Suche und der Errichtung einer Mine in Betracht zieht, und wie können sich diese Explorationsunternehmen in unbeständigen Aktienmärkten finanzieren?

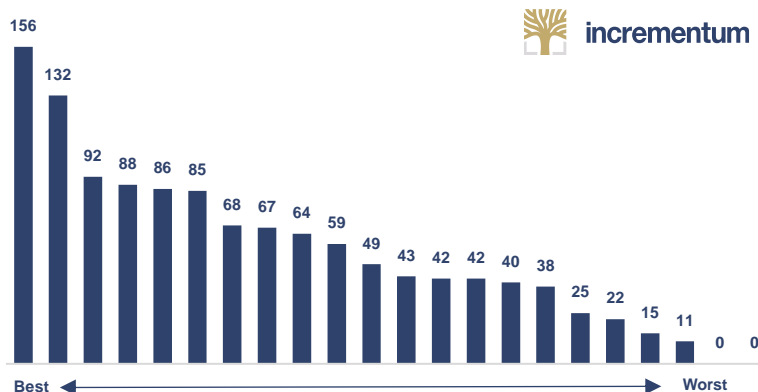
Renditen – einmal anders betrachtet

Anleger können die Erfolge von Goldproduzenten entweder in US-Dollar oder in Goldunzen messen. Wir investieren entweder in Aktien aufgrund einer Analyse, die auf dem Wert eines Unternehmens beruht. In diesem Fall müssen wir unsere Investition in Übereinstimmung mit der Bewertung anderer Unternehmen begründen. Oder wir investieren in Gold. In diesem Fall sollten wir eine Investition danach messen, wie viel Gold wir als Aktionär zurückbekommen.

Die meisten Anleger ziehen zur Bewertung eines Unternehmens das KGV sowie die Dividenden- und die Kapitalrendite heran. Die Unternehmenspräsentationen von Minengesellschaften verwenden hingegen komplexe und inkonsistent dargestellte Begriffe wie All-In-Sustaining-Cost („AISC“), Gramm pro Tonne, verschiedene Arten von Reserven und Ressourcen, Strip-Ratios usw. **Dies führt dazu, dass branchenfremde Investoren („Generalists“) häufig Schwierigkeiten haben, diese Kennzahlen zu interpretieren.**

Ein tiefer gehender Ansatz besteht darin, Goldunzen tatsächlich als Maßstab zu verwenden, was die tatsächliche Rolle von Gold als Vorratsspeicher als Währungsreserve widerspiegelt.

Dividende pro produziertem Gold-Äquivalent, in USD, 2012-2018



Quelle: Bloomberg, Baker Steel, Incrementum AG

Die Analyse der von den Goldminenbetreibern gezahlten Dividenden je Unze Gold eröffnet eine interessante Perspektive auf die Branche. Es mag für viele Anleger überraschend sein, aber von wenigen Ausnahmen abgesehen wird für jede geförderte Unze nur sehr wenig Gewinn erwirtschaftet. Das ist für Unternehmen, die sich tatsächlich in einer Wachstumsphase befinden, nicht verwunderlich. Es ist allerdings bemerkenswert, dass etablierte Multi-Minen-Unternehmen nicht in der Lage sind, mehr Gold als Dividenden auszuschütten, und dass in der Bereitschaft der Unternehmen, eine Dividende zu zahlen, so große Unterschiede bestehen.

Wenn ein Unternehmen zum Beispiel (nachhaltig) Gold für eine Investition von 50 USD/Unze ausfindig machen kann und die Aktionäre (nachhaltig) für jede geförderte Unze 125 USD/Unze (ungefähr 10% des Umsatzes) erhalten, klingt dies nach einem positiven Deal für die Aktionäre und als Bestätigung dafür, dass es sich um ein gut geführtes Unternehmen handelt, in das investiert werden sollte.

Historisch gesehen haben Anleger während eines Bullenmarktes letztendlich zu viel für das Gold im Boden eines Minenbetreibers gezahlt.

Deshalb ist es unserer Ansicht nach heute ein günstiger Zeitpunkt, um Anlegern die Bedeutung des Zusammenhangs zwischen dem, was sich im Boden befindet, und dem Kostenprofil eines Minenunternehmens aufzuzeigen. In anderen Worten: Wieviel Gold kostet es, eine Unze zu fördern und wieviel Gold wird Aktionären ausbezahlt „bevor die Bullen zu laufen beginnen“? Wir glauben, dass die Verknüpfung zwischen Kosten und Dividenden für Aktionäre aus folgenden Gründen wichtig ist:

- Wenn ein Produzent den Bestand an Reserven erhöht und weiß, welchen Anteilseignern er in der Vergangenheit wie viel Gold für jede geförderte Unze ausbezahlt hat, haben die Anleger einen Maßstab, um die Förderung zusätzlicher Unzen besser zu bewerten.
- Wenn die Dividende an den Goldpreis und die Produktion und damit an den Gewinn (wie beispielsweise bei Polyus) gekoppelt ist, führt dies bei steigendem Goldpreis automatisch zu einem höheren Dividendenertrag.

Transparente und einfach zu verstehende Kennzahlen von Unternehmen, in denen profitables, nachhaltiges Wachstum zu sehen ist, vereinfachen sicherlich die Investitionsentscheidung. Dies ist besonders wichtig in einem Umfeld, wo wir als Fondsmanager häufig mit einer Fülle von Informationen aus einem großen Universum von Unternehmen „bombardiert“ werden. Kennzahlen, die einfach zu verstehen und zu kommunizieren sind, können nur dazu beitragen, den Grund für eine Investition einem breiteren Publikum zu vermitteln.

Wie können Goldminer ein breiteres Spektrum an Investoren ansprechen?

Der Gold- und Goldaktiensektor scheint nach einigen Jahren im Tal der Tränen, einer tiefgreifenden Konsolidierung und Readjustierung der Prioritäten, nun für eine Erholung gerüstet. Mit einem zunehmend pessimistischen Ausblick für das allgemeine Aktienumfeld vor dem Hintergrund eines nachlassenden Wirtschaftswachstums, erscheint eine Neubewertung des Goldsektors durchaus möglich.

Baker Steel ist der Ansicht, dass aktives Management die beste Methode ist, um das Potenzial einer volatilen Assetklasse zu nutzen.

Der zeitliche Einstieg in den Goldsektor kann für Anleger schwierig sein. Historisch hat sich jedoch eine Cost Average-Strategie als vorteilhaft erwiesen, um eine Position in Gold- und Goldaktien über mehrere Monate aufzubauen.

Aktives Management im Goldsektor bietet ein überlegenes Renditepotenzial
Kursentwicklung: Edelmetallfonds (EUR), EMIX Global Mining Global Gold-Index (EUR), Gold in EUR, 03/2016=100, 03/2016-04/2019



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

*Aktives Management im Goldsektor wird durch den BAKERSTEEL Precious Metals Fund I2 EUR Anteilklasse repräsentiert

Zum Schluss möchten wir noch einmal unsere folgenden Kernthesen hervorheben:

- Die Minenbranche wird wieder für branchenfremde Anleger interessant.

- Obwohl viele Unternehmen ihre Prioritäten adjustiert haben, erscheint der Restrukturierungsbedarf innerhalb der Branche weiterhin groß.
- Um ihre Attraktivität zu verbessern, müssen Minenbetreiber zuerst verstehen, was die Ziele der Investoren sind, und nicht die fragwürdigen Dogmen der letzten 15 Jahre – wie z. B. Produktionswachstum um jeden Preis – verfolgen.
- Goldproduzenten müssen eine Interessenskongruenz zwischen sich und ihren Aktionären herstellen. Dazu gehört auch das Erzielen realer Erträge aus der Aktionärsfinanzierung in der Planungsphase, d.h. die Dividendenausschüttung darf nicht als optionaler Nachsatz angesehen werden.



Streuen oder nicht streuen? Das ist die Frage...

...aber nicht für vorausschauende Investoren in Minenaktien. Diese wissen, dass zur Erzielung überdurchschnittlicher, risikoadjustierter Renditen während der kommenden Erholung des Goldsektors ein Anlageinstrument mit eingebauter Streuung notwendig ist. Die preisgekrönte Baker Steel Investmentstrategie ermöglicht genau diese Streuung.

- Konstant überdurchschnittliche risikobereinigte Erträge
- Regelmäßige Outperformance seit 2003
- Lipper Auszeichnungen 2016 bis 2019, Morningstar 5 Stars, Fondsmanager-Ratings von Citywire und Sauren
- Wertbasierte Investmentstrategie, von einem erfahrenen Team von Branchenexperten gemanagt
- Regulierte Fondsstruktur mit täglicher Liquidität

***Potenzial für eine überdurchschnittliche, risikoadjustierte Rendite
unter allen Marktbedingungen***

www.bakersteelglobalfunds.com

In Gold we Trust-Leser haben nun Zugang zu einer einzigartigen Kombination aus Incrementums
Macro-Expertise und den Stockpicking-Fähigkeiten von Baker Steel.

Tel: +423 237 26 66 Email: contact@incrementum.li



incrementum

www.Incrementum.li

Bitte beachten Sie: Dieser Inhalt wird von Baker Steel Capital Managers LLP (einer in England eingetragenen Kommanditgesellschaft mit beschränkter Haftung, Nr. OC301191, veröffentlicht und von der Financial Conduct Authority zugelassen und beaufsichtigt) veröffentlicht. Empfänger dieses Inhalts, die Anteile oder Beteiligungen an BSPM beantragen möchten, werden darauf hingewiesen, dass ein solcher Antrag ausschließlich auf der Grundlage der Informationen und Meinungen erfolgen darf, die in dem betreffenden Prospekt, dem Dokument mit den wesentlichen Informationen für den Anleger („KID“), Satzung, enthalten sind Gründung oder sonstiges Angebotsdokument, das sich darauf bezieht, und kann von den in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen abweichen. Diese Anzeige ist weder Teil eines Angebots zur Ausgabe oder Veräußerung noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zur Zeichnung oder zum Kauf von Anteilen oder sonstigen Interessen, noch soll es oder die Tatsache seiner Ausschüttung die Grundlage bilden oder sich darauf verlassen in Verbindung mit einem diesbezüglichen Vertrag. Diese Anzeige soll nicht in irgendeiner Weise eine Anlageberatung geben. Die Wertentwicklung der Vergangenheit sollte nicht als Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Die zukünftige Wertentwicklung kann erheblich schlechter sein als die bisherige und kann zu erheblichen oder vollständigen Verlusten führen.

ESG – Drei Buchstaben die mehr als 20 Billionen USD wert sind?

„Gold has an important role to play in managing the transition to a lower-carbon economy. Investing in gold could provide an effective hedge against the disruption and volatility that adapting to climate change is likely to bring.“

Terry Heyman, World Gold Council

Key Takeaways

- ESG-Management wird immer mehr zu einer Priorität für die Goldindustrie.
- Bergbauunternehmen mit den besten ESG-Ratings outperformen ihre Benchmark.
- Gold ist das nachhaltigste aller Metalle, da fast die gesamte jemals geförderte Menge von 190.000 Tonnen bis zum heutigen Tag Verwendung findet.

Einleitung

„To prosper over time, every company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society.“

Larry Fink, CEO BlackRock

Future gold mines will not succeed without the support of shareholders, governments, employees and communities. They are rightfully demanding to see the benefit of the resources we mine.

Nick Holland

The optimist thinks this is the best of all possible worlds. The pessimist fears it is true.

J. Robert Oppenheimer

Bisher hatten institutionelle Anleger gegenüber ihren Kunden nur eine treuhänderische Pflicht, die als Sorgfalts- und Loyalitätspflicht zusammengefasst werden konnte. Sie konnten weitgehend unabhängig davon investieren, welche ökologischen und sozialen Auswirkungen mit ihren Investitionen einhergingen. Diese wurden als akzeptabel eingestuft solange sie eine höhere Rendite als das zugrundeliegende Marktsegment („Alpha“) versprachen. Nachhaltige Investitionen waren bis vor wenigen Jahren nur von untergeordneter Bedeutung für Investoren und es gibt bis heute keinerlei Verpflichtung, Nachhaltigkeitskriterien zu erfüllen. **Eine Änderung dieser Regeln steht nun jedoch vor der Tür.**

Diese Änderungen liegen seit der frühen Einführung der „Global Reporting Initiative“ im Jahr 2000 in der Luft, gefolgt von der Verabschiedung der Agenda 2030 durch die Vereinten Nationen in 2015. Mit der Ratifizierung des Pariser Klimaabkommens von 2016 hat die Initiative nun offiziellen Status erlangt. **Im Mittelpunkt dieser Verträge steht die Verpflichtung zum Übergang zu einer kohlenstoffarmen und einer den Folgen des Klimawandels trotzenen Wirtschaft.**

Da der Finanzsektor heutzutage der mächtigste Hebel für das Kapital ist, verwundert es nicht, dass sich die EU diesem Sektor zugewandt hat, um den Übergang zu einer grüneren Wirtschaft zu beschleunigen. Die Änderungen werden mit der Verabschiedung der neuen Anforderungen zur Nachhaltigkeit für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter in der EU im Laufe der nächsten Monate verpflichtend werden:

*„Investment firms providing investment advice and portfolio management should **introduce questions in their suitability assessment that would help identify the client's investment objectives, including Environmental, Social and Governance (ESG) preferences.**“*

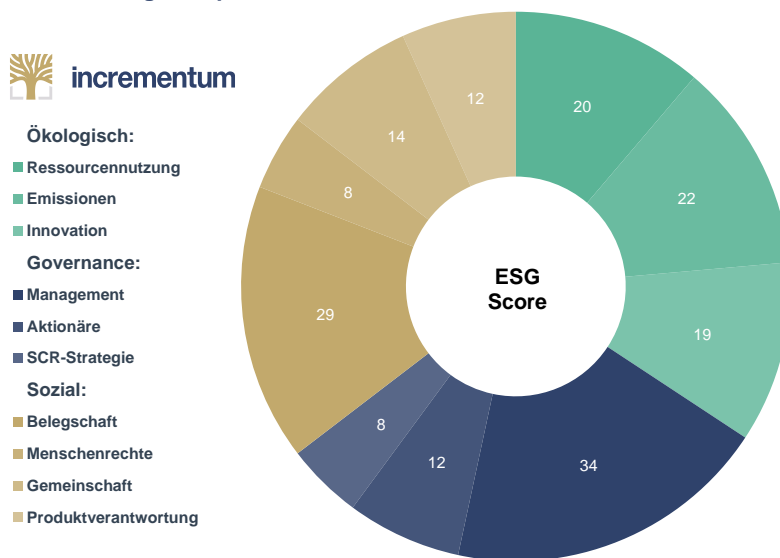
*The **final recommendations to the client should reflect both the financial objectives and, where relevant, the ESG preferences of that client.** Investment firms providing investment advice and portfolio management should consider each client's individual ESG preferences on a case-by-case basis.“³³²*

³³² Deloitte: „Sustainability enters into MiFID II Suitability“, Regulatory News Alert, 25. Mai 2018, Hervorhebung im Original

Was bedeutet ESG eigentlich?

ESG steht für „Environment, Social, Governance“ (also: Umwelt, Soziales, Governance). Das sind die Kriterien, nach denen die Aktivitäten eines Unternehmens bewertet werden. Jeder der drei Faktoren besteht aus einer Reihe von Teilkomponenten wie z.B. Energie- und Wassernutzung, soziale Interaktionen mit lokalen Communities und Arbeitnehmern oder auch Anti-Korruptions- und Menschenrechtspolitik.

ESG-Bewertungskomponenten



Quelle: Thomson Reuters, Incrementum AG

ESG-Faktoren werden daher in Zukunft nicht mehr als bloße Richtlinien betrachtet, sondern werden ein wesentliches Selektionskriterium für Investoren darstellen. Zudem wird ESG für die Bonitätsbewertung von Unternehmen wesentliche Konsequenzen haben.

ESG-konforme Investitionen – mehr als nur drei Buchstaben

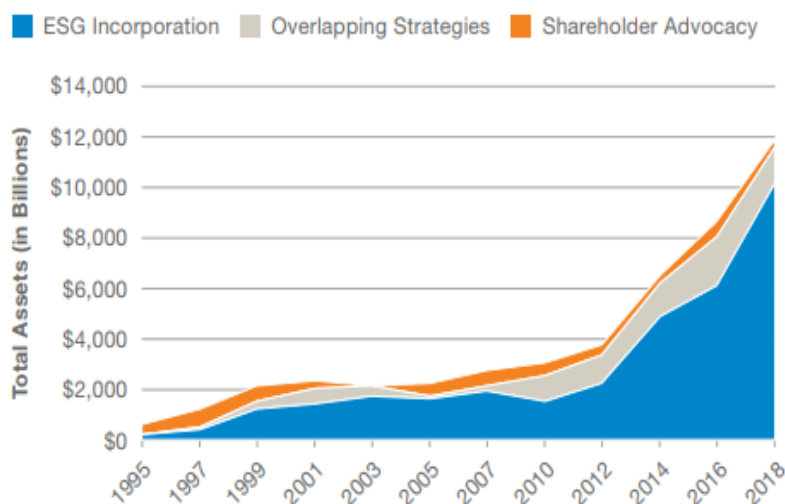
„When you take it all together, what you're really looking at is another way of assessing a company, without looking at its balance sheet, and looking at how it impacts the broader society at large.“

Martin Kremenstein

Der Aufstieg neuer umweltbewusster Investoren lässt sich an der rasanten Entwicklung von ESG messen, von der Geburt des an Nachhaltigkeit orientierten Anlagekonzepts in den frühen 1970er-Jahren bis hin zu den mit ESG-konformen Investmentfonds von heute, die weltweit über ein verwaltetes Vermögen (AuM)

von über 20 Bill. USD, davon allein rund 12 Bill. USD in den USA, verfügen.³³³ Dieses phänomenale Wachstum sollte von Minenunternehmen als ein Treiber für positive Veränderungen gesehen und als Wettbewerbs-instrument innerhalb der Branche genutzt werden, um die Performance anderer Sektoren zu übertreffen und ESG-Investoren anzuziehen.

ESG-kompatibles verwaltetes Vermögen (AuM) in den USA, in Mrd. USD, 1995-2018



Quelle: [US SIF](#)

Unsere Erfahrung zeigt, dass die aktive Milderung von ESG-Risiken langfristig Shareholder-Value kreiert.

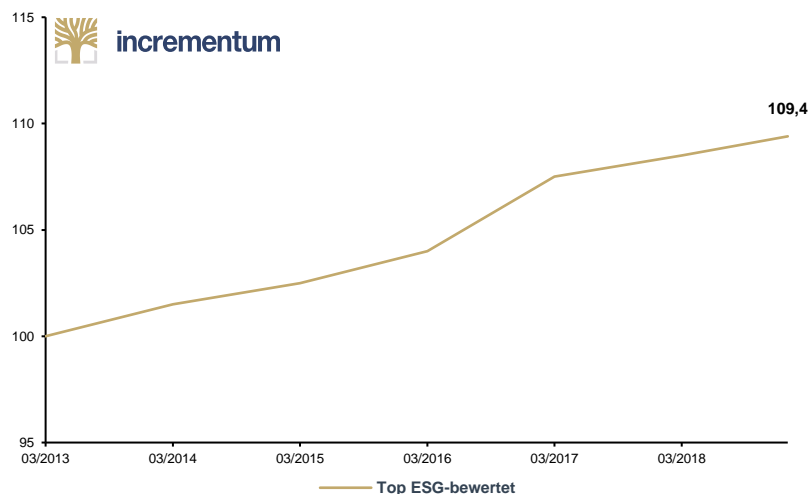
Namrata Thapar

Höhere Profitabilität ESG-konformer Investments: Mythos oder Realität?

Seit der Gründung des ersten an Nachhaltigkeit orientierten Anlagefonds haben sich viele Mythen bezüglich der Profitabilität solcher Fonds als falsch erwiesen. Sobald Daten zur ESG-Konformität verfügbar wurden, zeigte sich: Portfolios die aus den 30% der Unternehmen mit den besten ESG-Ratings bestehen, übertreffen regelmäßig die Performance des STOXX 600-Index. **Aktien der Unternehmen mit den besten ESG-Bewertungen generieren somit eindeutig Alpha-Renditen für ihre Investoren.**

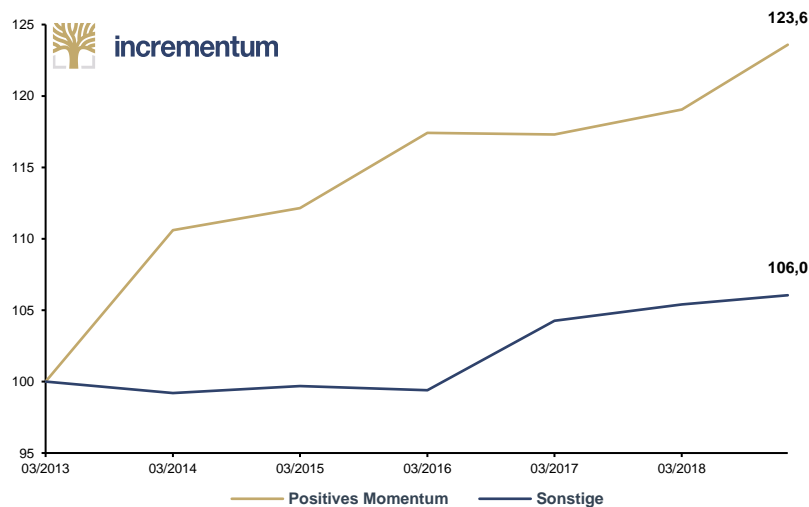
³³³ US SIF: „Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2018“

Kumulierte Jahresperformance der Unternehmen mit Top-ESG-Rating, 03/13=100, 03/2013-01/2019



Quelle: SG Cross Asset Research/ESG, Incrementum AG

Kumulierte Jahresperformance: Unternehmen mit sich verbessernden ESG-Ratings vs. Unternehmen, deren ESG-Rating sich nicht verbessert, 03/13=100, 03/13-01/19



Quelle: SG Cross Asset Research/ESG, Incrementum AG

Laut einer Studie übertrifft zudem die Performance von Unternehmen, die ihre ESG-Ratings beständig verbessern, die der 30% der Unternehmen mit den höchsten ESG-Ratings.³³⁴ **Die Umstellung der Unternehmenskultur anhand von ESG-Kriterien eröffnet Investoren somit erstaunliches Potenzial.**

³³⁴ Agarwal, Nimit und Ouaknine, Yannick: „ESG Rating and Momentum“, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 21. März 2019

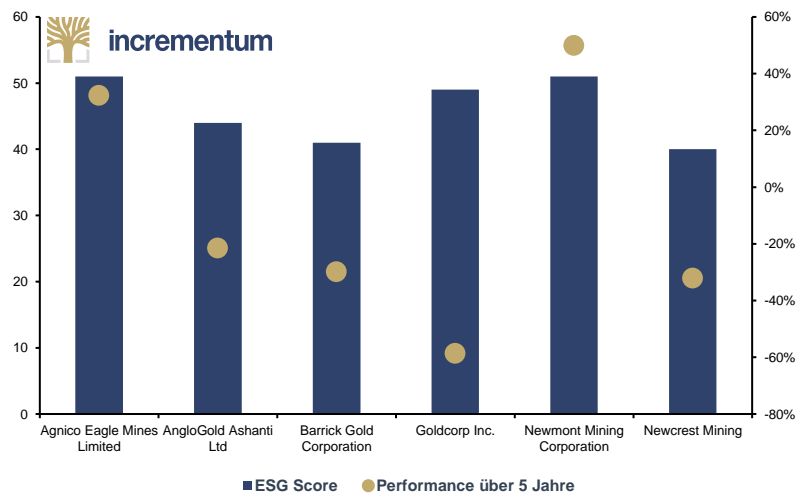
Demonstrating good ESG is increasingly seen as vital to securing investment in mining projects – particularly traditional equity financing from public markets and alternative financing from offtakers, private equity and multilateral and bilateral financial institutions and contractors.

Jonathan Brooks

ESG-Konformität und die Goldindustrie

Wenn man die zur Verfügung stehenden ESG-Ratings der größten Goldproduzenten betrachtet, kommt man zum gleichen Schluss. Die Goldminer mit den besten ESG-Ratings haben ihre niedriger bewerteten Konkurrenten in den letzten 5 Jahren bezüglich ihrer Performance in den Schatten gestellt. Konkret hat Newmont Mining sowohl bessere ESG-Ratings als auch eine bessere finanzielle Performance als sämtliche Peers erzielt. Das überrascht nicht, denn Newmont wird häufig als Vorreiter in Sachen ESG genannt. In Nevada hat das Unternehmen mit dem Bau einer neuen Pipeline den Frischwasserverbrauch der Pete Bajo Mine um 125 Mio. Gallonen pro Jahr (~470 Mio. Liter) reduziert. Das Unternehmen hat zudem eine Reduktion seiner Treibhausgasemissionen um 16,5% bis 2020 zum Ziel erklärt.

ESG-Ratings (linke Skala), und finanzielle Performance über 5 Jahre, in % (rechte Skala), 2014-2018



Quelle: Mining.com, Incrementum AG

It's not just equity investors that want to see more movement on ESG topics, but the debt providers and even the banks providing the credit facilities for the mines.

Matthew Keen

ESG-konforme Unternehmen haben nachweislich eine bessere finanzielle Performance, als Unternehmen die keine ESG-Auflagen erfüllen. Der Bergbausektor hat in den letzten Jahren kumulativ keine beständig positiven Renditen erzielt und Goldproduzenten weisen im Vergleich zu anderen Unternehmen im Allgemeinen niedrige ESG-Ratings auf. Investoren sollten daher damit rechnen, dass Goldproduzenten auf den ESG-Zug aufspringen und ihn zu ihrem Vorteil nutzen werden.

Schließlich ist es für die kapitalintensive Bergbauindustrie von größter Bedeutung, Zugang zu möglichst günstigem Kapital sicherzustellen. Da ESG-Ratings ein wichtiger Bestandteil ihrer Bonitätseinschätzungen sein werden, wird es für Bergbauunternehmen unerlässlich sein, die Erfüllung von ESG-Anforderungen als oberste Priorität zu betrachten. Das sollte ihnen nicht nur helfen, hohe Renditen für Investoren zu erzielen, sondern auch den Zugang zu günstigem Kapital erleichtern.

Der (lange) Weg zu ESG-konformer Goldförderung

“Not only must resource development be sustainable but it must provide opportunities to for communities to partner and participate in the building of wealth. In fact that is the best part of what we do-working together with people and communities and watching them grow and prosper alongside us.”

Sean Boyd, CEO Agnico Eagle

Der Weg zur Erfüllung von ESG-Anforderungen wird für die Goldproduzenten nicht einfach sein. **Wir werden uns nun im Besonderen mit zwei Themen befassen, die für die ESG-Konformität relevant sind: Energieverbrauch und Renaturierung der Abbaugebiete.**

Es genügt nicht sich nur auf die Risiken zu konzentrieren, man muss auch die Chancen im Zusammenhang mit ESG identifizieren.

Anders Thorendal,
CIO schwedische Kirche

Es ist kein Geheimnis, dass der Bergbau eine energieintensive Industrie ist. Die Entstehung dieser Energie muss bei der Einhaltung der ESG-Anforderungen sowie bei der Berechnung von CO₂-Emissionen berücksichtigt werden. Die Sicherung von erneuerbaren Energiequellen sollte daher eine Priorität auf dem Weg zur ESG-Konformität sein. Die Renaturierung alter Bergbaugebiete ist ein weiteres großes Problem, das die volle Aufmerksamkeit der Industrie beansprucht. Ohne besondere Sorgfalt bei der Renaturierung kann kein hohes ESG-Rating erreicht werden. Diese Sorgfalt sollte den Unternehmen helfen, gute Beziehungen zu festigen die mit Interessensgruppen während der Explorations- und Produktionsphase aufgebaut wurden.

Saubere Energiequellen sind eine Priorität

Für Goldminen in abgelegenen Regionen oder unsicheren Jurisdiktionen bietet saubere Energie eine der besten Chancen die ESG-Ratings positiv zu beeinflussen und die Betriebskosten zu senken.

The reduction of renewable power costs and the prospect of more reliable power supply will be the key drivers of the shift away from traditional fuel sources to renewables among miners, ahead of ESG concerns.

Fitch Solutions

Da Energiekosten bis zu 54% der gesamten operativen Ausgaben im Bergbau darstellen, ist vorhersehbar, dass Minenunternehmen u. a. ESG-konforme Anleihen („green bonds“) emittieren werden, um den Bau teil- oder vollautonomer unabhängiger Netzwerke für erneuerbare Energien zu finanzieren. Solche Netzwerke werden dabei helfen, den hohen Energiebedarf zu decken und es ermöglichen, die CO₂-Bilanz zu verbessern. Minenunternehmen werden langsam, aber sicher auf Distanz zu fossilen Brennstoffen gehen, obwohl sie derzeit mehr als 50% ihres Energiemixes ausmachen. Neue Goldminenprojekte durchlaufen immer anspruchsvollere Genehmigungsverfahren. Die Minimierung des Verbrauchs fossiler Brennstoffe im Energiemix, sowie der Verzicht auf bestehende Stromnetze würden in diesem Kontext als wesentliche Bekenntnisse zur Nachhaltigkeit gewertet werden.

As we develop resources in Nunavut it is critical that we constantly strive to be more cost effective but also to be more energy efficient. We are working on several initiatives to develop renewable energy sources... These initiatives are not only focused on cleaner and cheaper energy for our mines but also to make these energy sources available to the people and communities of Nunavut.

Sean Boyd

Mining needs to embrace its role as an agent of change for good – and tell the story of how it does this better – if it wants to continue to compete for investment dollars and talent in the future.

Tom Butler

Energie – Taten statt Worte

Minenunternehmen theoretisieren nicht mehr über die Zukunft erneuerbarer Energien in ihrem Energiemix, sondern beginnen diese bereits weltweit in bestehenden Betrieben einzusetzen. **Minen** in entlegenen Gebieten sind die größten Nutznießer dieses Trends, da die Energieversorgung dort oft kostspielig und unzuverlässig ist.

Ein Beispiel ist eine von Rolute Mining betriebene Goldmine im südöstlichen Teil Malis, die eine neues Schweröl-Solarenergie-Hybridkraftwerk errichten wird, das die Energiekosten von heute 0,20-0,24 USD/kWh um rund 40% auf 0,14 USD/kWh reduzieren wird.³³⁵ Ein weiteres Beispiel ist die von Rio Tinto betriebene Diavik-Mine im kanadischen Nordwesten, die seit 2012 für rund 10% ihres gesamten Energieverbrauchs einen eigenen Windpark verwendet. Derzeit werden sogar mehr als 50% des Gesamtverbrauchs bereitgestellt, was für den gesamten Untertagesbetrieb reicht. Nach der Installation der Anlage für Gesamtkosten von 32 Mio. USD, zeigen die ersten Fünfjahresergebnisse des Unternehmens sowohl positive Auswirkungen auf ESG-Risiken als auch eine positive Rendite.³³⁶

Ergebnisse seit der Aufrüstung	
Energiegewinnung	90,8 Gigawattstunden
Verfügbarkeit	96,3%
Diesel-Offset	22,1 Mio. Liter
CO2-Offset	61,253 Tonnen
Treibstoffersparnisse	26,18 Mio. USD

Quelle: Rio Tinto

Das Problem der Renaturierung wird gelöst

Wenn die Förderung in einer Mine eingestellt wird, rückt ein weiteres Thema im Zusammenhang mit der Einhaltung von ESG-Anforderungen in den Fokus. Angesichts der enormen Kosten, die die Renaturierung aufgelassener Minen verursachen, ist – aus ökonomischer Sicht - nachvollziehbar, dass Bergbauunternehmen versuchen, Minen die kurz vor der Stilllegung stehen, zu verkaufen. Ein großer Teil der negativen Wahrnehmung des Bergbau-Sektors kommt von erschöpften Bergwerken, die ohne jegliche Renaturierung aufgegeben wurden. Da die Umweltgenehmigungsverfahren für neue Projekte immer komplexer werden und verschiedene Interessensgruppen besser organisiert und stärker mobilisiert sind als je zuvor, wird enormer Druck auf Goldproduzenten ausgeübt, bei der Renaturierung von Bergbaustandorten sogenannte „Best Practices“ anzuwenden. Bergbauunternehmen, deren Priorität auf der Minderung von ESG-Risiken liegt, werden nicht nur an die Kosten von Renaturierungen denken, sondern auch die Gelegenheit wahrnehmen sich für ein positives Nachleben ihrer Minen einzusetzen und die ökologischen und sozialen Auswirkungen für lokale Gemeinschaften zu mildern.

³³⁵ „New 40MW Solar Hybrid Power Plant for Syama Gold Mine“, Rolute ASX Announcement, 26. November 2018; „Mali: 40MW solar hybrid power plant for Syama Gold Mine“, ESI Africa, 29. November 2018

³³⁶ Vgl. Rio Tinto: „Diavik Diamond Mine – 2017 sustainable development report“

Renaturierung – Taten statt Worte

Seit 2016 ist die Renaturierung von Minenstandorten für Newmont Mining nicht mehr nur ein Ziel, sondern eine Priorität. Das Unternehmen hat Renaturierungsziele in sein jährliches Leistungsanreizprogramm aufgenommen. Die Bonuszahlungen erfolgen gemäß der Erfüllung der Ziele gerechnet auf Hektar des zu sanierenden Gebiets. Diese Bonuszahlungen werden auch am Ende des Jahres positiv oder negativ angepasst, je nach dem Erfolg der Renaturierungsmaßnahmen.³³⁷

Im Südosten von British Columbia hat sich ein Bergbauunternehmen am Bau einer Solarzellen-Mikroanlage beteiligt, indem es sein ehemaliges Bergbaugebiet sowie die Infrastruktur und Teilfinanzierung der Anlage bereitstellte. Diese Solaranlage liefert mittlerweile Elektrizität für mehr als 200 Haushalte.³³⁸

Wenn der Versuch ESG-Anforderungen zu erfüllen, scheitert

Ein Beispiel für das Scheitern der beabsichtigten Minderung von ESG Risiken hat der Bergbaugigant Vale SA geliefert. Bei einem ersten Vorfall im Jahr 2015 ist der Samarco Staudamm des Unternehmens in der Nähe der Stadt Mariana gebrochen. Dieser Damm war Teil eines Joint Venture Unternehmens mit BHP Billiton und unterstand nicht der operativen Kontrolle von Vale. Doch sogar nach diesem Ereignis, das irreparable Umweltschäden und den Tod von 19 Menschen verursacht hat, konnte Vale seine erstklassiges ESG-Rating vorerst behalten.

Vale – Historischer Verlauf des ESG-Ratings, 01/2014-01-2019

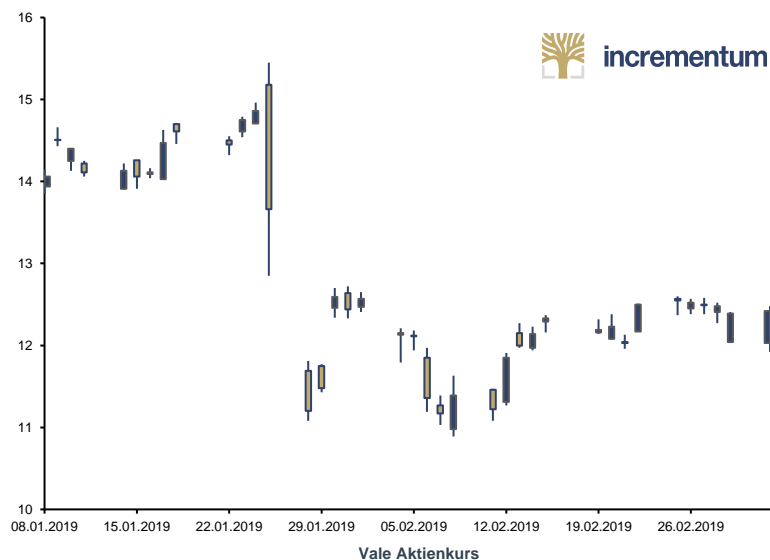


Quelle: sustainanalytics, Incrementum AG

³³⁷ Newmont: „Beyond the Mine – Our 2015 Social and Environmental Performance“, S. 55
³³⁸ „This Old Mine Is Now B.C.’s Largest Solar Farm“, The Narwhal, 29. März 2017

Am 25. Jänner brach dann der Damm des Fundão Rückhaltebeckens. Nach diesem zweiten Unfall wurde das ESG-Rating von Vale herabgestuft und der Aktienkurs brach um mehr als 25% ein.

Aktienkurs von Vale, 8.1.2019-4.3.2019



Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

Der Vorfall führte zu Strafzahlungen in Höhe von 3 Mrd. USD, blockierte den Zugang zu Finanzierungen und resultierte in einer Aussetzung der Dividende. Acht Mitarbeiter von Vale wurden strafrechtlich verfolgt, bei zwei Vale Anlagen wurde der Betrieb eingestellt und die Bauarbeiten an dreizehn weiteren Dämmen wurden gestoppt. Die brasilianische Regierung spricht sogar davon, ihre Anteile an dem Unternehmen zu verkaufen.

Gold opens all locks, no lock will hold against the power of gold.

George Herbert

Das ESG-Rating von Vale wurden im Anschluss herabgestuft, was zu automatischen Verkäufen durch Investmentfonds führte. Die Börse von Sao Paulo hat die Vale Aktie aus ihrem ISE Nachhaltigkeitsindex entfernt. Der CEO des Unternehmens ist zurückgetreten, und NGOs fordern nun den Ausschluss von Vale aus dem „Corporate Responsibility Pact“ der Vereinten Nationen. Ein Unfall dieser Art kann daher nicht nur starke kurzfristige Auswirkungen auf den Aktienkurs eines Unternehmens, sondern auch langfristige Auswirkungen auf seinen Ruf und seine Profitabilität haben. Auch wenn die Gesamtkosten der Tragödie noch nicht feststehen, wird Vale mit Milliarden US-Dollar an Kosten für Renaturierungen, Klagen, Abschreibungen, Refinanzierungen und Rückstellungen rechnen müssen.

Kurzum, nicht einmal Unternehmen mit den besten ESG-Bewertungen sind vor Unfällen gefeit. Wenn solche Ereignisse stattfinden, können Firmen über Nacht einen erheblichen Teil ihrer Marktkapitalisierung verlieren. **Andererseits werden Unternehmen, die erfolgreich ihr Risiko im ESG-Bereich reduzieren, ihre Profite mehrten, indem sie von Investitions- und Kapitalzuflüssen profitieren.**

*Governments lie; bankers lie;
even auditors sometimes lie.
Gold tells the truth.*

Lord Rees Mogg

Gold als nachhaltige Investition?

Auch wenn ESG zur neuen Maxime des Sektors tendiert, sollten Überlegungen zur Nachhaltigkeit nicht nur auf die Ratings reduziert werden. Während sie eine schnelle Lösung zur Bewertung von Bergbauunternehmen darstellen, werden die Metalle selbst nicht bewertet. Vor allem Gold ist meist Opfer von schlechter Presse, da fast nur über die Unmenschlichkeit einiger Goldminen in Afrika oder von der Umweltbedrohung durch Cyanid-Kontamination berichtet wird. Das könnte umweltbewussten Anlegern die Investition in das gelbe Metall vergällen. Wir glauben jedoch, dass sie bezüglich der CO₂-Bilanz, der Abfallerzeugung und der Menge an verwendeten Ressourcen dem nachhaltigsten Mineral der Welt den Rücken kehren würden.

Ist Gold der nachhaltigste Rohstoff der Welt?

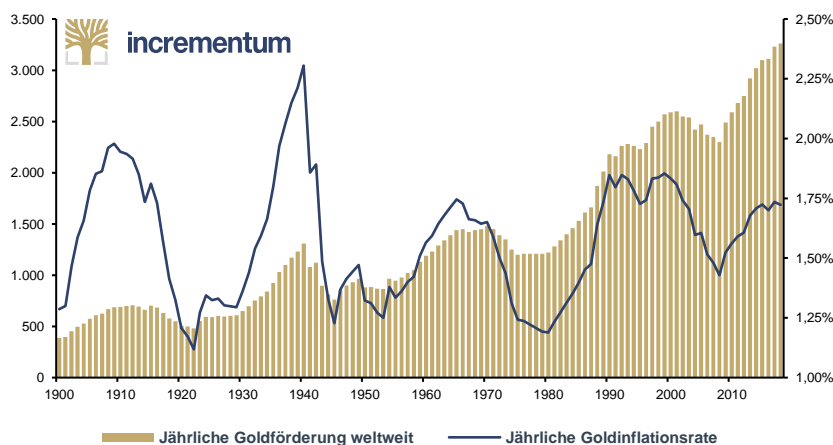
Es gibt viele Gründe warum Gold in der Tat das nachhaltigste Mineral der Welt ist: seine elementaren Eigenschaften, der Extraktionsprozess und seine Wertbeständigkeit.

*The desire of gold is not for gold.
It is for the means of freedom
and benefit.*

Ralph Waldo Emerson

Gold wird seit mehr als 7.000 Jahren gefördert. In diesem Zeitraum wurden über 190.000 Tonnen produziert, was der Größe von rund 3,5 olympischen Schwimmbecken entspricht. Davon wurden über 50% seit den 1950er-Jahren abgebaut. Praktisch das gesamte jemals geförderte Gold ist nach wie vor verfügbar und kann wiederaufbereitet werden. Wenn Sie Goldschmuck besitzen, besteht eine gewisse Chance, dass ein Teil davon aus Abbaustätten stammt, die tausende Jahre alt sind.

Jährliche Goldförderung, in Tonnen (linke Skala), und Wachstumsrate des Goldbestandes, in % (rechte Skala), 1900-2018



Quelle: USGS, World Gold Council, Incrementum AG

*Gold was a gift to Jesus. If it's
good enough for Jesus, it's good
enough for me!*

Mr. T

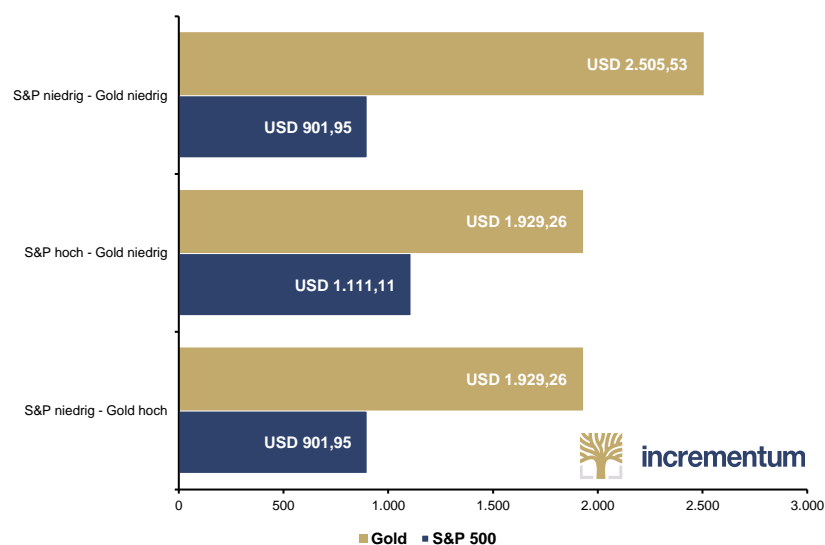
Gold ist eines der acht edlen Elemente, die mit der Luft oder ihren Komponenten wie Sauerstoff, Kohlendioxid oder anderen Gasen nicht chemisch reagieren, was Gold davor schützt seinen Glanz zu verlieren. Gold bleibt daher in seiner reinsten Form ewig erhalten, was es zum perfekten Investmentvehikel macht, das von Generation zu Generation weitergereicht werden kann. **Daher können die**

sozialen Kosten und die Umweltkosten der Goldförderung auf eine fast unendliche lange Zeitspanne aufgeteilt werden, was sie gegen Null konvergieren lässt. Zudem ist Gold in seiner reinen Form kein Abfallprodukt, da sein Wert zu hoch ist. Niemand wird es freiwillig wegwerfen.

CO₂-Emissionen: Gold im Vergleich zum S&P 500

Mit derart geringen CO₂-Emissionen trägt Gold zum Klimaschutz bei, da Investoren es als ausgleichendes Instrument nutzen können, um ihre CO₂-Bilanz zu verbessern. Bezüglich der CO₂-Emissionen schneidet Gold deutlich besser als der S&P 500 ab. Für jede Tonne CO₂ die bei der Produktion anfällt, generiert Gold einen Wert von über 2.500 USD im Vergleich zu 900 USD an Wert, die der S&P 500 pro Tonne CO₂ generiert. Wie bereits erwähnt, nimmt die CO₂-Bilanz von Gold im Lauf der Zeit ab, was es zu einer noch attraktiveren Anlage für ESG-orientierte Investoren macht.

Wert, der durch die Emission von 1t CO₂ für Gold im Vergleich zum S&P 500 entsteht, in USD



Quelle: Dirk Baur³³⁹, Incrementum AG

Gold – die nachhaltigste Währung der Welt

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

Gerald M. Loeb

Die Nachhaltigkeit von Gold als Währung ist noch beeindruckender.

Die Dichte und Verformbarkeit von Gold macht es zur perfekten Währung. Es kann zum Transport einer großen Wertmenge auf engstem Raum dienen oder in extrem dünne Blätter von nur wenigen Mikrometern Stärke zerteilt werden. Es war schon vor Jahrhunderten die Wahl der Regenten und ist heute noch die erste Wahl der Zentralbanken. Im Gegensatz zur Papierwährung muss man Goldreserven

³³⁹ Vgl. Baur, Dirk G. und Oll, Josua: „The Role of Gold and the VIX in Investment Portfolios – A Financial and Sustainability Perspective“, September 2017

nicht aufstocken, um ihre Kaufkraft zu erhalten, denn Gold ist vor Inflation gefeit, was seinen ökologischen Fußabdruck verringert und seine Lagerung erleichtert.

Fiat-Währungen haben andererseits große Auswirkungen auf die Umwelt. Weltweit sind ungefähr 1,5 Billionen Münzen im Umlauf, die im Wesentlichen aus Nickel, Kupfer und Stahl bestehen, mit einem Gesamtgewicht von geschätzten 5,25 Millionen Tonnen. Dazu kommen mehr als 200 Milliarden Banknoten, die alle 4 bis 15 Jahre neu gedruckt werden müssen und deren Anzahl beständig steigt.

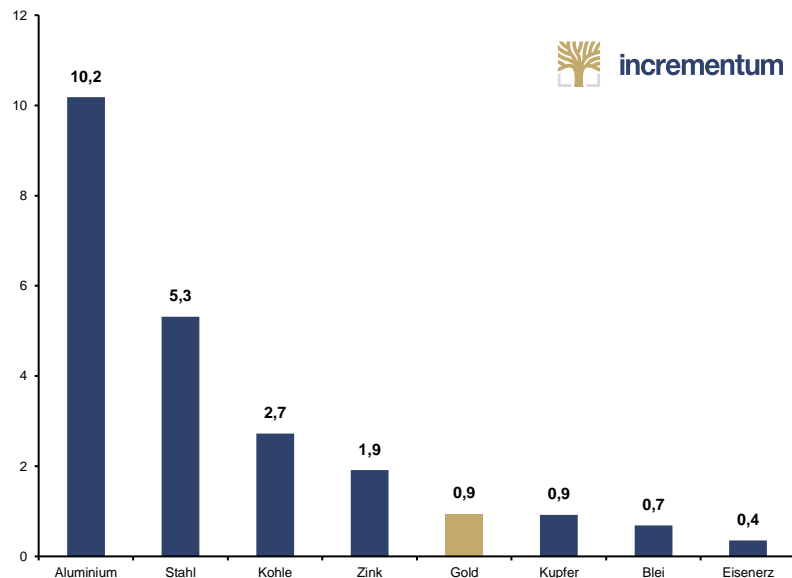
Die Umweltschäden die solche enormen Mengen an Metall, Baumwolle, Wasser, Tinte und Polymeren mit sich bringen sind astronomisch, speziell im Vergleich zu den 190,000 Tonnen Gold die bisher gefördert wurden. Die CO₂-Emissionen die bei der Förderung und Verarbeitung entstehen sind ein wichtiger Faktor beim Vergleich der Nachhaltigkeit verschiedener Metalle.³⁴⁰

Mining companies themselves stand to gain from strengthening their ability to 'know and show' how they are addressing these issues of public interest.

Helene De Villers-Piaget,
Responsible Mining
Foundation

Ein näherer Blick auf die CO₂-Emissionen von Gold pro Werteinheit im Vergleich zu Kupfer, Aluminium, Stahl, Kohle, Zink und Blei hilft uns zu verstehen, wie groß der Vorteil des Goldes von der Förderung bis zur Veredelung gegenüber diesen Mineralien ist. Zudem fallen bei Goldrecyclingprozessen 90% weniger CO₂-Emissionen an, als bei der Goldförderung und etwa 25% des jährlichen Goldbedarfs werden allein durch Recycling gedeckt.

Emissionsintensität pro Einheitswert, in kg CO₂-Emissionen, in USD, 2018



Quelle: Gold and climate change: An introduction, World Gold Council, 2018, Incrementum AG

Fazit

Die zunehmende Erfüllung von ESG-Anforderungen in der Goldindustrie könnte für einen großen Sprung für eine Branche bedeuten, die seit Jahren verzweifelt versucht, ihren ramponierten Ruf aufzupolieren. Ein neues Image, das im Kern den Prinzipien Umwelt, Soziales

³⁴⁰ Vgl. „Gold and climate change: An introduction“, World Gold Council, 26. Juni 2018

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

Rick Rule

The secret of change is to focus all your energy not on fighting the old, but on building the new.

Sokrates

und Good Governance verpflichtet ist und die Rückkehr zu einer finanziellen Performance ermöglicht, die Alpha-Renditen generiert.

Wie bereits erwähnt, haben Goldproduzenten im Allgemeinen schlechte ESG Bewertungen. Genau darin besteht die größte Chance für Investoren. Wenn Unternehmen ihre ESG-Ratings verbessern, kann man positive Auswirkungen auf die Kursentwicklung erwarten. Diese Folgeerscheinung wird einen Schneeballeffekt erzeugen, denn ein Unternehmen, das bei der Reduktion der ESG-Risiken Erfolg hat, wird umso mehr geneigt sein, stark in die weitere Verbesserung seines ESG-Ratings zu investieren. **Da Minenunternehmen die sozialen und ökologischen Auswirkungen ihrer Tätigkeit immer stärker berücksichtigen und durch Good-Governance-Praktiken verbessern, sollten Investoren direkt von diesem Wandel der Unternehmenskultur profitieren.**

Goldproduzenten sind für den Übergang zu diesem Paradigmenwechsel der Investitionsanforderungen gut gerüstet. Wenn die Goldindustrie von ausschließlich profitorientierten Investitionsentscheidungen zu Entscheidungen, die sich an ESG-Anforderungen orientieren übergeht, wird sie in der Lage sein, aufgrund ihrer besonders geringen CO₂-Bilanz, Investoren anzuziehen für die sie als perfektes Instrument zum Ausgleich von CO₂-Portfolios dienen kann. Die Goldindustrie steht bereit, den nächsten Boom auf ein stärkeres Fundament zu stellen und die negativen ökologischen und sozialen Auswirkungen ihres Tuns durch „Good Governance“ zu mildern.

ESG-Ratings mögen subjektiv sein und das System hat eindeutig zahlreiche Schwächen. Weil es nun ohnehin vom Gesetzgeber durchgesetzt wird, bleibt den Unternehmen nichts anderes übrig als sich an die Vorgaben zu halten. Für den Bergbausektor stellt es sowohl eine große Herausforderung als auch eine enorme Chance dar.



AGNICO EAGLE

We Make Mining Work

LEARN MORE AT AGNICOEAGLE.COM



Mining & Technologie

Disruptive Innovation als neues Kernelement der Goldförderung

„Technology and innovation are not magic bullets that will automatically improve the fortunes of the mining industry. However it is critical to make significant investments in new technologies that are tailored to individual operations to ensure resource development remains responsible and sustainable, cost effective, safe and productive.“

Sean Boyd, CEO Agnico Eagle

Key Takeaways

- Die Goldförderung befindet sich am Anfang einer Phase technologischer Disruption.
- Das Joint-Venture zwischen Barrick und Newmont könnte ein neues Zeitalter der Kooperation im Minensektor einläuten.
- Geringere Explorationskosten und höhere Erfolgsraten sind notwendig, um die zukünftige Goldnachfrage zu decken.
- Die Blockchain-Technologie ist für Produzenten hochrelevant, indem sie den konfliktfreien Abbau von Gold über die gesamte Wertschöpfungskette hinweg nachweisbar macht.

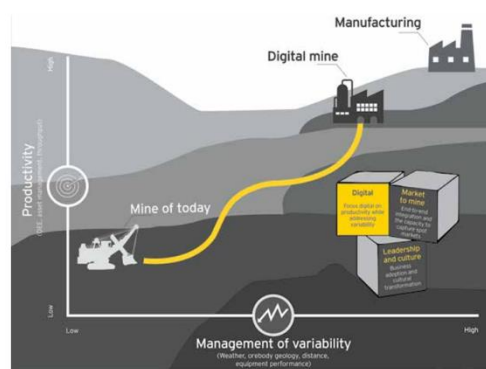
Einführung

The mining industry needs to compete more as a high technology industry, not as a traditional hole digging, dirt and rock selling industry.

John Welborn

Der Bergbau wird im Bezug auf Innovationen oft als Träger Dinosaurier angesehen. Viele der Technologien, die heute Verwendung finden, existieren seit Jahrzehnten oder gar Jahrhunderten. Nun aber braut sich am Horizont ein perfekter Sturm in Form von disruptiver Technologie zusammen, der die Voraussetzungen für fundamentale Veränderungen innerhalb des Sektors schaffen sollte. Das Resultat wird ein Mehr an Effizienz, Sicherheit und Rentabilität im Bergbau sein. **All das wird sich hochgradig positiv auf den Shareholder-Value auswirken.**

Auswirkungen der Digitalisierung auf die Produktivität im Bergbau

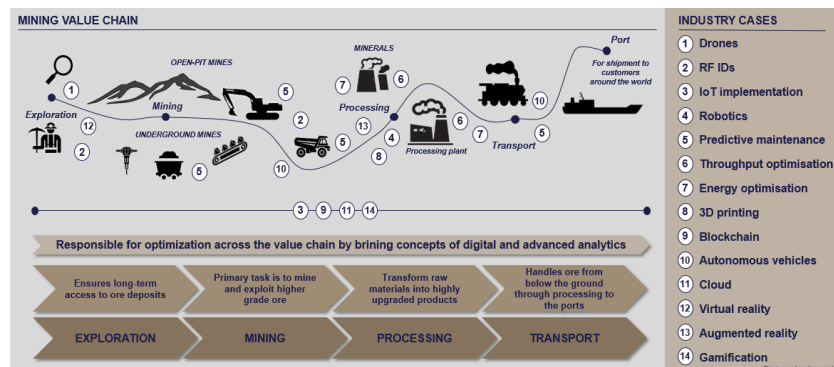


Quelle: Ernst & Young

Neue Technologien werden beim Goldabbau weltweit eingeführt. Der Sektor durchlebt gerade einen Transformationsprozess quer durch die gesamte Wertschöpfungskette, aber ganz spezifisch in den folgenden drei Bereichen:

- Exploration
- Produktion
- Sanierung/Renaturierung

Neue Technologien in der Wertschöpfungskette des Bergbausektors



Quelle: Australasian Institute of Mining and Metallurgy

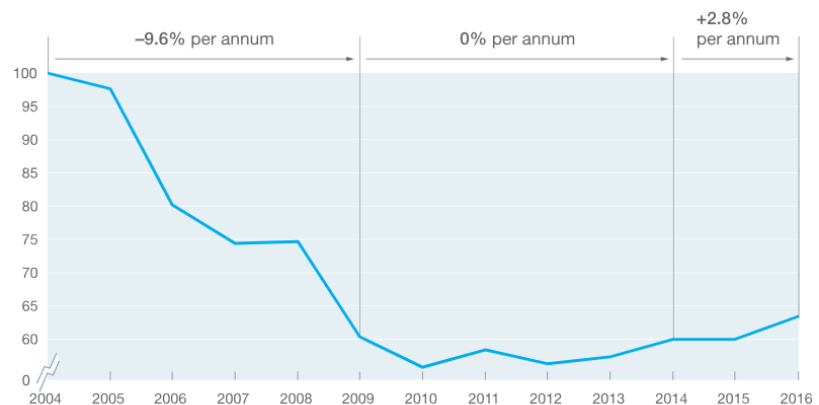
Disruptive Technologie im Produktionsprozess

I have confidence in mining. I see exciting opportunities in it.

Patrice Motsepe

Viele Bergbauunternehmen mussten in den vergangenen 15 Jahren einen drastischen Verfall ihrer Produktivität hinnehmen. Der Sektor befindet sich auch aufgrund steigender Kosten bei gleichzeitig wachsender Komplexität unter Druck. Darüber hinaus ist der **Erzgehalt im Laufe der Zeit gefallen und die Minen liegen so entlegen wie nie zuvor**. Um diesem Trend entgegenzuwirken und das Niveau der Goldproduktion zu halten, haben sich Unternehmen darauf verlegt, die Abbaukapazitäten auszuweiten. Diese Philosophie hat sich jedoch als Mühlstein für Produktivität und Rentabilität erwiesen.

MineLens Produktivitäts-Index (MPI), 2004=100, 2004-2016



Quelle: McKinsey

If you have always done it that way, it is probably wrong.

Charles Kettering

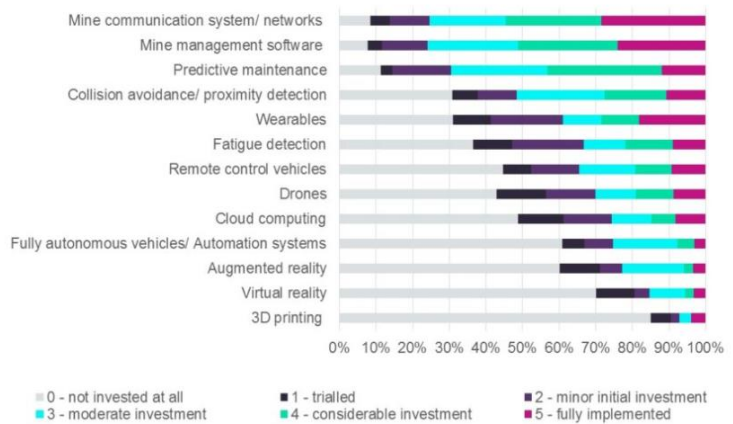
In – und als – Folge kehrten die Investoren dem Bergbau den Rücken zu. Der Sektor muss die nunmehr bestehende Chance ergreifen, einen technologischen Riesenschritt zu machen und den Weg in Richtung digitalisierten Bergbaus zu beschreiten. Dies würde die Produktivität erhöhen und die Betriebskosten verringern. Um diese Ziele zu erreichen, **müssen die einzelnen Schritte im Förderprozess mit Hilfe von Echtzeitdaten und prädiktiver Analyse miteinander verbunden („Konnektivität“) werden.**

Unter den Technologieinvestitionen der Bergbauunternehmen nimmt Konnektivität den ersten Platz ein. Wie aus der „Global Mine-Site Technology Adoption-Studie“ von GlobalData hervorgeht, sind bereits 30% der Minen vollständig miteinander vernetzt, und bei 50% sind in den letzten Jahren beträchtliche Investitionen vorgenommen worden.³⁴¹

³⁴¹ „Global Mine-Site Technology Adoption Survey, 2018“, GlobalData, November 2018

Investitionen in Minentechnologie

Q: To what extent have you invested in the following?



Quelle: GlobalData, Global Mine-Site Technology Adoption Survey, 2018

Dies sollte keine Überraschung darstellen, da die Einführung so ziemlich aller bedeutender disruptiven Technologien ein verlässliches Netzwerk benötigt, um die in Echtzeit gesammelten Daten zu übertragen.

IoT ist, wenn der Toaster Bitcoins schürft, um dem Kühlschrank seine Spielschulden zurückzuzahlen.

Ein weiterer wichtiger technologischer Trend im Bergbau ist der Einsatz des sogenannten Internet of Things (IoT). Diese Technologie ermöglicht die Zusammenschaltung verschiedener Objekte zum Zwecke der Datengewinnung und der Fernsteuerung. Sie steht beispielsweise im Zentrum von so genannten "Smart Wearables", d. h. von tragbarer, smarterer Ausrüstung, die zur Erkennung von Übermüdung eingesetzt werden kann. Laut einer Studie von Caterpillar Global Mining aus dem Jahr 2011 sind 65% der Unfälle mit Minen-LKWs auf Übermüdung zurückzuführen. Der Einsatz von tragbarer, smarterer Ausrüstung zur Erkennung von Übermüdung hat die Unfallrate im Minensektor nachweislich um 18% gesenkt.

Aber auch Annäherungserkennungssysteme, die autonomes Fahren und Fernkontrolle ermöglichen, sind eine Anwendung des IoT. Allerdings ist die Zentralisierung der produzierten Daten sowie die Anbindung an die Cloud zur Steuerung der Fahrzeuge notwendig. Dadurch können sämtliche Informationen sowohl vor Ort als auch aus der Ferne verarbeitet werden.

Der Datenerwerb in Echtzeit und die Zentralisierung der so gewonnenen Daten in einer Management-Software ermöglicht es Künstliche Intelligenz („KI“), die Förderung entsprechend den Management-Vorgaben zu maximieren wie die Verbesserung des Erzgehalts, die Reduktion von CO₂-Emissionen usw.. **Dies ebnet den Weg für Betriebszentren, die den gesamten Ablaufprozess des Bergbaus unter einem Dach steuern.**

Barrick-Newmont: Ein technologiegetriebenes Joint-Venture

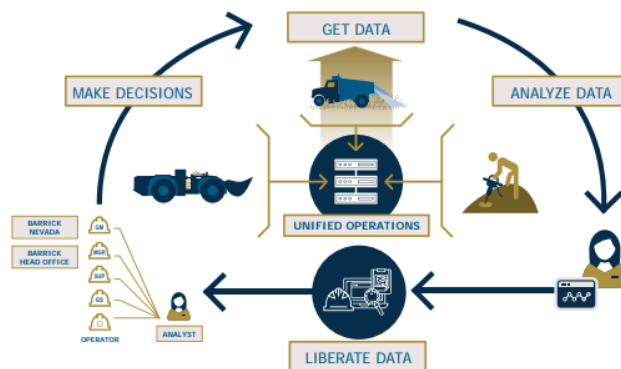
Das Barrick-Newmont Joint-Venture wird nur das erste von vielen im Goldminensektor sein.³⁴² Im Jahr 2016 gründete Barrick das „Barrick Nevada Analytics and Unified Operations (AU Ops) Center“, das als neurales Netz für die Förderaktivitäten des Unternehmens in der Region dient.

Der Bergbausektor verzeichnet derzeit einen Quantensprung hinsichtlich seiner Prozessabläufe. Der Fortschritt, den wir gerade sehen, lässt sich mit jenem des Finanzsektors vor zehn Jahren vergleichen.

Louis Canepari
VP Technology Goldcorp

Als Barrick Newmont das erste Mal kontaktierte, lehnte Newmont eine Fusion mit der Begründung ab, Barrick würde auf globaler Ebene keine hinreichend guten Ergebnisse liefern. Das Unternehmen sprach sich aber für ein Joint-Venture für seinen Nevada-Aktivitäten unter Barrick-Management aus. Wir gehen davon aus, dass die Minen beider Unternehmen zukünftig von Barricks AU Ops betrieben werden. Die KI, welche die Minen steuert, wird vom zusätzlichen Datenfluss aus den Newmont-Aktivitäten ebenfalls profitieren.

Barricks Nevada AU Ops Center Workflow



Quelle: Barrick Gold

Die KI wird unzählige Lösungen auf Basis verschiedener Minenbetreiber in ihre Modelle integrieren, was einen Multiplikator-Effekt für jede noch so kleine positive Veränderung mit sich bringen wird. Barrick wird seine Kosten pro geförderte Unze in den Nevada-Goldminen um bis zu 10% senken können. Newmont könnte eine ebensolche Kostensenkung erzielen. **Beide Unternehmen geben an, dass die Allianz Synergien in Höhe von 5 Mrd. USD hebt.**

Eine weitere Folge des Joint-Ventures ist, dass zahlreiche andere Unternehmen das Geschäftsmodell von Barrick-Newmont kopieren werden wollen. **Dies wird eine neue Ära der Zusammenarbeit im Goldminensektor einleiten, wo Minenunternehmen in bestimmten Gebieten kooperieren, während sie in anderen Wettbewerber bleiben.**

³⁴² „Barrick Gold ends hostile Newmont bid, signs Nevada joint venture“, Reuters, 11. März 2019

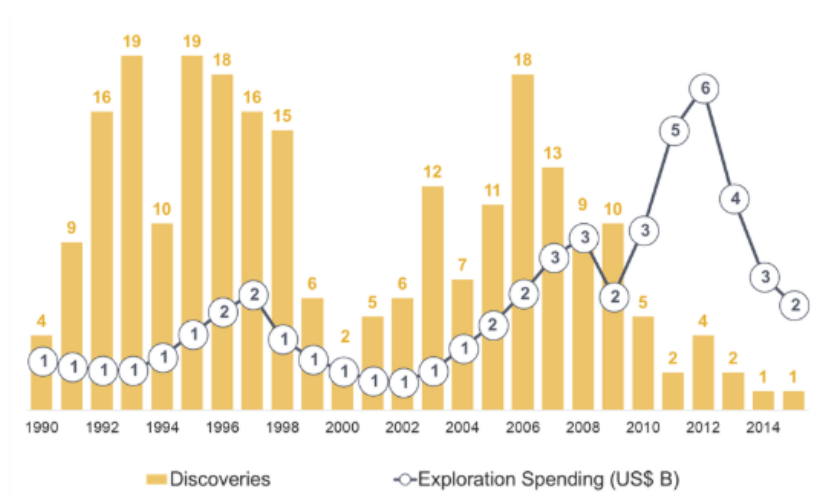
Disruptive Technologie in der Explorationsphase

It's time to treat exploration like a science and not like an art; we are trying to eliminate the luck out of the eureka moment.

Denis Laviolette

Der Einsatz disruptiver Technologie und insbesondere von KI wird einen Transformationsprozess für den Minensektor in der Produktionsphase, aber auch in der Explorationsphase mit sich bringen. Angesichts der wichtigen Herausforderungen, mit denen sich die Exploration im Goldminensektor konfrontiert sieht, stellt KI eines der Kernelemente zur Lösung der größten Probleme im Explorationsbereich dar: Unterfinanzierung und die niedrige Erfolgsrate. Die Lösung dieser Probleme ist als signifikanter Beitrag zur Deckung der zukünftigen Goldnachfrage zu sehen.

Die größten Goldentdeckungen vs. globale Investitionen in Exploration, 1990-2015



Quelle: Goldspot Discoveries

Disruptive Technologien haben bereits zu Veränderungen bei der Art und Weise geführt, wie Exploration betrieben wird. KI, Drohnen und Smart Drilling verleihen dem Sektor neue, interessante Möglichkeiten.

The biggest change and disruption will happen in exploration – how we discover gold and other metals and minerals. It's going to be about how we collect data in real time and what we then do with that data.

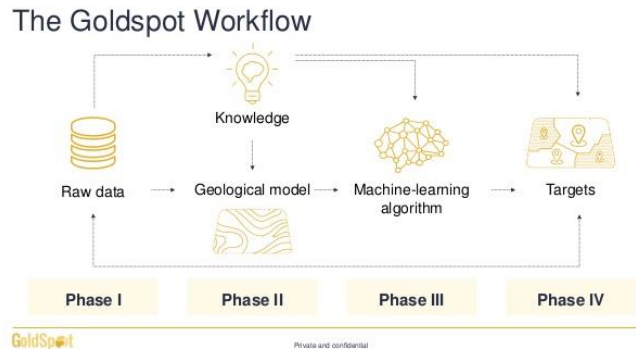
George Salamis

Die spannendste der neuen, disruptiven Technologien in der Goldexploration ist sicherlich der Einsatz von KI zur Verarbeitung der Rohdaten, bevor teure Probebohrungen angegangen werden. Zwar werden Explorationsunternehmen auf Basis des Potenzials ihrer Liegenschaften bewertet, doch ihr wahrer Wert kann erst aufgrund der Ergebnisse der ersten Explorationsbohrungen bestimmt werden. Ein Unternehmen, das Millionen an US-Dollar für Exploration ausgibt, läuft Gefahr, die nächste Runde an Bohrungen nicht mehr finanzieren zu können, wenn an der falschen Stelle exploriert wurde. Dies bedeutet aber keineswegs, dass die Liegenschaften keine wirtschaftlich verwertbaren Ressourcen beinhalten. Es könnte bedeuten, dass das Geologen-Team nicht in der Lage war, das optimale Zielgebiet zu identifizieren, um die Chance auf Goldfunde zu maximieren.

Das ist der Grund, warum KI den Sektor revolutionieren wird, indem sie nicht nur derzeitigen Exploratoren hilft, ihre Erfolgsraten zu verbessern, sondern auch

Produzenten die Lebensdauer bereits bekannter Goldlagerstätten zu verlängern oder gar neue Lagerstätten zu entdecken. Da diese Analysen vor der Investition von Millionen US-Dollar in Bohrungen vollzogen werden, wird der Einsatz von KI in diesem unterfinanzierten Sektor von transformativer Bedeutung sein.

KI-basierte Exploration



Quelle: Goldspot Discoveries

Es gibt keine disruptivere Innovation als jene, die ein neues Geschäftsmodell hervorbringt.

Julien Desrosiers

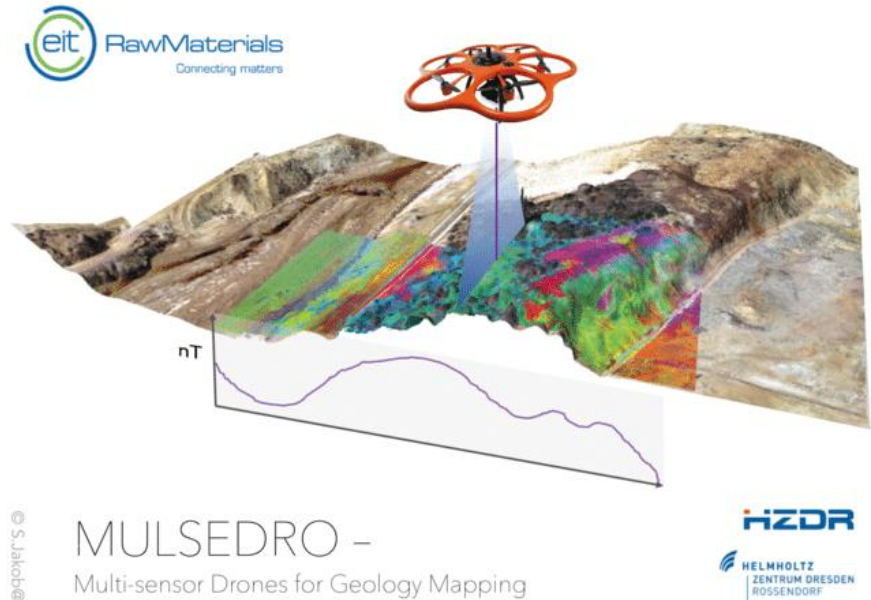
Im Februar dieses Jahres konnte man sich ein Bild davon machen, was die Zukunft bringen wird, als das erste KI-basierte Explorationsunternehmen über ein IPO an der TSX Venture Exchange in Toronto an die Börse ging.³⁴³ Goldspot Discoveries verfolgt ein Geschäftsmodell, das im Bergbausektor bis dato unbekannt ist: die Identifizierung hochwertiger Zielregionen gegen Entgelt, sowie Royalties. Mit Hilfe des Businessmodells von Goldspot können Geologen ihre Vermutungen auf neue Art und mit größerem Vertrauen untermauern **und in Folge frisches Kapital zur Finanzierung der Probebohrungen sicherstellen. Diese neue Herangehensweise an den Bergbau stellt im Hinblick auf das Zukunftspotenzial definitiv die derzeit disruptivste Innovation im Explorationssektor dar, quasi „das Über des Minings“.**

Allerdings müssen Goldminenunternehmen vor der Verarbeitung der Daten diese erst gewinnen. Und bei diesen ersten Schritten können Drohnen die Explorationskosten massiv verringern und die Effizienz ebenso deutlich steigern. Drohnen können kostenintensive geologische Tests und Studien mit Helikoptern ersetzen. Sie können in entlegenen Regionen ohne komplexe Logistik zum Einsatz kommen, egal bei welchem Wetter und zu welcher Uhrzeit. Sie sind umweltfreundlicher, da sie keine Schadstoffe emittieren und auch Fauna und Flora nicht beeinträchtigen. Sie erforschen große Gebiete in kurzer Zeit und gewinnen dabei umfangreiche Datenmengen, was an Effizienz einem Geologen, der oft Hunderte von Quadratkilometern in der Umgebung einer Mine abschreiten muss, deutlich überlegen ist. Die Daten können in Echtzeit analysiert werden, sodass Geologen in der Lage sind, zusätzliche Daten zu entnehmen oder die unter Begutachtung stehende Gegend sogar selbst zu erforschen und die Ergebnisse zu bestätigen. Der Einsatz von Drohnen macht es möglich, entlegene Regionen zu

³⁴³ „GoldSpot Discoveries Corp. Opens the Market“, Cision – News, 12. März 2019

erforschen und effizienterer Prospektion zu unterziehen. Nicht zuletzt sind auch die Betriebskosten für Drohnen deutlich niedriger als jene für Helikopter.

Drohneinsatz für präzise Explorationskartographie



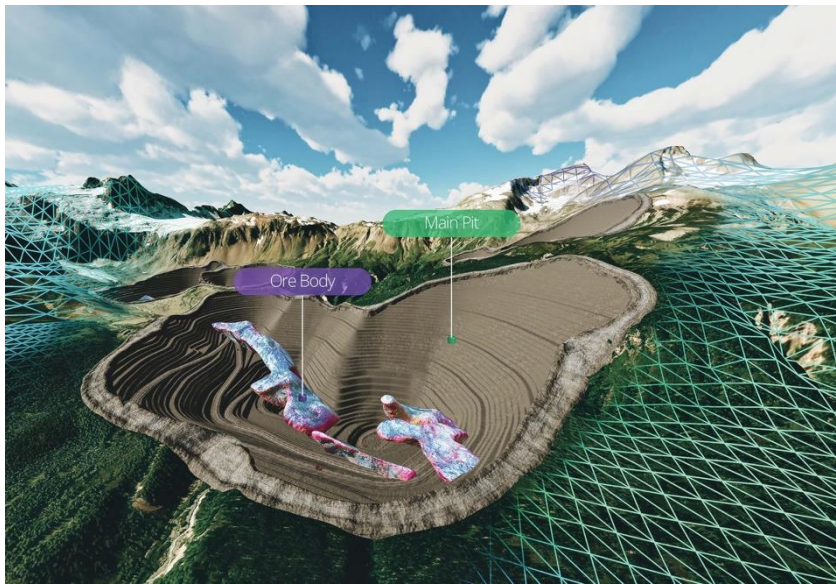
© S. Jakob@HZDR

MULSEDRO –
 Multi-sensor Drones for Geology Mapping

Quelle: Researchgate

Probebohrungen werden aufgrund des Einsatzes von automatisierten Bohrern in Kombination mit smarten Geräten zur Orientierungshilfe und Analyse-Tools einen ebensolchen Transformationsprozess durchlaufen. Nachdem es nun erstmals möglich ist, Bohrkerne in Echtzeit zu analysieren, haben Geologen auf Knopfdruck Zugang zu relevanten Detailinformationen und können informierte Bohr-Entscheidungen treffen. Virtual Reality und Augmented Reality ermöglichen neue optische Darstellungsmöglichkeiten des Renderings jener Daten, die während der vorbereitenden Explorationsphase und der Probebohrungen gewonnen wurden.

Ansicht einer Lagerstätte in Augmented Reality



Quelle: Llamazoo

Dies erlaubt es Geologen, ihre Ressourcen auf eine Weise zu verstehen, die vor ein paar Jahren noch vollkommen unvorstellbar war.

Technologische Disruption in der Sanierung und Renaturierung ehemaliger Förderstätten

Zu guter Letzt wird auch die Sanierung von Förderstätten von der technologischen Revolution profitieren. Beispielsweise können Echtzeit-Sensoren den Säuregehalt in Flüssen oder die Stabilität von Dämmen messen und Minenunternehmen dabei unterstützen, frühere Förderstätten gesichert zurückzulassen und gleichzeitig wichtige Informationen für die Vermeidung zukünftiger Katastrophen zu gewinnen. Wie der Bruch des Vale-Damms gezeigt hat, können diese neuen Technologien sogar Leben retten. Darüber hinaus gewährleistet die Gewinnung von Echtzeit-Daten bezüglich des Fortschritts der Regeneration von Flora und Fauna die erfolgreiche Renaturierung alter Förderstätten und ermöglicht eine positive Beziehung zur Community vor Ort.

Wie beim Minenbetrieb selbst wird auch bei der Exploration und der Sanierung die Digitalisierung der Daten sowie deren automatisierte, KI-basierte Verarbeitung Einzug halten. Diese in Echtzeit generierten Daten werden auch das Management von ESG-Risiken verbessern.

Ein konkretes Beispiel soll dies veranschaulichen: Die Kommandozentrale eines Unternehmens entdeckt z. B. erste Anzeichen eines sich anbahnenden Unfalls und unternimmt sofort vorbeugende Schritte, womit wertvolle Reaktionszeit gewonnen wird: von der Entsendung von Hilfe zu den Kumpeln in dringenden Notfällen, deren Identifizierung via Smart Wearables, bis zum Einsatz von Arbeitsgerät zur Bergung oder der Isolation eines Geländes, das Giftstoffen

ausgesetzt wurde. Diese Steuerungszentren ermöglichen eine sicherere Form des Bergbaus, sowohl für die Kumpel als auch für die lokale Bevölkerung.

Neue Technologien und deren Auswirkungen auf Investoren

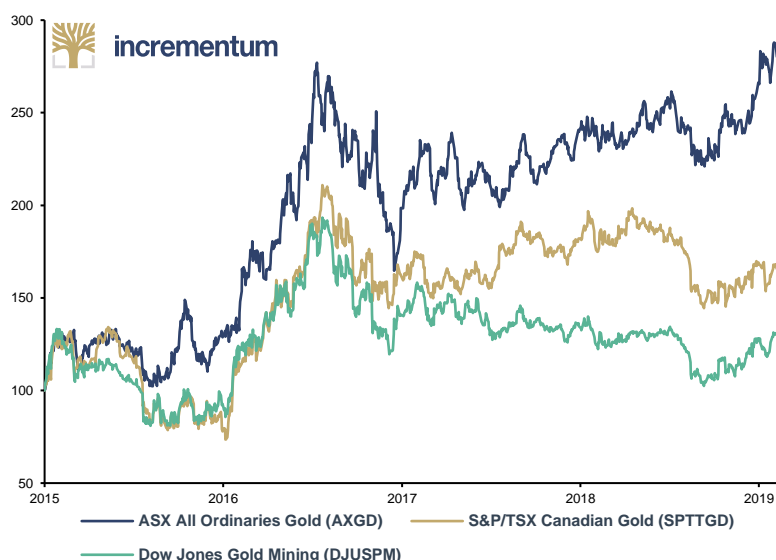
If we make mining more efficient, people who work in mining should have safer jobs and more long-term jobs, because if you do efficient mining you can also extend the life of a mine.

Diane Jurgens
 CTO, BHP

Eine der bedeutendsten Faktoren für Investoren ist das Timing.

Investoren sind bestrebt, sich möglichst früh in der aufstrebenden Phase eines Unternehmens zu positionieren. Viele Beobachter gehen davon aus, dass die Einführung der oben genannten Technologien noch Zukunftsmusik ist. Tatsächlich befindet sich die Branche aber bereits inmitten des technologischen Umbruchs. Rio Tinto war stets ein „early adaptor“ und die vom Unternehmen gesetzten Schritte sind bis heute beeindruckend.

Australia vs. Canada vs. US Gold Index, indexiert: 01/2015=100, 01/2015-03/2019

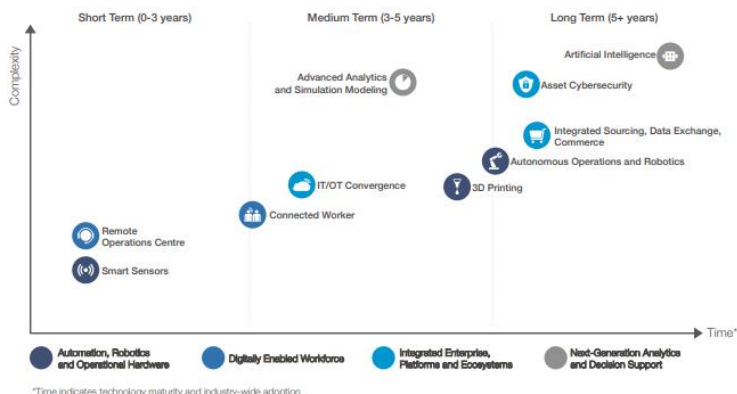


Quelle: investing.com, Incrementum AG

Man mag wohl viele Gründe für die Outperformance der australischen Goldminer finden, aber unserer Meinung nach ist der wichtigste die frühe Übernahme neuer Technologien im australischen Bergbausektor. 2008 eröffnete Rio Tinto in Perth die erste Minen-Kommandozentrale mit autonomen Fahrzeugen. Damals dauerte die Einführung neuer Technologie verhältnismäßig lange. Heutzutage profitieren Unternehmen von den frühzeitigen Anwendern und sehen sich mit deutlich kürzeren Einführungsperioden konfrontiert.

Dauer und Komplexität der vollständigen Einführung neuer Technologie

Figure 8: Time and Complexity for Digital Initiatives to Reach Scale

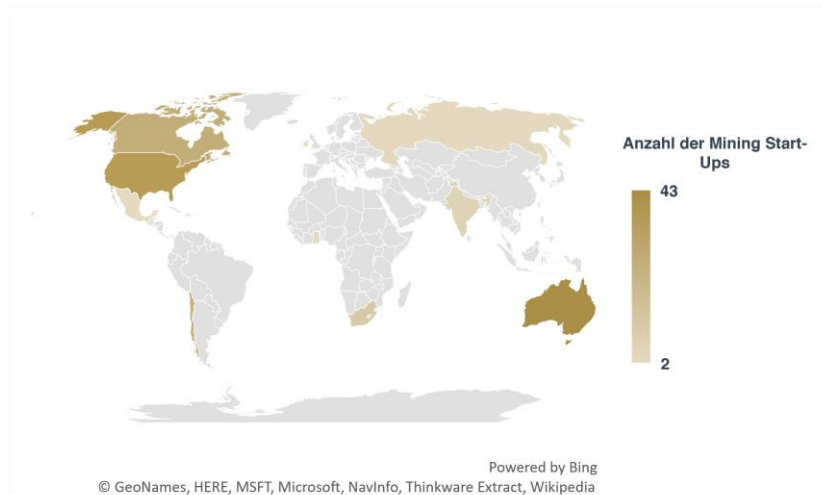


Quelle: World Economic Forum³⁴⁴

*If you can dream it,
you can do it.*
Walt Disney

Wir erwarten, dass die Vollautomation im Bergbausektor in etwa 10 Jahren Realität sein wird. Dies könnte einen Quantensprung bei der Rentabilität des Sektors auslösen. Auf Basis des Erfolgs australischer Bergbauunternehmen gehen wir in anderen Ländern wie Kanada und den USA von einer ähnlichen Erhöhung der Rentabilität aus. Im Juni 2018 lancierte Barrick Gold beispielsweise das erste größere Autonomous Haulage-Projekt (d.h. autonome Förderung) in den USA. Diese Technologie erhöht die Produktivität nachweislich um 20% gegenüber personengesteuerten LKWs

In Betrieb befindliche Start-ups im Bergbausektor pro Land



Quelle: Dr. Kash Sirinanda

Wir gehen davon aus, dass die in Nordamerika befindlichen Minen in den kommenden zwei Jahren die größten Investoren im Bereich neuer Technologie sein werden. **Auch glauben wir, dass nordamerikanische Bergbauunternehmen von der technologieorientierten Start-up-Szene profitieren werden, die nunmehr schon australische Dimensionen angenommen hat.** Da die Frühphase der Einführung neuer Technologien üblicherweise die höchsten Rentabilitätszuwächse mit sich bringt, **sollten**

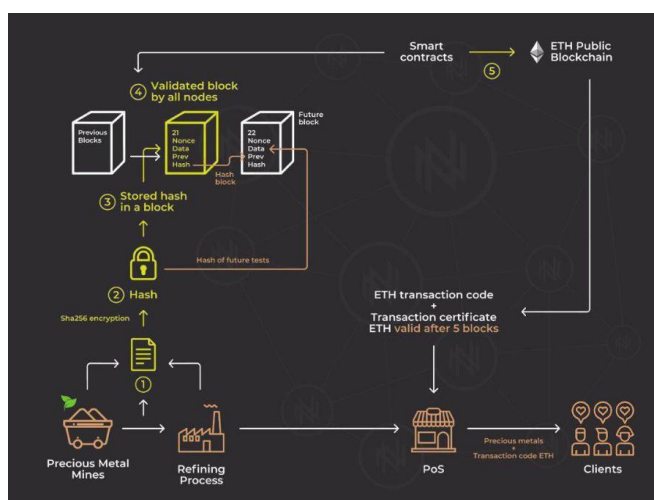
³⁴⁴ „Digital Transformation Initiative – Mining and Metals Industry“, World Economic Forum – White Paper, January 2017, S. 27

Investoren die derzeitige Phase disruptiver Technologie genau verfolgen. Sie verspricht eine goldene Zukunft für Investoren und Goldminenunternehmen.

Rückverfolgbarkeit – eine Priorität

Disruptive Technologien im Bergbau beschränken sich nicht auf den täglichen Unter- oder Übertagebau. Die Herkunft von Gold kann über die gesamte Wertschöpfungskette zurückverfolgt werden, von der Mine bis zum Juwelier oder zum institutionellen Investor.

Einsatz von Blockchain für die Rückverfolgbarkeit von Gold



Quelle: innovaminex

Blockchain-Technologie wird heutzutage von den wichtigsten Bergbauunternehmen eingesetzt, um die Herkunft des Goldes zu verfolgen und zu bestätigen.

Um die Herkunft sicherzustellen, wird das Erz vor dem Verlassen der Mine in einem Sack mit individuellem ID-Code versiegelt. Der Code wird dann der Blockchain hinzugefügt. Das bedeutet, dass jeder Eintrag der Blockchain Informationen wie Menge, Herkunft, Konzentrationsgrad, Produktionszeitpunkt usw. des im Sack befindlichen Erzes enthält. Bei jedem Schritt in der Wertschöpfungskette fügen die Verantwortlichen Information über die Verarbeitung des Erzes hinzu, bis es fertig für den Verkauf als pures Gold oder Schmuck ist. **Der Kunde ist in der Lage, diese Informationen zu überprüfen und kann so das Gold kaufen, welches seinen genauen Bedürfnissen und Anlagezielen entspricht.**

Der Einsatz von Blockchain-Technologie erlaubt es den Käufern nicht nur, konfliktfreies Gold aus bestimmten, ESG-konformen Minen zu erwerben, sondern er könnte Investoren auch in die Lage versetzen, eine bestimmte Region durch den Kauf von Gold aus einer spezifischen Mine oder Jurisdiktion bewusst zu unterstützen.

Blockchain wird aber nicht nur für Investoren von Relevanz sein, sondern auch die Ergebnisse der Bergbauunternehmen beeinflussen. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft BDO sieht eine mögliche Goldpreisprämie für

Gold aus konfliktfreien Minen von 3% bis 5% in den kommenden Jahren. Die Rückverfolgbarkeit wird garantieren, dass sicherere und ESG-konforme Methoden über die gesamte Goldwertschöpfungskette eingeführt werden, was dabei helfen wird, nicht nur ökologische, sondern auch soziale Probleme sowie Probleme im Bereich der Unternehmensführung in Angriff zu nehmen.

Fazit

The sky is the limit to what technology can do for the mining sector.

Vince Gerrie

Die in diesem Kapitel besprochenen disruptiven Technologien werden nicht nur der Effizienz, sondern auch jener der ESG-Konformität des Sektors dienen. Bergbauunternehmen werden sicherer, sauberer, produktiver werden und werden Erträge für alle Stakeholder entlang der Wertschöpfungskette generieren. Die beschriebenen neuen Technologien garantieren den Übergang zu einem deutlich transparenteren Sektor.



*UNLOCKING
THE VALUE OF
DISCOVERY
THROUGH
**ARTIFICIAL
INTELLIGENCE***

TSXV: SPOT



@GoldspotD



@GoldSpot Discoveries Corp

GOLDSPOT

DISCOVERIES INC.

goldspot.ca

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 Fleckenstein³⁴⁵

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.“³⁴⁶

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.³⁴⁷ 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.

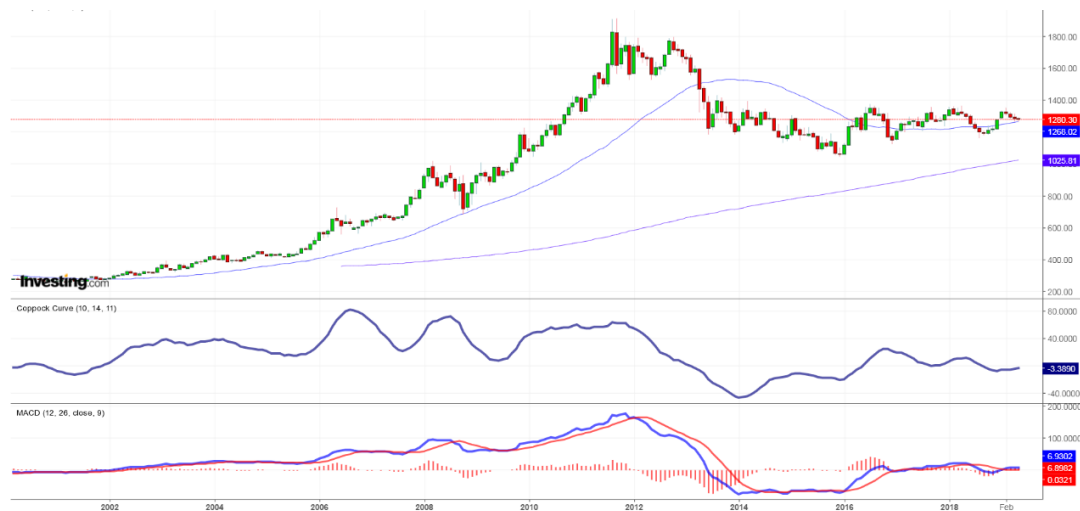
³⁴⁵ Real Vision Interview „Diagnosing Monetary Disorder“

³⁴⁶ Vgl. „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2018

³⁴⁷ 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

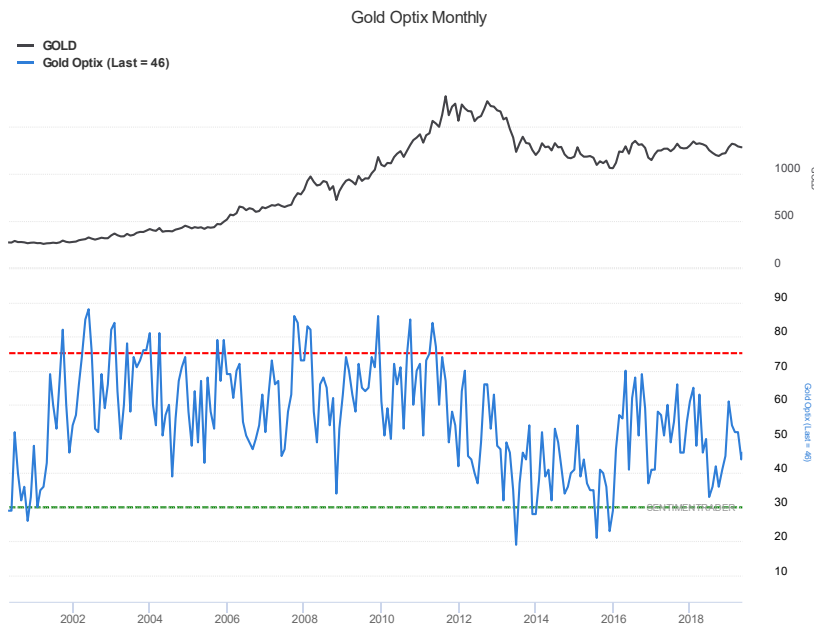
Quelle: Bloomberg

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

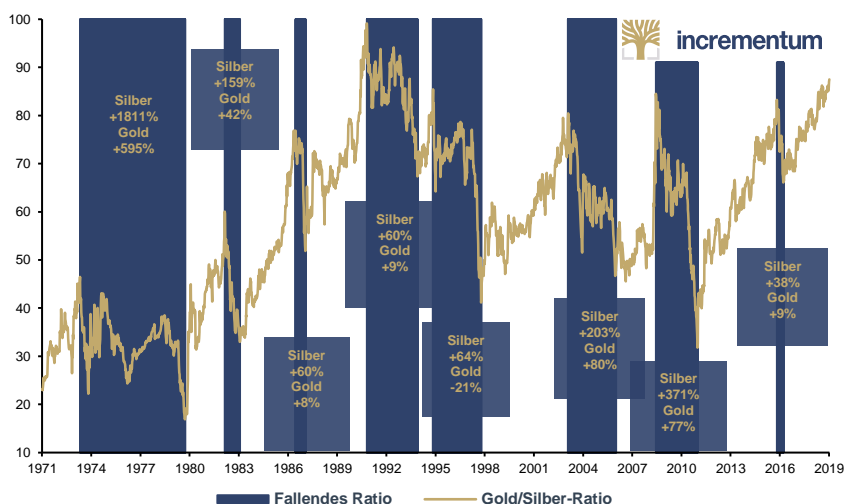


*Better three hours too soon than
a minute too late.*

William Shakespeare

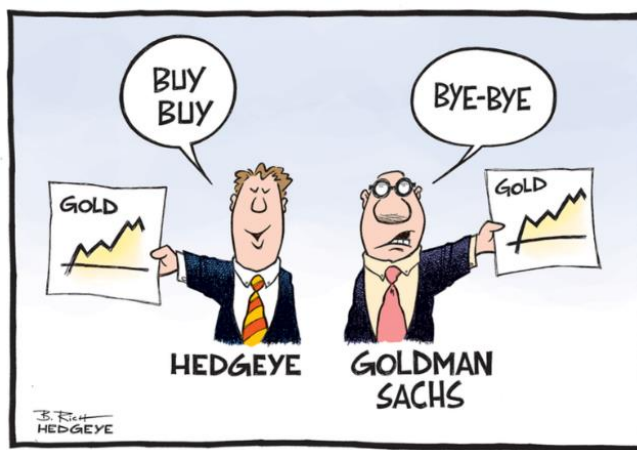
Auch den Silberpreis könnte man als Stimmungsindikator für Gold interpretieren. Starke Bullenmärkte bei Silber geschehen meist nur im Zuge steigender Goldnotierungen, denn Investoren suchen höheren Leverage und landen bei Minenaktien oder eben Silber. Nachdem die Goldbewegung noch mäandert, wird Silber 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,³⁴⁸ wollen wir im heurigen Jahr nur einen kurzen Blick auf die saisonalen Muster werfen. Der folgende Chart 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.

³⁴⁸ Vgl. „Technische Analyse“, In Gold We Trust-Report 2018

Saisonalität von Gold in Vorwahljahren



Quelle: Seasonax.com

Das Midas Touch Gold Model™³⁴⁹

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

Sokrates

Ein rationaler und holistischer Ansatz, um den Goldmarkt zu analysieren

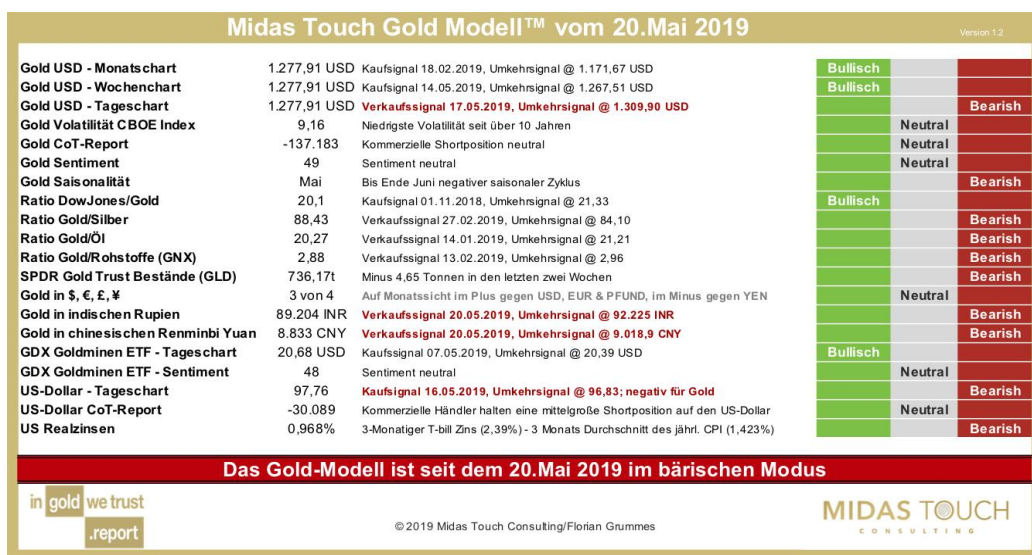
Wie bereits in den vergangenen Jahren möchten wir auch im heurigen Jahr ein Update zum aktuellen Stand des Midas Touch Gold Modells™³⁴⁹ geben.³⁵⁰ Zusammenfassend liegen seine Stärken in der Vielseitigkeit und quantitativen Messbarkeit, da es sehr viele unterschiedliche Perspektiven auf den Goldmarkt 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.**

³⁴⁹ 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>

³⁵⁰ 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 stets 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“.³⁵¹ **Dow unterteilte jeden Trend in 3 verschiedene Phasen:**

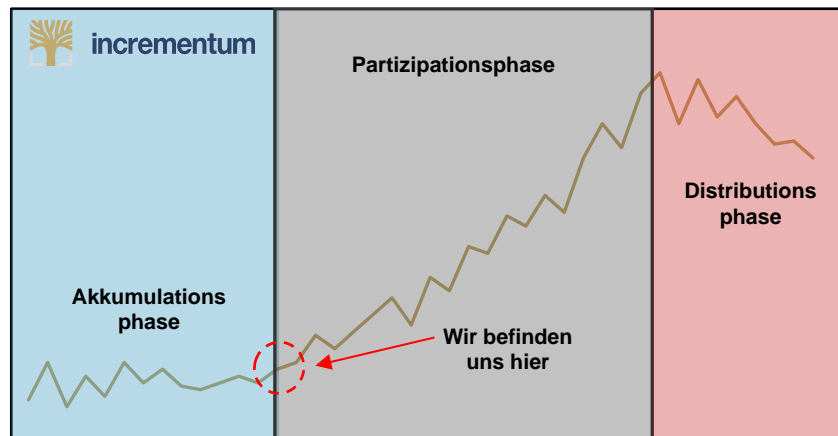
1) Akkumulationsphase: In der Akkumulationsphase kaufen die informierten, scharfsinnigsten und antizyklisch orientierten Investoren. War der vorherige Trend abwärts gerichtet, dann erkennen die cleveren Investoren an diesem Punkt, dass der Markt die „bad news“ bereits diskontiert hat.

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).

³⁵¹ 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 Voraussetzungen 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.



TUDOR GOLD

Why Invest in TUDOR GOLD Corp.?

- ✓ **Superior Location** – Tudor controls 4 properties (**38,172 hectares**), all located near the world-class KSM and Valley of the Kings Deposits. **Treaty Creek: The distance to our proposed road to the highway will be approximately 25 km – this is much less compared to our neighbors.**
- ✓ **Top Management** – Highly experienced and successful team led by the renowned **Walter Storm**, co-founder of Canadian miner Osisko Mining. **Ken Konkin**, P.Geo, a multi award winning geologist is the Exploration Manager leading the 2019 drill program.
- ✓ **Advanced Projects** – Tudor's drilling has resulted in the recognition of the Goldstorm Zone to the northeast of the previously drilled Copper Belle Zone. Strongest mineralized section measuring **563 meters** at **0.981 g/t Gold** in the northernmost hole drilled to date (**CB-18-39**).

Heart of the Golden Triangle



www.tudor-gold.com

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 Vertrauenserrosion. 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?**

Vertrauenserrosion 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 Vertrauenserrosion 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.

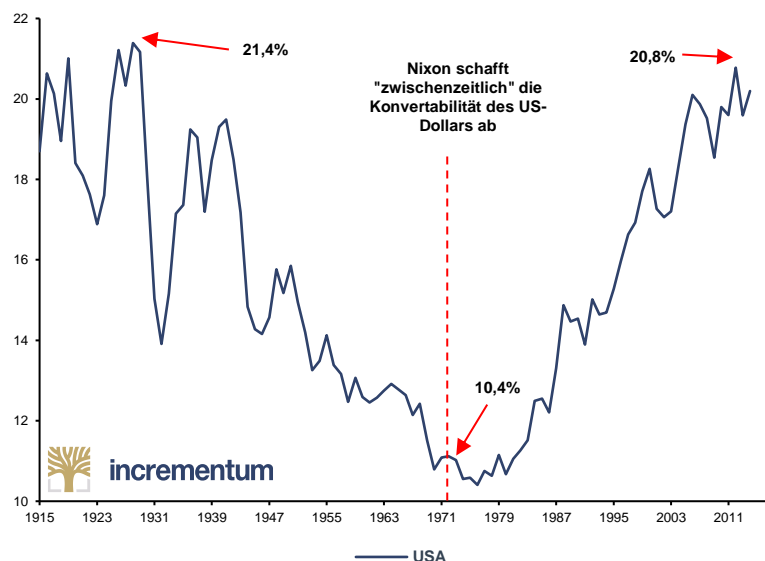
Sir Thomas White

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-Effekt³⁵² massiv befeuert wird. Aus unserer Sicht wird dieser Effekt den gesellschaftlichen Zusammenhalt zunehmend auf die Probe stellen.

³⁵² 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.*“³⁵³ 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.**³⁵⁴

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.

³⁵³ Vgl. Stephen K. Bannons Rede auf der CPDC-Konferenz, 25. April 2019

³⁵⁴ 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.

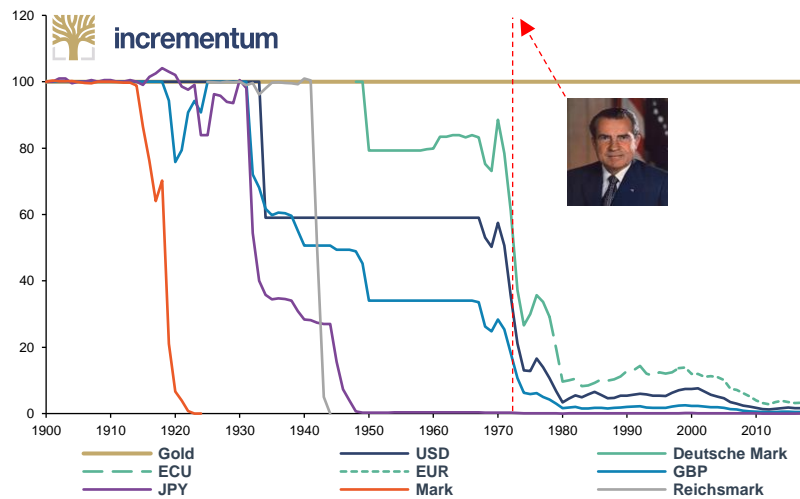
Aber auch anderswo gehen so manche politischen Selbstverständlichkeiten der letzten Jahrzehnte zu Ende. Mit dem Brexit schrumpft die EU zum ersten Mal in ihrer Geschichte. Mit Großbritannien verlässt nicht nur die zweitgrößte Wirtschaft und ein Nettozahler die EU, sondern auch ein im Vergleich zu den 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“ 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.

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



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

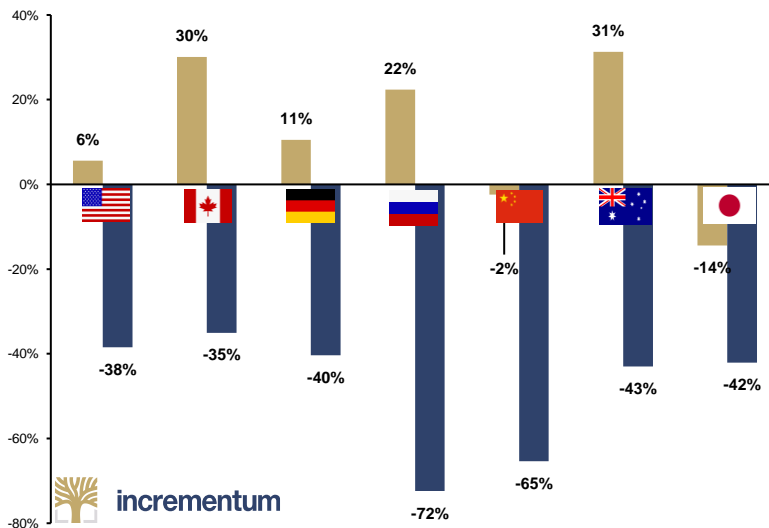
We no longer have business cycles. We have credit cycles.

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.** 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 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 diesjähriger „Deep Drill“ 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

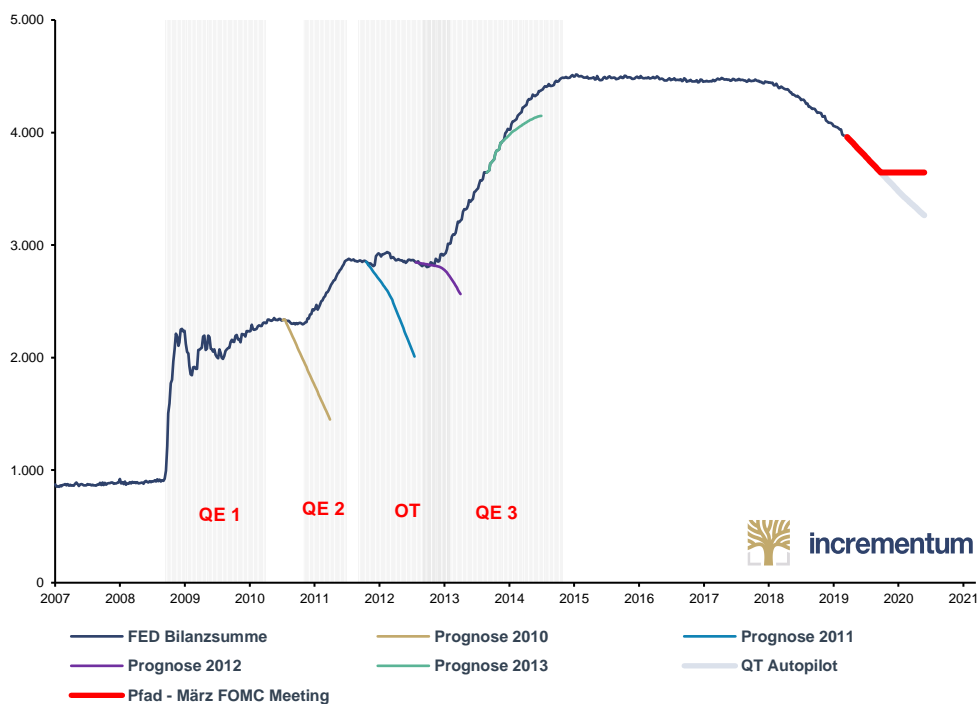
Quelle: Incrementum AG

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





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

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.

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

Fred L. Turner

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](#)“.

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



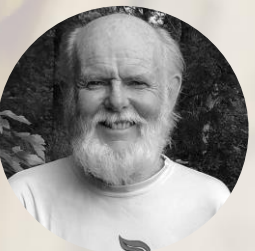
Pascal Hügli
Autor



Richard Knirsch
Quantitative Analyse & Charts



Jason Nutter
Repräsentant Asien



Charley Sweet
Übersetzer & Lektor



Stefan Thume
Web- und Mediendesign



Marc Waldhausen
Autor



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.

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

Gregor Hochreiter, Richard Knirschnig, David Holzinger, Heinz Blasnik, Jeannine Grassinger, Julien Desrosiers, Thomas Vesely, Harald Steinbichler Stefan Thume, Jason Nutter, Hans Fredrik Hansen, Claudio Grass, Pascal Hügli, Marc Waldhausen, Tobias Müller, Demelza Hays, 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 bei 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.

in gold we trust
.report

