

In **Gold** We Trust[®]
Report

17. Mai 2024



Das neue Gold-Playbook



incrementum

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

Wir bedanken uns herzlich bei unseren
Premium-Partnern für die Unterstützung des
In Gold We Trust-Reports 2024

Details zu unseren Premium-Partnern finden Sie auf Seite 435 ff.

 AGNICO EAGLE	 asante GOLD CORPORATION	 Caledonia Mining Corporation Plc	 DMCC	 Elementum [®] INTERNATIONAL AG
 EMX ROYALTY CORP THE ROYALTY GENERATOR	 ENDEAVOUR MINING	 Endeavour SILVER	 fm FIRST MAJESTIC SILVER CORP.	 flexgold a brand of Solit
 Hecla SM MINING COMPANY LARGEST U.S. SILVER PRODUCER	 KARORA RESOURCES	 In Gold We Trust [®] Report	 KINROSS	 McEWEN MINING NYSE MUX MUX TSX McEWEN COPPER
 MINERA ALAMOS INC.	 MÜNZE ÖSTERREICH	 philloro VIEL GOLD, VIEL ZUKUNFT.	 R REGENCY SILVER	 Sprott
 TUDOR GOLD	 VICTORIA GOLD CORP TSX VGX	 VON GREYERZ	 WEST RED LAKE GOLD MINES	 Ximen MINING CORP.

Inhalt

Einleitung	4
Der Status quo von Gold	24
Status quo des Goldes relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen	32
Status quo der Verschuldungsdynamik	50
Status quo der Inflationstendenz	69
Status quo der Goldnachfrage	103
Fazit: Status quo	115
Das Meistern des neuen Gold-Playbooks	129
Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold	166
From Wedlock to Deadlock: The East-West Divorce	194
Dubai, die goldene Oase, die den Goldmarkt der VAE aufblühen lässt	208
Die ökonomische Lage Chinas und ihre Folgen für die Goldnachfrage	231
Der Akuma-Afterglow: Eine Japanisierung des Westens?	247
<i>The Golden Constant</i> von Roy Jastram – „Inflationary Deflation“	264
Das Imageproblem von Gold im Westen	278
Kalenderanomalien auf dem Goldmarkt	290
Eine alternative Perspektive auf die Goldpreisbildung basierend auf Fundamentaldaten	300
Das neue Bitcoin-Playbook	313
Breakout oder Fake-out: Der goldene Moment für Silber?	330
Bewertung und Beta des Goldminensektors	348
Asteroiden- und Tiefseebergbau:	360
Science-Fiction oder die nächste Innovationswelle im Minensektor?	360
Minenaktien – Fundamentale und technische Lage	375
Technische Analyse	392
Quo vadis, aurum?	405
Über uns	431

Disclaimer

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch 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 Herausgeberrechte für den *In Gold We Trust*-Report wurden mit November 2023 an die Sound Money Capital AG übertragen. Weiterhin wird der Report in gewohnter Weise mit der Marke Incrementum Co-gebrandet.

Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Sound Money Capital AG und 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). Sämtliche Publikationen der Sound Money Capital AG bzw. der Incrementum AG sind grundsätzlich Marketingmitteilungen oder sonstige Informationen und keine Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung. Anlageempfehlungen werden von beiden Gesellschaften grundsätzlich nicht publiziert. Vollumfänglich und ausschließlich verantwortlich für die Inhalte des vorliegenden *In Gold We Trust*-Reports ist die Sound Money Capital AG.
Copyright: 2024 Sound Money Capital AG. All rights reserved.

Einleitung

„Ich wusste wohl aus eigener Erfahrung um die geheimnisvolle Attraktion des ‚königlichen Spiels‘, dieses einzigen unter allen Spielen, die der Mensch ersonnen, das sich souverän jeder Tyrannis des Zufalls entzieht und seine Siegespalmen einzig dem Geist oder vielmehr einer bestimmten Form geistiger Begabung zuteilt.“

Stefan Zweig, Die Schachnovelle

- Der Showdown im Goldpreis, den wir im *In Gold We Trust*-Report 2023 angekündigt hatten, ist eingetreten. Der Goldpreis durchbrach seine langfristigen Widerstände und hat in allen Währungen neue Allzeithochs markiert. Gold betritt nun die *terra incognita*.
- Gemäß altem Gold-Playbook hätte der Goldpreis in einem Umfeld stark steigender Realzinsen deutlich nachgeben müssen. Diese und etliche andere Gesetzmäßigkeiten schienen zuletzt außer Kraft gesetzt.
- Im neuen Gold-Playbook ist der westliche Finanzinvestor nicht mehr der marginale (Ver-)Käufer. Notenbanken und die stetig wachsende Nachfrage aus den Schwellenländern – insbesondere China – konnten erstmals eine Nachfrageschwäche aus dem Westen überkompensieren.
- Während in den 1960er-Jahren ein „Gold Drain“ in den USA stattfand, erlebt der globale Osten gegenwärtig einen wahrhaften „Gold Gain“.
- Das neue Gold-Playbook ist eine Folge der seismischen Verschiebungen, welche sich in den Bereichen Makroökonomie, Geopolitik und zunehmend auch in der Währungsarchitektur vollziehen.
- Während Notenbanken und Anleger in den Emerging Markets Gold vermehrt zu schätzen lernen, agieren die westlichen Finanzinvestoren weiterhin nach dem alten Playbook. Eine zweite Inflationswelle bzw. die überfällige US-Rezession könnten westliche Investoren zum Umdenken bewegen.
- Angesichts der Neuordnung des internationalen Wirtschafts- und Machtgefüges, dem Erreichen der Grenzen der Schuldenragfähigkeit und möglichen weiteren Inflationswellen ist es unserer Überzeugung nach empfehlenswert, eine Erhöhung des Anteils sowohl von *Sicherheits-Gold* als auch von *Performance-Gold* in Betracht zu ziehen.

Chess is life.

Bobby Fischer

Kleine Änderungen entfalten mitunter große Wirkung. So wurde Ende des 15. Jahrhunderts eine weitreichende Veränderung der Schachregeln beschlossen. Die Dame, die bis zu diesem Zeitpunkt nur ein Feld diagonal ziehen durfte, erhielt ihre heutige Bewegungsfreiheit und konnte von nun an über beliebig viele Felder sowohl diagonal als auch vertikal und horizontal ziehen. Die Dame wurde im Zuge dieser Regeländerung unter den sechs verschiedenen Schachfiguren erheblich aufgewertet und avancierte zur schlagkräftigsten Spielfigur.¹ Der Regelwandel erforderte, dass sich Schachspieler ein neues Playbook zurechtlegen mussten. **Schach blieb Schach, und doch wurde es zu einem gänzlich anderen Spiel.**

Sports is human life in microcosm.

Howard Cosell

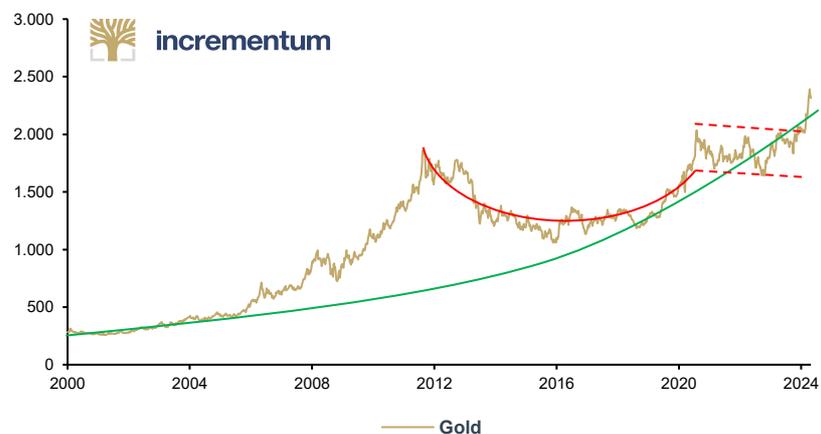
Vergleichbar tiefgreifende Veränderungen vollziehen sich aktuell auch auf dem Goldmarkt. Die Regeln im Goldspiel verändern sich auf vielen Ebenen. **Deshalb wollen wir uns in dieser 18. Ausgabe des In Gold We Trust-Reports tiefgehend mit den globalen Umwälzungen auseinandersetzen und Ihnen das neue Gold-Playbook vorstellen.**

Avoiding risk is no safer in the long run than outright exposure. The fearful are caught as often as the bold.

Garry Kasparov

Manifestiert haben sich die grundlegenden Änderungen nicht zuletzt in der spektakulären Goldpreisentwicklung im Frühjahr. Der Showdown im Goldpreis, den wir im Vorjahr angekündigt hatten, ist eingetreten. Der Goldpreis durchbrach seine langfristigen Widerstände und ist in nie zuvor gesehene Höhen hochgeschwungen. **Gold und Goldinvestoren betreten nun die terra incognita.**

Gold Cup-and-Handle-Formation, in USD, 01/2000–04/2024



Ein Paradigmenwechsel findet statt, wenn eine Frage gestellt wird, die innerhalb des aktuellen Paradigmas nicht beantwortet werden kann.

Joel A. Barker

Beachtlich an diesem Umstand ist, dass all dies in einem Umfeld geschieht, in dem laut bisherigem Playbook der Goldpreis eigentlich hätte fallen müssen. Viele Fragen wirft in diesem Zusammenhang der Zusammenbruch der Korrelation des Goldpreises zu den Realzinsen auf. Im alten Paradigma war es undenkbar, dass der Goldpreis während einer Phase stark steigender Realzinsen fester tendiert.

¹ Im Zuge der Regeländerung wurde übrigens auch die Bewegungsfähigkeit des Läufers erweitert. Ursprünglich konnte der Läufer nur zwei Felder diagonal springen. Nach der Regeländerung konnte er sich über beliebig viele Felder diagonal bewegen. Diese Änderung erhöhte die Reichweite und Effektivität des Läufers. Auch die Bauern konnten nach der Regeländerung, statt immer nur einen Zug nach vorne zu machen, in der Anfangsposition zwei Felder nach vorne ziehen.

Gold (lhs, log), und US 10Y TIPS (rhs, invertiert), 01/2006–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Gold has separated from real rates since the Fed began hiking rates, as there is nothing more bullish for gold than rate hikes that increase the solvency risk of a sovereign, especially when that sovereign is the reserve currency issuer.

Luke Gromen

Diese Gesetzmäßigkeit ist keineswegs die einzige, die seit geraumer Zeit nicht mehr in gewohnter Weise als Erklärung für die Goldpreisentwicklung herangezogen werden kann. **Vieles spricht dafür, dass das alte Regelwerk in wesentlichen Punkten obsolet wurde und es nun Zeit für ein neues Gold-Playbook ist.**

Bevor wir dessen Details näher beleuchten, stellt sich zunächst die Frage: Was ist eigentlich ein Playbook? Chat-GPT lieferte uns darauf die folgende Antwort:

„Ein Playbook ist ein umfassendes Dokument oder ein Leitfaden, in dem eine Reihe von Strategien, Verfahren oder Taktiken zur Erreichung bestimmter Ziele beschrieben werden. Es wird häufig in verschiedenen Bereichen wie Wirtschaft, Sport, Militär und Politik verwendet. Playbooks enthalten Schritt-für-Schritt-Anweisungen, bewährte Verfahren und Tipps für die effiziente und effektive Ausführung von Aufgaben. ... Insgesamt dient ein Playbook als Nachschlagewerk, das Einzelpersonen oder Teams dabei hilft, sich in komplexen Situationen zurechtzufinden und erfolgreich zu sein.“

Tempora mutantur, nos et mutamur in illis - Die Zeiten ändern sich, und wir ändern uns in ihnen.

Ovid

Wir sind davon überzeugt, dass Gold im Rahmen des neuen Playbooks die gleiche substanzielle Aufwertung erfährt wie seinerzeit die Dame im Schachspiel. Gold ist nicht mehr eine Randfigur, bloß eine weitere Investmentmöglichkeit unter vielen, sondern ragt in seiner Bedeutung immer stärker aus dem Spektrum der Anlageinstrumente hervor.

Das neue Gold-Playbook

The most surprising thing about this new gold bull market is how surprising it's been.

Brien Lundin

Worin liegt nun die Wurzel der fundamentalen Veränderungen am Goldmarkt? In den vergangenen Jahren fanden auf unterschiedlichen Ebenen strukturelle Veränderungen statt. Ein Jahrzehnt von Null- und Negativzinspolitik hat jegliche Risikoprämien atomisiert und einen systemischen Anreiz zur maßlosen Verschuldung geliefert. Verschärft wurde die Situation durch die Corona-Maßnahmen sowie durch die immensen Kosten für die grüne

Transformation, die bis 2050 auf mindestens 100 Bill. USD – das entspricht fast dem jährlichen Welt-BIP – geschätzt werden. Seit Beginn des Ukraine-Krieges kommen nun auch noch der Anstieg bei den Rüstungsausgaben hinzu. So legten die globalen Rüstungsausgaben im Vorjahr inflationsbereinigt um 6,8% auf 2,44 Bill. USD zu. Das ist der größte Anstieg seit 2009.

Diese vielschichtigen Änderungen, die auf den Goldmarkt einwirken, wurden von uns in den letzten In Gold We Trust-Reporten adressiert und im Detail analysiert: 2020 in „Aufbruch in eine goldene Dekade“, 2021 in „Monetärer Klimawandel“, 2022 in „Stagflation 2.0“ und nicht zuletzt im vergangenen Jahr in „Showdown“.



In March of 2022, gold got scarce.

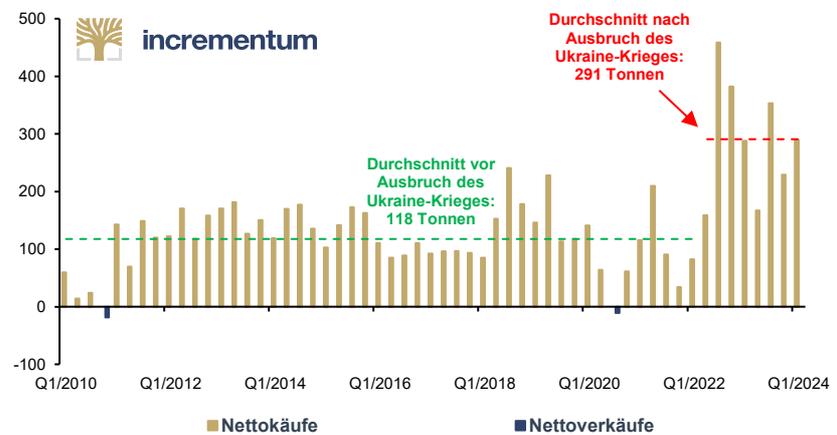
Doug Pollitt

Der geopolitische Showdown

Inmitten der herausforderndsten geopolitischen Spannungen seit Jahrzehnten findet eine Rückbesinnung auf Gold als neutrales Reserveasset statt.

Besonders evident wird dieser Umstand durch die rekordhohen Goldkäufe der Notenbanken. Im In Gold We Trust-Report 2022 „Stagflation 2.0“ hatten wir bereits darauf hingewiesen, dass die Sanktionierung der russischen Währungsreserven durch die USA und die EU „in die (Währungs-) Geschichte eingehen“² würde. Und weiters, dass „Gold als neutrale Währungsreserve als einer der Profiteure des beunruhigenden Krieges hervorgehen wird“. Wie erwartet ist eine der Konsequenzen des folgenreichen Beschlusses vom 26. Februar 2022, dass internationale Notenbanken ihre Goldkäufe massiv beschleunigt haben.

Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, Q1/2010–Q1/2024



² „Einleitung: Von Wölfen und Bären“, In Gold We Trust-Report 2022, S. 9

What if October 7th 2023 proves to be the same trigger point for a world war just as June 28th 1914 did. The next thing you know, Austria-Hungary declares war on Serbia and this triggers a series of cascading events that drags the entire continent in a war.

Dave Rosenberg

Rising incomes are one of the biggest single drivers of long-term gold demand.

World Gold Council

Chimerica does not work anymore and Eurussia does not work either. Instead, we have a special relationship between Russia and China, the core economies of the BRICS block and the „king“ and the „queen“ on the Eurasian chessboard – a new „heavenly match“.

Zoltan Pozsar

Das Einfrieren der russischen Währungsreserven führte der Welt eindrücklich vor Augen, dass **schuldenbasierte Währungsreserven letztlich nur ein Versprechen darstellen und im Konfliktfall von einem Moment auf den anderen zu wertlosen Datenbankeinträgen umgewandelt werden können**. Die Einzigartigkeit des Goldes als neutrale Reservewährung ohne Gegenparteirisiko wird nun wiederentdeckt. Die strukturell erhöhte Notenbanknachfrage ist ein wesentlicher Mosaikstein des neuen Playbooks, vor allem weil Notenbanken relativ wenig preissensitiv agieren. **Man könnte sagen: Zentralbanken haben einen „Floor“ unter den Goldpreis eingezogen.**

Inzwischen geht der geopolitische Showdown in die nächste Runde.

Während der Krieg in der Ukraine weiterhin wütet, ist der Nahe Osten infolge des Terrorangriffs der Hamas am 7. Oktober 2023 zu einem zusätzlichen Schauplatz außergewöhnlicher geopolitischer Spannungen geworden. Die verschärfte Lage im Nahen Osten fügt sich in das komplexe Netzwerk internationaler Beziehungen ein, wobei besonders die Positionierungen von **China und Russland auf der einen Seite und dem Westen auf der anderen Seite** zu beachten sind. Erstere zeigen eine Unterstützung für den Iran und dessen Verbündete, was das traditionelle Bündnis des Westens mit Israel herausfordert. **Folgendes Zitat von Zbigniew Brzezinski aus seinem 1997 erschienenen Buch „The Grand Chessboard“ könnte sich als prophetisch erweisen:**

„Potentially, the most dangerous scenario would be a grand coalition of China, Russia, and perhaps Iran, an , antihegemonic‘ coalition united not by ideology but by complementary grievances. It would be reminiscent in scale and scope of the challenge once posed by the Sino-Soviet bloc, though this time China would likely be the leader and Russia the follower.“

Emerging Markets im Aufwind

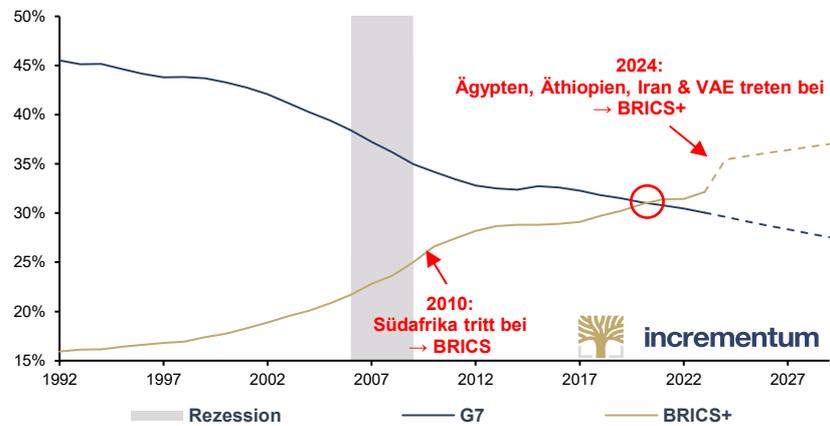
2024 wird rund die Hälfte des Welt-BIPs von den Schwellenländern erwirtschaftet, im Jahr 2000 betrug deren Anteil lediglich 19%. 66% des globalen BIP-Wachstums in den letzten 10 Jahren wurden von den Emerging Markets generiert. Ein Großteil der Schwellenländer weist ein deutlich größeres Faible für Gold auf als die Industrienationen. Daraus wird sich ein natürliches, langfristiges Wachstum der Goldnachfrage speisen.

Die zunehmende wirtschaftliche und politische Bedeutung der Schwellenländer zeichnet sich bereits seit vielen Jahren ab. Es scheint jedoch, als nähme die Unzufriedenheit mit der bestehenden globalen Ordnung tagtäglich zu. Diverse internationale Institutionen, die weitgehend westlich dominiert sind, werden vermehrt hinterfragt, während das Bündnis rund um die BRICS-Staaten regen Zulauf erfährt.

Erst zu Beginn dieses Jahres wurden mit Ägypten, Äthiopien, dem Iran und den Vereinigten Arabischen Emiraten 4 neue Mitgliedsländer aufgenommen. Auch das geopolitisch an Einfluss gewinnende Saudi-Arabien wird wohl dem Bündnis beitreten. Bisher hat Saudi-Arabien die Annahme der Einladung zu den BRICS+ allerdings noch nicht offiziell bestätigt. **Das Zögern zeigt, dass einem Beitritt die Bedeutung einer historischen**

Weichenstellung beigemessen wird. Inklusive Saudi-Arabien kämen die BRICS+ auf 43% der weltweiten Erdölförderung und 44% der weltweiten Ölreserven.

Anteil am globalen BIP (PPP), G7 und BRICS+, 1992–2029e



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

We choose our development paths independently, jointly defend our right to development, and march in tandem toward modernization.

Xi Jinping

Seit Jahren weisen die BRICS+-Staaten einen erheblichen Handels- und Leistungsbilanzüberschuss gegenüber dem Westen auf. Ein stetig steigender Goldanteil an den Währungsreserven der Schwellenländer ist die Manifestation dieser Entwicklung. Das ähnelt der Situation nach dem 2. Weltkrieg, als Europa, insbesondere Deutschland und Frankreich, infolge hoher Leistungsbilanzüberschüsse ihre Goldreserven sukzessive aufstockten. Die US-Goldreserven gingen im Zuge des *Gold Drains* hingegen fast auf ein Viertel oder etwas mehr als 8.000 Tonnen zurück. **Während in den 1960er-Jahren von einem *Gold Drain* aus den USA die Rede war, zeichnet sich gegenwärtig angesichts der deutlich zunehmenden Goldnachfrage ein *Gold Gain* in den Emerging Markets ab.**³

Die Renaissance von Gold zeigt sich auch daran, dass die Weltbank Ende Februar ein „Gold Investing Handbook for Asset Managers“ publizierte. Darin werden explizit mehrere Studien zitiert, welche die Eigenschaften des Goldes als Diversifikator insbesondere bei Abwärtsvolatilitäten eindrücklich bestätigen. **Zudem wird Notenbanken ein Goldanteil von bis zu 22% empfohlen.**⁴

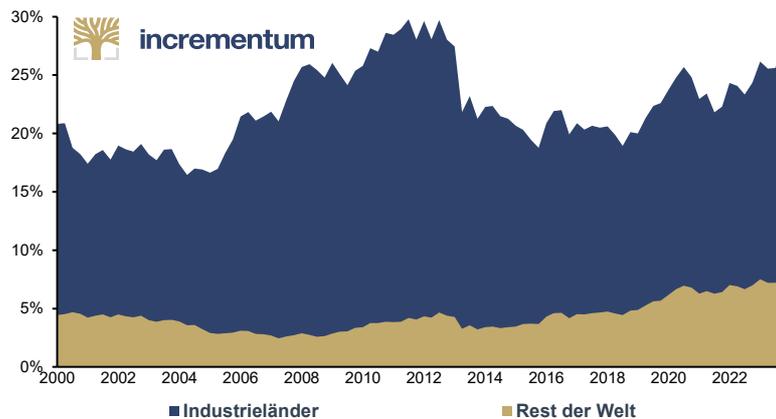


Quelle: Weltbank

³ Siehe „Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten“, In Gold We Trust-Report 2023; „Von West nach Ost: Gold fließt den ‚starken Händen Asiens‘ zu“, In Gold We Trust-Report 2020

⁴ Eine vertiefende Analyse zu dieser erstaunlichen Weltbank-Studie haben wir auf X publiziert.

Goldanteil an den Währungsreserven, Q1/2000–Q4/2023



Unter den Zentralbanken baut insbesondere die PBoC ihre Goldreserven fortlaufend aus. Bereits 18 Monate in Folge wurden Zukäufe registriert. Der Chart zeigt: Der Tiefpunkt der Goldpreise im Jahr 2022 fiel exakt in denselben Monat, in dem die Goldkäufe der chinesischen Zentralbank an Fahrt aufnahmen.

PBoC-Goldreserven (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2020–04/2024



We are the Saudi Arabia of dollars.

Luke Gromen

Treue Leser wissen, dass wir den Prozess der De-Dollarization bereits seit vielen Jahren analysieren.⁵ Der Begriff De-Dollarization wird naturgemäß unterschiedlich interpretiert. Zur Klarstellung: Wir verstehen darunter nicht, dass dieser Prozess dazu führen wird, dass der US-Dollar durch eine andere Fiatwährung als Weltleitwährung abgelöst wird. Unter den „blinden Fiatwährungen“ ist der „einäugige“ US-Dollar bis auf weiteres König. Auch konnte im Wettbewerb zwischen den BRICS+ und dem Team US-Dollar letzteres Team erst kürzlich einen Erfolg verbuchen. So hat sich Argentinien unter Javier Milei dazu entschlossen, die Einladung zu den BRICS+ auszuschlagen und sich stattdessen enger an den US-Dollar – und auch an die NATO – zu binden.

⁵ Siehe u. a. „De-Dollarization: Der finale Showdown?“, In Gold We Trust-Report 2023; „Eine neue Weltordnung entsteht“, In Gold We Trust-Report 2022; „De-Dollarization 2021: Europa kauft Gold, China eröffnet die digitale Front“, In Gold We Trust-Report 2021; „De-Dollarization 2020 – Das Endspiel hat begonnen“, In Gold We Trust-Report 2020

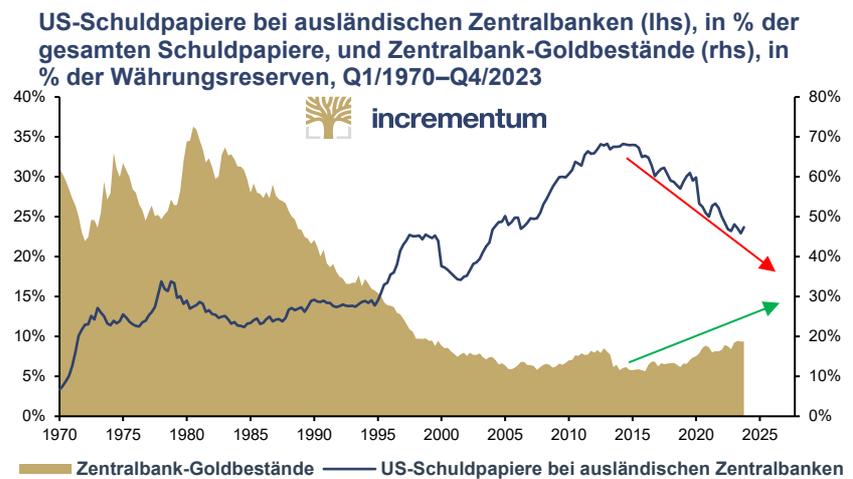
Die BRICS+-Staaten werden wohl die nächste Runde dieses fortlaufenden Wettbewerbs im Rahmen ihrer jährlichen Konferenz, welche Ende Oktober in Russland stattfinden wird, einläuten. Zahlreiche Länder von Kuwait über Venezuela, Thailand, Kasachstan und Nigeria gelten als Kandidaten für einen Beitritt. Unter den Ländern, die ein erstes Interesse an einer BRICS+-Mitgliedschaft bekundet haben, sind mit dem Nato-Land Türkei und Mexiko, wegen seiner direkten Grenze mit den USA, auch zwei Länder mit besonderer geopolitischer Brisanz unter den Interessenten.

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

Zoltan Pozsar

Aktuell deutet vieles darauf hin, dass sich das bipolare System, das sich in den letzten Jahren abzeichnen begonnen hat, weiter formiert.

Bereits im März 2022 hatte Zoltan Pozsar mit seinem Artikel „Bretton Woods III“ diese Debatte um eine neue Weltwährungsordnung angestoßen. Er schloss seine Ausführungen mit folgender Prognose: „From the Bretton Woods era backed by gold bullion, to Bretton Woods II backed by inside money (Treasuries with unhedgeable confiscation risks), to Bretton Woods III backed by outside money (gold bullion and other commodities).“⁶ Wohin genau uns diese Reise führen wird, weiß derzeit wohl noch niemand. Dass wir unwiderruflich auf der Reise in eine neue globale (Währungs-)Ordnung sind, steht allerdings außer Frage. **Für staatliche Akteure wie Notenbanken und Staatsfonds wird Gold immer mehr zur goldenen Dame am geökonomischen Schachbrett.**



Like Liberty, gold never stays where it is undervalued.

John S. Morrill

Privatanleger aus den Emerging Markets im Goldrausch

Nicht nur staatliche Akteure der Emerging Markets sind im Goldfieber, sondern auch Privatpersonen. Treue Leser kennen 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. 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.

⁶ Siehe auch „Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order“, In Gold We Trust-Report 2023

Gemessen an der jährlichen physischen Goldnachfrage stieg der Anteil der Schwellenländer in den vergangenen 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, die Korrelation zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung der Emerging Markets – gemessen am MSCI Emerging Markets – und dem Goldpreis ist. Es ist aber auch ersichtlich, dass sich der Gleichlauf seit 2022 verringert hat und eine Divergenz aufgetreten ist.



Die vereinfachte Formel könnte also lauten: Wer auf langfristiges Wachstum in den Emerging Markets setzen möchte, der sollte auch auf Gold setzen. Oder, wie es Louis-Vincent Gave ausdrückte: „Gold is a low-beta emerging market proxy.“

Goldfieber im Reich der Mitte

Understanding that China plays the long game is one of the most important insights you can have about what lies ahead. China's leaders know where they want to be five and ten years out.

Stephen Leeb

Einer der wichtigsten Faktoren für die jüngste Goldhause stellt zweifelsohne die enorme Nachfrage aus China dar. Die chinesische Goldnachfrage wird nicht mehr nur durch die PBoC, sondern zunehmend auch durch chinesische Privatanleger genährt. Die finanzielle Lage in China könnte man mit „Schrumpfender Pool an Investmentmöglichkeiten trifft auf hohe Liquidität“ zusammenfassen.

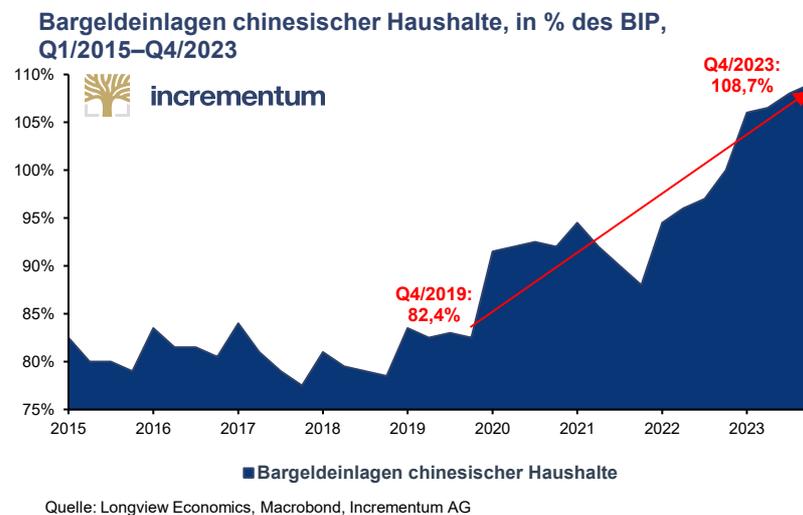
Nachdem der traditionell für die Altersvorsorge genutzte chinesische Immobilienmarkt in Turbulenzen geraten ist, besteht ein immenser Bedarf nach Alternativen. Auch chinesische Anleihen und Sparkonten werden angesichts des anhaltenden Zinsrückgangs unattraktiver, während chinesische Aktien seit 2016 de facto (volatil) seitwärts tendieren. Trotz einer Rally von fast 15% seit Februar bis Ende April liegen die chinesischen Aktienindizes weiterhin deutlich unter ihren historischen Höchstständen.



It is a savings ratio of 45% which is at the root of China's power. The lack of savings in America and its western alliance is their Achilles heel.

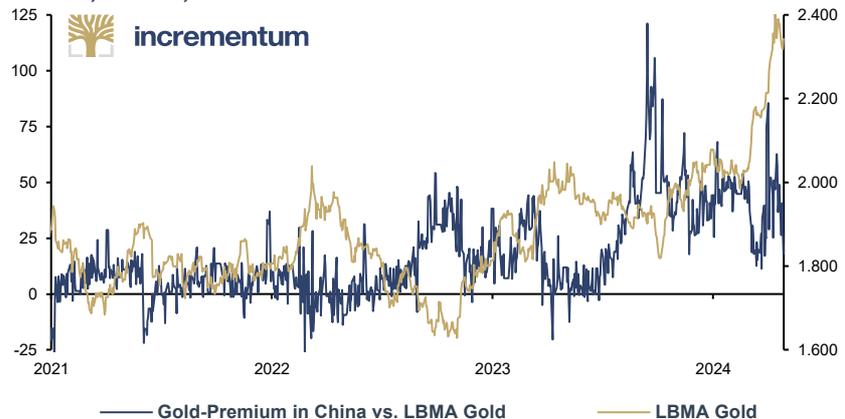
Alasdair Macleod

Diese Unsicherheitsfaktoren kombiniert mit weiterhin hoher Liquidität – **die Bargeldbestände der chinesischen Bevölkerung sind auf einem Rekordhoch** – schaffen hervorragende Bedingungen für Investitionen in Gold. In diesem Zusammenhang ist es bemerkenswert, wie das chinesische Horoskop die Investmentkultur beeinflusst. 2024 steht im Zeichen des Drachens, der im chinesischen Tierkreis Vitalität, Kraft und Dominanz symbolisiert. Dies beflügelt die Wertschätzung für solide, wertbeständige Anlagen wie Gold.



Der enorme chinesische Goldappetit lässt sich auch anhand der Prämie für chinesisches Gold im Vergleich zu den LBMA-Preisen ablesen. Die hohe inländische Nachfrage in China speist sich mittlerweile auch aus der Jugend Chinas, die seit einiger Zeit „Gold Beans“ als Investment für sich entdeckt hat. Zudem könnten Importbeschränkungen oder Zölle auf Goldimporte die Preise in China künstlich hochhalten. Ein weiterer Grund dürfte **der Rückzug Chinas aus den Goldauktionen der LBMA** im letzten Jahr sein, was möglicherweise das Volumen des nach China fließenden Goldes eingeschränkt hat.

Gold-Premium in China vs. LBMA Gold (lhs), in USD, und LBMA Gold, in USD, 01/2019–04/2024



Der marginale Gold(ver)käufer übersiedelt von West nach Ost

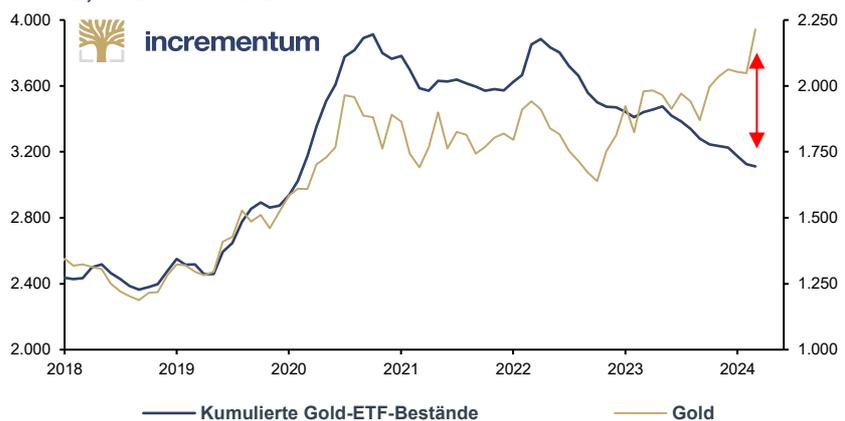
Travel is fatal to prejudice, bigotry, and narrow-mindedness, and many of our people need it sorely on these accounts. Broad, wholesome, charitable views of men and things cannot be acquired by vegetating in one little corner of the earth all one's lifetime.

Mark Twain

Ganz anders als in den Emerging Markets sieht das Bild im Westen aus.

Die einst starke Bindung zwischen der Investorennachfrage aus dem Westen und dem Goldpreis hat sich in den letzten Quartalen aufgelöst. Angesichts des Rekordlaufs von Gold hätte man wohl erwartet, dass die ETFs Rekordzuflüsse verbuchen würden. Doch erstens kommt es anders und zweitens als man denkt: Netto flossen 760 Tonnen Gold, d. h. 20%, seit 04/2022 aus ETFs ab. Gemäß altem Gold-Playbook müsste angesichts der gesunkenen ETF-Bestände Gold bei ungefähr 1.700 USD notieren.

Kumulierte Gold-ETF-Bestände (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2018–03/2024



Folglich ist ein wesentliches Element des neuen Gold-Playbooks, dass der westliche Finanzinvestor nicht mehr der marginale Käufer bzw. Verkäufer von Gold ist.⁷ Die signifikante Nachfrage der Notenbanken und

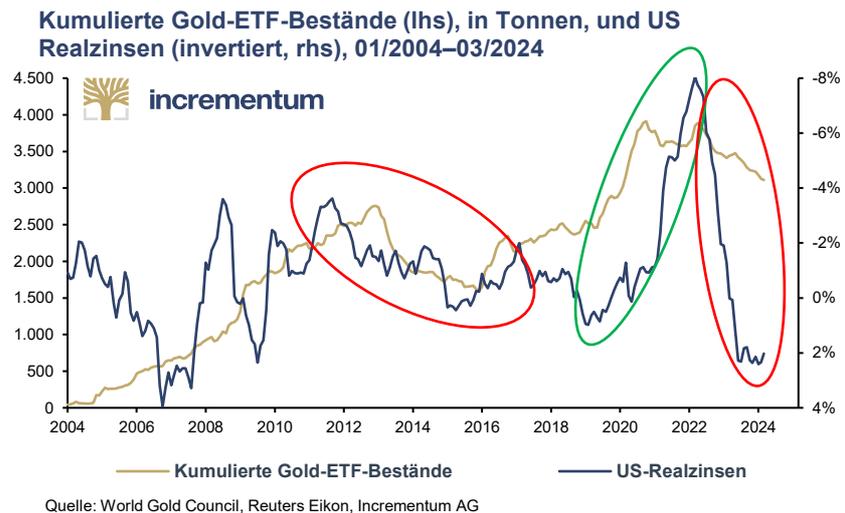
⁷ Siehe u. a. „Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten“, In Gold We Trust-Report 2023; „Von West nach Ost: Gold fließt den ‚starken Händen Asiens‘ zu“, In Gold We Trust-Report 2020

privater asiatischer Investoren sind hauptverantwortlich dafür, dass der Goldpreis auch im Umfeld steigender Realzinsen reüssieren konnte.

Allzeit bereit!

Motto der Pfadfinder

Wie lässt sich das abnehmende Interesse der westlichen Finanzinvestoren für Gold eigentlich erklären? Unserer Meinung nach scheint es, als hielten die westlichen Anleger weiter stur am alten Playbook für Gold fest: steigende Realzinsen = niedriger Goldpreis -> netto ETF-Goldverkäufe.



Eine Reduktion der Gold ETF-Bestände bei steigenden Realzinsen ist aus Sicht der Akteure im Westen durchaus eine rationale Entscheidung, sofern sie davon ausgehen, dass:

1. sie keinen erhöhten Gegenparteirisiken ausgesetzt sind und daher keinen Bedarf für einen ausfallsicheren Vermögenswert haben.
2. die Realzinsen künftig auch positiv bleiben bzw. dass keine zweite Inflationswelle auftreten wird.
3. sie Opportunitätskosten erleiden, wenn sie klassische Assetklassen wie Aktien und Anleihen oder auch „Betongold“ zu Lasten von Gold untergewichten.

Unserer Meinung nach sollten alle drei Annahmen in Frage gestellt werden – und das besser früher als später:

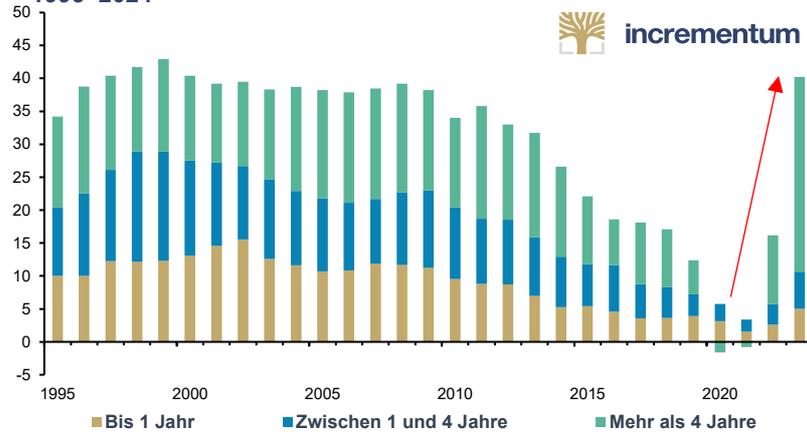
Ich bin mit einer schwäbischen Hausfrau verheiratet, das prägt.

**Winfried Kretschmann,
Ministerpräsident von
Baden-Württemberg**

Annahme 1: Auch wenn das Gegenparteirisiko bei Veranlagungen in westliche Staatsanleihen generell ausgeblendet wird, sorgt vor allem der stark steigende Zinsdienst zunehmend für Unwohlsein. Etwaige Reste budgetärer Vernunft wurden spätestens im Rahmen der Corona-Politik völlig über Bord geworfen. Die „schwäbische Hausfrau“ ist tot.

Dieser *monetäre Klimawandel* hat sich auch nach Ende der Pandemie weiter fortgesetzt. Doch bewegt sich diese budgetäre Nonchalance nun in einem Umfeld stark gestiegener Zinsen und nicht mehr in einem mit Niedrig- oder sogar Negativzinsen. Für die deutschen Bundesschulden musste 2023 rund 10-mal so viel für Zinszahlungen aufgewendet werden als noch 2021.

Deutsche Zinszahlungen nach ausstehender Laufzeit, in Mrd. EUR, 1995–2024



The only way you can finance a deficit is by inflation. You cannot raise this amount by genuine borrowing. ... A large government deficit is a certain way to inflation.

Friedrich August von Hayek

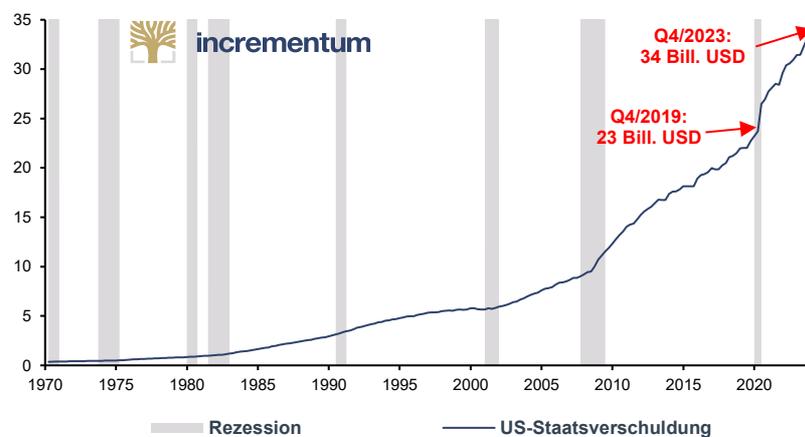
Eine zunehmend etatistische Grundhaltung hat sich in vielen Ländern durchgesetzt. Passenderweise jährt sich heuer die Veröffentlichung von „Der Weg zur Knechtschaft“ von Friedrich A. Hayek zum 80. Mal. Dieses Buch widmete Hayek bekanntlich den Sozialisten in allen Parteien. Denn zusätzlich zu exorbitant teuren Projekten wie dem *Inflation Reduction Act* und dem *Europäischen Green Deal* sowie den stark steigenden Ausgaben eines infolge der Alterung und der Einwanderung strukturell insolventen Sozialsystems sind westliche Regierungen nun auf der Suche nach Finanzierungsquellen, um die angekündigten Erhöhungen der Rüstungsausgaben zu finanzieren.

Creditors have better memories than debtors.

Benjamin Franklin

Zusätzlich verschlechtert sich die ohnehin bereits prekäre Haushaltssituation vieler Staaten wegen der zuletzt deutlich gestiegenen Zinsen. Dabei muss auch noch der erhebliche Anstieg der Staatsverschuldung im Folge der Corona-Pandemie und der Energiekrise verdaut werden. **Im Vergleich zu Q4/2019, also dem Vorabend der Pandemie, ist der US-Schuldenstand um 11 Bill. USD – und damit um rund ein Drittel – angestiegen.**

US-Staatsverschuldung, in Bill. USD, Q1/1970–Q4/2023



Annahme 2: Historisch betrachtet führte eine Überschuldung meist zu Staatsfinanzierung durch die Notenbanken, verstärkter finanzieller Repression und dem Einsatz der Inflationssteuer. In diesem Fall würden

die Realzinsen aufgrund einer neuen Inflationswelle erneut sinken und naheliegenderweise würden dann alle Argumente für eine verstärkte Anlage in Gold sprechen.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Annahme 3: Die Opportunitätskosten wären im Falle eines schwächelnden Aktienmarktes aus Sicht eines (potenziellen) Goldinvestors gering.

Ein Abrutschen der Aktienmärkte wäre wohl bei einem deutlichen Abkühlen der US-Wirtschaft, erst recht beim Abgleiten der USA in eine Rezession zu erwarten. Im Umkehrschluss hat sich historisch gezeigt, dass Gold in Rezessionen ein hervorragender Portfoliobaustein war. Umfangreiche Analysen haben wir hierzu im *In Gold We Trust*-Report 2023 publiziert.⁸

Performance des S&P 500 vs. Gold in S&P 500-Bärenmärkten, 1929–2024

Datum des Höchststandes	Datum des Tiefstandes	S&P 500	Gold	Gold relativ zum S&P 500
16.09.1929	01.06.1932	-86,19%	0,29%	86,48%
02.08.1956	22.10.1957	-21,63%	-0,11%	21,52%
12.12.1961	26.06.1962	-27,97%	-0,06%	27,91%
09.02.1966	07.10.1966	-22,18%	0,00%	22,18%
29.11.1968	26.05.1970	-36,06%	-10,50%	25,56%
11.01.1973	03.10.1974	-48,20%	137,47%	185,67%
28.11.1980	09.08.1982	-27,27%	-45,78%	-18,51%
25.08.1987	20.10.1987	-35,94%	1,38%	37,32%
16.07.1990	11.10.1990	-20,36%	6,81%	27,17%
17.07.1998	08.10.1998	-22,29%	1,71%	24,00%
24.03.2000	10.10.2002	-50,50%	11,18%	61,68%
11.10.2007	06.03.2009	-57,69%	25,61%	83,30%
21.09.2018	26.12.2018	-20,21%	5,59%	25,80%
19.02.2020	23.03.2020	-35,41%	-3,63%	31,78%
03.01.2022	10.12.2022	-25,43%	-7,08%	18,35%
	Durchschnitt	-35,33%	8,19%	44,01%
	Median	-27,97%	0,29%	27,17%

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

The biggest piece of M&A in the past 12 months was the merger of the Treasury and the Fed.

Michael Hartnett

Not being willing to take risks is an extremely risky strategy.

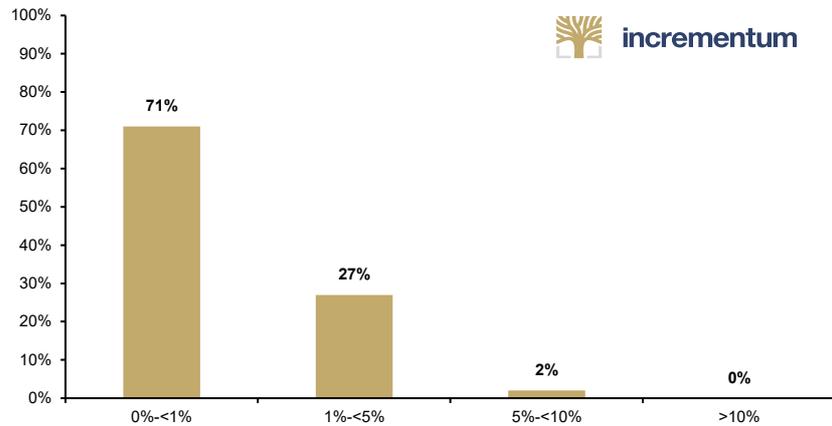
Magnus Carlsen

Weil allen voran westliche Finanzinvestoren noch nicht realisiert haben, dass es eine neue Version des Gold-Playbooks gibt, bleibt Gold zwar in aller Munde, aber befindet sich bei weitem nicht in allen Depots. Es scheint, als hätten westliche (Finanz-)Investoren zunächst die Einladung zur Goldparty ausgeschlagen. Nun, da die Party in Schwung kommt, wollen sie ihren Irrtum nicht eingestehen. Daher könnte es passieren, dass sie erst zu dieser Party kommen, wenn diese bereits voll im Gange ist, allerdings zu viel höheren „Eintrittspreisen“.

Die geringe Goldaffinität in weiten Teilen der Anlegerschaft bestätigt zuletzt auch eine Studie der Bank of America. Tatsächlich haben 71% der US-Berater eine geringe bis gar keine Goldallokation, d. h. weniger als 1% ihres Portfolios. Ein ähnliches Desinteresse sehen wir auch bei den Goldminenaktien, die angesichts der enttäuschenden Performance ihr Vertrauenskapital bei Anlegern weitgehend verspielt haben.

⁸ Siehe „Der geldpolitische Showdown“, *In Gold We Trust*-Report 2023

Gold-Allokation von US-Vermögensberatern, 2023



Quelle: BofA Global Research, Crescat Capital, Incrementum AG

Bitcoin is a Credit Default Swap on the everything bubble.

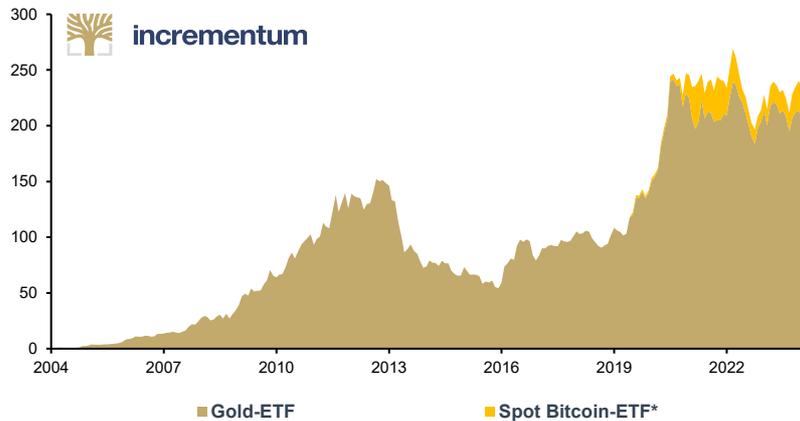
Michaël Roerade

Das neue Gold-Playbook und die Konkurrenz von Bitcoin

Ein wesentlicher neuer Aspekt im neuen Gold-Playbooks ist, dass sich Bitcoin als ernstzunehmender Wettbewerber von Gold etabliert hat.

Die digitale Währung fordert den Status des Edelmetalls als wichtigste nicht-inflationierbare Wertanlage heraus.

Gold-ETF- und Spot Bitcoin-ETF-Bestände, in Mrd. USD, 01/2004-03/2024



Quelle: hildobby, Reuters Eikon, Incrementum AG
*BTC-Bestände für den Zeitraum vor dem Spot Bitcoin-ETF-Handel (11/01/2024)

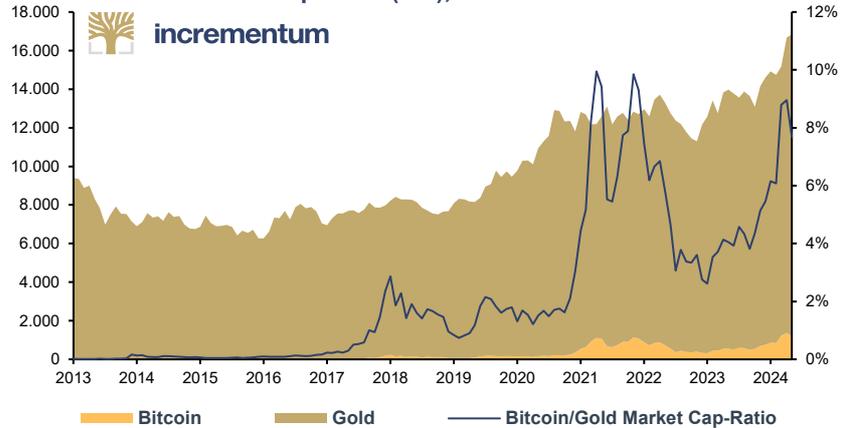
People that use fiat currency as a store of value, there's a name for them. We call them poor.

Michael Saylor

Bis zu einer möglichen Wachablöse ist es aber noch ein weiter Weg. So

beträgt die Marktkapitalisierung allen geförderten Goldes per 30. April ungefähr 15,6 Bill. USD – 212.582 Tonnen zum Preis von 2.288 USD pro Unze. Bei einem Preis von knapp 60.000 USD pro Bitcoin Ende April steht die Marktkapitalisierung von Bitcoin bei rund 1,2 Bill. USD. Das entspricht circa 7,7% der Marktkapitalisierung von Gold. Unter der Annahme eines unveränderten Goldpreises müsste sich der BTC-Preis fast verdreifachen, um beispielsweise 20% der Marktkapitalisierung von Gold zu erreichen.

Marktkapitalisierung von Gold und Bitcoin (lhs), in Mrd. USD, und Bitcoin/Gold Market Cap-Ratio (rhs), 01/2013–04/2024

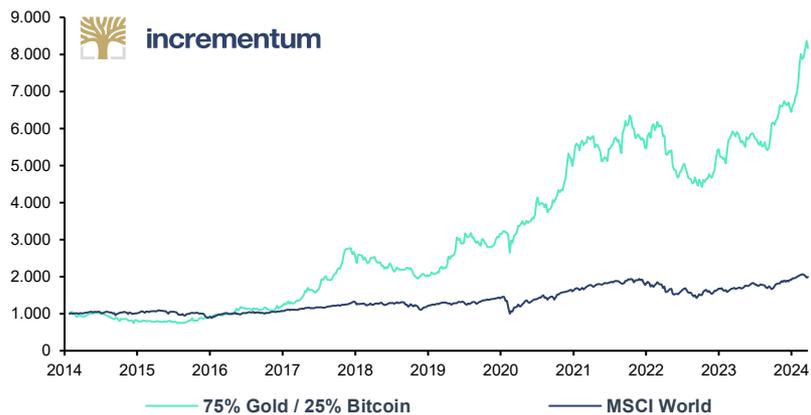


Bitcoin and Gold are the two most liquid alternative assets in the world. They are not in competition, play different roles, have global cross-border and cultural appeal, and come together as an all-weather inflation hedge.

Charlie Morris

Dass Gold im Universum der nicht-inflationierbaren Assets neue Konkurrenz erhalten hat, muss jedoch für Gold nicht per se nachteilig sein. Nach dem Motto „Konkurrenz belebt das Geschäft“ ist es durchaus denkbar, dass eine kritische Auseinandersetzung mit der Nicht-Nachhaltigkeit des derzeitigen Geldsystems zusätzliches Interesse für Gold generiert. Das wäre insbesondere dann der Fall, wenn mehr und mehr Anleger realisieren, dass aus portfoliotechnischen Überlegungen eine kombinierte Veranlagung in Gold und Bitcoin risikoadjustiert der jeweiligen Einzelveranlagung überlegen ist. Unser Credo lautet seit Jahren: „Gold für Stabilität, Bitcoin für Konvexität.“ Auch wenn die beiden Anlageklassen unterschiedlich sind, so ist der Kauf beider Assets eine aktive Entscheidung, der Fiat-Welt den Rücken zu kehren.⁹

75% Gold / 25% Bitcoin*, und MSCI World, 1,000 = 02/2014, 02/2014–04/2024



⁹ Nähere Informationen zu unseren Anlagestrategien finden Sie unter www.incrementum.li/investmentfonds. Für die Bitcoin-Freunde bieten wir auch eine quartalsweise Publikation, den Bitcoin-Kompass an, kostenfrei zum Download an unter www.incrementum.li/btc-kompass.

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

- Wir analysieren im Detail, welche konkreten Folgen das neue Gold-Playbook auf die Anlageentscheidungen hat. Zudem stellen wir unsere Adaption des 60/40-Portfolios, die sich aus dem neuen Gold-Playbook ableitet, und das neue *Incrementum Active Aurum-Signal* vor. Dieses Signal hilft dabei, den optimalen Zeitpunkt für eine stärkere Gewichtung von *Performance-Gold* zu bestimmen. => Kapitel „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“
- Angesichts der sich langsam verfestigenden Zweiteilung der Welt ist das Thema der De-Dollarization nicht mehr nur eine theoretische Überlegung, sondern manifestiert sich immer häufiger in (wirtschafts-)politischen Beschlüssen, internationalen Vereinbarungen und im Alltag. => Kapitel „Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold“
- Wir führen eine anregende Diskussion mit Brent Johnson und Louis-Vincent Gave über die Multipolarität der globalen Währungsordnung, den Status des US-Dollars als globale Reservewährung und die Inflation => Kapitel „Debatte zwischen Brent Johnson und Louis-Vincent Gave – From Wedlock to Deadlock: The East-West Divorce“
- Die wachsende Bedeutung nicht-westlicher Staaten zeigt sich auch an den Vereinigten Arabischen Emiraten und insbesondere an der Entwicklung von Dubai für den globalen Goldhandel. => Kapitel „Dubai, die goldene Oase, die den Goldmarkt der VAE aufblühen lässt“
- Außerdem gehen wir der Frage nach, ob Gold im Westen durch eine geschickte Stigmatisierung zum unberührbaren Metall wird. Anders gesagt: Besteht im Westen zunehmend ein Goldverbot im Kopf? => Kapitel „Das Imageproblem von Gold im Westen“
- Nicht fehlen darf ein Update zur Situation von Silber, dem oft als „kleinen Bruder“ bezeichneten Edelmetall, das von der Energiewende in besonderem Maße profitieren könnte. => Kapitel „Breakout oder Fake-out: Der goldene Moment für Silber?“
- Zudem unternehmen wir dieses Jahr einen Ausflug in die (ferne?) Zukunft und in bislang unerforschte Welten. => „Asteroiden- und Tiefseebergbau: Science-Fiction oder Innovationswelle im Minensektor?“
- Traditionellerweise widmet sich der *In Gold We Trust*-Report in einem Kapitel Bitcoin, dem digitalen Gold. Im Zentrum des Kapitels steht das neue Bitcoin-Playbook nach dem Halving Mitte April und der sich rasch nähernden absoluten Knappheit von Bitcoin. Zudem präsentieren wir unsere Idee des *Freebitcoin* analog zu *Freegold*. => Kapitel „Das neue Bitcoin-Playbook“
- Zusätzlich zu den beiden traditionellen Kapiteln „Minenaktien – Fundamentale und technische Lage“ und „Technische Analyse“ setzen sich drei weitere Kapitel im diesjährigen *In Gold We Trust*-Report mit unterschiedlichen Aspekten des *Performance-Golds* auseinander:
 - „Eine alternative Perspektive auf die Goldpreisbildung basierend auf Fundamentaldaten“
 - „Kalenderanomalien auf dem Goldmarkt“
 - „Die Bewertung und das Beta des Goldminensektors“

Herzlichen Dank!

„**Fast alle Bücher über Gold sind langweilig**“, so beginnt Roland Baader das Vorwort zu seinem Buch „Gold: Letzte Rettung oder Katastrophe?“. Mit unserem *In Gold We Trust*-Report versuchen wir auf informative Art und Weise das Gegenteil zu beweisen: **Gold ist immer interessant, denn im Gold spiegelt sich der Zustand der globalen Ökonomie, der Währungsarchitektur, aber auch der Gesellschaft wider.**

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

Arthur Zeikel

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

Henry Hazlitt

The degree of one's emotions varies inversely with one's knowledge of the facts – the less you know, the hotter you get.

Bertrand Russell

A reputation for integrity is more valuable than all the gold in the world.

Jeffrey Archer

Der *In Gold We Trust*-Report strebt Jahr für Jahr danach, seinem Ruf als „Goldstandard der Goldstudien“ (Wall Street Journal) gerecht zu werden und dem Anspruch, die weltweit anerkannteste, meistgelesene und vollumfänglichste Analyse zum Thema Gold zu genügen. Dabei sind Sie, liebe Leserinnen und Leser, unser größter Ansporn. Wir danken Ihnen für Ihr Interesse und das Vertrauen, das Sie unseren Analysen entgegenbringen.

Jedes Jahr ziehen wir uns für einige Wochen in unsere Kemenaten zurück, um nachzudenken, Daten und Fakten zu recherchieren und schließlich den *In Gold We Trust*-Report zu schreiben. Schließlich wollen wir Ihnen nicht nur eine umfassende Analyse der aktuellen Entwicklungen bieten, sondern auch historische, philosophische und ökonomisch-theoretische Einblicke rund um das Thema Gold präsentieren. **Wir geben gerne zu, dass uns dies in Jahren mit deutlichen Goldpreissteigerungen etwas leichter von der Hand geht.**

Diese 18. Ausgabe des *In Gold We Trust*-Reports wartet mit einer Premiere auf: Zum ersten Mal fungiert unsere neu gegründete *Sound Money Capital AG* als Herausgeberin. Der *In Gold We Trust*-Report erscheint aber weiterhin selbstverständlich in Zusammenarbeit mit der *Incrementum AG*. An dieser Stelle wollen wir ein Wort des Dankes an unsere Kollegen bei der *Incrementum AG* richten, die uns als erfahrene Sparringspartner in Sachen Marktanalyse, Unternehmensbewertung und Fondsmanagement hilfreich zur Seite stehen. Ebenfalls sei an dieser Stelle auch ein Wort des Dankes an die *Erste Group* gerichtet, die Herausgeberin der ersten sechs Ausgaben des *In Gold We Trust*-Reports war.

Wir danken weiters unseren mehr als 20 fantastischen Kolleginnen und Kollegen auf vier Kontinenten für ihren tatkräftigen und unermüdlichen Einsatz über mehr als 20.000 Stunden und unzählige Zeitzonen hinweg.

Besonderer Dank gilt, last but not least, unseren Premium-Partnern.¹⁰ Ohne ihre Unterstützung wäre es nicht möglich, den *In Gold We Trust*-Report kostenfrei zugänglich zu machen und Jahr für Jahr unser Leistungsspektrum zu erweitern. Neben der jährlichen Publikation in vier Sprachen stellen wir monatlich unseren *Monthly Gold Compass* sowie laufend Informationen auf unserer *In Gold We Trust*-Website unter ingoldwetrust.report zur Verfügung.

¹⁰ Am Ende des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie eine Übersicht über unsere *Premium-Partner*, inklusive einer Kurzbeschreibung der Unternehmen.

If there is time to reflect, slowing down is likely to be a good idea.

Daniel Kahneman

Wir betrachten die Auseinandersetzung mit der Vergangenheit als unabdingbar für eine erfolgreiche Zukunftsvorbereitung. Diese Auseinandersetzung hat in uns die Überzeugung hervorgebracht, dass nun die Zeit für ein neues Gold-Playbook ist. Dieses wollen wir Ihnen, geschätzte Leser, als Orientierungshilfe zum Thema Gold auf den mehr als 400 Seiten des *In Gold We Trust-Reports 2024* präsentieren.

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 18. *In Gold We Trust-Reports* genauso viel Freude bereitet wie uns das Schreiben.

Mit herzlichen Grüßen aus Liechtenstein,



Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek





MÜNZE
ÖSTERREICH

Zeit der Krisen.



Zeit der Veränderung.

*Zeit
für
Gold.*

Warum genau jetzt eine gute Zeit für Goldanleger ist,
erfahren Sie auf muenzeoesterreich.at

Der Status quo von Gold

„There is no fever like gold fever.“

Richard Russell

- Für uns steht fest: Gold ist endgültig aus seiner vierjährigen Konsolidierungsphase ausgebrochen. Ein neues Kapitel im Gold-Playbook wurde aufgeschlagen.
- Seit dem „IPO von Gold“ am 15. August 1971 beläuft sich der durchschnittliche jährliche Anstieg des Goldpreises in US-Dollar auf 10,0%. Die annualisierte Wachstumsrate (CAGR) beträgt 7,8%.
- Angesichts des 25-Jahr-Jubiläums des Euros lohnt sich ein Blick auf 25 Jahre Goldpreis in Euro. Insgesamt legte Gold in diesem Vierteljahrhundert um 772% zu, das entspricht 8,7% pro Jahr. In lediglich 4 von 25 Jahren verbuchte Gold auf Euro-Basis eine negative Performance, was die Schwäche der Gemeinschaftswährung schonungslos offenlegt.
- Die „autonome Steigerungsrate“, also die Rate des Goldpreisanstiegs, die unabhängig von Wechselkursschwankungen ist, wird sich unserer Meinung nach weiter erhöhen. Insofern könnte sich die historisch inverse Beziehung zwischen dem US-Dollar und dem Goldpreis in Zukunft weiter abschwächen.
- In Anbetracht des extrem starken Goldpreisanstiegs im Frühjahr käme eine Phase des Durchschnaufens und der Konsolidierung nicht überraschend.

Gold always does what it should do... it just never does it when we think it should.

Richard Russell

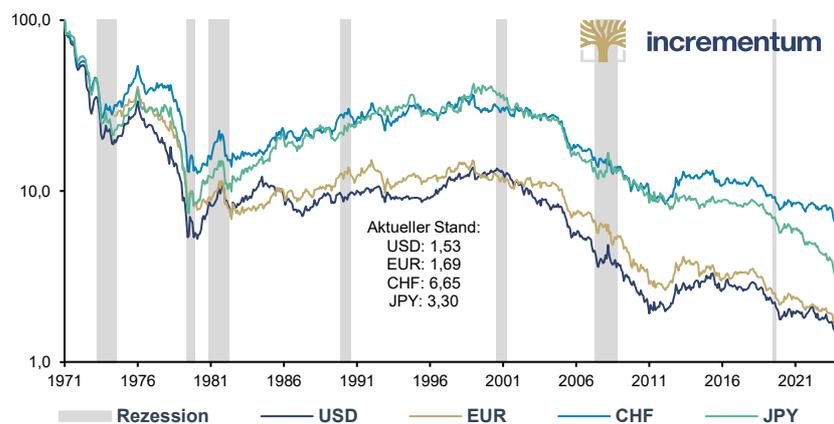
Nowadays people know the price of everything and the value of nothing.

Oscar Wilde

In den vergangenen Jahren erinnerte der Blick auf den Goldpreis-Chart ein wenig an *Warten auf Go(D)dot*. Doch entgegen dem Stück von Samuel Beckett kam der lang erwartete Goldpreisausbruch Anfang März dann doch, wenngleich etwas unerwartet. In nur wenigen Wochen rallierte der Goldpreis auf US-Dollar-Basis um 15% auf zwischenzeitlich mehr als 2.400 USD. Gold erzielte reihenweise neue Allzeithochs, so wurde auch im Schweizer Franken, dem Goldstandard unter den Fiat-Währungen, die psychologisch wichtige Marke von 2.000 CHF erstmals überschritten. **Für uns steht fest: Gold ist endgültig aus seiner vierjährigen Konsolidierungsphase ausgebrochen. Ein neues Kapitel im Gold-Playbook wurde aufgeschlagen.**

Doch wie Sie, geschätzte Leser, bereits wissen: Der Wert des Goldes schwankt in Wirklichkeit nicht. Was sich ändert, ist die Kaufkraft der Fiat-Währungen gemessen in Gold. Diese bewegen sich zwar in unterschiedlichem Maße, aber immer als Gruppe im Verhältnis zu Gold, dem unbeweglichen Anker. **Der Goldpreis „steigt“ also nicht, sondern die Fiat-Währungen werten langfristig im Verhältnis zu Gold ab, manche schneller, manche ein wenig langsamer. Eine Einsicht, die vom nachfolgenden Chart bestätigt wird.**

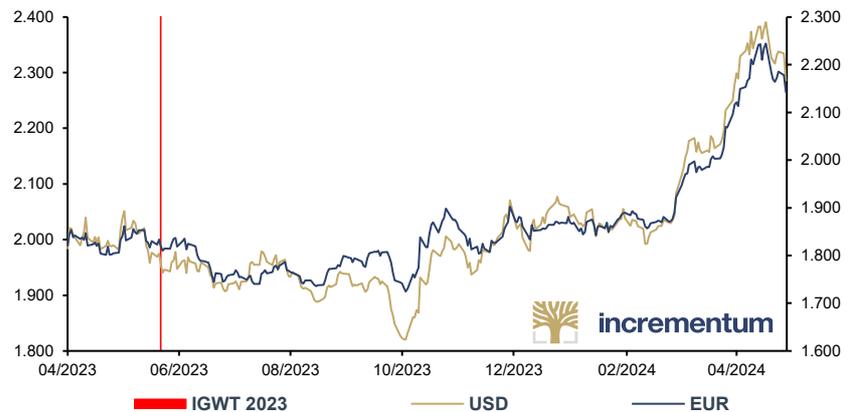
Diverse Währungen (log), in Gold, 100 = 08/1971, 08/1971–05/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Sehen wir uns nun die Goldpreisentwicklung seit dem letzten *In Gold We Trust*-Report in US-Dollar und Euro an. Kurz nach der Veröffentlichung des letzten *In Gold We Trust*-Reports am 24. Mai 2023 setzte eine mehrmonatige Korrektur ein. Gold gab bis Anfang Oktober auf 1.820 USD nach. Im Zuge eines deutlich schwächeren US-Dollars, aufkeimender Zinssenkungsphantasien und einer robusten Notenbankgoldnachfrage gelang dann in Q4/2023 die Kehrtwende, was gleichzeitig den Startpunkt der fulminanten Rally im Frühjahr markierte.

Gold, in USD (lhs), und EUR (rhs), 04/2023–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

Clyde Harrison

Jetzt wollen wir uns der „Marktbreite“ des Goldes, also der Goldpreisentwicklung in verschiedenen Währungen zuwenden. 2023 war für Gold in den wichtigsten Währungen mit einem Plus von 12,0% klar positiv. Fragwürdiger Spitzenreiter war Gold in japanischen Yen, mit einem Plus von 21,6%. Nach wie vor ist die durchschnittliche Performance in diesem Jahrtausend beeindruckend. Seit 2000 liegt der Mittelwert der jährlichen Performance bei 9,2%. Gold konnte – trotz zwischenzeitlicher deutlicher Korrekturen – praktisch jede andere Anlageklasse und jede andere Währung in den Schatten stellen.

Goldperformance in den wichtigsten Währungen, 2000–2024 YTD

Jahr	USD	EUR	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Durchschnitt
2000	-5,3%	1,2%	2,4%	11,2%	-1,9%	-5,4%	5,8%	-4,2%	1,4%	0,6%
2001	2,4%	8,4%	5,3%	12,0%	8,8%	2,4%	18,0%	5,5%	5,8%	7,6%
2002	24,4%	5,5%	12,3%	13,2%	22,9%	24,4%	12,2%	3,5%	23,7%	15,8%
2003	19,6%	-0,2%	8,0%	-10,7%	-1,3%	19,6%	8,1%	7,4%	13,9%	7,2%
2004	5,6%	-2,0%	-1,7%	1,5%	-2,0%	5,6%	0,8%	-3,1%	0,1%	0,5%
2005	18,1%	35,2%	31,6%	25,9%	14,1%	15,1%	35,9%	36,3%	22,8%	26,1%
2006	23,0%	10,4%	8,1%	14,3%	23,3%	19,0%	24,2%	14,1%	20,7%	17,5%
2007	30,9%	18,4%	29,2%	18,0%	12,0%	22,5%	22,5%	21,8%	16,9%	21,4%
2008	5,4%	10,0%	43,0%	30,5%	28,7%	-1,5%	-14,2%	-0,8%	30,0%	14,6%
2009	24,8%	21,8%	13,0%	-1,6%	7,9%	24,8%	27,9%	21,1%	19,2%	17,6%
2010	29,5%	38,6%	34,2%	13,9%	22,8%	25,1%	13,2%	16,8%	24,8%	24,3%
2011	10,2%	13,8%	10,6%	9,9%	12,7%	5,2%	4,5%	10,7%	30,7%	12,0%
2012	7,1%	5,0%	2,4%	5,3%	4,2%	6,0%	20,7%	4,5%	11,1%	7,4%
2013	-28,0%	-30,9%	-29,4%	-16,1%	-23,0%	-30,1%	-12,6%	-29,8%	-19,1%	-24,3%
2014	-1,8%	11,6%	4,4%	7,2%	7,5%	0,7%	11,6%	9,4%	0,2%	5,6%
2015	-10,4%	-0,2%	-5,3%	0,6%	6,8%	-6,2%	-9,9%	-9,7%	-5,9%	-4,4%
2016	8,5%	12,1%	29,7%	9,4%	5,3%	16,1%	5,4%	10,3%	11,4%	12,0%
2017	13,1%	-0,9%	3,3%	4,6%	5,9%	6,0%	9,0%	8,3%	6,3%	6,2%
2018	-1,5%	3,0%	4,3%	9,0%	6,8%	4,1%	-4,2%	-0,8%	7,3%	3,1%
2019	18,3%	21,0%	13,8%	18,7%	12,6%	19,7%	17,2%	16,6%	21,3%	17,7%
2020	24,6%	14,3%	21,2%	14,1%	22,6%	17,2%	18,8%	14,3%	28,0%	19,5%
2021	-3,6%	3,6%	-2,6%	2,2%	-4,3%	-6,1%	7,5%	-0,6%	-1,7%	-0,6%
2022	-0,2%	6,0%	11,6%	6,3%	7,0%	8,3%	13,7%	1,1%	10,8%	7,2%
2023	13,1%	9,7%	7,4%	13,1%	10,5%	16,3%	21,6%	2,9%	13,7%	12,0%
2024 YTD	10,8%	14,7%	12,9%	16,6%	15,3%	13,0%	24,0%	21,1%	11,2%	15,5%
CAGR	8,9%	8,6%	10,0%	8,9%	8,7%	8,3%	10,9%	6,5%	11,9%	9,2%

Quelle: Reuters Eikon (per 30/04/2024), Incrementum AG

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

Thomas Sowell

I love money. I love everything about it. I bought some pretty good stuff. Got me a \$300 pair of socks. Got a fur sink. An electric dog polisher. A gasoline powered turtleneck sweater. And, of course, I bought some dumb stuff, too.

Steve Martin

Ein wichtiger Aspekt wird hierbei oft vergessen, nämlich die steuerliche Belastung. Schließlich sind in vielen Ländern Gewinne aus der Goldanlage steuerfrei, zumindest nach einer gewissen Haltefrist. **Dies erhöht die Performance von Gold im Vergleich zu herkömmlich besteuerten Anlageklassen zusätzlich.**

Wenn man die Goldpreisentwicklung in unterschiedlichen Währungen und auf Sicht von Dekaden ansieht, so zeigt sich, dass die Performance signifikant divergiert. Insbesondere die 1970er-Jahre und auch die 2000er- sowie die 2010er-Jahre lassen sich als goldene Dekaden bezeichnen. Wenn man sich die Entwicklung der Realzinsen im US-Dollar vor Augen führt, ergibt diese Entwicklung durchwegs Sinn. Die 1970er-Jahre waren durch die hohen Teuerungsraten von negativen Realzinsen geprägt. Die Dynamik hat sich Anfang der 1980er-Jahre dramatisch geändert. Während Ende der 2000er-Jahre das Nullzinsniveau erstmals erreicht wurde, ließ die verhältnismäßig niedrige Teuerungsraten in den 2010er-Jahren die Realzinsen nicht weiter fallen, obwohl die nominellen Zinsen auf niedrigsten Niveaus verharrten. **Dieser Zusammenhang – negative bzw. fallende Realzinsen = positives Goldpreisumfeld – dürfte sich jedoch im Rahmen des neuen Gold-Playbooks verändert haben.**

Dekadenweise Goldperformance in den wichtigsten Währungen, 1971–2024 YTD

Jahr	1971–1979	1980–1989	1990–1999	2000–2009	2010–2019	2020–2024 YTD
USD	1.268%	-22%	-26%	281%	38%	51%
EUR	1.256%	-3%	-15%	168%	77%	58%
GBP	1.275%	9%	-28%	280%	69%	60%
CHF	1.098%	-24%	-26%	148%	29%	43%
JPY	1.219%	-53%	-49%	246%	62%	119%
AUD	1.269%	7%	-18%	178%	77%	63%
CAD	1.282%	-23%	-10%	177%	71%	60%
INR	1.274%	30%	33%	307%	113%	76%
RUB	1.296%	-17%	30%	322%	183%	127%
ZAR	1.251%	142%	73%	359%	162%	102%
CNY	1.204%	155%	26%	214%	41%	57%
TRY	1.358%	74%	71%	951%	451%	721%
BRL	1.360%	-24%	72%	268%	219%	95%
ARS	1.356%	68%	-29%	1.348%	2.082%	2.106%

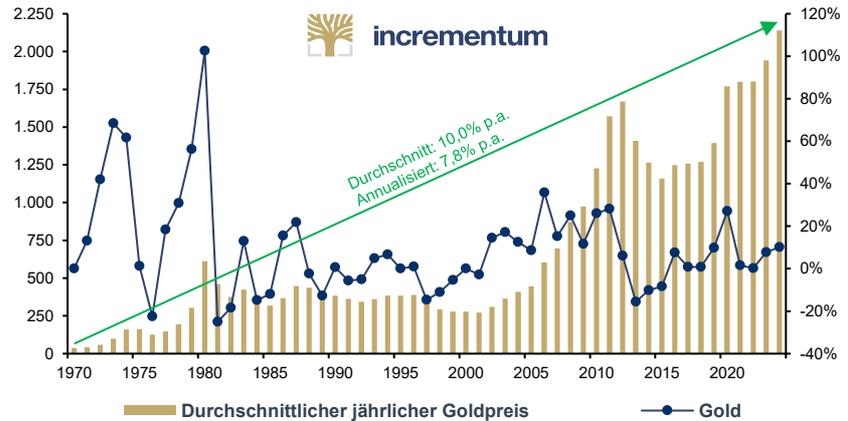
Quelle: Michael Nicoletos, Bloomberg, Reuters Eikon (per 30/04/2024), Incrementum AG

Do not save what is left after spending, but spend what is left after saving.

Warren Buffett

Seit dem „**IPO von Gold**“ am 15. August 1971 beläuft sich der durchschnittliche jährliche Anstieg des Goldpreises in US-Dollar auf 10,0%. Die annualisierte Wachstumsrate (CAGR) beträgt 7,8%. **Mit einem Jahresdurchschnittspreis von 1.942 USD erreichte Gold im Vorjahr ein neues Allzeithoch.** Seit Jahresbeginn liegt der durchschnittliche Goldpreis bei 2.139 USD. Der folgende Chart zeigt, dass das regelmäßige Aufstocken von Gold („Goldsparen“) unter Ausnutzung des Cost-Average-Effekts sehr vernünftig erscheint.

Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis, in USD (lhs), und yoy (rhs), 1970–04/2024



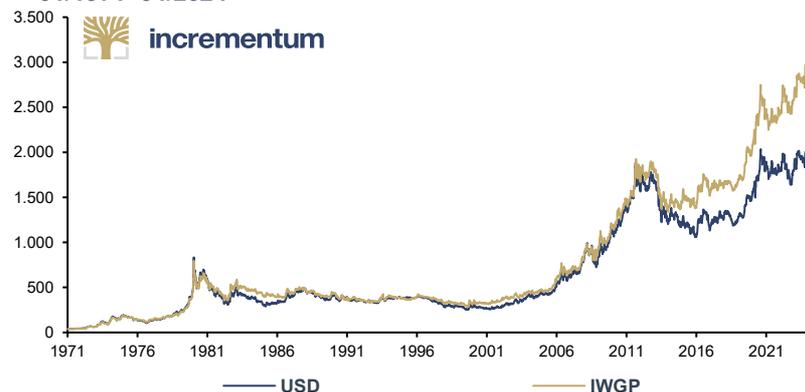
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Good analysis comes from good understanding. And good understanding is provided by a conceptual framework that helps you organize your thinking.

Stephen H. Penma

Wenden wir uns nun wieder dem aktuellen „Big Picture“ zu. Der nächste Chart zählt zu den „Klassikern“ jedes In Gold We Trust-Reports. Er zeigt den sogenannten *Incrementum Weltgoldpreis*, der mithilfe eines nach dem nominalen BIP gewichteten Währungskorbs aus 16 Währungen ermittelt wird. Diese Währungen repräsentieren derzeit knapp 80% des globalen BIPs. Der Analyseansatz zielt darauf ab, den verzerrenden Effekt von Währungsschwankungen bei der Bewertung des Goldpreises in einer einzelnen Währung zu mildern. Der Chart zeigt, dass sich insbesondere seit 2011/12 eine Lücke zwischen dem Goldpreis in US-Dollar und dem Weltgoldpreis aufgetan hat, die im Laufe der Zeit als Folge der US-Dollar-Stärke allmählich größer geworden ist. Dennoch scheint der langfristige Aufwärtstrend für beide Metriken klar intakt.

Gold, in USD, und Incrementum World Gold Price (IWGP), 01/1971–04/2024



Quelle: World Bank, Reuters Eikon, Incrementum AG

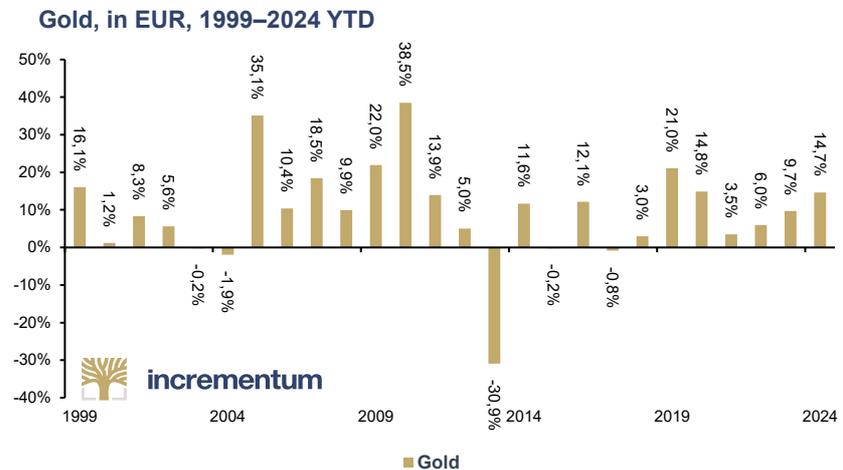
Fazit

Nach einigen Anläufen hat der Goldpreis nun auch auf USD-Basis neue Allzeithochs markiert. Nun, nachdem die bisherigen Widerstandslinien überwunden werden konnten, ist der Weg nach oben frei; es wurde ein neues Kapitel im Gold-Playbook aufgeschlagen.

If you don't own gold, you know neither history nor economics. In gold, the sky is not the limit; history is.

Ray Dalio

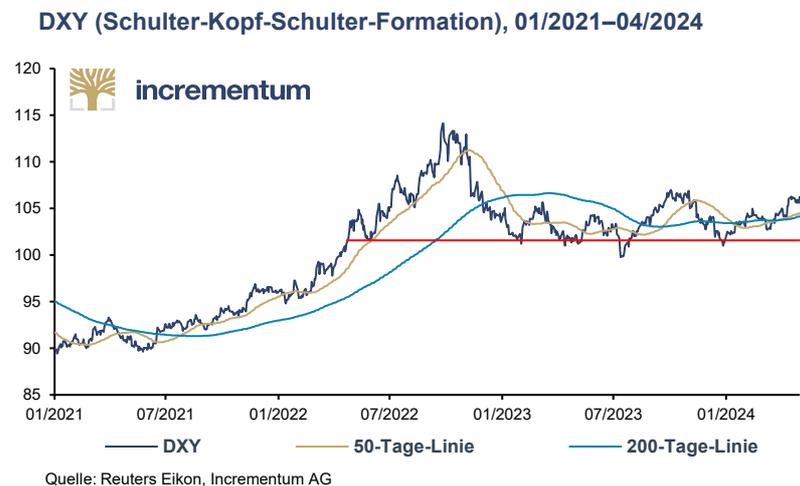
Angesichts des 25-Jahr-Jubiläums des Euros lohnt sich ein Blick auf 25 Jahre Goldpreis in Euro. Insgesamt legte Gold in diesem Vierteljahrhundert um 772% zu, das entspricht 8,7% pro Jahr. In lediglich 5 von 25 Jahren verbuchte Gold auf Euro-Basis eine negative Performance, was die eklatante Schwäche der Gemeinschaftswährung schonungslos offenlegt.



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

Simon Mikhailovich

Was sind nun unsere Erwartungen für den US-Dollar? Ein Blick auf den DXY-Chart lässt weiterhin einen Seitwärtstrend mit leichter Aufwärtstendenz erkennen. Im Jänner 2024 hielt die Unterstützungslinie bei 101. Sollte diese wichtige Marke jedoch substantiell nach unten durchbrochen werden, so läge die nächste größere Unterstützungszone erst im Bereich von 89.



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

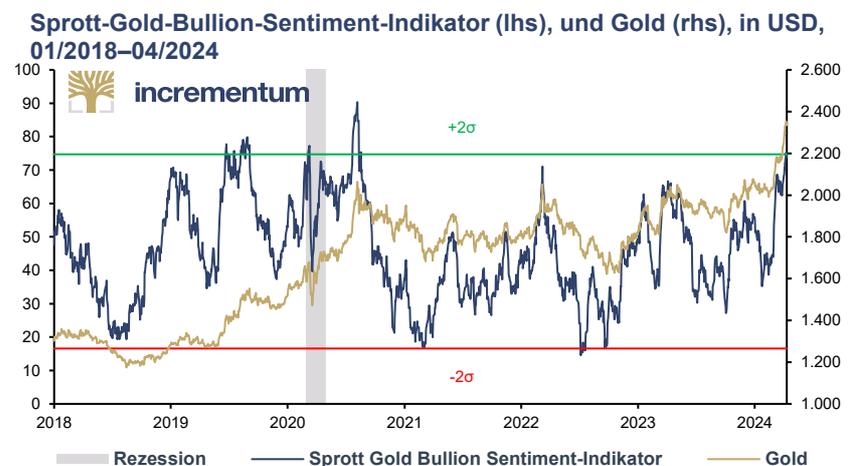
Unsere Auswertungen belegen allerdings, dass der DXY in Wahljahren gegenüber den historischen Durchschnittsverläufen deutliche relative Stärke aufweist. Die Abkopplung des DXY gegenüber den historischen Durchschnittsverläufen setzt zu Beginn des zweiten Quartals ein und endet mit der Präsidentschaftswahl Anfang November. Danach neigt der Greenback zur Schwäche. Diese Tatsache wird Donald Trump gefallen, schließlich hatte er den hohen Kurs des US-Dollars während seiner Präsidentschaft 2017 bis 2021 häufig scharf angeprangert. Sollte Donald Trump die Wahl gewinnen, sollten wir uns an Aussagen wie die folgende erinnern, mit der Trump auf den seiner Meinung nach

*Who is the best /
Who holds the aces /
The East or the West /
This is the crap our children are
Learning /
But oh, oh, oh, the tide is turning.*
**The Tide is Turning, Roger
Waters**

viel zu hawkishen Jerome Powell anspielte: „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.“

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 weiter abschwächen. Was gut für den US-Dollar ist, muss nicht immer schlecht für Gold sein.

Wir sind stets davon ausgegangen, dass, sobald der Goldpreis neue Allzeithochs auf US-Dollar-Basis markiert, die nächste Trendphase eingeläutet wird. Ein neues Kapitel im Gold-Playbook wird nun verfasst. Ein Blick auf den *Sprott-Gold-Bullion-Sentiment-Indikator* zeigt allerdings, dass sich die Stimmungslage am Goldmarkt bereits Euphorieniveau nähert. Angesichts des starken Anstiegs im Frühjahr käme eine Phase des Durchschnaufens und der Konsolidierung des Goldpreises deshalb nicht überraschend.



Quelle: Sprott Asset Management LP, Reuters Eikon, Incrementum AG

INVESTIEREN SIE MIT UNSEREN KLASSIKERN IN IHRE GOLDENE ZUKUNFT.



VIEL GOLD. VIEL ZUKUNFT.

philoro.at | philoro.de | philoro.ch | philoro.li | philoro.us

 philoro

Status quo des Goldes relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen

„Scarcity is the fundamental starting point of all economics, and its most important implication is the notion that everything has an opportunity cost.“

Saifedean Ammous

- An den US-Aktienmärkten sind die Bewertungen weiterhin weit weg von Schnäppchenniveaus. Selektiv finden wir – insbesondere im Value-Segment der Old Economy, in Europa oder auch in den Emerging Markets – zahlreiche spannende Opportunitäten.
- Die von uns in den Vorjahren bereits angekündigte Abkopplung zwischen Gold und Anleihen hat sich in den letzten Monaten vollzogen. Der Bondmarkt und der Goldmarkt senden die gleiche Botschaft: Inflation ist die neue Realität.
- Wenn sich die Beziehung zwischen Aktien und Anleihen nachhaltig umkehrt, wäre dem 60/40-Portfolio die Grundlage – nämlich eine negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen – entzogen. Werden Anleihen nun dem Gold das Zepter übergeben?
- Die zweijährige Rohstoffhausse musste dem stotternden Konjunkturmotor, der Disinflation und den rapide steigenden Zinsen Tribut zollen. Dennoch deutet vieles darauf hin, dass sich der Rohstoff-Superzyklus erst in einer Frühphase befindet.

Risk more than others think is safe. Dream more than others think is practical.

Howard Schultz

Nicht nur die absolute Entwicklung, sondern auch die relative Performance, insbesondere zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen, ist für eine umfassende Standortanalyse der Goldpreisentwicklung unerlässlich. Denn insbesondere für all jene, die Gold nicht als Safe-Haven-Asset (=Sicherheits-Gold) halten, sondern in Gold wegen einer erhofften hohen Rendite (=Performance-Gold) investieren, ist die relative Performance im Vergleich zu anderen Assetklassen von hoher Bedeutung. Deshalb werden wir auf den folgenden Seiten die relative Bewertung und die Trendstärke von Gold untersuchen, um die Opportunitätskosten einer Anlage in Gold zu analysieren. Eines können wir schon vorwegnehmen: **Der Goldbullenmarkt steht auf einem soliden Fundament.**

Gold im Vergleich zu Aktien

„It’s clear that the future will not look like the past and today’s conventional investment wisdom will be tomorrow’s folly: liquid will be the new illiquid; rapid turnover the new patience; niche strategies the new index trackers. What rose furthest in duration’s golden age – government and corporate bonds, public equities, private equity, venture, real estate – will fall furthest with its passing.“

Dylan Grice

NVIDIA is just Taylor Swift for dudes.

Investment Hulk

Wenn es ein neues Thema in den letzten Monaten gab, das Politik, Feuilleton und auch die Finanzmärkte gleichermaßen beschäftigte, so war es der Hype rund um die künstliche Intelligenz im Allgemeinen und Chat-GPT im Speziellen. Es scheint allerdings eine gewisse Dissonanz über die Auswirkungen der künstlichen Intelligenz zu geben. Die prognostizierten Folgen reichen von kompletter Volksverblödung, zu Massensterben und dem Ende der Menschheit bis zu einem Multi-Billionen-Dollar-Produktivitätswunder. Wir sind weder AI-Experten noch schreiben wir diese Zeilen mittels Chat-GPT; wir sind jedoch der festen Überzeugung, dass die positiven Konsequenzen des technologischen Fortschrittes klar überwiegen. Fakt ist allerdings, dass der AI-Boom rund um Nvidia & Co. den Börsen einen zusätzlichen „This time is different“-Schub verlieh.

The best defense is a good offense, but an even better defense is making sure the other guy thinks you have a good offense.

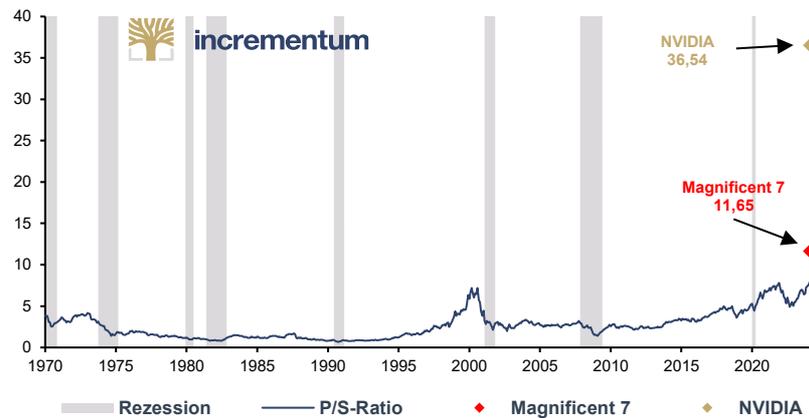
Mark Twain

Doch bei aller AI-Euphorie sollte man die Kirche im Dorf lassen. Unser geschätzter Kollege Peter Frech vergleicht das Geschehen an den Aktienmärkten mit der alten Sportweisheit „Offense wins games, but defense wins championships“, denn auch beim Investieren ist das Vermeiden großer Verluste für eine überdurchschnittlich hohe langfristige Performance von höchster Wichtigkeit.¹¹ Defensive Sektoren sind aktuell jedoch so unbeliebt wie Marmite, eine – unserer Meinung nach grausige – vegane Würzpaste aus Hefeextrakt, außerhalb der britischen Küche.

¹¹ Siehe Frech, Peter: „Quantex Werte“, Nr. 102, März 2024

Frech sieht im aktuellen Börsengeschehen erhebliche Parallelen zu Fußball spielenden Kleinkindern: Die ganze Meute rennt wie ein Hühnerhaufen dem Ball nach – von taktischer Aufstellung und Abwehrarbeit keine Spur. Genauso wie die Kleinen auf den Ball fokussiert sind, scheinen viele Marktteilnehmer nur noch auf mögliche Gewinne infolge des KI-Booms schielen; FOMO lässt grüßen. Allenfalls interessiert noch die Frage, wann die ersehnten Zinssenkungen, die den Aktien einen zusätzlichen Schub verleihen sollen, denn endlich kommen. Nur die Upside, also der offensive Drang zum Tor zählt. Die Defensive dagegen kümmert kaum noch jemanden, so Frech.¹²

S&P 500 IT P/S-Ratio, 01/1970–03/2024



Quelle: Kailash Capital Research, Reuters Eikon, Incrementum AG

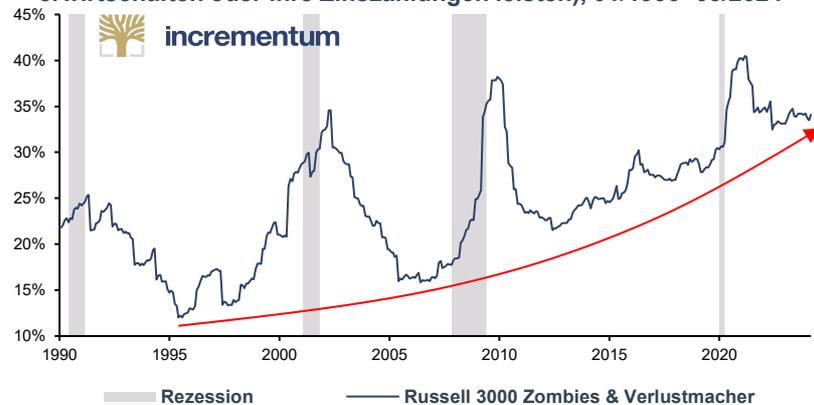
Financialization is profit margin growth without labor productivity growth....

Financialization is the zombification of an economy and the oligarchification of a society.

Ben Hunt

Die Warnsignale will auch angesichts der vielen Allzeithochs an den Börsen kaum jemand sehen. Der Anteil der Zombie-Unternehmen ist weltweit auf dem Vormarsch und hängt als riesiger Ballast am Hals produktiver Unternehmen.¹³ Der nächste Chart zeigt den Prozentsatz aller im Russell 3000 abgebildeten Unternehmen, die sich entweder in den roten Zahlen befinden oder die fälligen Zinsen nicht pünktlich bezahlen können. Dieser Prozentsatz liegt aktuell bei rund einem Drittel, seit 1995 erkennt man einen klaren Aufwärtstrend.

Russell 3000 Zombies & Verlustmacher (Können keinen Gewinn erwirtschaften oder ihre Zinszahlungen leisten), 01/1990–03/2024



Quelle: Kailash Capital Research, Reuters Eikon, Incrementum AG

¹² Siehe Frech, Peter: „Quantex Werte“, Nr. 102, März 2024

¹³ Eine ausführliche Analyse der Zombie-Ökonomie bietet: Stöferle, Ronald, Taghizadegan, Rahim und Hochreiter, Gregor: *Die Nullzinsfalle: Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird*, 2019

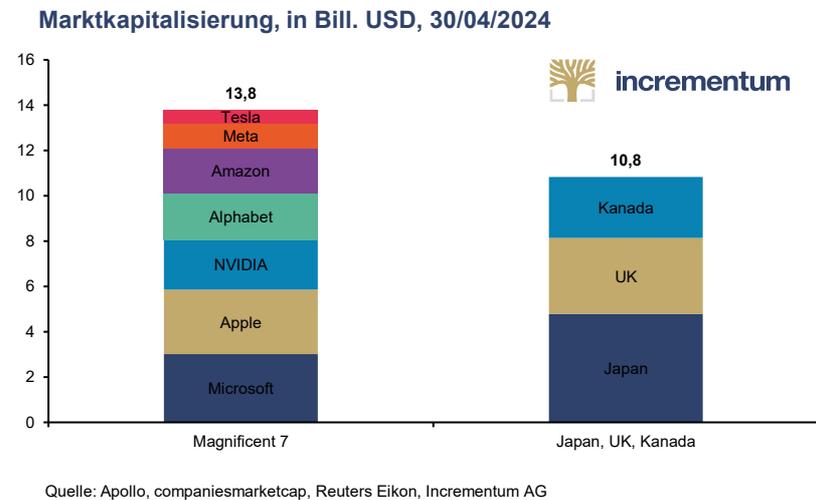
Auch die zunehmende Marktkonzentration ist definitiv kein Zeichen von Stärke. Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man, dass gerade einmal 30 Aktien etwa 70% der Marktkapitalisierung des Russell-1000-Index ausmachen.



Markets are strongest when they are broad and weakest when they narrow to a handful of blue-chip names.

Bob Farrell's Rule #7

Die zehn größten US-Aktien nach Marktkapitalisierung stehen per Ende April für 13,3% der gesamten globalen Marktkapitalisierung. Beim vorherigen Höhepunkt im März 2000 lag der Anteil bei 9,9%. Vergleiche, in denen einzelne US-Aktien mehr wert sind als ganze Länder, sind mittlerweile alltäglich.



When inflation peaks, equities bottom.

Marko Papic

Doch zurück zu den Performancekennzahlen: Das Vorjahres-Plus von 55,1% im Nasdaq 100 war die beste Performance seit 1999. Auch der S&P 500 (+26,3%), der Russell 2000 (+16,9%) und der Dow-Jones-Industrials (+16,2%) zeigten eine bemerkenswerte Performance, die sich auch in Q1/2024 fortsetzte. Der säkulare Trend zeigt nach oben, die Marktbreite hat sich zuletzt verbessert.

Das Risiko-/Ertrags-Verhältnis hat sich seit Ende Oktober 2023 jedoch zweifelsfrei verschlechtert. Seit dem Tiefststand am 27. Oktober 2023 sahen wir eine Performance im 99. Perzentil. Dementsprechend haben sich die Stimmung und die Marktpositionierung von „zu Tode betrübt“ hin zu „himmelhochjauchzend“ umgekehrt. Ende Oktober 2023 lag die Zuversicht – und

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

Larry Summers

damit die Investorenpositionierung – auf einer Skala von -10 bis +10 bei -8. Aktuell dürfte die Stimmungslage bei +8 liegen. Es scheint somit schwer vorstellbar, wie der Markt in den kommenden Monaten eine ähnliche Schlagkraft entwickeln kann, wie in Q4/2023 und Q1/2024.

Was ist der Grund für diese Rückkehr zu alten Verhaltensmustern?

Anatole Kaletsky sprach im Vorjahr treffenderweise von pessimistischen Bullen. Er beschrieb damit Anleger, die sich selbst für vorsichtig pessimistisch halten, weil sie eine milde Rezession in den USA erwarten. In Wirklichkeit sind sie aber implizit optimistisch, weil sie darauf hoffen, dass diese Rezession die Inflation schnell auf ein akzeptables Niveau senkt und die Federal Reserve zwingen wird, die Geldpolitik zu lockern. Das, so die Hoffnung, soll die Bond- und Aktienkurse beflügeln.

Doch diese Hoffnung ist, zumindest kurzfristig, äußerst trügerisch. Die folgende Tabelle zeigt die Entwicklung des S&P 500 zwischen der jeweils letzten Zinserhöhung und der letzten Zinssenkung. Man erkennt sofort, dass es wenig ratsam gewesen wäre, Aktien am Ende des Zinserhöhungszyklus zu kaufen und dann bis zum Ende der Zinssenkungskampagne zu halten. **Pessimistische Bullen sollten demnach vorsichtiger werden.**

US-Aktienmarktentwicklung nach der letzten Zinserhöhung

Letzte Zinserhöhung	Höchster Leitzinssatz	Letzte Zinssenkung	Niedrigster Leitzinssatz	Δ S&P 500	Größter Drawdown
16/5/2000	6,50%	25/6/2003	1,00%	-33,47%	-48,82%
20/6/2006	5,25%	16/12/2008	0,00%	-26,36%	-49,99%
19/12/2018	2,50%	16/3/2020	0,00%	-4,82%	-29,53%
26/7/2023	5,50%	?	?	?	?

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

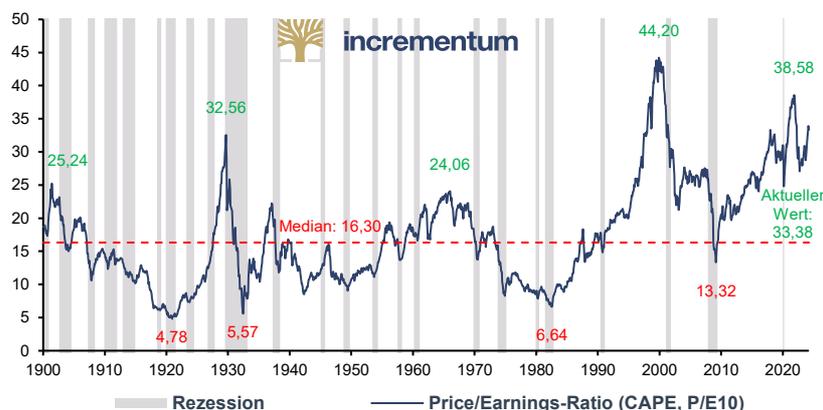
Bear markets have three stages – sharp down, reflexive rebound, and a drawn-out fundamental downtrend.

Bob Farrell

Denn von einer günstigen Bewertung sind US-Aktien aktuell so weit entfernt wie die Bahamas von der Einführung der Schneekettenpflicht.

Das Jahr 2023 beendeten US-Aktien mit einem Shiller-KGV von 32,4. Dies ist zwar ein Rückgang im Vergleich zum Jahresende 2021 mit 38,3, doch wir halten es für fraglich, ob diese Bewertung bereits für ein Zyklus-Tief reicht. **Das aktuelle Shiller-KGV von 33,4 liegt im 96. Perzentil der 120-jährigen Historie.** Wenn man an eine Rückkehr zum Mittelwert glaubt, ist der Tiefpunkt noch in weiter Ferne, schließlich liegt der Median der letzten 124 Jahre bei 16,3. Zum Vergleich: **Das aktuelle Shiller-KGV für europäische Aktien liegt derzeit bei 21,2, während Brasilien mit 12,9 und Polen mit 10,7 bewertet werden.**

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



Quelle: Yale.edu, Reuters Eikon, Incrementum AG

Einen weiteren Punkt sollte man nicht unerwähnt lassen. Waren die letzten Jahre noch vom Akronym TINA – „There Is No Alternative“ – geprägt, so sind infolge der kräftigen Zinserhöhungen die Opportunitätskosten erheblich gestiegen. Mit durchschnittlichen Geldmarktfonds sind Renditen von 5% oder mehr zu erzielen.

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

Albert Edwards

Zudem erscheinen uns die Gewinnschätzungen an der Wall Street weiterhin so optimistisch, insbesondere für den Fall, dass das derzeit vorherrschende Goldilocks-Szenario ausgepreist wird. Sollte unser Rezessions-Call – spät, aber doch – eintreten, so wird dieses Gewinnniveau definitiv nicht mehr zu halten sein. **Während einer Rezession sind die Gewinne des S&P 500 in den vergangenen 70 Jahren im Schnitt um 16,4% gefallen.**

S&P 500 EPS, P/E und Performance, 1957–2020

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

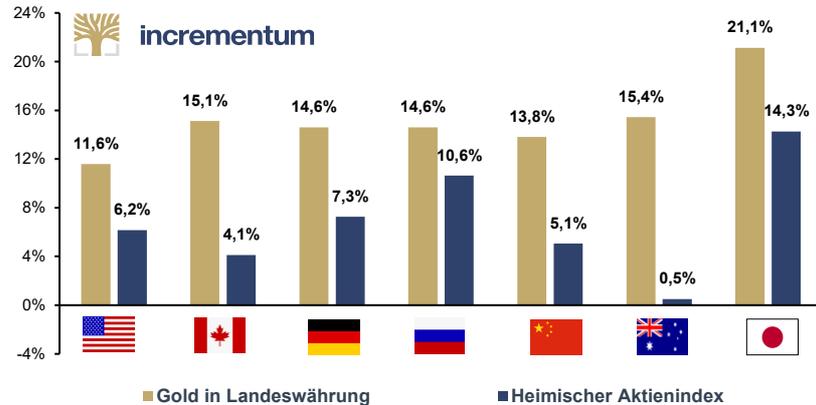
Quelle: Putnam, Incrementum AG

*Understand the money,
understand the world.*

Tuur Demeester

Was bedeutet dieses Aktienmarktumfeld nun für Gold? Treue Leser wissen: Für uns stellen die Entwicklungen an den Aktienmärkten wichtige Opportunitätskosten des Goldes dar. Der aktuelle Anblick dieses Charts lässt angesichts der schwindelerregenden Zugewinne von Aktien und Gold den Gedanken an eine breite Flucht aus den Fiat-Währungen, hinein in liquide Sachwerte, aufkommen.

Gold in Landeswährung, und heimischer Aktienindex, Jahresperformance in %, 2024 YTD



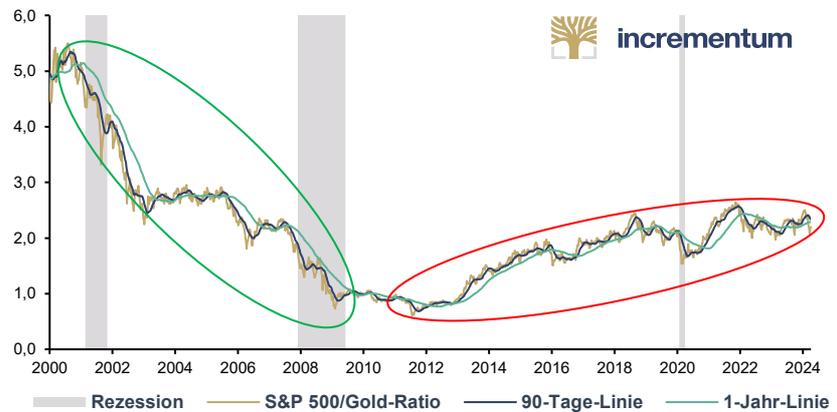
Quelle: Reuters Eikon (per 02/05/2024), Incrementum AG
* US = S&P 500, CA = TSX Comp., DE = DAX, RU = MOEX, CN = SCI 300, AU = ASX 200, JP = Nikkei 225

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

Charlie Erith

Der folgende Chart bildet das S&P 500/Gold-Ratio seit 2000 ab. Der Aufwärtstrend, d. h. sinkende Kaufkraft einer Unze Gold gemessen in Aktien, dauerte von 2011 bis Ende 2021. Aktuell scheint es, als würde Gold langsam wieder relative Stärke aufbauen. Das Ratio fiel zuletzt unter die 90-Tage- sowie die 1-Jahres-Linie.

S&P 500/Gold-Ratio, 01/2000–04/2024

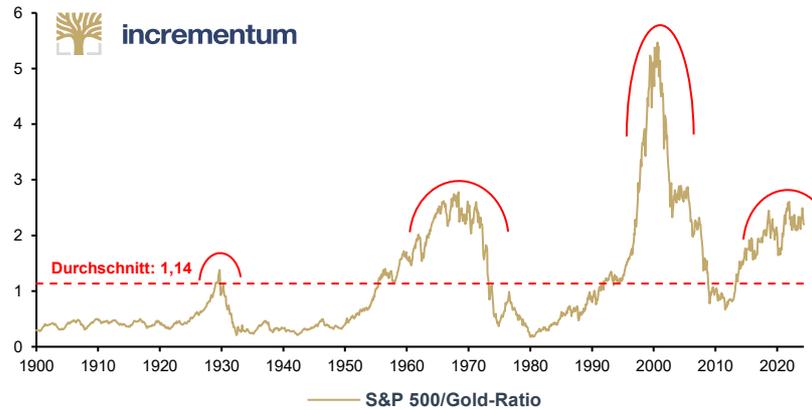


History is a gallery of pictures in which there are few originals and many copies.

Alexis de Tocqueville

Sehen wir uns dieses Verhältnis nun längerfristig an, und zwar seit 1900. Gold sieht im Vergleich zu US-Aktien klar unterbewertet aus und könnte tatsächlich eine säkulare Wende vollzogen haben. Das langfristige S&P 500/Gold-Ratio steht aktuell bei 2,20. Der Mittelwert liegt hingegen bei 1,14. Der Goldpreis müsste sich – bei konstantem S&P – also noch verdoppeln, um seinen 124-jährigen Durchschnitt zu erreichen.

S&P 500/Gold-Ratio, 01/1900–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Gold im Vergleich zu Anleihen

„The greatest credit event of all would be a recession in which US yields went up, not down.“

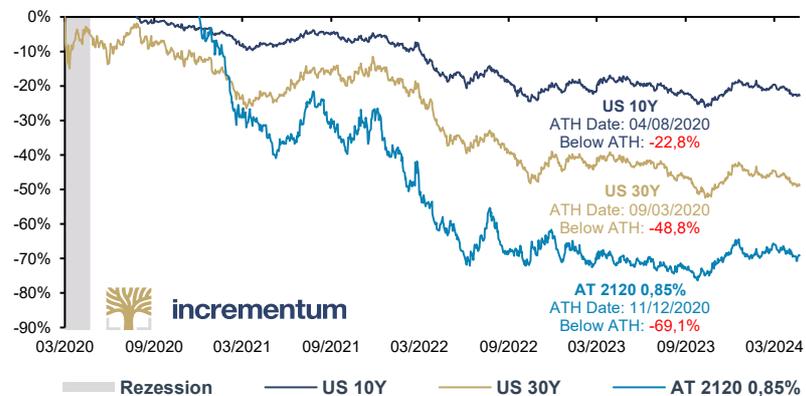
Michael Hartnett

Inflation is like kryptonite for bonds.

Jason Zweig

Eine unserer zentralen Thesen der vergangenen Jahre dürfte sich nun langsam bestätigen: (Staats-)Anleihen sind nicht mehr das antifragile Portfolio-Fundament, das sie in den letzten 40 Jahren waren. Nachdem die Renditen im Jahre 2020 ein mikroskopisch niedriges Niveau erreicht hatten und teilweise sogar negativ verzinst waren, sind 10-jährige US-Treasuries um 22,8% im Wert gefallen, während 30-jährige Bonds in der Spitze sogar fast 50% absackten. Spitzenreiter im negativen Sinn sind naturgemäß die 100-jährigen österreichischen Anleihen, die von ihrem jeweiligen Höchstkurs aus gerechnet mit 69,1% (Fälligkeit 2120) im Minus liegen.

US 10Y, US 30Y und AT 2120 0,85% unter dem Allzeithoch, 03/2020–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Fast wirkt es so, als wären die *Bond Vigilantes* nun wieder zurück. Der 1983 von Ed Yardeni geprägte Begriff bezeichnet aktivistische Investoren, die

durch An- und Verkauf von Staatsanleihen die Regierungspolitik indirekt steuern. Diese „Finanzsheriffs“ setzen ein klares Signal gegen übermäßige Staatsverschuldung und Inflation, indem sie durch Verkauf von Anleihen die Zinsen in die Höhe treiben. **Heute, in einer Zeit geprägt von finanzieller Repression und offenem Zentralbankinterventionismus, mag ihre Rolle geschwächt erscheinen.** Doch die Bond Vigilantes schlafen nicht – sie passen sich den neuen Marktrealitäten an und bleiben ein wichtiges Korrektiv für fiskalische Ausreißer.

Bond vigilantes are like the in-laws who show up uninvited to your fiscal policy party. They're always watching, and if they don't like your cooking, they're not shy about saying so.

Bill Gross

The bond vigilantes are watching the fiscal and monetary policies very carefully and are ready to take action to protect against inflation.

Ed Yardeni

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

Henry Maxey

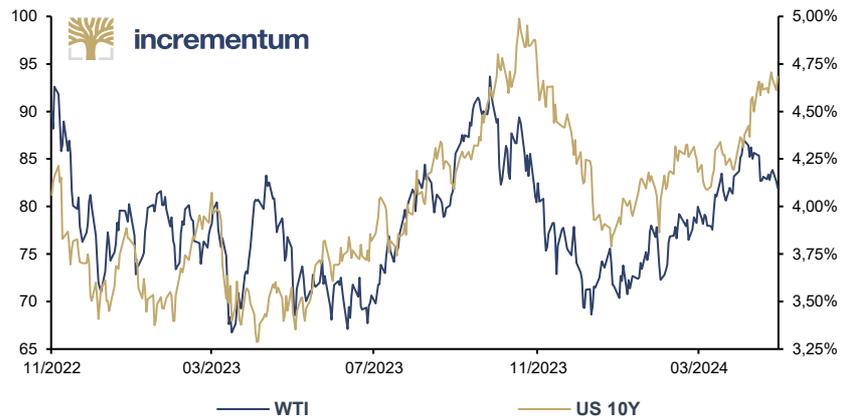
Ein historisches Beispiel für das Wirken der Bond Vigilantes war die Bondmarkt-Reaktion auf die expansive Fiskalpolitik der Reagan-Ära in den frühen 1980er-Jahren. Die höheren Defizite führten zu einem Anstieg der Staatsanleiherenditen, was die Regierung letztlich zu einer strafferen Haushaltspolitik bewog. Ein weiteres Beispiel ist die Europäische Staatsschuldenkrise Anfang der 2010er-Jahre, als Investoren die Bonität südeuropäischer Staaten infrage stellten und durch den Verkauf der PIIGS-Anleihen die Zinslast für diese Länder drastisch erhöhten.

Und nicht nur bei Gold, sondern auch bei Bonds dürfte sich das Playbook verändert haben. US-Staatsanleihen wiesen zuletzt immer öfter Charakteristika traditioneller *Risk-on*-Investitionen auf. In Zeiten finanzieller Unruhe stiegen deren Renditen – ein klarer Kontrast zu früheren Handelsmustern, die über Jahrzehnte hinweg dominierten. Bei einer Beruhigung der Märkte hingegen beobachten wir einen Rückgang der Renditen. Diese neue Verhaltensweise erinnert stark an Staatsanleihen von Schwellenländern, die traditionell sensibler auf globale Risikostimmungen reagieren. Diese Transformation markiert eine signifikante Abweichung von der bisherigen Rolle der USTs als sicherer Hafen, was ein Umdenken in der strategischen Allokation erforderlich macht.

Auch wenn die letzten Monate wieder etwas Beruhigung an den Bondmärkten brachten, so könnte sich diese Ruhephase als trügerisch herausstellen. Denn die Risikofaktoren für fallende Anleihepreise scheinen mannigfaltig, angefangen von einer Beschleunigung des globalen Wachstums, angetrieben durch eine Erholung in China und den Schwellenländern generell sowie damit verbunden in einer weiteren Inflationswelle. Aber auch die geringere ausländische Nachfrage nach US-Staatsanleihen sowie die überbordenden Haushaltsdefizite wirken wie ein Damoklesschwert, ganz zu schweigen von einer möglichen Wiederwahl von Donald Trump.

Auch der in den vergangenen Monaten stark gestiegene Ölpreis könnte Druck auf die Anleihepreise ausüben. Wie der nachfolgende Chart belegt, sahen wir in den letzten Monaten eine stark positive Korrelation zwischen Rohölpreisen und Renditen: Höhere Ölpreise führen zu niedrigeren Anleihepreisen und umgekehrt.

WTI (lhs), in USD, und US 10Y (rhs), 11/2022–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

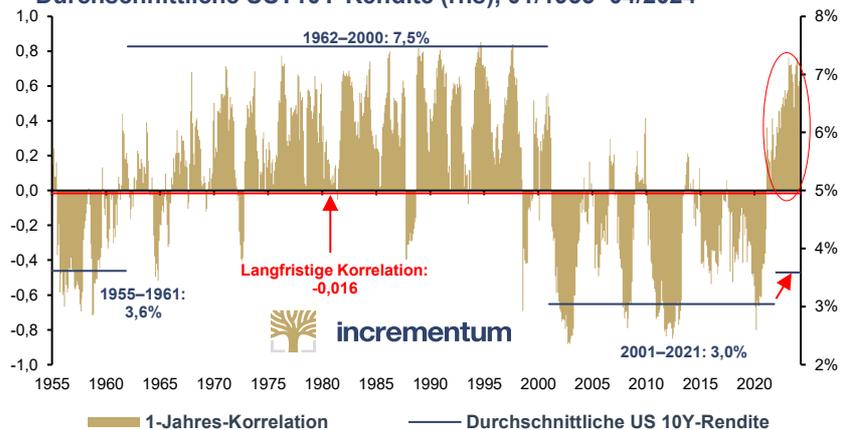
Over the past four decades, bonds have been a natural ballast to a stock portfolio. In the coming decade(s), bonds will no longer be negatively correlated to stocks and save your portfolio in times of stress, but will instead become the anchor that drags your portfolio lower.

Kevin Muir

Wie wir in den Vorjahren bereits betonten: Die als Selbstverständlichkeit wahrgenommene negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist langfristig betrachtet eher die Ausnahme als die Regel. So war die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen in den USA in 70 der letzten 100 Jahre leicht positiv. Ausschlaggebend für die negative Korrelation in den letzten vier Dekaden war der geringe Inflationsdruck bzw. die abnehmende Inflationsvolatilität im Zuge der *Great Moderation*.

Der nachfolgende Chart ist bereits ein Klassiker dieser Publikation. Er zeigt die einjährige rollierende Korrelation zwischen 10-jährigen US-Staatsanleihen und dem S&P 500 sowie die durchschnittliche Rendite der 10-jährigen Treasuries. Man erkennt klar, dass die 1-Jahres-Korrelation zuletzt in positives Terrain gedreht ist. Der Korrelationskoeffizient zwischen Aktien und Anleihen in den USA beträgt seit 1955 rund -0,02.

1-Jahres-Korrelation von US 10Y und S&P 500 (lhs), und Durchschnittliche UST10Y-Rendite (rhs), 01/1955–04/2024



Quelle: FRB, S&P, BofA Merrill Lynch US Equity & US Quant Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

Bei der Analyse einzelner Zeitabschnitte zeigt sich, dass Aktien und Anleihen eher in Ausnahmefällen unkorreliert waren. Zwischen 1960 und 2000, als über weite Strecken hohe (Nominal-)Zinsen das Marktgeschehen bestimmten, lag der Korrelationskoeffizient meist über 0,2, während er im Umfeld niedriger Inflation und niedriger Zinsen meist einen Wert von tiefer als -0,2

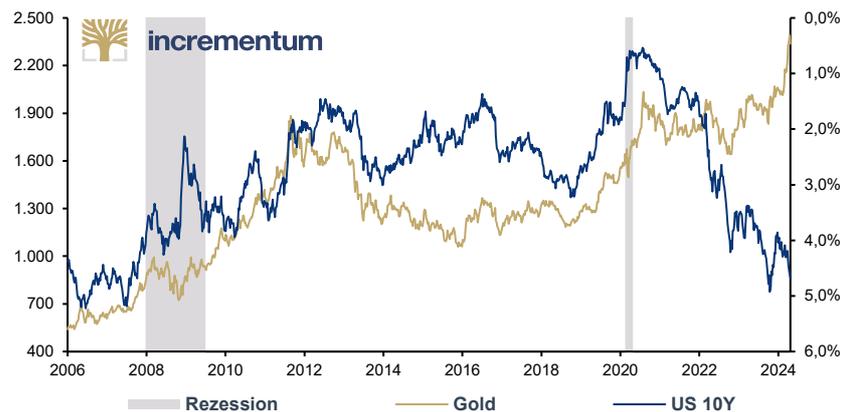
aufwies. **Derzeit beeinflusst die Inflation die Korrelationseigenschaften somit wieder positiv, was wohl für hitzige Diskussionen bei Asset-Allocation-Ausschüssen sorgt.**

We can be blind to the obvious, and we are also blind to our blindness.

Daniel Kahneman

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

Gold (lhs), in USD, und US 10Y (rhs, invertiert), 01/2006–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

Gold und Rohstoffe

„Since 2020, we have been recommending to our institutional investor clients to start allocating capital to commodity managers. One of the problems with this recommendation is that there aren't any commodity managers left from the carnage in commodities from 2011 to 2020. As such, it has been a challenge to convince real money allocators that they need commodity managers.“

Marko Papic

Mal verliert man und mal gewinnen die anderen.

Otto Rehagel

Im Vorjahr sank der Bloomberg-Commodity-Index (BCOM) um 12,6%. Die zweijährige Rohstoffhausse musste dem stotternden Konjunkturmotor, der Disinflation und den rapide steigenden Zinsen Tribut zollen. Anhand der Tabelle erkennt man die stark unterschiedliche Performance der Commodity-Subsektoren. Während der Energy-Subindex ein Viertel an Wert verlor, konnte der Precious-Metals-Subindex ein zartes Plus

markieren. Alle fünf Sektoren befinden sich weiterhin deutlich unter den Allzeithochs und sollten somit weiteres Aufwärtspotenzial bieten.

	Bloomberg Industrial Metals-Subindex	Bloomberg Precious Metals-Subindex	Bloomberg Agriculture-Subindex	Bloomberg Energy-Subindex	Bloomberg Livestock-Subindex	BCOM-Index
ATH	266,76	306,85	143,33	516,66	131,99	237,95
Datum ATH	04/05/2007	22/08/2011	29/05/1997	29/09/2005	04/10/1993	02/07/2008
Tief	53,90	49,66	34,15	15,47	16,21	59,48
Datum Tief	07/11/2001	02/04/2001	26/06/2020	27/04/2020	13/04/2020	18/03/2020
YTD	11,1%	9,0%	-5,6%	3,3%	8,1%	3,1%
2023 Performance	-13,7%	4,1%	-9,3%	-25,6%	-6,9%	-12,6%
% vom ATH	-40,6%	-20,6%	-58,9%	-93,9%	-82,0%	-57,3%
% vom Tief	193,9%	390,9%	72,5%	104,9%	46,6%	70,9%

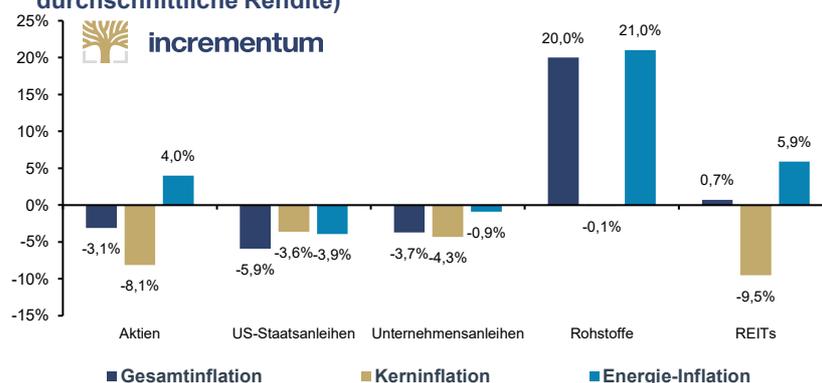
Quelle: Reuters Eikon (per 30/04/2024), Incrementum AG

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

Larry Williams,
Commodity-Trader

In der lesenswerten Studie „[Getting to the Core: Inflation Risks Within and Across Asset Classes](#)“ wurden die durchschnittlichen Performances von acht Assetklassen¹⁴ zwischen 1963 und 2019 analysiert. **Die Studie belegt, dass Commodities als wirksame Absicherung gegen Inflation wirken, ihre Effektivität jedoch stark vom Typ der Inflation abhängt.** Rohstoffe, ebenso wie Aktien, Währungen und Immobilien-Investmentfonds (REITs), erweisen sich als effektive Absicherung gegen Headline- und Energieinflation, jedoch nicht gegen eine hohe Kerninflation. Dieses nuancierte Verständnis stellt die herkömmliche Überzeugung in Frage, dass Rohstoffe eine pauschale Absicherung gegen Inflation bieten. Stattdessen hängt ihre Wirksamkeit von den zugrunde liegenden Treibern der Inflation ab.

Inflation-Hedge-Performance nach Anlageklassen: (Geschätzte Auswirkung eines 1 σ -Anstiegs der unerwarteten Inflation auf die durchschnittliche Rendite)



Quelle: NBER Digest, Incrementum AG

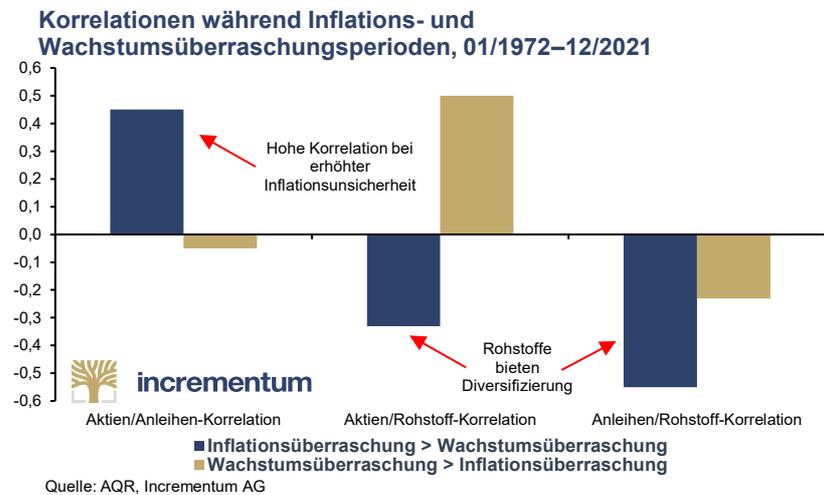
They've done studies, you know. 60 percent of the time, it works every time.

Brian Fantana,
Anchorman

Betrachtet man die langfristigen, historischen Diversifikationsattribute von Rohstoffinvestments, so ist der positive Case eindeutig. AQR-Research hat in der höchst lesenswerten Studie „[Building a Better Commodities Portfolio](#)“ gezeigt: Anleihen und Aktien sind über lange

¹⁴ Die acht Assetklassen sind: Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Agency-Anleihen, inländische und internationale Aktien, Immobilien-Investmentfonds (REITs), Rohstoff-Futures und Währungen.

Zeiträume positiv korreliert, während Rohstoffe mit beiden negativ korreliert sind. Dies gilt insbesondere für Phasen von Inflationsüberraschungen.



Weiterhin sind Commodities bei institutionellen Investoren so stark nachgefragt wie pelzgefütterte Handschuhe im Hochsommer. Unsere Überzeugung war stets, dass Commodities – und rohstoffsensitive Assets generell – aktiv getimed werden müssen, in Phasen steigender Inflation jedoch fixer Portfoliobestandteil sein sollten.¹⁵

Unsere Argumente für einen Rohstoff-Superzyklus sind – weitgehend – weiterhin valide und lassen sich in folgenden Punkten zusammenfassen:

- Zehn Jahre lang befanden sich Rohstoffe in einem Bärenmarkt, was zu einem erheblichen Investitionsrückstau und zu rückläufigen Produktionsvolumina führte. Dieser strukturelle Angebotsengpass sichert das Preisrisiko nach unten ab.¹⁶
- Der zunehmende Fokus auf großzügige fiskalische Unterstützungsmaßnahmen und die Energiewende mit ihrem enormen Bedarf an Investitionen wird den Rohstoffsektor stärker und direkter stimulieren als die monetären Stimuli via QE.
- (Institutionelle) Investoren sind nach wie vor untergewichtet bzw. gar nicht in Commodities investiert. Rohstoffe – und Sachwerte generell – werden ihre historische Rolle als sicherer Hafen sukzessive wieder einnehmen und vermehrt als „Satellite-Investments“ eingesetzt werden.
- Latente Inflationsorgen werden den Rohstoffen weiterhin Rückenwind verleihen.
- Die geopolitischen Spannungen werden den Ressourcennationalismus weiter fördern und höhere geopolitische Risikoprämien fordern.
- Der US-Dollar könnte vor einem säkularen Bärenmarkt stehen, weil der bislang unangefochtene Status als Reservewährung allmählich schwindet. Historisch betrachtet sind der US-Dollar und die Rohstoffpreise stark negativ korreliert (-0,86).

¹⁵ Siehe unser *Incrementum Inflationssignal* in „Status quo der Inflationstendenz“ in diesem *In Gold We Trust-Report*

¹⁶ Siehe „Capex-Comeback?“, *In Gold We Trust-Report 2023*

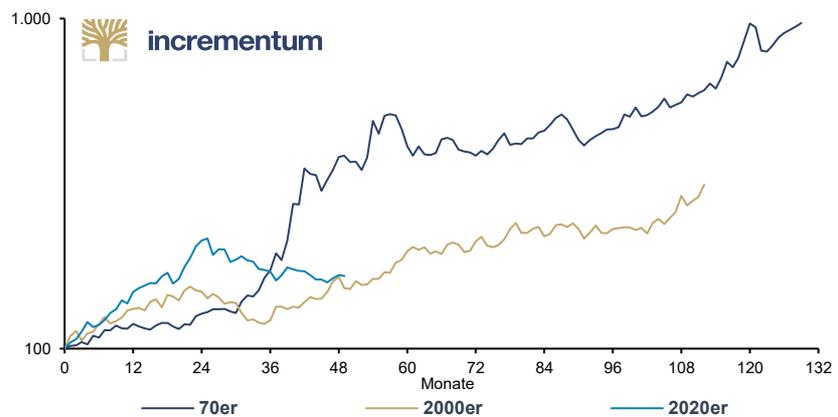
- Dekarbonisierung und Klimawandel: Der Übergang zu einer grüneren Wirtschaft und die steigende Nachfrage nach „grünen“ Metallen treffen auf ein unelastisches Angebot.

Bull markets begin with the feeling that the market can only go lower. Bear markets begin with the feeling that the market can only go higher.

Peter Atwater

Diese Faktoren zusammengenommen signalisieren einen sich abzeichnenden Rohstoff-Superzyklus, angetrieben durch strukturelle Veränderungen in Wirtschaft und Politik, welche die Nachfrage steigern und das Angebot tendenziell begrenzen. **Der Vergleich mit den beiden letzten Superzyklen in den 1970er- und den 2000er-Jahren zeigt, dass im aktuellen Superzyklus noch genügend Potenzial weitere Zugewinne besteht.**

BCOM-Supercycles (log), 100 = Start, 01/1970–04/2024



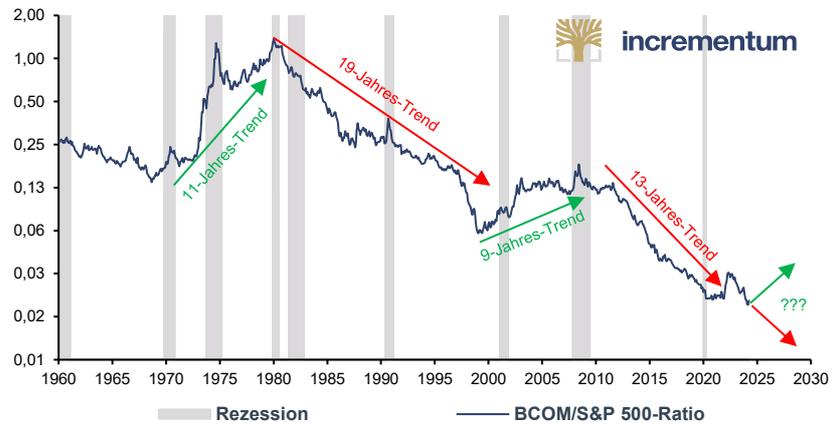
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Fortunes are made by buying low and selling too soon.

Nathan Rothschild

Sehen wir uns nun die relative Entwicklung von Rohstoffen und Aktien an. Im nächsten Chart sind die wesentlichen Rohstoff-Superzyklen deutlich zu erkennen. Zunächst die Nifty-Fifty-Blase in den frühen 1970er-Jahren, deren Platzen zusammen mit wichtigen geopolitischen und insbesondere monetären Veränderungen zu einem 11-jährigen Aufwärtstrend bei Rohstoffen und Gold führte. Darauf folgte eine fast zwei Jahrzehnte andauernde Underperformance der Rohstoffe, die von der großen Technologieblase beendet wurde. Dann folgten 13 Jahre der Outperformance von Aktien gegenüber Rohstoffen und Gold, die in der *Everything Bubble* kulminierten. **Wir sind der festen Überzeugung, dass das neue Gold-Playbook nun zu einer längeren Phase der Outperformance von Rohstoffen und Gold gegenüber Aktien und Anleihen führen könnte.**

BCOM/S&P 500-Ratio, 01/1960–04/2024

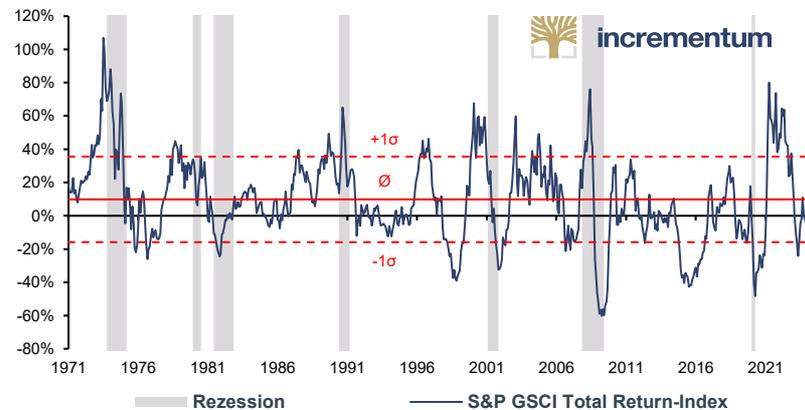


In bull markets, people have faith; in bear markets, doubt. The other way around might be more profitable.

Jim Grant

Während Commodities im Vorjahr deutlich korrigierten, setzte in Q1/2024 eine Erholungsrally ein. Dies erkennt man auch anhand des nächsten Charts. Aktuell scheint es, als wäre die überverkaufte Situation gänzlich abgebaut und der überbordende Pessimismus des Vorjahres ausgepreist. Dennoch ist die Stimmungslage alles andere als euphorisch. Insofern ist die Ausgangslage für den Rohstoffsektor klar positiv.

S&P GSCI Total Return-Index, yoy, 01/1971–04/2024



Fazit

„Many people lost buckets of money investing in both equities and bonds between 1972 and 1982. Today, the markets are where they were in 1970: massively short of energy, short of gold and very long energy ,consumers’. It was not a good idea then. I am not sure it is a great idea now.“

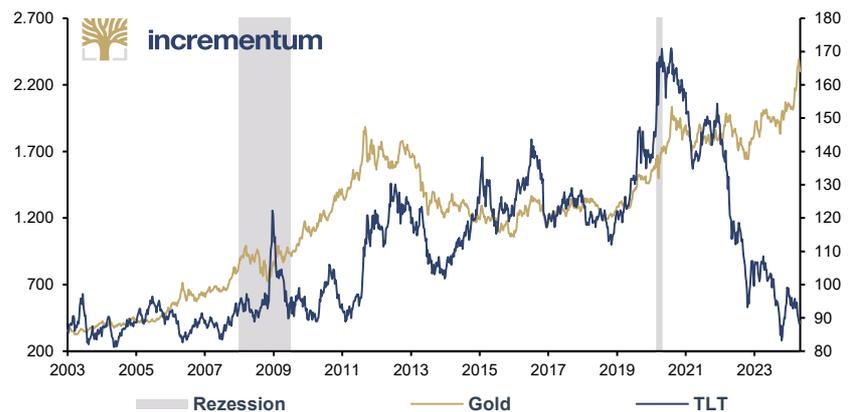
Charles Gave

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

Kevin Muir

Die Disinflation der vergangenen Quartale sollte eigentlich ein perfektes Umfeld für US-Bonds darstellen. Doch wenn man sich die Performance des langlaufende US-Staatsanleihen abbildenden TLT-Fonds ansieht, so hat sich dieser beinahe halbiert und wirkt von einer Bodenbildung weit entfernt. Insbesondere bei einer zweiten Inflationswelle wären langlaufende Anleihen prädestiniert dafür, nochmals für böse Überraschungen in den institutionellen Portfolios zu sorgen. Insofern fühlen wir uns in unserer Einschätzung bestätigt, wonach gegenwärtig neue goldene sichere Häfen angesteuert werden.

Gold (lhs), in USD, und TLT (rhs), in USD, 01/2003–04/2024



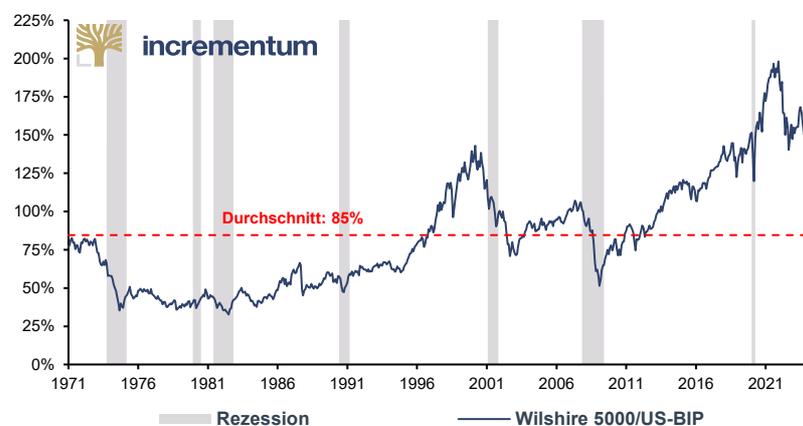
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

Warren Buffett

An den US-Aktienmärkten sind die Bewertungen vieler Sektoren und Einzeltitel weiterhin weit weg von Schnäppchenniveaus. Der Buffett-Indikator¹⁷ befindet sich per Ende April mit einem Wert von 179% deutlich über dem langfristigen Schnitt von 85%, allerdings auch unter dem Hoch vom Dezember 2021, als der Indikator erstmals das Niveau von 200% überschritt. Selektiv finden wir – insbesondere im Value-Segment der Old Economy, in Europa oder auch in Emerging Markets – weiterhin spannende Opportunitäten an den Aktienmärkten.

Wilshire 5000/US-BIP, 01/1971–04/2024



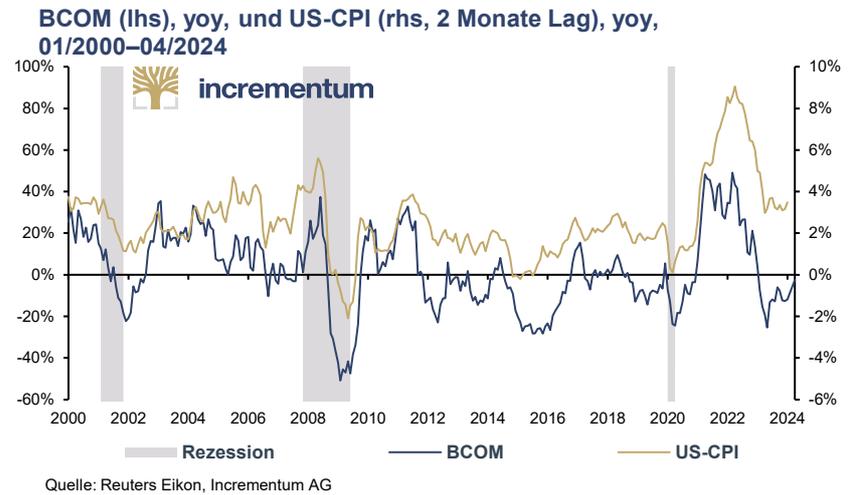
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

¹⁷ Der Buffett-Indikator ist ein Bewertungsmultiplikator, der die Kapitalisierung des US-amerikanischen Wilshire 5000-Index mit dem US-BIP vergleicht.

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

Rick Rule

Bei den Rohstoffen deutet vieles darauf hin, dass der Bullenmarkt weiterhin intakt ist. Neben dem Capex-Zyklus, auf den wir im Vorjahr im Detail eingegangen sind,¹⁸ sind die angepeilte Dekarbonisierung und ESG-konformes Investieren die strukturellen Treiber für das Angebot und die Nachfrage von vielen Rohstoffen geworden. **Wir sind der festen Überzeugung, dass sich der Commodity-Bullenmarkt erst in einer Frühphase befindet.**



¹⁸ Siehe „Capex-Comeback?“, In Gold We Trust-Report 2023

Sprott

Edelmetalle | Kritische Rohstoffe | Investitionen

Chancen entdecken, die unsere Zukunft gestalten

Sprott ist ein weltweit aktiver Vermögensverwalter, der Anlegern Zugang zu Anlagestrategien in den Bereichen Edelmetalle und kritische Rohstoffe bietet.

Wir sind Spezialisten. Unser Wissen, unsere Erfahrung und unsere Beziehungen heben uns von unseren Mitbewerbern ab. Die innovativen Angebote von Sprott umfassen:

- Börsennotierte Produkte
- Managed Equities
- Private Strategien

Weitere Informationen erteilt Ihnen das Sprott-Team unter
invest@sprott.com ■ 888.622.1813 ■ sprott.com

Contrarian. Innovative. Aligned.®

Status quo der Verschuldungsdynamik

*„Wer soll das bezahlen?
Wer hat das bestellt?
Wer hat so viel Pinkepinke?
Wer hat so viel Geld?“*

Jupp Schmitz

- Die für viele Finanzminister glückliche Zeit sinkender Staatsschuldenquoten neigt sich ihrem Ende zu. Die beiden Sondereffekte Wiederöffnung der Wirtschaft nach den Corona-Beschränkungen und die Inflationswelle der vergangenen Quartale weichen nun wieder dem grauen Alltag einer strukturell ansteigenden Staatsverschuldung.
- Besonderes Augenmerk ist auf die USA mit ihrem hohen Refinanzierungsbedarf und rekordhohen Defiziten – insbesondere angesichts des vergleichsweise hohen Wachstums – zu legen.
- In der Eurozone sind es speziell die beiden Schwergewichte Frankreich und Italien, deren Defizite weit jenseits des Maastricht-Kriteriums von 3% liegen.
- Je länger die Zinsen hoch bleiben, desto mehr Anleihen müssen zu diesem höheren Zinssatz verzinst werden. In den USA ist es nur eine Frage der Zeit, bis der Zinsdienst der größte Ausgabeposten des US-Bundesbudgets wird.
- Der demographische Wandel verschärft die Staatsschuldenproblematik durch ein geringeres Wachstum und sinkende Beschäftigungsquoten.
- Betrachtet man die Gesamtverschuldung (Staat, Unternehmen, private Haushalte) bereitet in der EU Frankreich die größten Sorgenfalten, global betrachtet Japan. Größere Schuldenkrisen – gerade auch im Westen – scheinen unvermeidbar und womöglich zeitlich näher als allgemein vermutet.

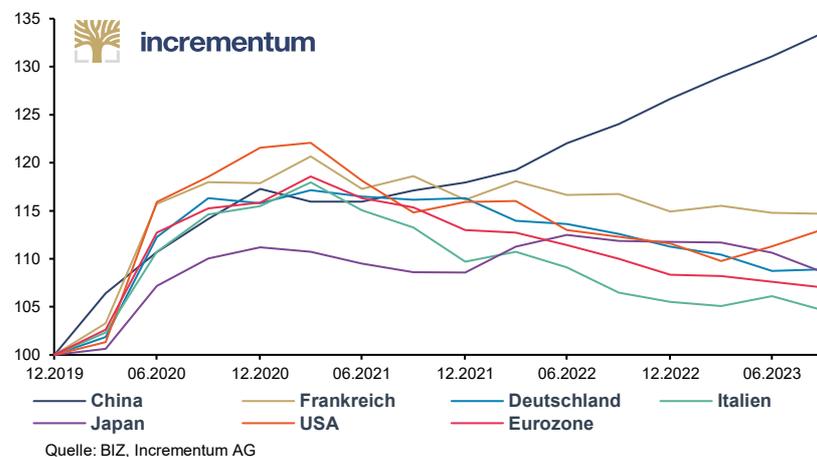
Die Staatsverschuldung gerät in besorgniserregende Höhen

It Ain't Over Till It's Over!

Yogi Berra

2022 und 2023 waren für die Finanzminister glückliche Jahre. Das der markanten Inflationswelle und dem Ende der Coronamaßnahmen geschuldete hohe Nominalwachstum hat die infolge der Maßnahmen zur Bekämpfung der Corona-Pandemie stark gestiegenen Staatsschuldenquoten merklich gedrückt. Diese Flitterwochen neigen sich nun dem Ende zu – oder wie wir im *In Gold We Trust*-Report 2022 hervorgehoben und im *In Gold We Trust*-Report 2023 unterstrichen hatten: Der Schein trog.¹⁹ Der Rückgang der Staatsschuldenquoten war nicht einer nachhaltigen Konsolidierung der Staatshaushalte geschuldet, sondern eben dieser Sondereffekte.

Staatsverschuldung, in % des BIP, 100 = Q4/2019, Q4/2019–Q3/2023



Im gesamten Kalenderjahr 2024 kommen Staatsanleihen im Umfang von 11,5 Bill. USD auf den Markt. Das ist um beachtliche 50% mehr als vor der Corona-Pandemie. China überholt dabei Japan und liegt nun auf Platz 2 der größten Emittenten. Den unangefochtenen ersten Platz haben die USA inne, die gleich für 39% der geplanten Emissionen verantwortlich zeichnen. Denn auch wenn die USA beim Wirtschaftswachstum positiv hervorstechen, insbesondere gegenüber dem kräftig stotternden ehemaligen Industriemotor Deutschland, haben sie auch bei den Defizitzahlen die Nase vorn, das jedoch negativ. Schon während der Corona-Pandemie hatten die USA wesentlich größere Budgetdefizite ausgewiesen – und das im zweistelligen Prozentbereich – als die anderen führenden Wirtschaftsnationen.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Nach Standard & Poor's 2011 stufte am 1. August 2023 Fitch als zweite der drei großen Ratingagenturen das Rating der USA von AAA auf AA+ herab. Damit umfasst der elitäre Club an Staaten mit Top-Ratings aller drei großen Ratingagenturen nur mehr 10 Mitglieder. **US-Finanzministerin Janet Yellen empörte sich** und bezeichnete die Entscheidung als „rätselhaft“ und „völlig ungerechtfertigt“. Die Analyse sei „fehlerhaft“ und „veraltet“. Die Begründung von Fitch ist bei einer nüchternen Betrachtung der Fakten nachvollziehbar und eher zurückhaltend ausgefallen. **Kurz und bündig hielt Fitch fest:**

¹⁹ Siehe „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, *In Gold We Trust*-Report 2023; „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, *In Gold We Trust*-Report 2022

„The rating downgrade of the United States reflects the expected fiscal deterioration over the next three years, a high and growing general government debt burden, and the erosion of governance relative to ‚AA‘ and ‚AAA‘ rated peers over the last two decades that has manifested in repeated debt limit standoffs and last-minute resolutions.“

Watching the Republicans and Democrats bicker over the U.S. debt situation is like watching two drunks argue about a bar bill on the Titanic.

Wilhelm Röpke

Ay Caramba!

Bart Simpson

When budget deficits are soaring, private savers will look to reduce exposure to fiat currencies and will buy precious metals.

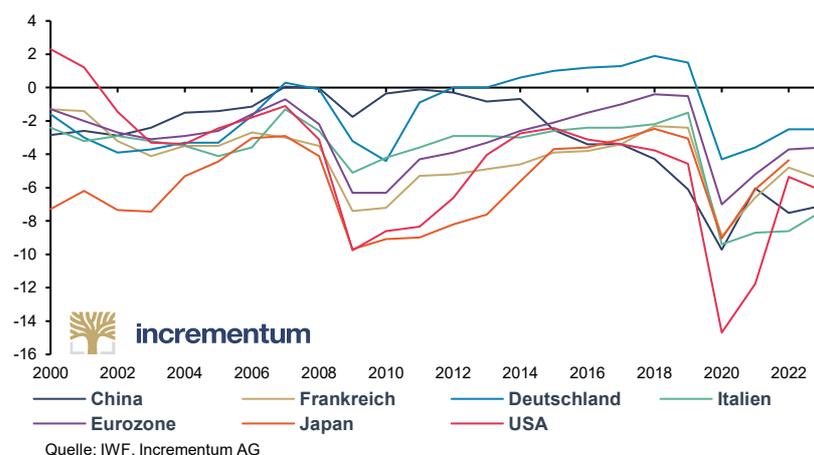
Louis-Vincent Gave

Denn trotz des kräftigen Wirtschaftswachstums verharrt das US-Budgetdefizit mit vom CBO prognostizierten 5,6% im laufenden Fiskaljahr 2024 und 6,1% im Fiskaljahr 2025 auf einem Niveau, das für einige europäische Staaten selbst während einer Rezession als außergewöhnlich hoch zu bezeichnen wäre. **Das für das Fiskaljahr 2024 erwartete Defizit von 1,6 Bill. USD entspricht ungefähr dem BIP Spaniens, der 15.-größten Volkswirtschaft der Welt.**

Mit dieser defizitfinanzierten Nachfragestimulierung konterkariert Finanzministerin Janet Yellen die Straffungspolitik der Federal Reserve. Als Ausdruck des von uns im *In Gold We Trust*-Report 2021 beschriebenen *monetären Klimawandels* übernimmt die Fiskalpolitik immer mehr das Zepter und dirigiert – meist subtil und indirekt – die Geldpolitik.

Das weiterhin sehr hohe Budgetdefizit kommt auch dadurch zustande, dass in den USA im vergangenen Jahr trotz eines nominalen BIP-Wachstums von 6,3% die Steuereinnahmen um 7,2% gefallen sind. Üblich wäre bei einem derartigen Wachstum ein Anstieg um rund 8%. **Zudem zeigt sich in den vergleichsweise hohen Defizitzahlen der Umstand, dass höhere Inflationsraten zumindest mittelfristig nicht den Staatshaushalt entlasten.**²⁰ Denn gesetzlich verankerte automatische Erhöhungen der Ausgaben, insbesondere der Sozialausgaben, oder aufgrund politischen Drucks erhöhte Ausgaben, man denke an den hohen Anteil von Pensionisten an den Wahlberechtigten, gleichen die Inflationsverluste mit einer gewissen Zeitverzögerung aus.

Budgetdefizit, in % des BIP, 2000–2023



Folglich stehen Diskussionen um die Schuldenobergrenze und um die Finanzierung der US-Bundesbehörden, aka Shutdowns, auf der politischen Tagesordnung. Der Dauerkonflikt zwischen Weißem Haus und

²⁰ Siehe „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, *In Gold We Trust*-Report 2023; „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, *In Gold We Trust*-Report 2022

I'm the king of debt. I'm great with debt. Nobody knows debt better than me.

Donald Trump

All people are born alike - except Republicans and Democrats.

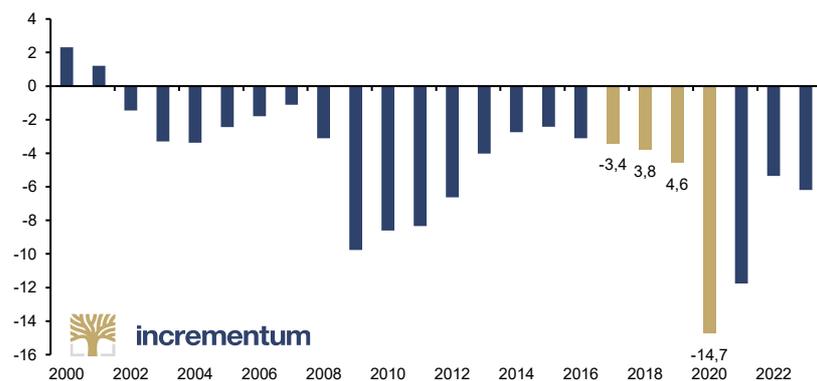
Groucho Marx

Capitol Hill dürfte sich nach den Wahlen nur in dem höchst unwahrscheinlichen Szenario, dass die Demokraten in beiden Kammern eine gesicherte Mehrheit gewinnen und den Präsidenten stellen, spürbar entschärfen.

In jedem anderen Szenario wird sich das politische Hickhack weiter fortsetzen, auch bei einem republikanischen „unified government“ mit Donald Trump als US-Präsidenten. Die Worte und Taten von Donald Trump sind alles andere als fiskalisch konservativ. Bei einer Wahlveranstaltung im Vorfeld der Vorwahlen in South Carolina machte Trump in seiner für ihn typischen Maximalismussprache folgende Ankündigung: „You're all getting the biggest tax cuts because we're doing additional cuts and a brand new Trump economic boom like you've never seen before.“

Bereits in seiner ersten Amtszeit hatte Donald Trump die Steuern, insbesondere für Unternehmen, deutlich gesenkt und gezeigt, dass er alles andere als die von den Republikanern üblicherweise propagierte fiskalische Zurückhaltung vertritt. Im Schnitt lag das Budgetdefizit in der ersten Amtszeit von Donald Trump bei 9%. Die mit Beginn 2018 in Kraft getretenen Steuersenkungen haben im Budget ihre Spuren hinterlassen.

US-Budgetdefizit, in % des BIP, 2000–2023



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

The deficit is the symptom, but spending is the disease.

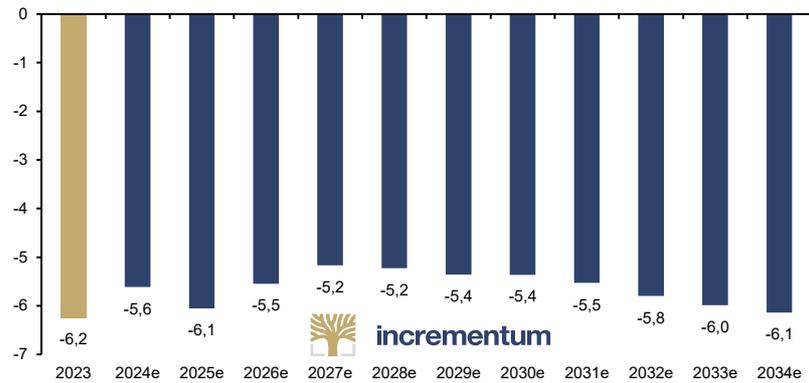
Jeb Hensarling

Das US-Budget bleibt tiefrot

Und sämtliche Defizitprognosen des „Congressional Budget Office“ (CBO) für die kommenden Jahre und Jahrzehnte kennen nur eine Farbe: Tiefrot.

Zur historischen Einordnung: In den letzten fünfzig Jahren betrug das Budgetdefizit der USA im Schnitt 3,7% des BIP. In den nächsten 10 Jahren soll das jährliche Defizit bei mindestens 5,2% liegen. Seit dem Zweiten Weltkrieg war das US-Defizit nie länger als 5 Jahre in Folge derart hoch. Budgetüberschüsse gab es dagegen nur in vier Jahren, von denen drei in die zweite Amtszeit von Bill Clinton fielen. Seitdem reiht sich ein Defizit ans andere.

US-Budgetdefizit, in % des BIP, 2023–2034e



Quelle: CBO, Incrementum AG

Tackling debt and deficits today helps avoid more painful adjustments later.
Vitor Gaspar, IWF

Angesichts dieser Ausgangslage scheint selbst mit tieferen Einschnitten auf der Ausgabenseite das Erreichen eines ausgeglichenen Budgets nahezu ausgeschlossen. Denn laut Prognose des CBO ist in den nächsten Jahren mit deutlichen Ausgabensteigerungen zu rechnen, bei einem nur leichten Anstieg der Steuereinnahmen, jeweils in Prozent des BIP. Damit unterstellt das CBO das Weiterwirken des sogenannten *Hauser's Law*, also der empirischen Beobachtung, dass die Bundessteuern seit dem Zweiten Weltkrieg um einen Anteil von 19,5% des BIP fluktuierten, egal wie hoch die nominellen Grenzsteuersätze waren.

US-Steuereinnahmen und Staatsausgaben, in % des BIP, 1962–2054e

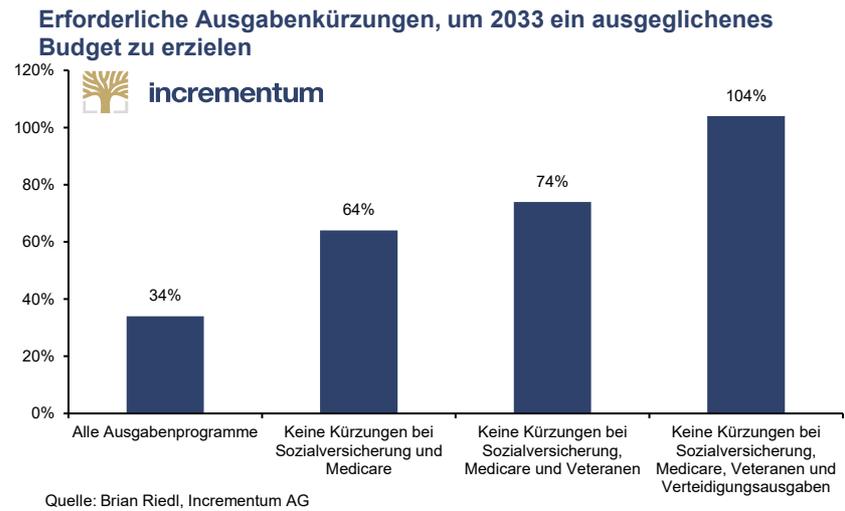


Quelle: CBO, Incrementum AG

Washington has become addicted to spending, deficits, and debt, and they're charging the credit card and planning to send the bill to younger and future generations of Americans... That's irresponsible. It's unethical, and it's immoral, and it needs to stop.
David M. Walker, ehem. US-Comptroller General

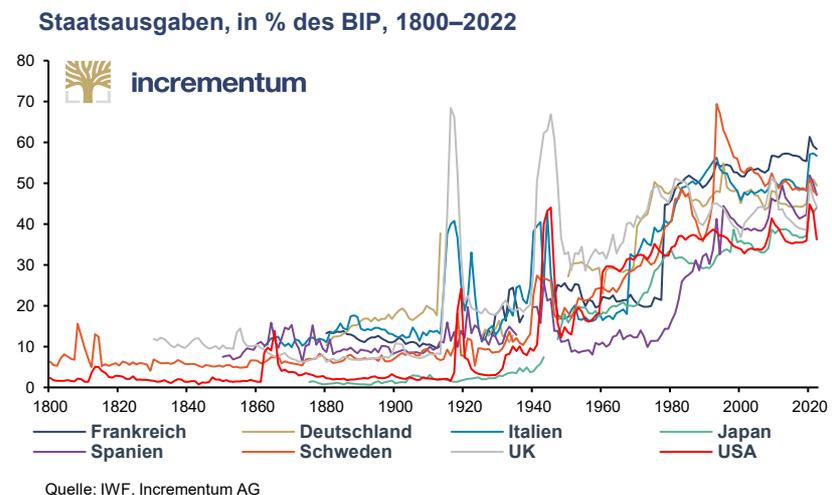
Die zur Budgetkonsolidierung notwendigen Einschnitte wären markant und politisch äußerst heikel. Denn entgegen der allgemeinen Auffassung haben die USA ein durchaus stark ausgebautes Sozialsystem. Das spiegelt sich in der **Ausgabenstruktur des US-Bundesbudgets 2023** wider: Im vergangenen Fiskaljahr waren rund 21% der Ausgaben für Pensionen („Social Security“) vorgesehen und knapp 14% bzw. rund 10% für die beiden Gesundheitsprogramme *Medicare* bzw. *Medicaid*. Zusammen binden diese und die weiteren Sozialprogramme allein mehr als 60% der gesamten Ausgaben auf Bundesebene. Dementsprechend wird auch der Anteil dieser Ausgaben am BIP in den kommenden Jahrzehnten **kräftig anziehen**. Das CBO geht davon aus, dass der *Old-Age and Survivors' Insurance Trust Fund* (OASI), das ist jener aus gesetzlich

verpflichteten Abgaben gespeiste Fonds, aus dem Pensionszahlungen getätigt werden, **im Jahr 2033 erschöpft sein wird**. Sobald das passiert, darf die Sozialversicherungsverwaltung nur noch so viel ausgeben, wie sie einnimmt. Die dann 70 Millionen Pensionisten müssten bei Erschöpfung dieses Fonds mit einer sofortigen Kürzung ihrer geplanten Leistungen **um 23% oder um 7.092 USD in heutigen US-Dollar** verkräften. Und auch in den USA altert die Gesellschaft und mit ihr der politisch bedeutsame Medianwähler, auch wenn dieser Alterungsprozess langsamer vonstatten geht als in Europa.



Bei einer Staatsquote von 50 Prozent beginnt der Sozialismus.
Helmut Kohl

Dabei ist **laut Daten des IWF** der Anteil der US-Staatsausgaben am BIP mit 36,3% im historischen Vergleich jedoch auf einem Hoch, wenn man von den beiden kurzfristigen Spitzen während der Weltfinanzkrise und der Corona-Pandemie absieht. Seit dem Jahr 2000 hat nach dem starken Rückgang in den 1990er-Jahren wieder ein deutlicher Aufwärtstrend eingesetzt. Im internationalen Vergleich ist die US-Staatsquote jedoch noch auf der niedrigeren Seite: 2022 lag sie in Frankreich bei 58,3%, in Italien bei 56,7%, in Österreich bei 52,8%, in Deutschland bei 49,5% und in Japan bei 44%.



Ein Großteil der Ausgaben sind mittlerweile gesetzlich verpflichtende Ausgaben (*mandatory*), deren Anteil an den Ausgaben in den vergangenen Jahrzehnten

deutlich zugenommen hat. Die Sozialausgaben sind zudem seit 1975 inflationsindexiert, weswegen eine spürbare Entschuldung durch eine höhere Inflation nicht möglich ist.²¹

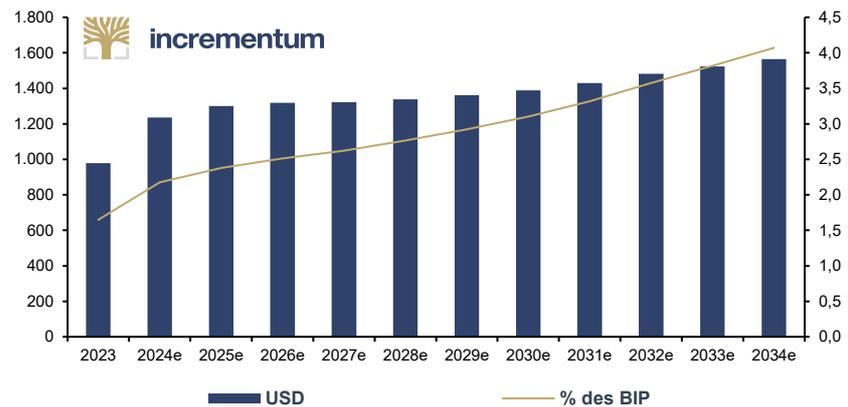
„Higher for Longer“ is Janet’s Problem, not Jay’s.

David Rosenberg

Der Zinsdienst bindet immer mehr Staatsausgaben

Ein weiterer Treiber dieser Entwicklung sind die kräftig anziehenden Zinszahlungen für die Staatsschulden. 2024 dürften sie erstmals die Marke von 1 Bill. USD pro Jahr überschreiten, wenn man die Zinszahlungen auf die intragovernmentalen Schulden hinzurechnet.²² Selbst ohne diese Schulden ist der Zinsaufwand in den vergangenen beiden Jahren infolge der kräftigen Erhöhung der Verzinsung auf die US-Staatsschulden von 1 Mrd. USD pro Tag (2021) auf 1,8 Mrd. USD (2023) explodiert und hat sich damit in nur 2 Jahren fast verdoppelt. 2024 droht ein Anstieg um weitere 32% auf 2,4 Mrd. USD pro Tag, das sind rund 880 Mrd. USD pro Jahr. 2029 dürfte die Marke von 1 Bill. USD erreicht werden, 2034 könnten es schon 1,6 Bill. USD pro Jahr oder 4,5 Mrd. USD pro Tag sein.

US-Netto-Zinsausgaben, in Mrd. USD (lhs), und in % des BIP (rhs), 2023–2034e



Quelle: CBO, Incrementum AG

I remain just one thing, and one thing only, and that is a clown. It places me on a far higher plane than any politician.

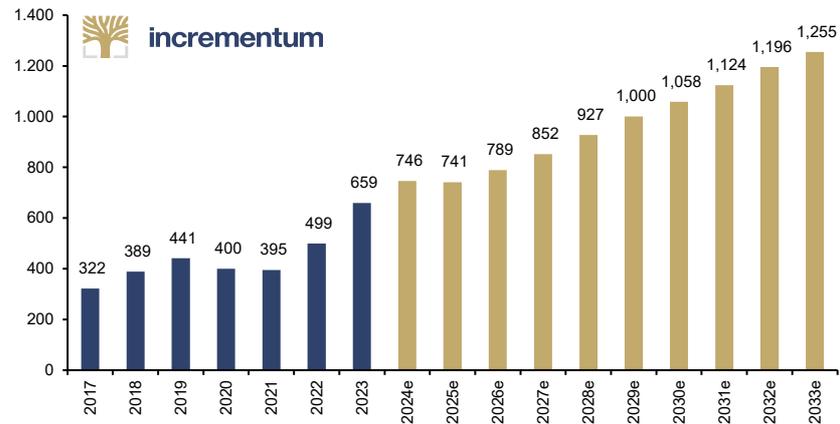
Charlie Chaplin

Vor der Corona-Pandemie galt die Marke von 1 Bill. USD für das gesamte Defizit noch als jene Marke, deren Überschreitung die Finanzstabilität der USA nachhaltig gefährdet. Und zur Einordnung, wie wenig Politiker den Faktor Zinszahlungen auf dem Radar haben dürften: Während in den Jahren 2000 bis 2021 die nominalen Staatsschulden um 425% in die Höhe schossen, stieg die Zinsbelastung aufgrund des niedrigen Zinsniveaus lediglich um 51%.

²¹ Den Mythos Entschuldung durch höhere Inflationsraten haben wir untersucht in: „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, In Gold We Trust-Report 2022

²² Die intragovernmentalen Schulden bezeichnen jene US-Bundesschulden, die von US-Behörden wie dem Social Security Trust Fund gehalten werden. Demgegenüber stehen die von der Öffentlichkeit gehaltenen US-Bundesschulden („Debt held by the public“). Dazu zählen u. a. Einzelpersonen, Unternehmen, staatliche oder lokale Regierungen, Federal Reserve Banken und ausländische Regierungen. Diese Schulden machen aktuell rund 100% des BIP aus, die intragovernmentalen Schulden etwas über 20% des BIP. Die Gesamtverschuldung der Bundesebene der USA („Total Public Debt“) betragen somit über 120% des BIP. Im Unterschied zur sonst üblichen Berechnungsmethode umfassen die US-Zahlen lediglich die Schulden der Bundesebene, während sonst die Staatsschulden – Bund, Länder, Gemeinden, Sozialversicherungen – ausgewiesen werden.

US-Zinsausgaben, inflationsbereinigt, in Mrd. USD, 2017–2033e



Quelle: Brian Riedl, CBO, Incrementum AG

It seems unlikely that yields are going to go back to being as low as they were before the pandemic.

Janet Yellen

Das CBO unterstellt für seine Prognosen eine Maximalverzinsung der US-Staatsschulden von 3,2%. Diese Annahme entspricht genau dem aktuellen Niveau von 3,22% (März 2024). Eine Erhöhung der Verzinsung um nur einen weiteren Prozentpunkt würde in den nächsten 10 Jahren die Zinszahlungen um insgesamt 2,8 Bill. USD erhöhen. Das ist fast das Doppelte des gesamten aktuellen Defizits.

Unter gewissen Umständen könnte der Zinsaufwand bis Anfang der 2050er-Jahre sogar die gesamten Steuereinnahmen auf Bundesebene verschlingen, dann nämlich, wenn die Zinsen auf die US-Staatsschuld allmählich auf 6% ansteigen. Doch selbst bei einem gemäßigeren Anstieg auf 4% müssten 2053 allein für die Zinsen knapp 50% der Steuereinnahmen aufgewendet werden. An den Bundesausgaben soll der Anteil der Zinszahlungen von 10% im vergangenen Jahr bis 2053 auf 23% ansteigen. **Früher oder später werden die Zinsausgaben dann auch der größte Ausgabeposten sein.**

We've had 15 years of Disneyland that has destroyed the economic structure. Think about it: no interest rates. So anyone who's today 40 years old has no experience in markets. Zero. They don't know what time-value of money is.

Nassim Taleb

Weil alle diese Fakten – zumindest in groben Zügen – allgemein bekannt sind, klassifiziert Nassim Taleb eine US-Schuldenkrise als weißen Schwan, also als ein Ereignis, dessen Eintreten sehr wahrscheinlich ist und nicht als schwarzen Schwan als seltenes und insbesondere unvorhersehbares Ereignis.²³ Das bedeutet allerdings nicht, dass die Konsequenzen einer US-Schuldenkrise nicht schwerwiegend wären. Dass der US-Kongress die Schuldenobergrenze ein ums andere Mal anhebt, würde die USA früher oder später in eine Schuldenspirale treiben und, so Taleb, eine Schuldenspirale ist wie eine Todesspirale.

Die Finanzierung der US-Staatsschulden als künftige Herkulesaufgabe

Die Finanzierung der US-Bundesschulden wird an den Märkten Spuren hinterlassen. Das liegt schon daran, dass allein 2024 der

Finanzierungsbedarf rund 10 Bill. USD beträgt. So müssen im laufenden Kalenderjahr 8,6 Bill. USD alter Staatsschulden refinanziert werden. Dazu kommt die Finanzierung des Budgetdefizits des laufenden Jahres, das rund 1,4 Bill. USD betragen dürfte.

Only God knows when the tipping point is going to occur, and God's not telling us.

David M. Walker, ehem. US Comptroller General

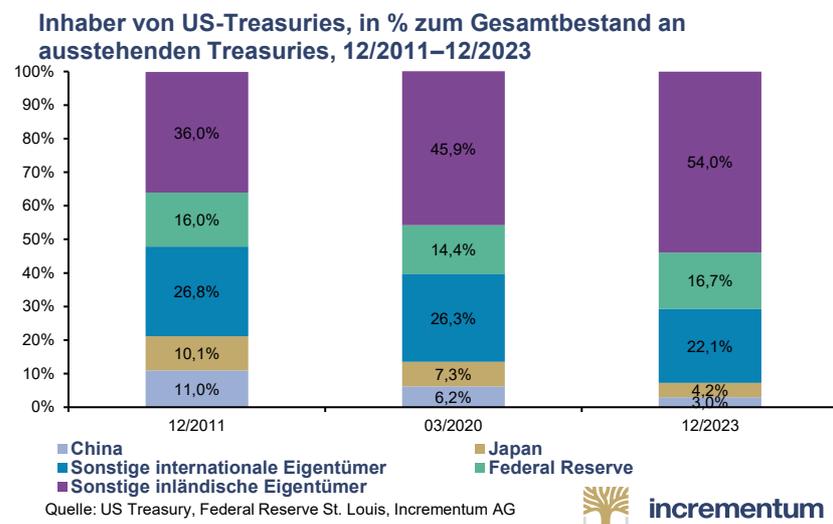
²³ Siehe „Weiße, Graue und Schwarze Schwäne“, In Gold We Trust-Report 2017

Relax Luther, it's much worse than you think.

Tom Cruise, Mission Impossible

Die USA stehen mit ihrem kurzfristigen Finanzierungsbedarf allerdings nicht alleine da. Laut aktuellem *Global Debt Report* der OECD müssen in den nächsten drei Jahren 40% aller Staatsanleihen und 37% aller Unternehmensanleihen refinanziert werden. Von Italiens Staatsanleihen laufen rund ein Drittel bis 2026 aus, von Spaniens rund 25% und von Frankreichs rund 20%. Insgesamt erwartet die OECD für das laufende Jahr Emissionen von Staatsanleihen im Umfang von 15,8 Bill. USD.

Die sich vertiefenden geopolitischen Spannungen wirken ebenfalls belastend. So nimmt der Anteil der von Ausländern gehaltenen US-Staatsanleihen seit Jahren beständig ab. Diese Nachfragerückgänge werden folglich durch inländische Nachfrager – ausgenommen die Federal Reserve – gedeckt.



We need to borrow from foreigners, because foreign capital helps keep interest rates low in the US. But there's two sides to it, in that the cash flowing overseas means us losing national income. On the other hand, not having the capital coming in for us to borrow – boy, that would be even worse.

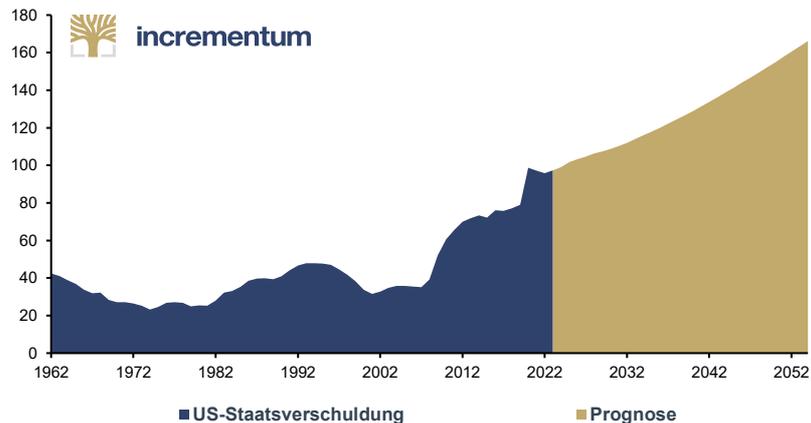
Philip Sagen, CBO

In einem aufsehenerregenden Interview mit der *Financial Times* warnte der Direktor des CBO, Philip Sagen, Ende März davor, dass die USA angesichts der rasant steigenden Verschuldung – die letzte Billion an Schulden wurde in drei Monaten hinzugefügt, der Zinsendienst legt alle vier Monate um 100 Mrd. USD zu – in eine Situation geraten könnte wie Großbritannien im September 2022 unter der Kurzzeit-Premierministerin Liz Truss: „[T]he fact that we already have so much debt means that any further surprise could really have a similar effect on us that that surprise had on the UK.“ Nach der Ankündigung deutlicher Steuersenkungen am 23. September 2022 explodierte die Yield der 30-jährigen UK-Gilts in drei Tagen um rund 170 Basispunkte. Die Intraday-Spanne von 127 Basispunkten für die 30-jährige Gilt an nur einem Tag übertraf die jährliche Spanne für 30-jährige Gilts in allen außer vier der letzten 27 Jahre. Dies brachte die britischen Pensionsfonds in größte Schwierigkeiten, weswegen die Bank of England intervenieren musste.

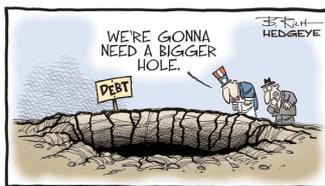
Einen wesentlichen Wettbewerbsvorteil haben die USA jedoch im Bereich der Staatsfinanzierung. Der US-Staatsanleihenmarkt ist der mit Abstand bedeutendste und damit liquideste Anleihemarkt der Welt. Er hat dieselbe Größe wie die Staatsanleihemärkte Chinas, Japans, Großbritanniens, Frankreichs, Italiens und Deutschlands zusammen. Die Folge dieser Prognosen beim Defizit und bei der Zinsentwicklung auf die US-Verschuldung sind besorgniserregend, selbst unter der unrealistisch optimistischen Annahme, dass in

den kommenden Jahrzehnten keine dramatischen Katastrophen zu bewältigen sind, d. h. kein größerer militärischer Konflikt, keine tiefgreifende und anhaltende Rezession, keine Finanzkrise, keine gravierende Naturkatastrophe oder eine neuerliche Pandemie, und dass das Zinsniveau im historischen Vergleich niedrig bleibt.

US-Staatsverschuldung, in % des BIP, 1962–2054e



Quelle: CBO, Incrementum AG



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Im *Financial Report of the United States Government* blickt das US-Finanzministerium noch weiter in die Zukunft. Der aktuelle Prognosehorizont erstreckt sich bis zum Jahr 2097 und damit fast ein halbes Jahrhundert weiter in die Zukunft als die Prognosen des CBO. Bis dahin soll die von der Öffentlichkeit gehaltene US-Staatsschuldenquote („Debt held by the public“) auf 566% anschwellen. Zum Vergleich: Das historische Hoch liegt aktuell bei 106% und wurde 1946, also unmittelbar nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs, erreicht. Diese Rekordmarke wird schon bald fallen.

Der demographische Wandel verschlimmert die Schuldensituation

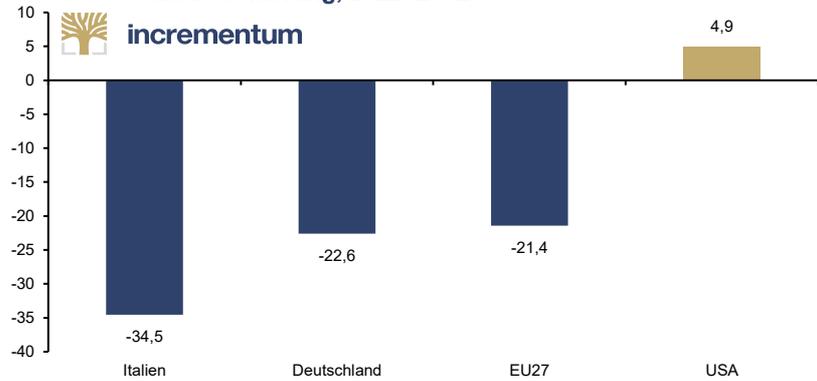
Unweigerlich stellt sich die Frage, die der deutsche Unterhaltungskünstler Jupp Schmitz in einem bekannten deutschen Karnevalslied stellte:

„Wer soll das bezahlen?
Wer hat das bestellt?
Wer hat so viel Pinkepinke?
Wer hat so viel Geld?“

Die Schuldentilgungsfähigkeit und die Schuldentragfähigkeit hängen stark von der Möglichkeit einer Wirtschaft ab, zu wachsen. Etwas genauer formuliert hängt dies von dem Ausmaß des offiziell erwirtschafteten Einkommens und der bestehenden Vermögen ab, die besteuert werden können. Jahrzehntelang erhöhte eine wachsende Bevölkerung und eine steigende (Frauen-)Beschäftigungsquote das BIP und damit die Schuldentragfähigkeit der Staaten. Diese Epoche scheint nun vorüber zu sein. Europa ist von dieser

Entwicklung stärker betroffen als die USA, zumal die Europäer zusätzlich noch ihre wöchentliche Arbeitszeit reduzieren wollen, wie die fragwürdigen öffentlichen Debatten um eine Einführung der 4-Tage-Woche – noch dazu bei vollem Lohnausgleich – belegen.

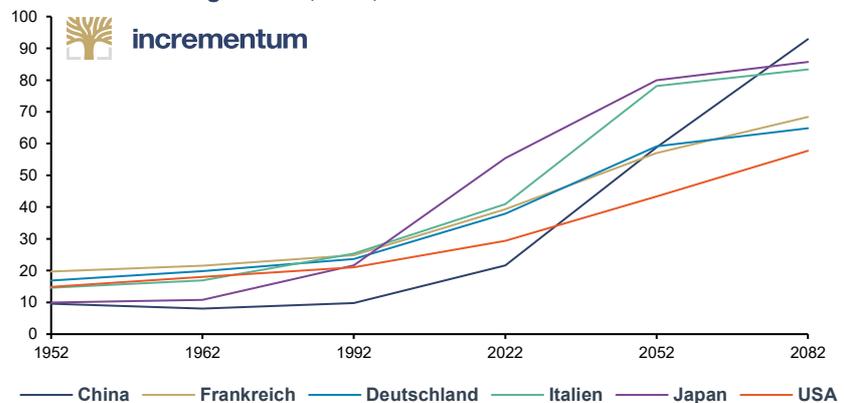
Veränderung der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (20-64), in % der Gesamtbevölkerung, 2022–2062



Quelle: OECD, Incrementum AG

Besonders dramatisch wirkt dieser Effekt in den am stärksten von der Alterung betroffenen Staaten:

Verhältnis zwischen der älteren Bevölkerung und der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, in %, 1952–2082



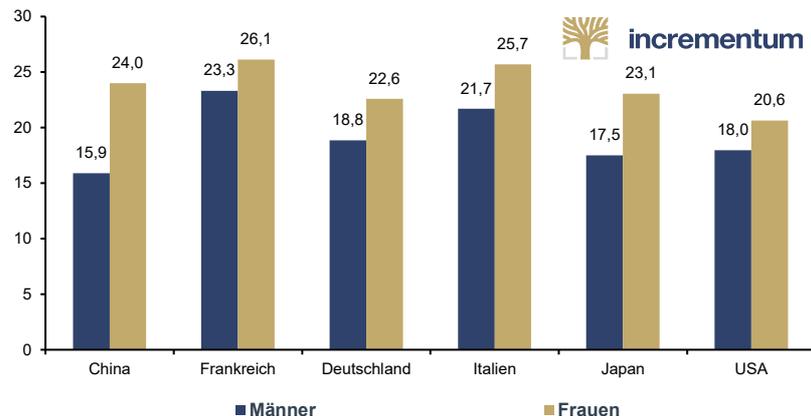
Quelle: OECD, Incrementum AG

Es hat sich insgesamt in Europa die Haltung ausgebreitet, dass der Staat alle Probleme mit Geld lösen muss.

Jürgen Stark, ehem. EZB-Chefvolkswirt

Hinsichtlich der Sozialversicherungssysteme, insbesondere jener, die als Umlageverfahren konzipiert sind, wirkt eine Erhöhung der Beschäftigungsquote, speziell durch eine Ausweitung der Frauenbeschäftigung, sowie die Einwanderung nur vorübergehend entlastend. Schließlich erwirbt jeder Beitragszahler einen Anspruch auf spätere finanzielle Leistungen, wodurch in einem strukturell defizitären System die Verschuldung mittel- und langfristig zunimmt. Zudem ist die in der Pension verbrachte Lebenszeit in den vergangenen Jahrzehnten stark gestiegen, auch wenn die Pensionsreformen der vergangenen 20 Jahren erste leichte Ergebnisse zeigen. Zumindest wurde der Anstieg in den vergangenen Jahren abgebremst.

Verbleibende Lebenserwartung nach Pensionsantritt, 2022



Quelle: OECD, Incrementum AG

Credit is a system whereby a person who can't pay, gets another person who can't pay, to guarantee that he can pay.

Charles Dickens

Leadership is not about the next election, it's about the next generation.

Simon Sinek

In einer im Jänner veröffentlichten Studie hat Prof. Raffelhüschen, ein ausgewiesener Experte des *Generational Accounting*, dargelegt, dass die aktuelle Einwanderung nach Deutschland netto stark defizitär ist. Schließlich wandern deutlich unterdurchschnittlich Qualifizierte nach Deutschland und in die bestehenden Sozialsysteme ein. Im Basisszenario erhöht sich die Nachhaltigkeitslücke von 447% markant auf 497% des BIP. Die abdiskontierten zusätzlichen Ausgaben des deutschen Staates wachsen infolge der aktuellen Zuwanderung deutlich schneller als die abdiskontierten zusätzlichen Einnahmen. **Zudem bleibt festzuhalten, dass ein strukturell defizitäres System wie das aktuelle Pensionsversicherungssystem nicht durch mehr Beitragszahler strukturell saniert wird.** Schließlich erwerben die zusätzlichen Beitragszahler wie schon frühere Beitragszahler mehr finanzielle Ansprüche als es ihren Einzahlungen unter finanzmathematischen Berechnungen entspräche.

In einem Szenario ohne jede weitere Einwanderung sinkt die Nachhaltigkeitslücke dagegen um beachtliche 149,7 Prozentpunkte auf 347,4%. Für die USA dürfte die Tendenz ähnlich gelagert sein, auch wenn der deutlich schwächer ausgebaute Sozialstaat im Bereich der Arbeitslosenversicherung die finanzielle Gesamtbelastung vermindert und dagegen ein stärkerer Druck auf die Löhne im Niedriglohnssektor zu erwarten ist.

Eine weitere aktuelle Studie mit dem Titel „**Mehr Nachhaltigkeit wagen – Die Tragfähigkeit der Sozialversicherung in Deutschland**“ berechnet einen Anstieg der Sozialbeiträge in Deutschland um mehr als 25% von aktuell 40,9% auf über 50% im Jahr 2050, falls nicht gegengesteuert würde. Gegensteuerung bedeutet allerdings Leistungskürzungen, denn schließlich gilt auch bei den impliziten Schulden: Forderung = Verbindlichkeit. Und die Streichung von (impliziten) Verbindlichkeiten geht immer und ausschließlich mit der Streichung von (impliziten) Forderungen einher.

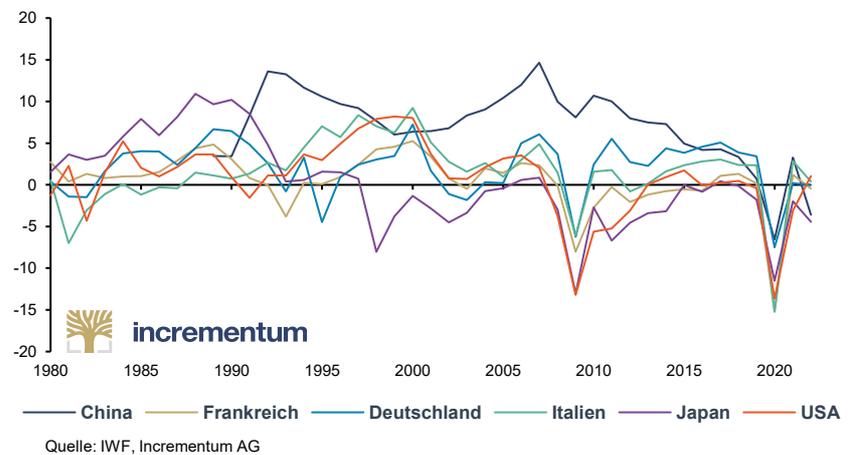
Das US-Budgetdefizit als wichtiger Grund für das US-Wachstumsstrohfeuer

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

Woody Brock

Ein zentraler Grund für das aktuell robuste Wirtschaftswachstum in den USA ist das hohe Budgetdefizit. Dieses hat die Kaufkraft der US-Bürger gestärkt und damit die Nachfrage der Konsumenten unterstützt. Schließlich trägt der private Konsum rund 70% zum US-BIP bei. Doch bei genauerem Hinsehen ist der Effekt auf das Wirtschaftswachstum bescheiden. **Anders gesagt: Die USA erkaufen sich den kurzfristigen Wachstumsschub mit einem deutlich höheren Defizit und damit langfristig mit einer höheren, das Wachstum hemmenden Verschuldung.** Gleichzeitig konterkariert die lockere Fiskalpolitik die Inflationsbekämpfung der Federal Reserve.

Haushaltssaldo + Reales BIP-Wachstum, 1980–2022



Politicians and central bankers of monetary sovereign nations simply don't have an incentive to go down that Jenga-tower deflationary collapse route, especially since it was in part due to their policy in the first place that debt was able to get so high.

Lyn Alden

Gänzlich verfehlt wäre allerdings die Annahme, dass hohe Budgetdefizite dauerhaft höheres reales Wachstum brächten. Eine umfassende Studie zu verfassungsrechtlich verankerten Fiskalregeln wie die aktuell in Deutschland heftig diskutierte Schuldenbremse mit dem Titel „Fiscal Rules: Historical, Modern, and Sub-National Growth Effect“ zeigt, dass derartige Defizitobergrenzen langfristig das reale Pro-Kopf-BIP um 18% erhöhen.²⁴ Der Datensatz reicht von 1789 bis 2015 und umfasst damit höchst unterschiedliche historische Episoden. **Exzessive Defizitfinanzierungen sind somit wachstumsseitig ein kurzfristiges Strohfeuer mit langfristig negativen Folgen.**

Allerdings hat schon so manches Strohfeuer eine Regierung bei Wahlen gerettet, was diesen Fiskal- und Wachstumspopulismus so attraktiv macht, sowohl für kurzfristig agierende Politiker wie auch für kurzfristig denkende Wähler. Aktuelle Berechnungen des IWF zeigen, dass in Wahljahren die Budgetdefizite die Defizitprognose um 0,4% des BIP übertreffen, da in Wahljahren weniger Steuern eingehoben und mehr Ausgaben getätigt werden.

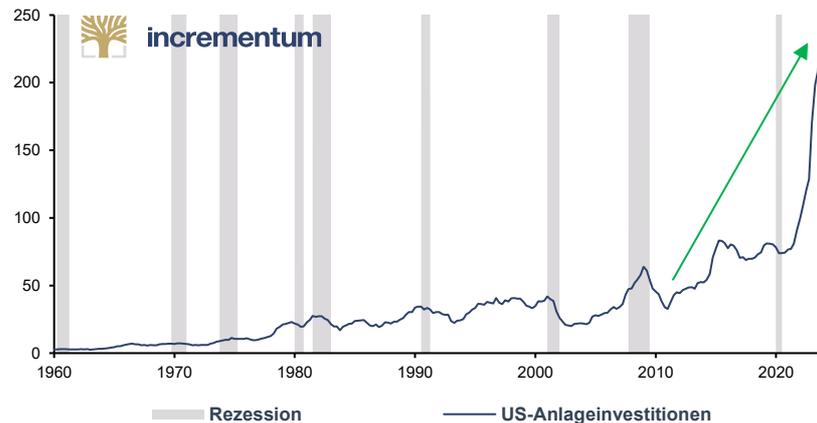
²⁴ Gründler, Klaus und Potrafke, Niklas: „Fiscal Rules: Historical, Modern, and Sub-National Growth Effect“, CESifo Working Papers, No. 8305, Mai 2020

The private sector is creating a miracle a day, even as the stuff that government attempts is failing left and right.

Lew Rockwell

Langfristig positiv auf die Wachstumsdynamik in den USA und damit auf die Fähigkeit zur Bedienung der Staatsschulden ist der aktuelle Investitionsschub, den der US-Industriesektor erlebt. Er profitiert von den weiterhin deutlich höheren Energiepreisen in Europa und der aktiven Anwerbung von Unternehmen in den USA, u. a. durch den *Inflation Reduction Act* (IRA).

US-Anlageinvestitionen, in Mrd. USD, 1960–2023



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

In einer Gesamtbetrachtung zeigt sich allerdings, dass die US-Wirtschaft diese Höchstleistungen beim Wachstum **maßgeblich durch die Einnahme von ökonomischen Steroiden erreicht hat**. So legte die US-Wirtschaft in Q4/2023 um 334,5 Mrd. USD zu. Im gleichen Zeitraum wuchsen die Schulden jedoch um 834,2 Mrd. USD an. Damit wurde jeder einzelne US-Dollar an Wachstum durch 2,5 USD an neuen Schulden erkaufte. **Es versteht sich von selbst, dass ein derartiges Wachstum mit Schulden-Doping alles, nur nicht nachhaltig ist.**

Die EU wird immer mehr zur Schuldenunion – zulasten Deutschlands

The Maastricht Criteria are perfectly simple to meet – all you need is a small army of accountants and a magic wand.

Jean-Claude Juncker

In der EU wurden Ende April die neue Schuldenregeln endgültig beschlossen. Grundsätzlich sollen die beiden Maastricht-Kriterien einer Staatsverschuldung von maximal 60% des BIP und eines jährlichen Defizits von höchstens 3% des BIP weiter gelten. Doch soll bei höher verschuldeten Staaten deren individuelle Situation beim Schuldenabbau stärker berücksichtigt werden. Dass die Berücksichtigung der von Mitgliedsstaat zu Mitgliedsstaat variierenden ökonomischen Lage die Einhaltungswahrscheinlichkeit erhöht, erscheint eher unwahrscheinlich. **Gründe für das Nichteinhalten lassen sich immer (er)finden. Diszipliniert ist man, oder man ist es nicht.**

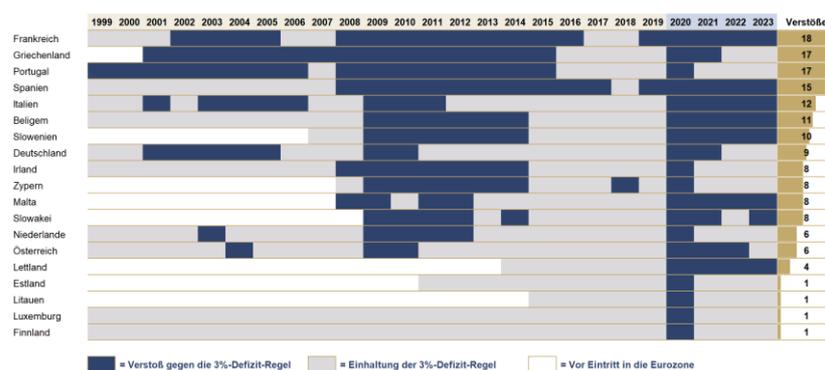
The Maastricht Criteria? They're more like guidelines anyway.

Mario Draghi

Negativer Spitzenreiter beim Nichteinhalten der 3%-Defizitgrenze ist Frankreich. Seit 1999 hat Frankreich nur in 7 Jahren die Defizitgrenze von 3% eingehalten, in 18 Jahren dagegen nicht. Portugal und Griechenland belegen mit je 17 Verstößen den zweiten und dritten Platz, wobei Griechenland der Eurozone erst 2001 beigetreten ist und sich daher relativ gesehen weniger oft am Defizitpranger

wiederfand. Es folgen Spanien mit 15 Verfehlungen und das medial und politisch oft gescholtene Italien mit 12. Selbst Deutschland hat in 9 von 25 Jahren und damit in mehr als einem Drittel der Zeit die 3%-Marke gerissen. Österreich war mit nur 6 Verstößen ein Musterknabe, zumal 3 der 6 Verstöße in die Jahre 2020–2023 fielen. In diesen 4 Jahren waren die EU-Schuldenregeln zunächst wegen der Corona-Pandemie und dann wegen des Ukraine-Krieges ausgesetzt. Von den Euro-Gründungsmitgliedsländern stehen lediglich Luxemburg und Finnland mit jeweils nur einer Übertretung besser da.

Eurozonen-Länder: Einhaltung der 3%-Defizit-Regel, 1999–2023



Quelle: Agenda Austria, Incrementum AG

Never doubt the courage of the French. They were the ones who discovered that snails are edible.

Doug Larson

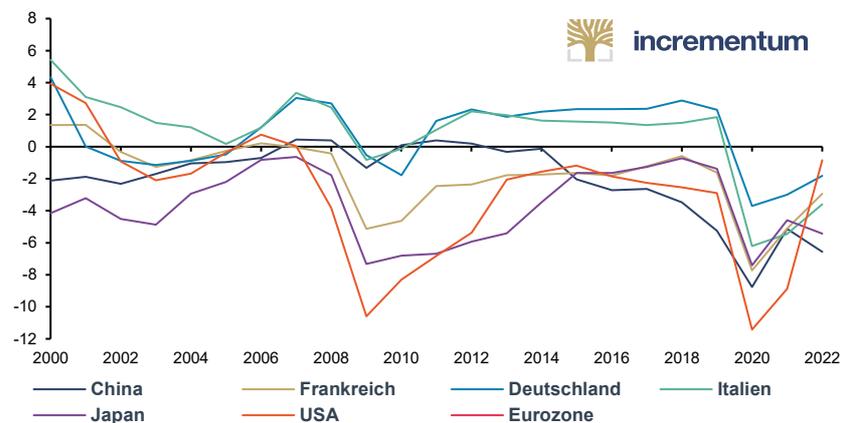
When the French owe you money, it's almost an art form. They'll pay you back with such style you'd almost wish you lent them more.

Oscar Wilde

Wie die Zinsstrukturkurve der EU-Anleihen zeigt, rentieren diese im Bereich französischer Schuldtitel und damit deutlich unter jenen Italiens und leicht unter jenen Spaniens, aber deutlich über den deutschen Schuldtiteln. Mit anderen Worten: Die Vergemeinschaftlichung der Schulden geht zulasten Deutschlands, während die Club-Med-Staaten davon profitieren.

In der Eurozone gibt es einen neuen Schuldenspitzenreiter. Frankreich löste mit nun fast 24% aller Staatsschulden im Euroraum Italien in der Schuldenhitparade ab. Frankreichs Budgetdefizit dürfte 2023 5,5% betragen haben, Italiens dagegen sogar über 7%. Für 2024 musste Frankreich seine Defizitprognose vor kurzem deutlich auf 5,1% von 4,4% anheben. Noch deutlicher zeigt sich die Diskrepanz in den Zahlen für den Primärsaldo. Bis zum Ausbruch der Corona-Pandemie verzeichnete Italien mit Ausnahme von 2009 immer Primärüberschüsse, die zum Teil deutlich ausfielen. Frankreichs Primärsaldo befindet sich dagegen seit dem Jahr 2002 fast durchgängig im negativen Terrain. **Während Italien also vornehmlich unter der Zinslast der alten Schulden leidet, lebt Frankreich grundsätzlich über seinen Verhältnissen.**

Primärsaldo, in % des BIP, 2000–2022



Quelle: IWF, Incrementum AG

Jede Ausgabe des Staates beruht auf einem Verzicht des Volkes.

Ludwig Erhard

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

Roland Baader

NATO countries must pay MORE, the United States must pay LESS. Very Unfair.

Donald Trump

Diese Schuldenzahlen sind jedoch nach unten verzerrt. Das liegt daran, dass die EU-Mitgliedsstaaten für die von der EU aufgenommenen Schulden haften. Diese Schulden tauchen in den nationalen Schuldendaten allerdings (noch) nicht auf. Und die Beträge sind durchaus namhaft. Laut einer aktuellen Studie des ZEW sind etwa Deutschlands Schulden um bis zu 10% oder 262 Mrd. EUR höher als offiziell ausgewiesen. Dies entspricht fast 6% des deutschen BIP.

Abschließend lässt sich sagen, dass die Staatsschulden aktuell einer Vierfachbelastung ausgesetzt sind: steigende Zinsen, durch den demographischen Wandel bedingter Rückgang der aktiven Bevölkerung, die grüne Transformation der Wirtschaft und der zumindest rhetorisch stark zunehmende Wunsch nach einer umfassenden Aufrüstung. Immer öfter hört man in einigen EU-Staaten, aber auch unter Spitzenfunktionären der EU, Forderungen nach der Umstellung auf eine Kriegswirtschaft. Wie auch immer man politisch dazu steht, eines ist klar: **Alle vier Belastungen gleichzeitig wird kein Staat stemmen können.**

Deutlich höhere Defizite und zügig ansteigende Staatsschuldenquoten werden die Folge sein. Denn eine Reduktion der Sozialausgaben zur Finanzierung der höheren Verteidigungsausgaben wäre politischer Selbstmord. So erfüllt nicht einmal die Hälfte der Nato-Staaten verbindlich festgesetzte Ziele von Verteidigungsausgaben in der Höhe von 2%. Gemessen an diesem Ziel fielen nach Berechnungen des ifo Instituts allein Deutschlands Verteidigungsausgaben seit dem Kalten Krieg real um 618 Mrd. EUR zu gering aus. Das entspricht im Schnitt 77 Mrd. EUR pro vierjähriger Legislaturperiode, die für andere Zwecke ausgegeben werden konnten. Daher wären enorme Nachrüstungen zusätzlich zum 2%-Ziel vonnöten. Der deutsche Verteidigungsminister Boris Pistorius (SPD) sprach bei der Münchner Sicherheitskonferenz Mitte Februar von bis zu 3 bis 3,5%. **Der Zug Richtung Staatsschuldenkrise hat deutlich an Fahrt aufgenommen.**

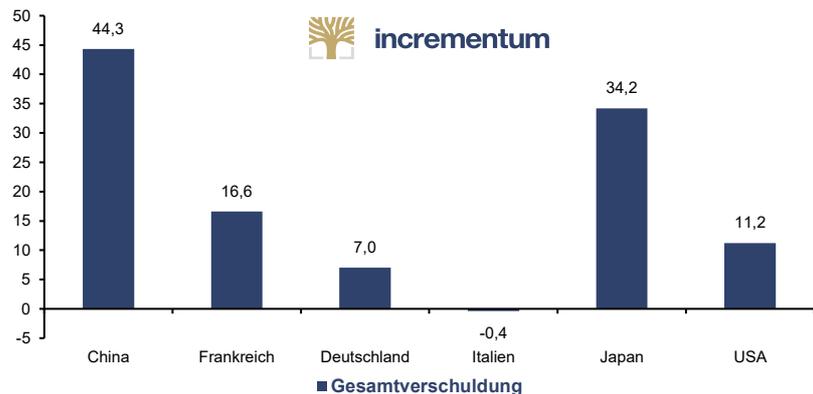
Fazit

Sie wird gebraucht, unsere Schuld, sie rechtfertigt viel im Leben anderer.

Max Frisch

Die zahlreichen Sondereffekte während der Corona-Pandemie sind mittlerweile fast vollständig abgeklungen. Der IWF betitelte einen Blogbeitrag im September 2023 bezeichnenderweise mit „**Global Debt Is Returning to its Rising Trend**“. Insbesondere der Vergleich mit Ende 2019 macht somit sicher, wo wir in der Gesamtbetrachtung der Schuldenentwicklung für Staat, Unternehmen und private Haushalte stehen.

Veränderung der Gesamtverschuldung (Staat, private Haushalte, Unternehmen), in % des BIP, Q4/2019 vs. Q3/2023



Quelle: BIZ, Incrementum AG

Nach Berechnungen des *Institute of International Finance (IIF)* erreichte die weltweite Verschuldung per Ende 2023 ein neues Rekordhoch von 313 Bill. USD, wobei die Entwicklungsländer im Unterschied zu den meisten Industrieländern einen Anstieg ihrer Staatsschuldenquote zu verzeichnen hatten. Das ist um rund 50% mehr als noch vor 10 Jahren. Die Verschuldung befindet sich dabei in allen Sektoren, d. h. Unternehmen, private Haushalte und Staat, auf einem Rekordniveau.

In the seventies, this is the tragic of American culture... That money became everything. And it has poisoned our culture to this day. It's poison.

Jerry Seinfeld

Auf einen verteilungspolitischen Aspekt mit sozialer und politischer Sprengkraft weist Jim Bianco in einem Interview mit dem vielsagenden Titel „Die Eindämmung der Inflation wird schwieriger, als der Konsens glaubt“ hin. So werden 90% aller Vermögenswerte von den oberen 10% in der Einkommenspyramide gehalten. Dagegen haben 50% aller Einkommensbezieher keine Vermögenswerte, aber 50% der Schulden. Diese untere Hälfte ist von den steigenden Zinsen überdurchschnittlich stark betroffen, weil sie auf der anderen Seite von nun ebenfalls höher verzinsten Anleihen nicht profitieren. Das dürfte auch der Grund dafür sein, warum US-Präsident Biden trotz Wachstumsraten wie in den 2010er-Jahren und einer historisch niedrigen Arbeitslosenrate so schlechte Zustimmungswerte hat.

I asked Siri about China and debt, and even she said, „Let's talk about something less complicated, like quantum physics.“

Ellen DeGeneres

China und die USA mögen geopolitische Rivalen sein. Hinsichtlich der Verschuldungslage teilen sie jedoch die missliche Lage. Der Cocktail aus einer hohen Verschuldung, sich strukturell abschwächenden Wachstumsraten und einer dramatischen Alterung der Gesellschaft ist ein giftiger. Die Gesamtverschuldung Chinas beträgt mittlerweile über 300%. Damit hat sich die Schuldenquote in den vergangenen 20 Jahren mehr als verdoppelt. Mit fast 170% ist der

Unternehmenssektor deutlich überrepräsentiert. Die mittlerweile beantragte Liquidierung der *Evergrande Group*, Umsatzmäßig das zweitgrößte chinesische Immobilienunternehmen, ist nur die Spitze des chinesischen Schuldeneisbergs. Denn der für rund ein Viertel des chinesischen BIPs verantwortlich zeichnende Immobiliensektor ist das große ökonomische – und politische – Sorgenkind. Schließlich nutzen Chinesen Anlagewohnungen traditionell als Vorsorgeinstrument fürs Alter.

*Things that have never happened
before happen all the time.*

Morgan Hounsel

Das Thema einer Schuldenkrise wird somit wieder aktuell. Dieses Mal aber nicht nur in den Schwellenländern. Angesichts des strukturell ungebrochenen Aufwärtstrends bei der Staatsverschuldung wird die zunehmende fiskalische Dominanz zu einem höheren politischen Druck auf die Zentralbanken führen und ihren Tribut mit tendenziell niedrigeren Zinsniveaus fordern. Das ist kein Argument für die Fortsetzung der *Great Moderation*, sondern für ihr endgültiges Ende. **Denn strukturell höhere Inflationsraten sind das neue Normal und damit fixer Bestandteil des neuen Gold-Playbooks – dazu gleich mehr im nächsten Kapitel.**



MUX



Huge Exposure to Copper
The most critical metal for the energy transition

Gold & Silver Production, 4 Mines in the Americas
Turnaround providing considerable torque to the upside

CEO Ownership 17%
\$220 million invested, salary \$1 / year

Listed NYSE & TSX
High liquidity

Web: mcewenmining.com
Email: info@mcewenmining.com
Tel: 1-866-441-0690



Status quo der Inflationstendenz

„Inflation – that’s the price we pay for those government benefits everybody thought were free.“

Ronald Reagan

- Die Inflationswelle der vergangenen Quartale ebbt endgültig ab. Den Sieg über die Inflation zu erklären, wäre jedoch verfrüht und – wie die Geschichte zeigt – fatal.
- Die Geldmengenentwicklung, die (stark) fallenden Erzeugerpreise und die Konjunktur wirken dämpfend auf die Inflation. Entgegen der öffentlichen Wahrnehmung sind die Liquiditätsbedingungen jedoch weiterhin auf der lockeren Seite.
- Geopolitische Risiken, die zum Teil sehr hohen Budgetdefizite, die grüne Transformation und der Wegfall des inflationsdämpfend wirkenden Basiseffekts bei den Energie- und Lebensmittelpreisen sind die wesentlichen Faktoren, die einen weiteren Inflationsschub auslösen könnten.
- Das – neu konzipierte – *Incrementum Inflationssignal* zeigt gegenwärtig eine neutrale Inflationstendenz an.
- Die Inflationsrate dürfte jedenfalls in den USA, vermutlich aber auch in der Eurozone mittelfristig erhöht bleiben, also über dem Inflationsziel von 2% liegen. Das Risiko für eine zweite Inflationswelle scheint hoch.
- 25 Jahre Euro: Gegenüber Gold hat der Euro im ersten Vierteljahrhundert seines Bestehens fast 90% an Wert verloren. Eine positive Bilanz sieht anders aus.

The last duty of a central banker is to tell the public the truth.

Alan Blinder,
Ehem. Vice Chairman
Federal Reserve Board

Im Moment ist es halt so, dass wir eher eine zu niedrige Inflation sehen, auf mittlere Sicht.

Isabel Schnabel, Dezember 2021

Inflation consists of subsidizing expenditures that give no return with money that does not exist.

Jacques Rueff

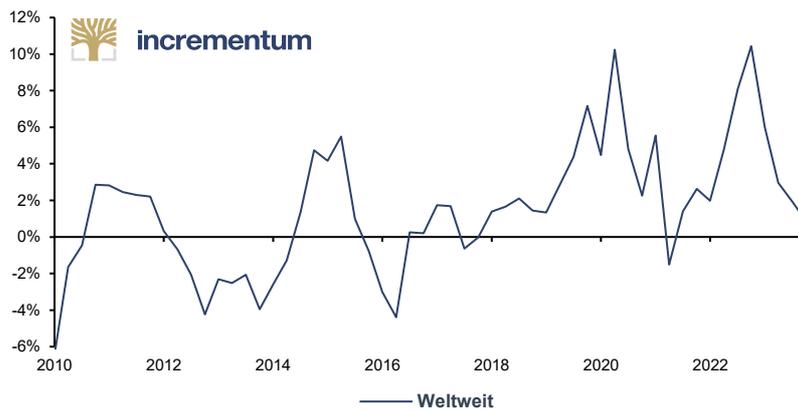
Dass wir führenden Notenbankern zustimmen, kommt eher selten vor. Doch ausnahmsweise ist das aktuell der Fall. Die Ausnahme von der Regel betrifft das EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel, die bereits Anfang November 2023 in einem Vortrag mit dem bezeichnenden Titel „The last mile“ darauf hingewiesen hat, dass die letzten Meter bis zur Erreichung des Inflationsziels sehr schwierig werden.

Es ist nicht nur das Pareto-Prinzip, wonach 80% aller Aufgaben mit einem Aufwand von 20% erledigt werden können, jedoch (die letzten) 20% einen Aufwand von 80% benötigen. Vielmehr ist nach 40 Jahren tendenziell sinkender Inflationsraten das Kapitel der *Great Moderation* endgültig abgeschlossen. Wir sind in ein neues Inflationsregime eingetreten, das von strukturell höheren Inflationsraten und einer stärkeren Inflationsvolatilität gekennzeichnet ist.

Bestandsaufnahme

Doch zunächst wollen wir den Status quo näher betrachten. Dieser ist speziell in den USA von der Ernüchterung gekennzeichnet, dass sich die weiterhin deutlich über der 2%-Marke befindliche Inflationsrate seit einigen Monaten seitwärts bewegt. Negativ überrascht ist man insbesondere dann, wenn man zur Beurteilung der monetären Lage nur auf den Leitzins und die Bilanzsumme der westlichen Zentralbanken blickt. Allerdings stimulieren zu einen viele Staaten mit deutlichen Budgetdefiziten die Nachfrage, allen voran die USA, und zum anderen auch noch einige Zentralbanken Asiens. Daher sind die globalen Liquiditätsbedingungen weiterhin auf der lockeren Seite, wenngleich sich das Liquiditätswachstum in den vergangenen Quartalen deutlich abgeschwächt hat.

Kreditvergabe an Nicht-Banken, yoy, Q1/2010–Q4/2023



Quelle: BIZ, Incrementum AG

*Don't you know? Pump it up
You got to pump it up.*

Endor

Es sind allen voran China und Japan, die in den vergangenen Quartalen mit zahlreichen Maßnahmen reichlich Liquidität in die Märkte pumpen. Japan hat zwar die seit 2016 bestehende Negativzinspolitik mit einer Anhebung des Leitzins von -0,1% auf gerade einmal 0% beendet und der strengen Zinsdeckelung ein Ende bereitet. Die Ankäufe von Staatsanleihen verbleiben jedoch mehr oder weniger auf demselben Niveau, während der Ankauf

von Unternehmensanleihen und ETFs gestoppt wurde oder spätestens im Frühling 2025 eingestellt werden soll.

*I never worry about the problem.
I worry about the solution.*

Shaquille O'Neal

Wesentlich stärker liquiditätsfördernd sind die Maßnahmen im Reich der Mitte. Hier eine unvollständige Liste an Maßnahmen, die von der chinesischen Regierung in den vergangenen Monaten gesetzt wurden, um die schwerwiegenden strukturellen Probleme im Immobiliensektor aufzufangen und ein Ausstrahlen in andere Wirtschaftsbereiche zu verhindern sowie um das – für chinesische Verhältnisse – schwache Wachstum anzukurbeln.

- Old Xi Jinping speech sparks China monetary easing speculation
- China's central bank governor says there's room to cut banks' reserve requirements
- China may have to resort to a tried-and-tested tactic to power its 'new leap forward'
- Aktienmärkte in China: Staatsfonds pumpen 57 Milliarden Dollar in acht Wochen
- China's largest cut to key mortgage rate a 'step in the right direction' to prop up economy ahead of 'two sessions'
- China is ramping up stimulus to boost market confidence – but is it enough?
- China's measures to shore up a shaky economic recovery
- China's measures to shore up a faltering economy, more support expected

Während die Geldmenge M2 in den USA und in der Eurozone noch immer sinkt, wenngleich mittlerweile auch nur mehr marginal, ist das M2-Wachstum in Japan, allen voran aber in China weiter deutlich positiv.



You have companies over in different countries where they devalue their currency and they make it impossible for American companies to compete.

Donald Trump

Wie kräftig China und Japan ihre Liquidität im Vergleich zu den USA ausgeweitet haben, zeigt sich gerade auch in der Entwicklung des jeweiligen Wechselkurses. Der Renminbi hat seit Anfang 2022 gegenüber dem US-Dollar mehr als 12% an Wert verloren, der japanische Yen mehr als ein Viertel. Seit Beginn der Abenomics 2012 beträgt der Wertverlust des Yen gegenüber dem US-Dollar sogar rund 50%.

USD/JPY (lhs), und USD/CNY (rhs), 01/2022–04/2024

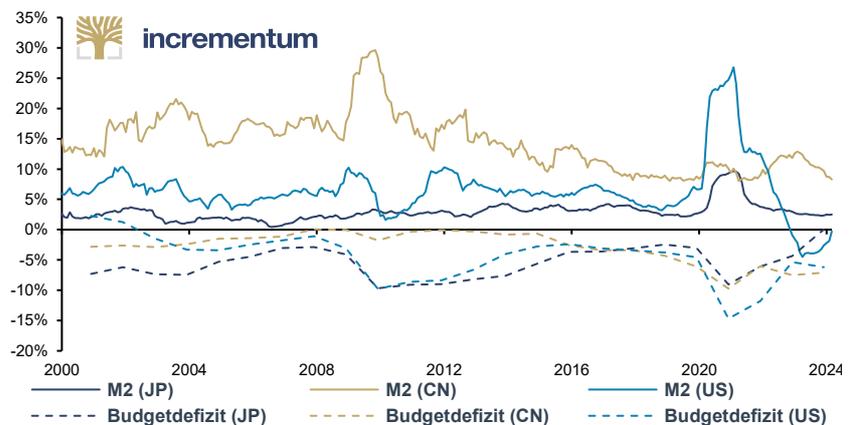


Maybe monetary policy isn't all that tight.

Bill Dudley

Ebenfalls die geldpolitische Straffung konterkarierend wirkt die Fiskalpolitik. In vielen Ländern wurde sie eingesetzt, um die ausgewiesene Inflationsrate durch Reduktion der Steuersätze oder gedeckelte Strom- und Energiepreise zu drücken oder den inflationsbedingten Kaufkraftverlust durch direkte Transfers auszugleichen.

M2 und Budgetdefizit, yoy, 01/2000–03/2024



Wenn wir den Ball haben, können sie kein Tor schießen.

Franz Beckenbauer

Es deutet sich somit an, dass wir in ein Zeitalter der fiskalischen Dominanz eintreten. Im *In Gold We Trust*-Report 2021 „Monetärer Klimawandel“ hatten wir uns bereits intensiv mit diesem heraufziehenden Paradigmenwechsel auseinandergesetzt. Es wird die Fiskalpolitik sein, insbesondere vor dem Hintergrund der immer dramatischer werdenden Schulden-situation,²⁵ die der Geldpolitik den Takt vorgibt und nicht umgekehrt. Anders ausgedrückt: **Während die Notenbanker sich spät, aber doch im Catenaccio, der in früheren Zeiten typischen italienischen Verteidigungstaktik, üben, praktizieren die Finanzminister einen aggressiven Angriffsfußball.**

²⁵ Siehe „Status Quo der Verschuldungsdynamik“ in diesem *In Gold We Trust*-Report.

Das Inflationsbiest ist noch nicht gezähmt

Inflation ist, wenn weniger mal mehr war.

Thom Renzie

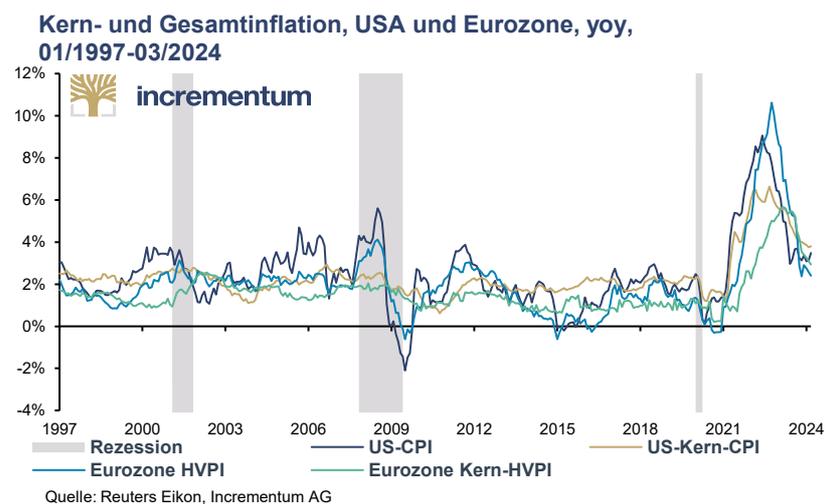
A common theme is that while inflation is coming down, and that's very good news, the price level is not coming down...So people are still living with high prices. And that's not—that is something that people don't like.

Jerome Powell

Wo stehen wir aktuell bei der Inflationstendenz? Die große erste Inflationsschwelle ist definitiv vorüber, auch wenn sich das Abebben deutlich mühsamer gestaltet als von vielen erhofft. Dass die disinflationären Kräfte in den vergangenen 12 Monaten die Oberhand behalten würden, hatten wir im *In Gold We Trust*-Report 2023 ausführlich dargelegt.²⁶ Den Höhepunkt erreichte die nun zu Ende gehende Inflationsschwelle in den USA im Juni 2022 mit 9,1%, in der Eurozone im Oktober 2022 mit 10,6%. Der daran anschließende Rückgang erfolgte in der Eurozone deutlich schneller als in den USA.

Der HVPI der Eurozone nähert sich dem Inflationsziel von symmetrischen 2% (Abweichungen nach oben und nach unten werden seit der **Revision der geldpolitischen Strategie** im Juli 2021 als gleichwertig angesehen) langsam an. Mittlerweile liegt es bereits in Sichtweite. In den USA bewegt sich die Gesamtinflation beim CPI seit Juni 2023 über der 3%-Marke seitwärts.

Bei der Kerninflation, die von vielen Zentralbanken herangezogen wird, um die Mittelfristigkeit des Inflationsziels abzubilden, sieht die Lage anders aus. Die Spitze lag naturgemäß deutlich niedriger als bei der Gesamtinflation, da deren stärkste Treiber die Energie- und Lebensmittelpreise waren – in der Eurozone mehr, in den USA etwas weniger. Ohne die Entlastung bei den Energie- und Lebensmittelpreisen in den vergangenen Quartalen verharrt diese weiterhin in den USA über der 3%-Marke und ist in der Eurozone im März nur ganz leicht darunter gefallen. Im April setzte sich in der Eurozone der leichte Abwärtstrend fort. Speziell die hartnäckig hohe Teuerung im Dienstleistungssektor trägt maßgeblich zu diesem erhöhten Niveau bei.



Für den April schätzt das *Inflation Nowcasting* der Federal Reserve of Cleveland den CPI auf 3,5%, den Kern-CPI auf 3,7% sowie den PCE und den Kern-PCE auf 2,7%. In der Eurozone weist die meist sehr nahe am offiziell bestätigten Wert liegende Schnellschätzung für den April 2,4% für die Gesamtinflation und 2,7% für die Kerninflation aus. Die niedrigere Inflationsrate in Kombination mit dem um 1

²⁶ „Status Quo der Inflationstendenz“, *In Gold We Trust*-Report 2023

This threat of what I'll call pent-up exuberance is a new upside risk that I think bears scrutiny in coming months.

Raphael Bostic

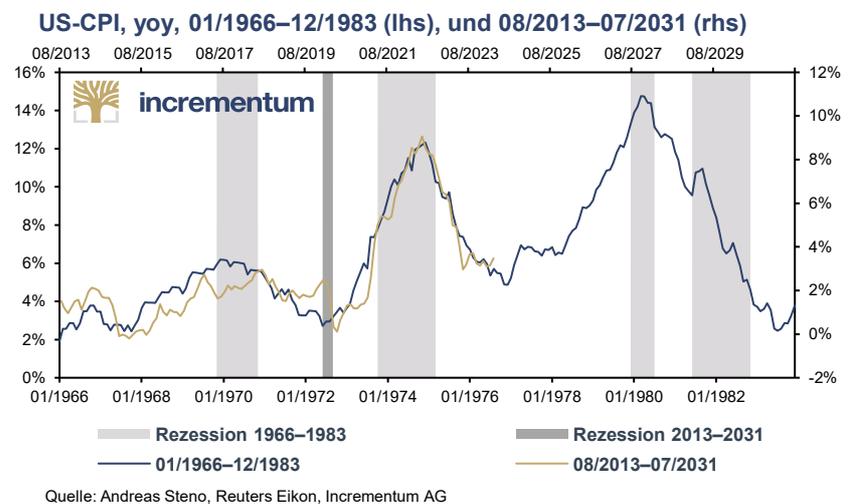
History repeats itself, but in such cunning disguise that we never detect the resemblance until the damage is done.

Sydney J. Harris

Prozentpunkt niedrigeren Leitzinsen ist ein Indikator für die markant schwächere wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum im Vergleich zu den USA.

Doch die verfrühte Erklärung des Sieges über die Inflation wäre nichts anderes als ein veritables Eigentor. In den späten 1960er- und in den 1970er-Jahren passierte der (Geld-)Politik dieser Fehler gleich zwei Mal. Die erste Inflationswelle suchte die USA von 1967 bis 1972 heim. Deren Höhepunkt markierte eine Inflationsrate von 6,4% im Februar 1970. Danach kam die zweite, höhere Inflationswelle, die ihren Gipfelpunkt im November 1974 mit 12,2% erreichte, um anschließend auf 5,0% im November und Dezember 1976 zu fallen. Doch der schärfste Anstieg stand noch bevor. Ausgelöst durch den zweiten Ölpreisschock schoss die Inflationsrate danach neuerlich in die Höhe. Im März 1980 wurde das weiterhin bestehende Allzeithoch von 14,6% erreicht.

Die Parallelität zu heute ist – unbeschadet der unterschiedlichen Intensität in der Gegenwart – verblüffend. Sollte sich die Geschichte reimend wiederholen, stünde die höchste Inflationswelle erst bevor. Basierend auf den Erfahrungen von vor 50 Jahren würde in den USA die CPI-Gesamtinflation um den Jahreswechsel 2027/2028 herum auf rund 11% ansteigen. **In der damals insgesamt dritten Inflationswelle hatte sich der Goldpreis ungefähr versiebenfacht, was angesichts der geringeren Intensität der aktuellen Inflationswellen heutzutage ungefähr einer Verfünffachung entspräche.**

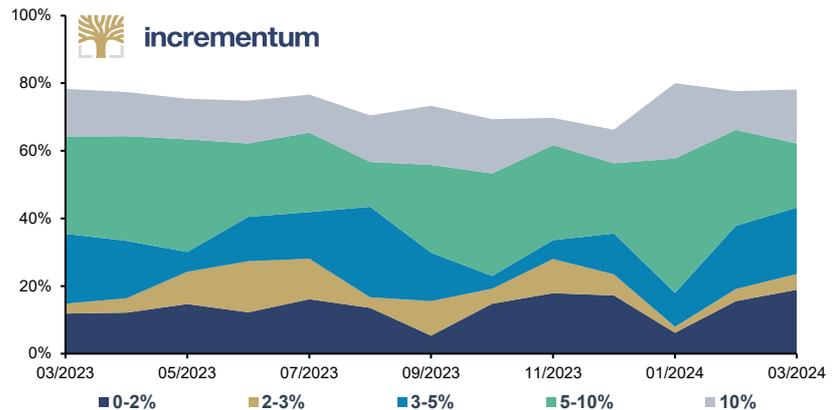


Cheap money becomes very expensive in the long run.

Daniel Lacalle

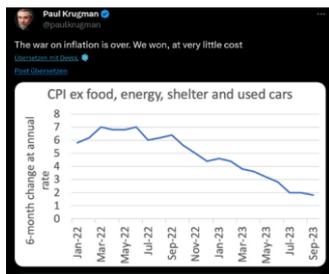
Dass die Teuerung in den USA weiterhin nicht besiegt ist, zeigt auch der folgende Chart. Dieser bildet ab, wie viel Prozent der in den Warenkorb einfließenden Preise mit der jeweiligen Inflationsbandbreite ansteigen. **Deutlich ist zu erkennen, dass die Teuerung weiterhin eine signifikante Breite und Dynamik aufweist.**

US-PCE-Komponenten nach Jahreswachstumsrate, 03/2023–03/2024



Quelle: Federal Reserve Dallas, Incrementum AG

By 2005 or so, it will become clear that the Internet's impact on the economy has been no greater than the fax machine's.
Paul Krugman, 1998



Food is an essential part of a balanced diet.
Frank Lebowitz

Zu früh den Sieg über die Inflation zu erklären, ist eine Garantie für noch mehr Inflation

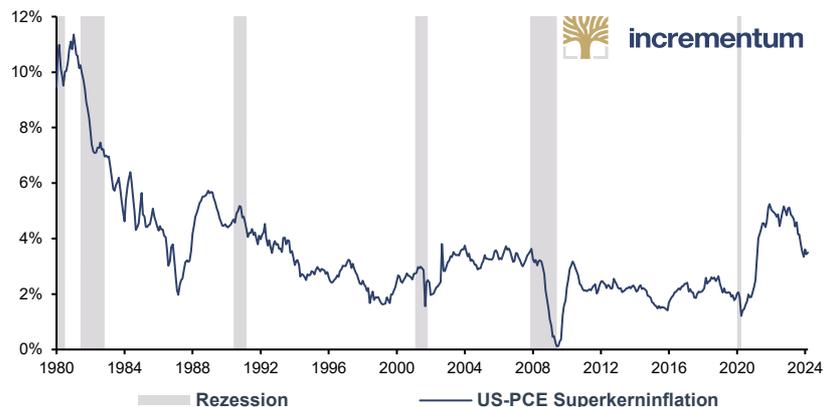
Mitunter neigen Ökonomen zu etwas skurrilen Ansichten. Paul Krugman, seines Zeichens immerhin Nobelpreisträger, wurde im vergangenen Herbst zu einem Wiederholungstäter in dieser Kategorie. **2011 schlug Krugman ernsthaft vor**, eine Invasion von Außerirdischen vorzutauschen. Diese – imaginierte – Gefahr sollte dazu dienen, ein massives staatliches keynesianisches Ausgabenprogramm zur Abwehr der Invasion umzusetzen, um die nach der tiefen Rezession im Anschluss an die Weltfinanzkrise 2007/2008 weiterhin vor sich hin dümpelnde Wirtschaft anzukurbeln. Diese kollektive Selbsttäuschung würde, so Krugman, den Wohlstand dauerhaft heben, auch wenn sich im Nachhinein herausstellen sollte, dass es sich um einen Fehlalarm gehandelt habe.

Bereits im September 2023 erklärte Krugman in einem Tweet den Sieg über die Inflation – und das zu sehr geringen Kosten, wie er meinte.

Seine Siegesproklamation untermauerte er mit einer etwas eigenwilligen Inflationsberechnung, die in Anlehnung an die mittlerweile von Jerome Powell favorisierte Inflationskennzahl als *Supersuperkerninflation* bezeichnet werden könnte. In seiner Berechnung klammerte Krugman sämtliche Preistreiber aus der Inflationsberechnung aus, um dann zu schließen, dass die Inflation besiegt sei. **Dieses Vorgehen sagt wenig über den Stand der Inflationsbekämpfung, aber viel über den bedauerlichen Zustand der Wirtschaftswissenschaften aus.**

Dabei ist es aktuell just die *PCE-Superkerninflation*, im Unterschied zu Paul Krugmans *Supersuperkerninflation* inklusive der Gebrauchtwagenpreise, die im Jänner wieder die 3%-Marke überschritt. In einer Rede am 30. November 2022 hatte Jerome Powell der Superkerninflation, d. h. der Kerninflation exklusive Wohnkosten, eine besondere Prognosefähigkeit zugeschrieben. Diese bezeichnete er als „*maybe the most important category for understanding the future evolution of core inflation*“. Im März zog die Superkerninflation weiter auf 4,8% im Jahresvergleich an.

PCE-Superkerninflation, yoy, 01/1980–03/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*Celebrate when you're half done,
And the finish won't be half as
fun.*

Lemony Snicket, The Slippery Slope

Die fast zeitgleich wie der Tweet von Paul Krugman erschienene IMF-Studie „**One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts**“ warnt dagegen davor, die Inflation vorschnell für besiegt zu erklären. Die Geschichte zeige, so die Studie, dass sich eine deutlich erhöhte Inflationsrate, die außer Kontrolle geriet, im Regelfall als ziemlich hartnäckig erwies. Es dauerte meist Jahre, bis die Inflation wieder zu ihrem ursprünglich niedrigen Niveau zurückgebracht werden konnte. **40% der in der Studie untersuchten Länder hatten selbst nach fünf Jahren die Inflation noch nicht wieder im Griff.** Die übrigen 60% benötigten im Schnitt drei Jahre, um die Inflation wieder auf ein niedriges Niveau zu bringen.

Die sieben Kernaussagen der Studie sind:

- Inflationen sind hartnäckig, insbesondere nach Terms-of-Trade-Schocks.²⁷
- Die meisten Fälle anhaltender Inflationsepisoden waren die Folge „verfrühten Feierns“. Die Inflation ging zunächst zurück, verharrte aber entweder auf hohem Niveau oder zog später wieder in einer weiteren Inflationswelle an.
- Länder mit erfolgreicher Inflationsbekämpfung verfolgten eine straffere Geldpolitik. Es gibt weitere, schwächere Belege für eine straffere Fiskalpolitik und eine bessere Verankerung der Inflation vor dem Schock.
- Länder mit erfolgreicher Inflationsbekämpfung setzten eine restriktivere Politik langfristig konsistenter um. Das zeigt sich in der Bandbreite der Geldpolitik in den Jahren nach dem Schock.
- Länder mit erfolgreicher Inflationsbekämpfung hielten die nominale Abwertung in Grenzen.
- Länder mit erfolgreicher Inflationsbekämpfung hatten ein geringeres nominales Lohnwachstum. Dies übersetzte sich nicht in ein geringeres Reallohnwachstum, da das geringere Nominallohnwachstum mit einer niedrigeren Inflation einherging.
- Länder mit erfolgreicher Inflationsbekämpfung verzeichneten kurzfristig ein geringeres Wachstum, nicht aber über einen Zeitraum von 5 Jahren. Dies

²⁷ Die Terms-of-Trade (dt. Einfuhrtauschverhältnis oder reales Austauschverhältnis) bezeichnen das Verhältnis von Exportpreisen zu Importpreisen. Ein (negativer) Terms-of-Trade-Schock tritt auf, wenn die Importpreise (deutlich) stärker als die Exportpreise zulegen und sich dadurch die Außenhandelsposition verschlechtert. Das war in jüngerer Zeit in den Ländern der Fall, die auf Energieimporte angewiesen sind. Die Eurozone ist ein Beispiel hierfür. In den USA, die Netto-Energieexporteur sind, verbesserten sich dagegen die Terms-of-Trade.

deutet möglicherweise darauf hin, dass die Vorteile der makroökonomischen Stabilität und der Glaubwürdigkeit der Politik im Laufe der Zeit die Kosten einer strafferen Politik ausgleichen.²⁸

The risk of waiting a little longer to cut rates is significantly lower than acting too soon. Cutting the policy rate too soon and risking a sustained rebound in inflation is something I want to avoid.

Christopher J. Waller

Es scheint, dass sich die führenden Zentralbanker – bislang zumindest – diese Erkenntnisse zu Herzen genommen haben. Während die Märkte dies- und jenseits des Atlantiks schon für das erste Halbjahr erste oder sogar mehrere Zinssenkungen einpreisten, blieben die Notenbanker bislang standhaft. Auch wenn die Inflationsrate in der Eurozone auf Basis einzelner Monatsdaten bereits in der Nähe der 2%-Marke liegt, sollte angesichts der Ergebnisse dieser Studie die EZB vorsichtiger agieren als die Federal Reserve. Schließlich war es die Eurozone, die im Zuge der Energiekrise einen negativen Terms-of-Trade-Schock erlitt. Inwiefern es gelingt, das Nominallohnwachstum in Schach zu halten, werden die Lohnverhandlungen, institutionell wie individuell, in den kommenden Monaten zeigen.

Denn wohin eine außer Kontrolle geratene Inflation führt, schildert Andrew Dickson White in seiner 1784 erschienen Abhandlung „Fiat Money Inflation in France“ eindrucksvoll:

„Out of the inflation of prices grew a speculating class; and, in the complete uncertainty as to the future, all business became a game of chance, and all business men, gamblers. In city centers came a quick growth of stock-jobbers and speculators; and these set a debasing fashion in business which spread to the remotest parts of the country. Instead of satisfaction with legitimate profits, came a passion for inordinate gains. Then, too, as values became more and more uncertain, there was no longer any motive for care or economy, but every motive for immediate expenditure and present enjoyment. So came upon the nation the obliteration of thrift. In this mania for yielding to present enjoyment rather than providing for future comfort were the seeds of new growths of wretchedness: luxury, senseless and extravagant, set in: this, too, spread as a fashion. To feed it, there came cheaterly in the nation at large and corruption among officials and persons holding trusts. While men set such fashions in private and official business, women set fashions of extravagance in dress and living that added to the incentives to corruption. Faith in moral considerations, or even in good impulses, yielded to general distrust. National honor was thought a fiction cherished only by hypocrites. Patriotism was eaten out by cynicism.

[...] such has, to a greater or less degree, always been the result of irredeemable paper, created according to the whim or interest of legislative assemblies rather than based upon standards of value permanent in their nature and agreed upon throughout the entire world.

It came by seeking a remedy for a comparatively small evil in an evil infinitely more dangerous. To cure a disease temporary in its character, a corrosive poison was administered, which ate out the vitals of French prosperity. It progressed according to a law in social physics which we may

²⁸ Anil, Ari et al.: „One Hundred Inflation shocks: Seven Stylized Facts“, IMF Working Paper No. 2023/190, S. 3f.

call the "law of accelerating issue and depreciation." It was comparatively easy to refrain from the first issue; it was exceedingly difficult to refrain from the second; to refrain from the third and those following was practically impossible.

It brought, as we have seen, commerce and manufactures, the mercantile interest, the agricultural interest, to ruin. It brought on these the same destruction which would come to a Hollander opening the dykes of the sea to irrigate his garden in a dry summer. It ended in the complete financial, moral and political prostration of France—a prostration from which only a Napoleon could raise it.“

Zurück in die Gegenwart: Auf eine interessante Anomalie weisen Larry Summers et al. in einem kürzlich veröffentlichten Artikel mit dem Titel „The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly“ hin. Die Stimmung unter den Konsumenten ist deutlich schlechter, als es die Inflationsraten erwarten ließen. Die Autoren argumentieren, dass diese Diskrepanz aus der systematischen Unterschätzung der Inflationsraten herrührt.

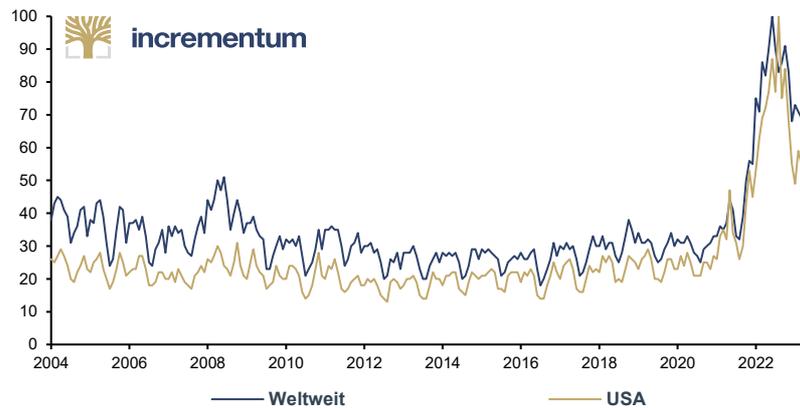
We show that if we make an effort to reconstruct the CPI of Okun's era—which would have had inflation peak last year around 18%, we are able to explain 70% of the gap in consumer sentiment we saw last year.

Larry Summers

So fließt der stark gestiegene Zinsaufwand insbesondere bei Immobilienfinanzierungen – die seit 1983 zur Anwendung gelangende kalkulatorische Miete (engl. *owner's equivalent rent* (OER)) bezieht sich auf die (fiktiven) Mietkosten – und Autokäufen nicht in die Inflationsberechnung ein. Der Anteil dieser beiden Posten ist mit 26% bzw. 7% an der Gesamtinflation beträchtlich. Berücksichtigt man hingegen den Zinsaufwand in der Berechnung der Inflationsrate, so können 70% der Anomalien erklärt werden. **Schließlich schoss die Inflationsrate unter Berücksichtigung des stark gestiegenen Zinsaufwands auf rund 18% im November 2022. Sie war damit fast doppelt so hoch wie der offizielle Höchstwert im Juni 2022.** Nahezu der ganze Anstieg ist auf die alternative Berechnung der Wohnkosten zurückzuführen.

Dass das Thema Inflation in der Bevölkerung weiterhin omnipräsent ist, zeigt eine Suchabfrage nach „Inflation“ bei Google Trends für die USA. Die erste Inflationswelle ist zwar abgeebbt, die Suchanfragen verharren aber hartnäckig auf deutlich höherem Niveau als vor dem Ausbruch der ersten Inflationswelle.

Google Trends „Inflation“, 01/2004–04/2024



Quelle: Google, Incrementum AG

Doesn't matter WHEN the Fed cuts. It matters WHY the Fed cuts.

Mark Dow

Langer Rede, kurzer Sinn: Die Inflation ist noch nicht besiegt, weder in den Daten noch in den Köpfen der Bürger. Wer verfrüht feiert, wird ein böses Erwachen erleben. Daher ist es – insbesondere in den USA – mehr als wahrscheinlich, dass die Teuerung wieder an Dynamik gewinnt und daher jedenfalls auf Jahresbasis über dem 2%-Ziel verbleibt, und dementsprechend Zinssenkungen später kommen als allgemein angenommen. **Für Schuldner sind das keine guten Nachrichten. Und auch unser Incrementum Inflationssignal zeigt für die USA, dass die Disinflation aktuell beendet ist.**

Das Incrementum Inflationssignal

Essentially, all models are wrong, but some are useful.

George Box

Unser *Incrementum Inflationssignal*, ein zentrales Instrument unserer Inflationsschutzstrategien, hat in den vergangenen Jahren seinen Wert bewiesen, indem es uns ermöglicht hat, die komplexe Dynamik zwischen inflationären und deflationären Kräften besser zu verstehen und die Inflationstrends in den meisten Fällen präzise vorherzusagen. Jedoch gelang es dem Signal 2023 nicht, die sich fortsetzende Disinflationsphase korrekt zu erfassen. Diese Fehleinschätzung hat uns veranlasst, unsere Signalmethodik kritisch zu überprüfen und zu optimieren.

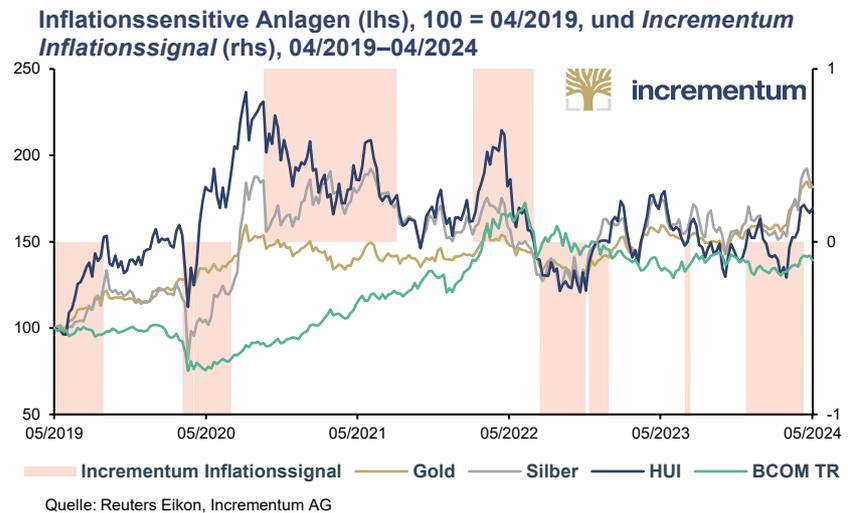
You never change things by fighting the existing reality. To change something, build a new model that makes the existing model obsolete.

Buckminster Fuller

Das Ergebnis unserer Überlegungen ist eine überarbeitete Version unseres Inflationssignals, die im Vergleich zum ursprünglichen Modell eine erweiterte Palette von Inputfaktoren berücksichtigt und eine Gewichtung verwendet, die stärker auf den breiten Rohstoffmarkt und auf Frühindikatoren ausgerichtet ist. Darüber hinaus haben wir die Interpretationsabstufung – analog zu unserem neuen proprietären *Incrementum Active Aurum-Signal* – vereinfacht, indem nur noch drei statt sechs Ausprägungsstufen verwendet werden. Diese Anpassungen sollen eine präzisere Signalgebung bei gleichzeitig geringerer Signalvolatilität ermöglichen. **Unsere Erwartung ist, dass diese Verbesserungen die Qualität des Signals weiter erhöhen, was durch die überzeugenden Ergebnisse im Backtest gestützt wird.**

Das zu frühe Erreichen der Talsohle bei der Inflationstendenz wird momentan auch vom Inflationssignal angezeigt, denn

gegenwärtig signalisiert es eine neutrale Inflationstendenz. Die disinflationäre Entwicklung, die in den vergangenen Monaten beobachtet werden konnte und auch vom Signal größtenteils angezeigt wurde, ist gemäß dem Signal also – zumindest vorübergehend – Geschichte, was sich mit unserer Einschätzung und den Fakten, die wir im Laufe des Kapitels dargelegt haben, deckt.



Inflationäre sowie disinflationäre und deflationäre Faktoren

Wie schon in den vergangenen Jahren wollen wir auch dieses Jahr die wichtigsten Einflussfaktoren auf die Inflationsentwicklung analysieren. Wir beginnen mit jenen Faktoren, die disinflationär oder sogar deflationär wirken.

Disinflationäre und deflationäre Faktoren

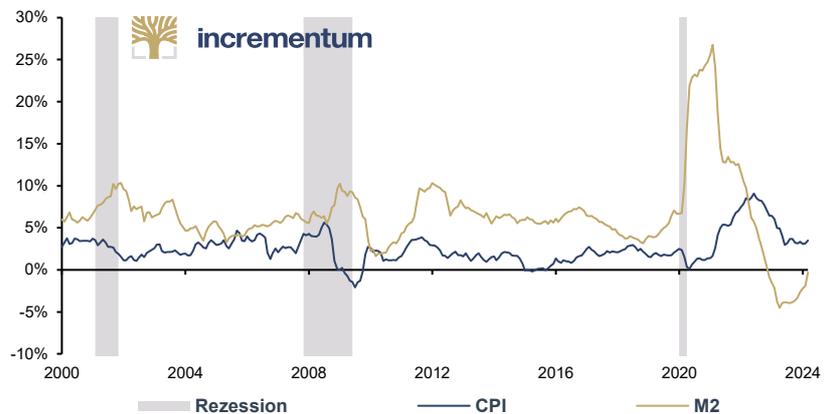
Die Geldmengenentwicklung deutet auf Deflation

Als nichts weniger als historisch ist die Entwicklung der Geldmenge M2 zu bezeichnen. Sowohl in den USA als auch in der Eurozone geht diese zurück; in den USA seit Dezember 2022, in der Eurozone seit Mai 2023. In den vergangenen Monaten hat sich die Schrumpfung allerdings deutlich abgeschwächt. Und auch wenn die positive Korrelation mit der Inflationsrate nicht sehr stark ausgeprägt ist – und in Krisenzeiten Geldmengenentwicklung und Inflationsrate stark negativ korreliert sind – so ist ein Einfluss der Geldmenge auf die Inflationsrate nicht abzustreiten.

Historically, whenever US M2 money supply has contracted on an annual basis, there's been a banking crisis, a depression and/or deflation.

Longview Economics

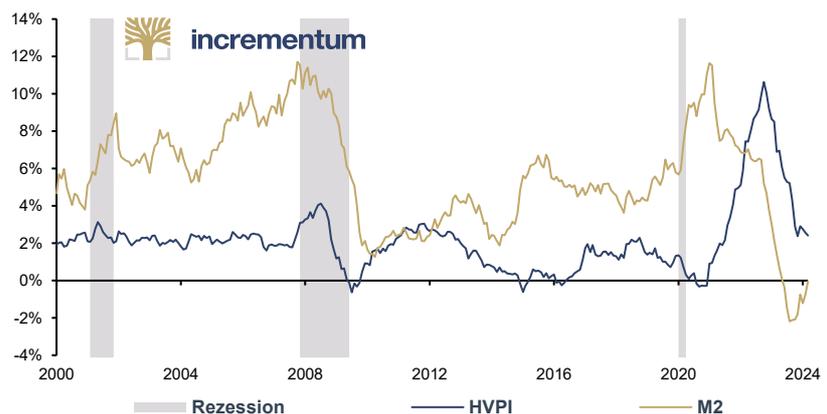
US-CPI und M2, yoy, 01/2000–03/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wie in den USA nähert sich das Geldmengenwachstum im Eurogebiet allerdings wieder dem positiven Bereich.

Eurozone CPI und M2, yoy, 01/2000–03/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

„Fairly soon“ is words we use to mean fairly soon.

Jerome Powell

Die Zentralbanken setzen die Verkürzung ihrer Bilanzsummen fort

Die Federal Reserve setzte ihre Schrumpfung der Bilanzsumme weiter fort und reduzierte ihre Bestände an US-Treasuries Monat für Monat um 60 Mrd. USD. Dank dieses passiven QT – es werden auslaufende Anleihen bloß nicht erneuert, aber nicht aktiv Bestände verkauft – hat sich bis Ende April die Bilanzsumme der Federal Reserve bereits um fast 20% von knapp 9 Bill. USD auf 7,4 Bill. USD verkürzt. Per Ende April wurden 38% der Staatsanleihen und 27% der MBS, die durch das pandemische QE hinzugekommen waren, abgebaut. Bei der FOMC-Sitzung im März kündigte Jerome Powell an, dass eine Abschwächung des QT „fairly soon“ beginnen könnte und fügte hinzu: „By going slower, you can get farther“. Denn ein zu schneller Abbau des Anleihebestands könnte, so Powell, eine Liquiditätskrise wie schon im September 2019 provozieren. Und eine derartige Liquiditätskrise würde das QT abrupt beenden und ein neuerliches QE hervorrufen.

It's really to ensure that the process of shrinking the balance sheet down to where we want to get it is a smooth one and doesn't wind up with financial market turmoil, the way it did the last time we did this.

Jerome Powell

An old trick well done is far better than a new trick with no effect.

Harry Houdini

Monetary policy has become asymmetric due to over indebtedness. This means that an easing of policy produces little stimulus while a modest tightening is very powerful in restraining economic activity.

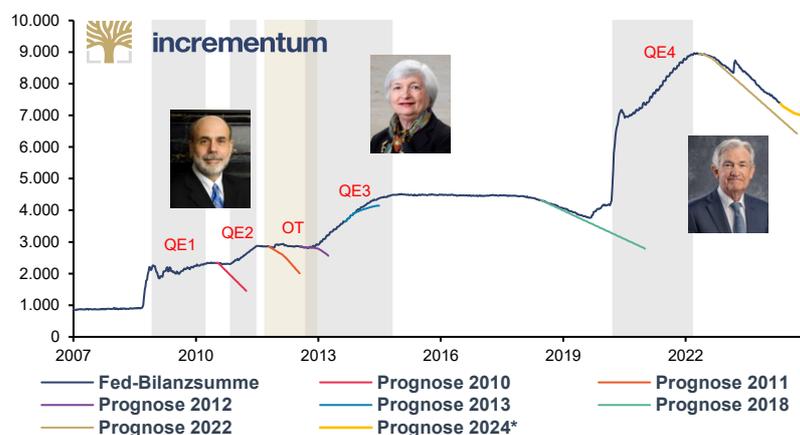
Lacy Hunt

Bei der darauffolgenden Sitzung des FOMC am 1. Mai wurde die Abschwächung tatsächlich auch schon beschlossen: Statt um monatlich 95 Mrd. USD wird die Bilanz ab Juni nur mehr um 60 Mrd. USD verkürzt, weiterhin um 35 Mrd. USD bei den MBS und nun nur mehr um 25 Mrd. USD bei den Treasuries. **Zudem werden auslaufende MBS von mehr als 35 Mrd. USD nicht mehr durch MBS, sondern neu durch US-Treasuries ersetzt.**

Denn wie Powell bereits im März angekündigt hatte, sei es ein vorrangiges Ziel der Federal Reserve, dass sich in der Bilanz der Federal Reserve vornehmlich nur mehr US-Treasuries befinden sollen. Anders gesagt: Die noch mehr als 2 Bill. USD an MBS sollen weitestgehend aus der Bilanz entfernt werden. Bei einer Reduktionsgeschwindigkeit von 35 Mrd. USD pro Monat würde die Entfernung der MBS allerdings noch fast 60 Monate benötigen.

Seit über 10 Jahren dokumentieren wir die Kommunikation hinsichtlich der Notenbankpolitik und ihrer Bankbilanz mit dem folgenden Chart. Wie sich unschwer erkennen lässt, war die *angekündigte* Notenbankpolitik strukturell restriktiver als die *realisierte*. Wie so oft wird auch diesmal die Notenbankbilanz zunächst langsamer und letztlich womöglich weniger stark schrumpfen als ursprünglich angekündigt. Die jüngste Ankündigung der Federal Reserve könnte vielleicht sogar der erste Schritt sein, letztlich erneut Staatsanleihen über ein neues QE-Programm zu monetarisieren.

Fed-Bilanzsummen-Pfad*, in Mrd. USD, 01/2007–12/2024e



Quelle: Reuters Eikon, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG
*unter der Annahme, dass QT 12/2024 endet

Bei der Diskussion des QT wird oft außer Acht gelassen, dass jede Verkürzung der Bestände auf der Aktivseite der Bilanz notwendigerweise mit einer Verkürzung auf der Passivseite einhergehen muss, wenn die Zentralbank keine Verluste ausweisen will. Hohe Verluste hatten die Zentralbanken wegen der Wertberichtigung ihres Anleiheportfolios seit Beginn des Zinserhöhungszyklus zu verbuchen. In Kombination mit den höheren Zinszahlungen auf die Bankeinlagen bei den Zentralbanken führte dies für die Federal Reserve 2023 zu einem Verlust von 114,3 Mrd. USD, für die EZB – das Spitzeninstitut des Eurosystems – von

Central banks, the executive arms of government in terms of maintaining the currency, are most effective when their own balance sheets are strong. The question remains whether they can afford what they are doing.

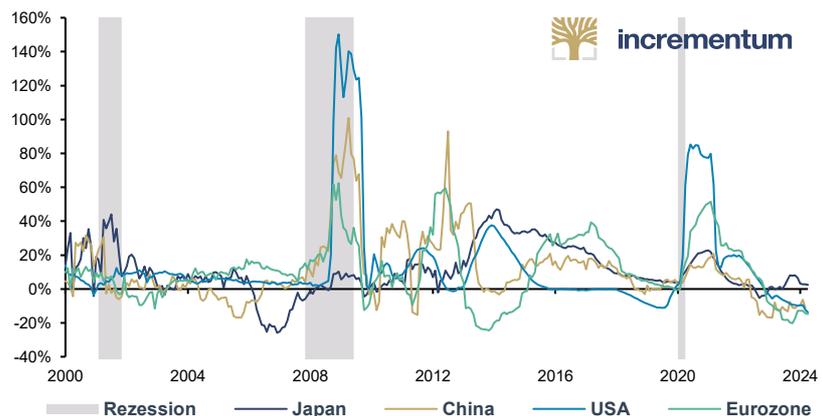
Jonathan Ruffer

1,3 Mrd. EUR, für die Deutsche Bundesbank von 21,6 Mrd. EUR und für die Schweizerische Nationalbank von 3,2 Mrd. CHF.

Nach ebenfalls kräftigen Verlusten **bat Ende März die Schwedische Riksbank** den Schwedischen Reichstag um eine Finanzspritze von 43,7 Mrd. SEK (ca. 3,8 Mrd. EUR bzw. ca. 4,1 Mrd. USD), um das Eigenkapital der Riksbank zu stärken und den gesetzlichen Vorgaben zu entsprechen. Angesichts der historischen Verluste der Zentralbanken ist davon auszugehen, dass auch in anderen Ländern derartige Diskussionen aufkommen.

Die EZB hat seit März 2023 ihre Bilanzsumme ebenfalls bereits signifikant verkürzt. Vom Spitzenwert knapp unter 9 Bill. EUR beträgt der Rückgang fast ein Viertel auf mittlerweile deutlich unter 7 Bill. EUR. Der Gutteil des Rückgangs ist auf die frühzeitige Beendigung der *Gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte* (engl. TLTRO) zurückzuführen, mit denen die Liquidität der Geschäftsbanken gesichert wurde. Der Bestand an im Rahmen der verschiedenen Runden an QE (APP/PEPP) erworbenen Staatsanleihen wurde dagegen erst um mehr als 350 Mrd. EUR reduziert.

Zentralbanken-Bilanzsumme, yoy, 01/2000–03/2024

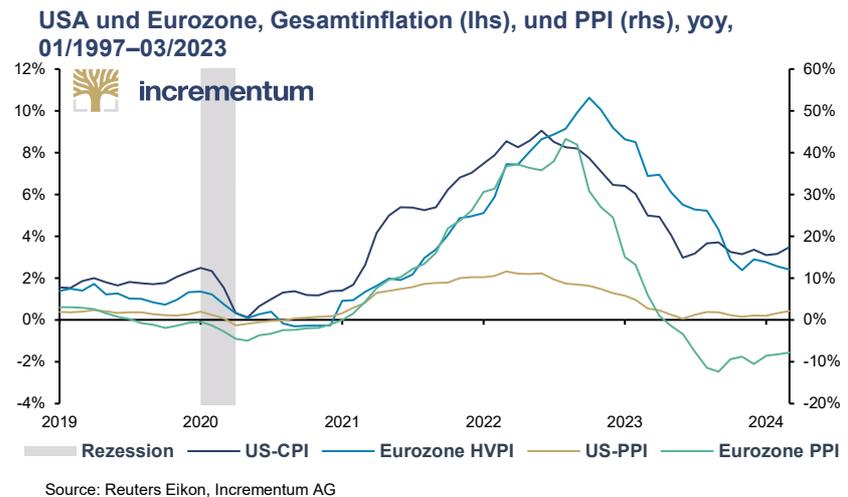


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Die Erzeugerpreise fallen (deutlich)

Eindeutig disinflationär wirkt die Entwicklung der Erzeugerpreise.

Diese befinden sich schon seit längerer Zeit im deflationären Terrain. Ab dem Sommer könnte der negative Bereich wieder verlassen werden. Dann läuft nämlich der auf die Erzeugerpreis-inflation dämpfend wirkende Basiseffekt aus. Der Abstieg vom plateauhaften Hoch (USA) bzw. vom Gipfel (Eurozone) fließt dann nicht mehr dämpfend in die Jahresveränderungsrate ein.



*More and more of our imports
come from overseas.*
George W. Bush

China exportiert Deflation

Kurzfristig preisdämpfend in den Industriestaaten wirkt der signifikante Rückgang der chinesischen Exportpreise. Diese sind in den vergangenen Monaten abgestürzt. Der Absturz war sogar ausgeprägter als während der Weltfinanzkrise. Damit exportiert China niedrigere Preise in den Rest der Welt. Das ist auch eine Folge der deutlichen Abwertung des chinesischen Renminbis gegenüber dem US-Dollar. Seit dem Hoch Ende Februar 2022 hat der Renminbi bis Ende März fast 15% gegenüber dem US-Dollar verloren, seit Anfang 2023 mehr als 4%.

China Exportpreisindex, yoy, 01/2000–03/2024



*Under capitalism, people have
more cars.*
*Under communism, they have
more parking spaces.*
Winston Churchill

Mittelfristig könnte sich der preisdämpfende Effekt jedoch in sein Gegenteil verkehren, sofern die geringeren Exporterlöse chinesische Unternehmen in die Insolvenz treiben und damit das Produktangebot zurückgeht. Auch die unzähligen fiskalischen und monetären Stimulierungsmaßnahmen der PBoC und der Regierung, die wir bereits erwähnt haben, dürften die Inlandspreise mittelfristig nach oben treiben. Ob eine weitere Abschwächung des Yuan einen Anstieg der Exportpreise ausgleichen kann, wird sich zeigen. **Der markante demographische Wandel in China** beeinträchtigt jedenfalls die chinesischen Wachstumsaussichten – und das strukturell. Zur Einordnung: Nach dem Höchststand von über 1,42

Milliarden im Jahr 2021 wird die Bevölkerung Chinas aktuellen Prognosen zufolge bis 2050 um über 100 Millionen Menschen schrumpfen. Bis zum Ende des Jahrhunderts könnte die Bevölkerung Chinas auf weniger als 800 Millionen Menschen zurückgehen.

Inflation expectations are well anchored when nobody talks about inflation.

James Aitken

Inflationserwartungen

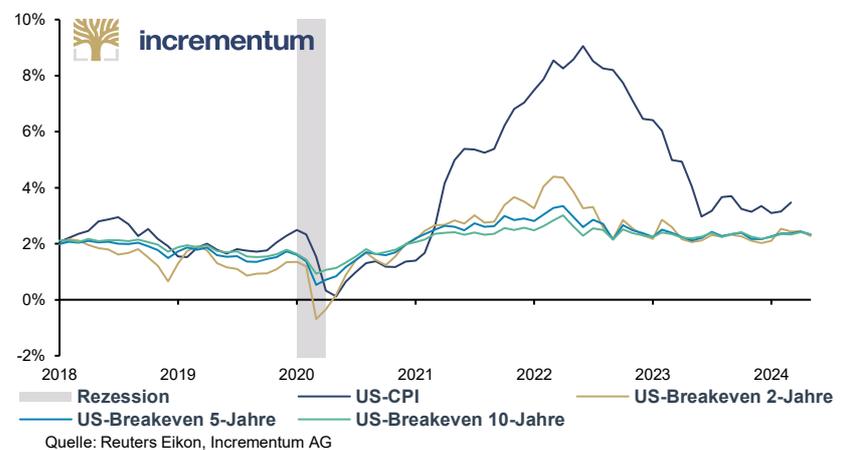
Die Notenbanken legen großen Wert darauf, die Inflationserwartungen in Schach zu halten. Diese spielen eine wichtige Rolle für die künftige Inflationsentwicklung. Die „5 Year, 5 Year Forward Inflation Expectation Rate“ ist weiterhin stabil und bewegt sich nur leicht über dem Inflationsziel von durchschnittlich 2%. **Die von den Zentralbankern gefürchtete Entankerung der Inflationserwartungen hat also bislang nicht stattgefunden.**

5-Year, 5-Year-Forward-Inflation-Expectation-Rate, 01/2019–04/2024



Auch die Breakeven-Raten weisen darauf hin, dass die Märkte davon ausgehen, dass die Federal Reserve die Inflation nicht nur unter Kontrolle gebracht hat, sondern auch unter Kontrolle halten wird, allerdings leicht über dem Durchschnittsziel von 2% der Federal Reserve.

US-CPI und diverse US-Breakeven Rates, yoy, 01/2018–03/2024

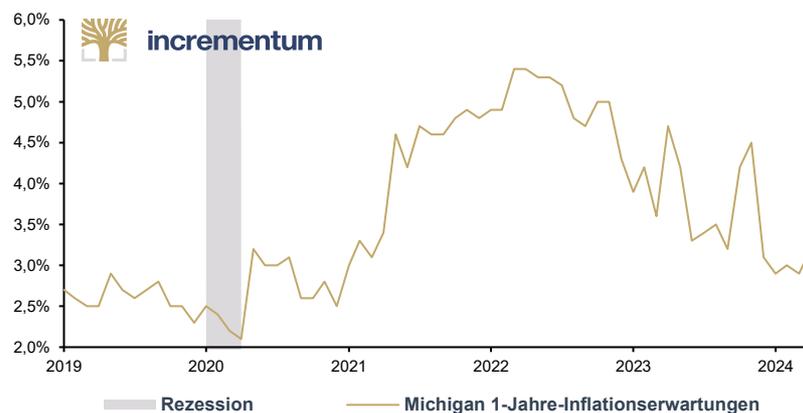


People from Michigan are so optimistic, I think because we have to be to survive the winters.

Magic Johnson

Die von der *University of Michigan* berechneten Inflationserwartungen weisen ebenfalls einen deutlich disinflationären Trend auf, wenngleich mit starken Schwankungen und auf weiterhin deutlich erhöhtem Niveau. Die letzten Erhebungen weisen allerdings ein neuerliches Ansteigen der Inflationserwartungen aus.

Michigan 1-Jahres-Inflationserwartungen, yoy, 01/2019–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Märkte derzeit die Inflationsgefahr für die USA als gebannt ansehen, allerdings erwarten sie eine Inflationsrate über dem Inflationsziel von 2%.

I don't see the stag, or the flation.

**Jerome Powell,
2. Mai 2024**

Der stotternde Konjunkturmotor

Für den *In Gold We Trust*-Report 2022 hatten wir den Titel „**Stagflation 2.0**“ gewählt. Vieles deutete vor 2 Jahren darauf hin, dass sich zum Inflations-Wolf – im Herbst 2020 publizierten wir unsere Spezialanalyse „**Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?**“ – der Rezessions-Bär gesellen würde. Für Deutschland haben wir recht behalten, die Eurozone schrammt haarscharf an einer Rezession vorbei. Nach unserer proprietären Definition der Stagflation – Inflationsrate über 3%, Wachstum unter 1% – befand sich die Eurozone 2023 in der Stagflation und gleitet nun aus der Stagflation in die Rezession, da seit Oktober 2023 die Gesamtinflationsrate unter 3% liegt.

In den USA ist – zur Zeit – von einem Stottern des Konjunkturmotors nicht viel zu sehen. Dass die USA bislang nicht in eine Rezession gerutscht sind, kommt sicherlich für viele überraschend, so auch für uns. Chinas Zahlen sind enttäuschend. Der erhoffte Schub für die Weltwirtschaft nach der Aufhebung aller Corona-Beschränkungen im Jänner 2023 war nur von kurzer Dauer und auch ein nicht sehr hell loderndes Strohfeuer.

Reales BIP, yoy, 2023–2025e

	2023	2024e	2025e
USA	2,5%	2,7%	1,9%
Eurozone	0,4%	0,8%	1,5%
Deutschland	-0,3%	0,2%	1,3%
Frankreich	0,9%	0,7%	1,4%
Italien	0,9%	0,7%	0,7%
Japan	1,9%	0,9%	1,0%
China	5,2%	4,6%	4,1%

Quelle: IMF, Incrementum AG

Bei den BIP-Zahlen ist zu bedenken, dass diese die für die Inflationsberechnung entscheidende Entwicklung des gesamten BIP abbilden. Für den individuellen Wohlstand maßgeblich ist hingegen das BIP-Wachstum pro Kopf. Angesichts des weiterhin anhaltenden Zustroms an Flüchtlingen und Asylwerbern drückt dieser Bevölkerungsanstieg das BIP pro Kopf deutlich stärker. So ist das reale BIP Deutschlands fast genauso hoch wie zu Jahresbeginn 2019. Da allerdings die Bevölkerungszahl um fast 2% gestiegen ist, ist das reale BIP pro Kopf in den vergangenen Jahren um diese fast 2% gefallen. Auf dieser Basis ist auch leicht zu erklären, warum die Unzufriedenheit in der Bevölkerung so groß ist. **Denn für den Wohlstand der Bürger ist die Entwicklung des BIP-pro-Kopf entscheidend. Das BIP eines Staates ist dagegen allen voran eine politische Kategorie, die der ökonomischen Macht.**

The real danger comes from encouraging or inadvertently tolerating rising inflation and its close cousin of extreme speculation and risk taking, in effect standing by while bubbles and excesses threaten financial markets.

Paul Volcker

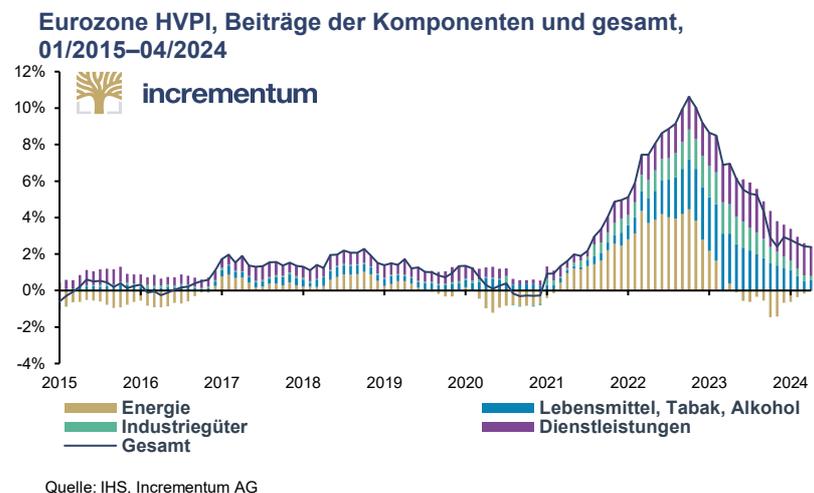
Inflationstreibende Faktoren

Zu Beginn haben wir bereits darauf hingewiesen, dass die globalen Finanzierungsbedingungen weiterhin auf der lockeren, expansiven Seite sind. Der monetäre Grundwasserspiegel, auf dem die Verbraucherpreis-inflation – im negativen Sinn – gedeihen kann, ist nicht nur reichlich gefüllt, es fließt sogar noch weiter Liquidität zu. Wann eine monetäre Expansion dann auf die Verbraucherpreise durchschlägt, ist von vielen Faktoren abhängig. Schließlich kann die zusätzliche Geldmenge zunächst auch in die Finanzmärkte fließen; oder sie fließt vorübergehend in die Geldhaltung, sei es in bar, auf einem täglich fälligen Girokonto oder einem Sparsbuch. Erst wenn dieses Geld tatsächlich für Konsumgüter ausgegeben wird, macht sich die Geldpreis-inflation als Verbraucherpreis-inflation bemerkbar.

Energiepreise und der Basiseffekt

Jahresveränderungsraten haben es an sich, dass jeder Datenpunkt nach einem Jahr aus der Berechnung herausfällt. Jede Normalisierung bei der Preisentwicklung wirkt dann genau wieder ein Jahr auf die Inflationsrate, dann aber dämpfend. Diese dämpfende Wirkung auf die Inflationsrate setzte bei den Energiepreisen im November 2022 ein, als sich der Preis-auftrieb abzuschwächen begann. Seit Mai 2023 ist die Jahresveränderungsrate bei den Energiepreisen sogar in deflationärem Territorium und zieht demnach die

Gesamtinflationsrate nach unten. Mit Mai fällt diese dämpfende Wirkung auf die Inflationsrate im Euroraum nun endgültig vollständig weg.



Die aktuellen *Gesamtwirtschaftlichen Euroraum-Projektionen von Fachleuten des Eurosystems* gehen davon aus, dass der Wegfall des Basiseffekts die Energiekomponente im HVPI bis Jahresende insgesamt um 1,1 Prozentpunkte anheben wird. Dieser statistische Effekt führt unmittelbar zu einer höheren ausgewiesenen (Gesamt-)Inflationsrate. Er wirkt also unmittelbar preisinflationsfördernd.

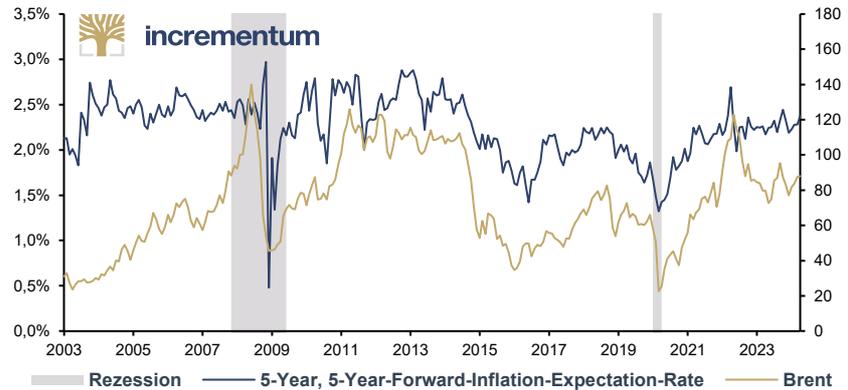
War is inflationary.
Zoltan Pozsar

Die sich weiter zuspitzende geopolitische Gemengelage hängt wie ein Damoklesschwert über den Energiepreisen und damit über der weiteren Inflationsentwicklung. Zum Ukraine-Krieg kommt nun auch der Krieg zwischen Israel und der Hamas hinzu. Der befürchtete Flächenbrand im Nahen Osten konnte – bislang – verhindert werden. Dennoch sind die geopolitischen Risiken für die Energiemärkte so hoch wie schon lange nicht mehr. Vergleiche mit den 1970er-Jahren, als die beiden Inflationswellen maßgeblich durch die politische Militarisierung der Ölmärkte befeuert wurden, machen seither verstärkt die Runde.

I remain totally unconvinced that starving the oil & gas industry of capital will make the transition go any faster, particularly since new pools of capital will step in as long as demand for fossil fuels exists.
Michael Cembalest

Allerdings gilt es zu bedenken, dass die Energieabhängigkeit heute im Vergleich zu den 1970er-Jahren deutlich geringer ist. So ist in den USA pro US-Dollar BIP heute 65% weniger Erdöl vonnöten als noch in den 1970er-Jahren. Zudem sind die USA *infolge einer deutlichen Ausweitung der Ölförderung* in der Zwischenzeit der *größte Förderer von Erdöl* und sogar Netto-Energieexporteur. Energiepreisanstiege mögen zwar die Inflation nach oben bewegen. Dies generiert jedoch für die USA auch Mehreinnahmen, die den Energiepreisanstieg zumindest zum Teil kompensieren. Allerdings ist die Ölpreisentwicklung relevant für die Formung der Inflationserwartungen. **Die Korrelation zwischen dem Brent-Ölpreis und der 5-Year, 5-Year US-Inflationserwartung seit 2011 beträgt sehr hohe 0,88.**

5-Year, 5-Year-Forward-Inflation-Expectation-Rate (lhs), und Brent (rhs), in USD 01/2003–04/2024



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

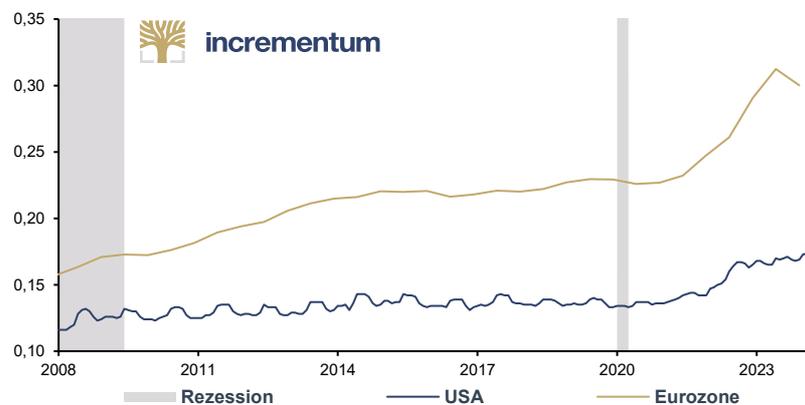
Und auch bei der Produktion von Flüssiggas eilen die USA **von Rekord zu Rekord**. Eine Folge der deutlichen Angebotserweiterung ist, dass der Preis für Flüssiggas so niedrig ist wie schon lange nicht mehr, abgesehen vom ersten Corona-Lockdown.

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

Dave Collum

Ganz anders ist die Situation in der EU. 2022 mussten 63% des EU-Primärenergiebedarfs importiert werden. Die Inflationentwicklung in der EU war daher eine wesentlich ausgeprägtere als in den USA. Zusätzlich verstärkt wurde der Preisauftrieb bei den Energiepreisen insbesondere in der EU durch die immer schärferen Sanktionen gegenüber Russland im Energiesektor. Ohne die zahlreichen Umgehungen der Sanktionen durch bspw. die Umetikettierung von russischem in indisches Öl wären die Energiepreise in Europa noch stärker gestiegen. Umgekehrt hat der Euroraum bis März wesentlich stärker von der Normalisierung der Energiepreise profitiert. Mit der Ausweitung des Sanktionsregimes auf Sekundärsanktionen könnte sich die Energiesituation Europas demnach weiter verschärfen.

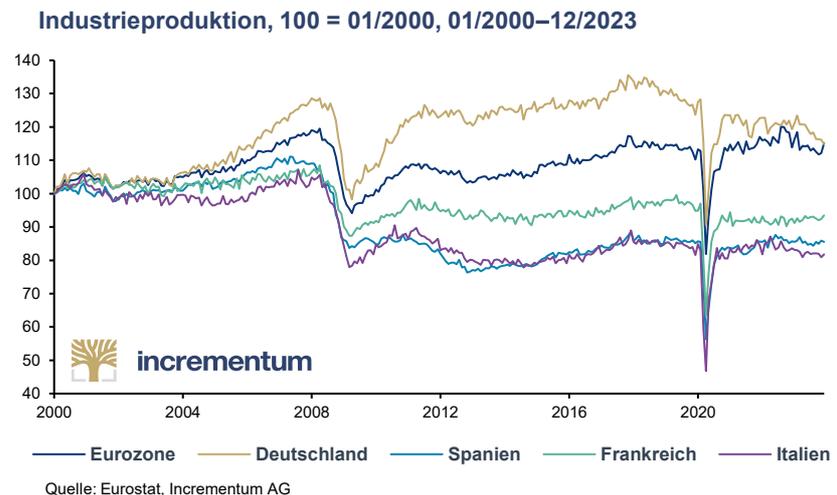
Elektrizitätspreise, in Lokalwährung, 01/2008–03/2024



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

Dabei leidet speziell die energieintensive deutsche Industrie schon jetzt unter den stark gestiegenen Energiepreisen, deren Preisauftrieb nur durch Steuerentlastungen halbwegs in Schach gehalten werden konnte. So sanken **die Steuern und Abgaben auf Industriestrom** von 9,08 Cent/kWh im Jahr 2021 auf

nur mehr 1,49 Cent/kWh in diesem Jahr. Dadurch liegt per Jänner 2024 der Strompreis für die Industrie sogar fast 4 Cent niedriger als 2021, obwohl die Nettokosten seit 2021 um rund ein Drittel gestiegen sind. Doch auch die Industrieproduktion im Gesamten ist im Euroraum tief in den roten Bereich abgerutscht. Sie liegt per Jänner 2024 bereits 6% unter dem Niveau von 2021. In Deutschland beträgt das Minus mehr als 12%.



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

Thomas Sowell

It is not the employer who pays the wages. Employers only handle the money. It is the customer who pays the wages.

Henry Ford

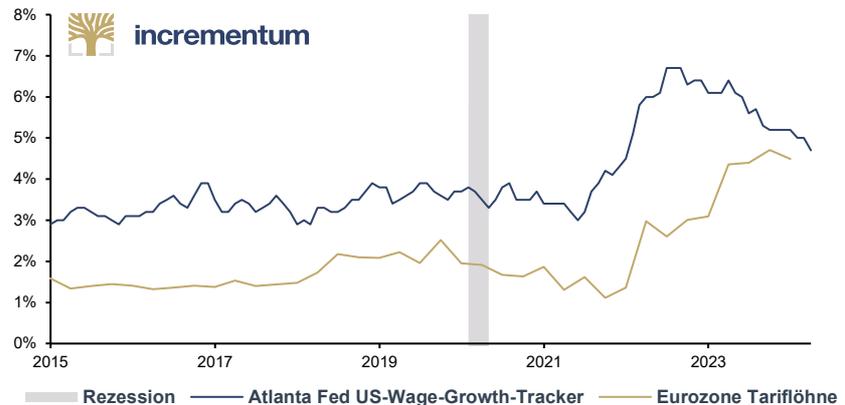
Nominallohnentwicklung

Bereits im In Gold We Trust-Report 2022 „Stagflation 2.0“ hatten wir die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale thematisiert. Dies hatten wir unter anderem damit begründet, dass aufgrund des demographischen Wandels die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer deutlich größer ist als in früheren Jahrzehnten, unabhängig davon, wie sich der gewerkschaftliche Organisationsgrad entwickelt hat. Der Facharbeiter-, ja sogar allgemeiner der Arbeitskräftemangel ist in aller Munde.

Deutschland wird beispielsweise ungewohnt häufig von Streiks heimgesucht, der Großteil davon im Transportsektor. Der Konfliktmonitor des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) bestätigt mit dem höchsten Wert auf der Eskalationsskala in diesem Jahrtausend diesen Eindruck. Insbesondere in Deutschland dürften sich angesichts der deutlich abkühlenden Konjunktur die kommenden Lohnverhandlungen abermals als schwierig erweisen.

In den USA ist dagegen die Konjunktur noch am Brummen. Dämpfend auf die Lohnentwicklung bei den unqualifizierten Arbeitskräften dürfte sich allerdings die markante (illegale) Zuwanderung erweisen. In Europa wird dagegen die (illegale) Einwanderung deutlich stärker über die Sozialsysteme abgefangen. Das mindert den Druck auf die Löhne im unteren Einkommenssegment, belastet dagegen aber die öffentlichen Haushalte.

Atlanta Fed US-Wage-Growth-Tracker und Eurozone Tariflöhne, 01/2015–03/2024



Quelle: Federal Reserve Atlanta, Reuters Eikon, Incrementum AG

Ein interessantes Phänomen zeigt sich seit einiger Zeit in den USA. Die Zahl der Pensionisten nimmt deutlich stärker zu, als prognostiziert. Per Ende Dezember 2023 lag die Zahl der Pensionisten um rund 2,7 Mio. höher, als gemäß Modellberechnungen der Federal Reserve Bank of St. Louis zu erwarten gewesen wäre. Innerhalb nur eines halben Jahres stieg die Anzahl der „überschüssigen“ Pensionisten um 80% an. Begründet wird diese Welle an vorzeitigem Ausscheiden aus dem Arbeitsmarkt durch den Wohlstandseffekt infolge der boomenden Börsen, was wiederum das Arbeitskräfteangebot drückt.

Geopolitische Risiken

Mit dem Beginn des Ukraine-Krieges kehrte die (Geo-)Politik zurück in die Wirtschaftspolitik und unter dem Begriff Geoökonomie auch in die ökonomische Theorie. Unter Geoökonomie versteht man „die staatliche Anwendung wirtschaftlicher Macht zur Erreichung globaler geopolitischer Interessen“. Insofern ist das Zeitalter der Globalisierung, der Vorstellung der Befriedigung der Welt und der Demokratisierung der Staaten durch Freihandel – „Wandel durch Handel“ – Geschichte.

Investors are not particularly well trained to deal with geopolitical risk, because for generations geopolitics didn't matter – anyone who traded securities or ran a portfolio since the end of World War II, did so in the cocoon of a unipolar world order, under the cover of Pax Americana.

Zoltan Pozsar

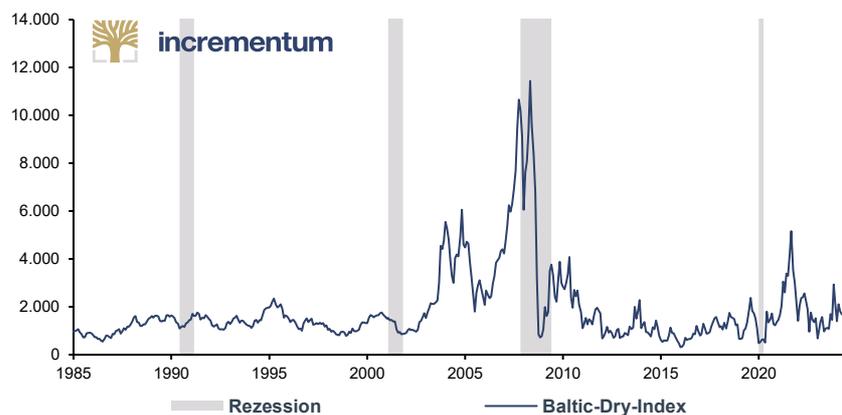
Umgekehrt gilt auch, dass die Anwendung von (staatlicher) Macht zur wirtschaftlichen Schwächung geopolitischer Rivalen, um politische Ziele zu erreichen, wichtiger wird. Während die Kapazität des Panamakanals schon seit einigen Quartalen unter der Trockenheit leidet, ist mit dem Suezkanal die zweite wichtige Handelsroute nicht mehr voll funktionsfähig. Seit November 2023 greifen jemenitische Huthi-Rebellen Schiffe mit Israel-Bezug an. Diese Angriffe auf eine der wichtigsten Lebensadern des internationalen Warenhandels haben zu einem scharfen Rückgang der Frachtkapazitäten im Suezkanal geführt.

Dennoch sollten die Auswirkungen auf den internationalen Handel nach einer Anpassungsphase überschaubar bleiben, schließlich steht mit der Route über das Kap der guten Hoffnung eine Alternative zur Verfügung. Nur wenige Unternehmen mussten ihre Produktion einschränken oder stoppen, und das auch nur kurzfristig.

Die höheren Transportkosten – die Frachtraten von Asien nach Europa sind Mitte Februar sprunghaft angestiegen – sollten angesichts des geringen Anteils der Transportkosten am Verkaufspreis sowie des überschaubaren Anteils des

Suezkanals am internationalen Handel von höchstens 15% keine spürbaren Auswirkungen auf die Inflationsrate haben. Im Unterschied zur sechstägigen Blockade des Suez-Kanals infolge der Havarie der *Ever Given* im März 2021 ist die globale Weltwirtschaft nicht mehr so stark aus dem Gleichgewicht wie noch zu Corona-Zeiten.

Baltic-Dry-Index, 01/1985–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Nichtsdestoweniger machen sich in immer mehr Bereichen die neuen geopolitischen Realitäten bemerkbar. So schlossen Mitte März die Huthi-Rebellen auf der einen Seite und China sowie Russland auf der anderen Seite ein **Abkommen**, das Schiffen aus diesen beiden Ländern eine sichere Passage durch das Rote Meer garantiert.

*Better to have your enemies
inside the tent pissing out, than
outside the tent pissing in.*

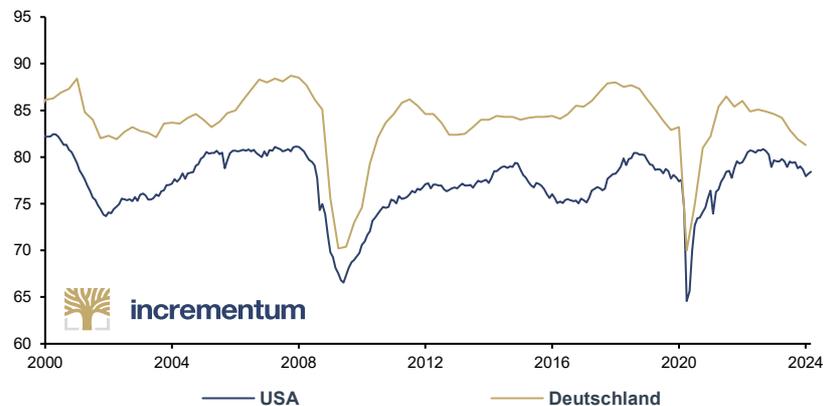
Lyndon B. Johnson

Die zunehmenden geopolitischen Risiken und Spannungen führen auch zu deutlich höheren Verteidigungsausgaben, insbesondere bei den bisher die Friedensdividende genießenden Europäern. Dennoch ist das eine enorme Belastung für die Staatshaushalte, insbesondere da Kürzungen im größten Ausgabenbereich, dem Sozialsektor, politisch so gut wie unmöglich sind. Daher droht eine Wiederholung der „Guns and Butter“-Politik der 1960er-Jahre und ihrer unweigerlichen Konsequenz, nämlich höhere Inflationsraten. Damals in den 1960er-Jahren war es Lyndon B. Johnson, der gleichzeitig die *Great Society* errichten und den Vietnamkrieg führen wollte. So stieg Ende der 1960er-Jahre die Inflationsrate auf über 6% an, nachdem sie in der ersten Hälfte der 1960er-Jahre meist sogar deutlich unter 2% gelegen war. **Das wird auch dieses Mal so sein, auch wenn statt der *Great Society* die Transformation zur *Green Society* gelingen soll.**

So taxiert der frühere EZB-Präsident und italienische Ministerpräsident Mario Draghi, der derzeit im Auftrag von EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen einen Bericht über die Zukunft der europäischen Wettbewerbsfähigkeit verfasst, die Kosten der Energiewende und der Digitalisierung auf **jährlich (!) 500 Mrd. EUR**, dies entspricht in etwa dem BIP von Irland. In den USA liegen die aktuellen Schätzungen **bei über 850 Mrd. USD**. Hinzu kommen dann noch die geplanten Mehrausgaben für die Verteidigung. Pointiert formuliert: Die politisch gewünschte gleichzeitige Errichtung von Windrädern, Stromnetzen, Stromspeichern, Eisenbahnlinien, neuen Wohnungen sowie die Integration von

Millionen Asylwerbern und Flüchtlingen ist angesichts der weiterhin niedrigen Arbeitslosigkeit und der im historischen Vergleich noch immer durchschnittlichen Kapazitätsauslastung ein ökonomisches Luftschloss.

Kapazitätsauslastung, 01/2000–03/2024



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

Grüne Inflation durch CO₂-Bepreisung und CO₂-Zertifikate

Jedenfalls inflationsfördernd wirkt die zur Bekämpfung des Klimawandels eingeführte CO₂-Bepreisung, sei es durch eine CO₂-Steuer oder durch den Zertifikatehandel.

EU-Emissionszertifikate, in EUR pro Tonne CO₂, 01/2015–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Everybody wants to save the earth; nobody wants to help Mom do the dishes.

P. J. O'Rourke

Während es in den USA keine CO₂-Abgabe auf Bundesebene gibt, besteht in der EU bereits seit 2005 ein Emissionshandelssystem (EU-EHS bzw. EU-ETS). Dieses deckt aktuell rund 40% der in der EU erzeugten CO₂-Emissionen ab. Die beschlossene Ausweitung des EU-ETS soll laut der Studie „[The End of Free EU ETS Rights: The Carbon Bill Reshaping European Industry](#)“ im Falle unveränderter CO₂-Emissionen die Kosten für CO₂-Zertifikate für die Industrie bis 2030 auf rund 6 Mrd. EUR mehr als verdreifachen, mit starken Unterschieden je nach Branche: vom 2,5-Fachen (Zellstoff- und Papierindustrie) bis zum Zwanzigfachen (Aluminiumindustrie). Das wirkt strukturell

inflationfördernd. Die Auswirkungen der *Greenflation* auf die Inflationsrate sind durchaus spürbar, *so eine aktuelle Berechnung der EZB*.

In derselben Studie wurden auch die Auswirkungen der höheren CO₂-Bepreisung auf das BIP berechnet. Dieses soll bis 2030 kumuliert um mehr als 2% geringer ausfallen als ohne CO₂-Steuer. Damit liegt der Schluss nahe, dass die CO₂-Bepreisung nicht nur die Wirtschaft transformiert, sondern auch *die Deindustrialisierung fördert*.

Fiskalische Lage

Aufgeschoben ist nun einmal nicht aufgehoben und ein verzögertes Übel wird oftmals zu einem schlimmeren Übel wenig später. So haben sich einige Staaten niedrigere Inflationsraten mit höheren Budgetdefiziten erkaufte. Um die zur Inflationsberechnung herangezogenen Bruttopreise zu drücken, wurden diverse indirekte Steuern und Abgaben gesenkt oder vorübergehend, selten sogar dauerhaft abgeschafft oder Preisdeckel verfügt.

Under current policy and based on this report's assumptions, [government debt relative to GDP] is projected to reach 566 percent by 2097. The projected continuous rise of the debt-to-GDP ratio indicates that current policy is unsustainable.

Financial Report of the United States Government, Februar 2023

Die mit den höheren Budgetdefiziten einhergehende Erhöhung der Staatsverschuldung erschwert die mittelfristige Inflationsbekämpfung zusätzlich. Zum einen wirkt die zusätzliche Nachfrage preistreibend. Zum anderen erhöht die stärker steigende Staatsverschuldung den Druck auf die Zentralbanken, die Zinsen möglichst früh wieder zu senken. Je stärker die fiskalische Dominanz ausgeprägt ist, desto schwieriger wird es für die Zentralbanken, die Inflation durch eine straffe Geldpolitik in Schach zu halten. In seinem lesenswerten Artikel „*Fiscal Dominance and the Return of Zero-Interest Bank Reserve Requirements*“ argumentiert Charles W. Calomiris, dass die USA diesen Punkt bald erreichen werden, angesichts einer Langfristprognose für die Staatsverschuldung, die bis 2097 auf 566% ansteigen soll.²⁹ Er hält es deshalb für nicht unwahrscheinlich, dass die USA sich, sobald der Kippunkt erreicht wird, einer besonderen Form der Inflationssteuer bedienen werden. So sollen die Reserven der Geschäftsbanken bei der Zentralbank nicht mehr verzinst werden.

The gold standard makes money's purchasing power independent of the changing, ambitions and doctrines of political parties and pressure groups. This is not a defect of the gold standard; it is its main excellence.

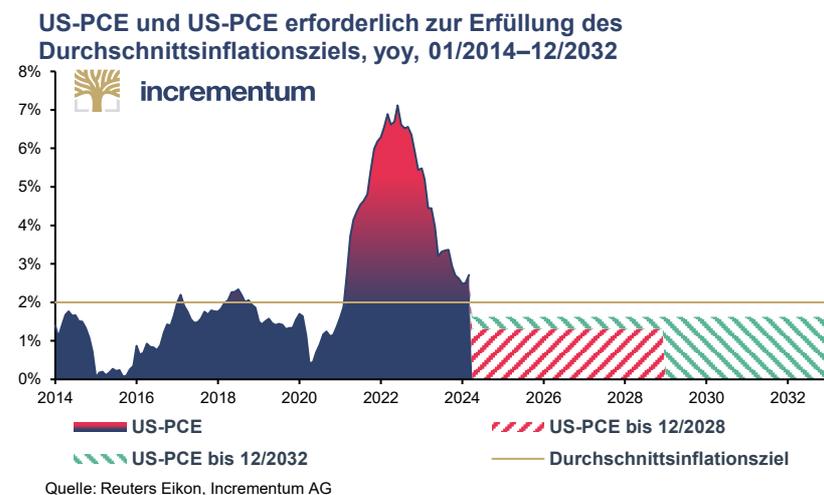
Ludwig von Mises

Wie wichtig die Zentralbankunabhängigkeit und damit die Abwesenheit der fiskalischen Dominanz für die Geldwertstabilität ist, belegt eine IWF-Studie mit dem Titel „*Central Bank Independence and Inflation in Latin America—Through the Lens of History*“. Diese Studie untersucht den Zusammenhang zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Preisstabilität in 17 lateinamerikanischen Staaten in den vergangenen 100 Jahren. Die Ergebnisse sind eindeutig. **Es besteht eine starke negative Korrelation zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Inflation. Je höher der Grad der Unabhängigkeit, desto niedriger sind die Inflationsraten.** Eine Stärkung der Unabhängigkeit führte zu einem stetigen Rückgang der Inflationsraten, Verschlechterungen zu einem Anstieg bei der Geldentwertung.

Dass in den USA die Geldpolitik in den vergangenen Quartalen inflationsfreundlicher wurde, zeigt sich an einem kleinen weiteren Detail. In der öffentlichen Debatte scheint weitgehend vergessen worden zu sein, dass die Federal Reserve seit 27. August 2020 *ein Inflationsziel von durchschnittlich 2%* anstrebt, wobei das für die Geldpolitik zuständige *Federal*

²⁹ Siehe auch „Status Quo der Verschuldungsdynamik“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Open Market Committee (FOMC) die Zeitspanne zur Berechnung des Durchschnittswertes nicht näher definiert hatte. Egal wie lange man diesen Berechnungszeitraum „over the long run“ ansetzt, die Federal Reserve müsste angesichts der deutlichen Überschreitung der 2%-Marke in den vergangenen Quartalen nun für längere Zeit eine Inflationsrate von deutlich *unter* 2% anstreben. **Bei einem Durchrechnungszeitraum von 10 Jahren müsste nun fast 6 Jahre lang die Inflation im Schnitt bei 1,3% liegen, um den Zieldurchschnitt von 2% zu erreichen.** Gibt man der Federal Reserve 4 Jahre mehr bis Ende 2032 Zeit, müsste die Inflationsrate im Schnitt dieser fast 10 Jahre bei 1,6% liegen. Davon ist aber nie die Rede. **Anders gesagt: Das Inflationsziel der Federal Reserve wurde – indirekt und implizit – erhöht.**



One of the great mistakes of the past 30 years of economic policy has been an excessive belief in the ability to forecast.

Martin Feldstein

Einen Grund für die Unterschätzung der Inflationsgefahr in den westlichen Industriestaaten im Unterschied zu einigen Schwellenländern könnte die Anfang März erschienene IWF-Studie mit dem Titel „[Inflated Concerns: Exposure to Past Inflationary Episodes and Preferences for Price Stability](#)“ liefern. Diese kommt zum Schluss, dass jene Alterskohorten, die in der Vergangenheit höheren Inflationsraten ausgesetzt waren, sich mehr über steigende Preise sorgen. **Für einen Großteil der Bevölkerung in den westlichen Industriestaaten war die Inflationswelle der vergangenen Quartale das erste prägende Inflationserlebnis, ganz im Unterschied zu den Bevölkerungen in vielen Schwellenländern.** Die Studie bestätigt zudem, dass ärmere Bevölkerungsschichten stärker von der Inflation betroffen sind als reichere Bevölkerungsschichten, die Inflation wirkt somit regressiv.

Ebenso aufschlussreich ist eine niederländische Studie mit dem Titel „[Lifetime Memories of Inflation: Evidence from Surveys and the Lab](#)“. Ein Ergebnis dieser Studie ist, dass sich die Probanden schlechter an disinflationäre als an inflationäre Perioden erinnerten. Je stärker allerdings die Erinnerung an disinflationäre Phasen war, desto niedriger waren die künftigen Inflationserwartungen.

Fazit

Eine unserer Kernthesen ist, dass die Phase der *Great Moderation* beendet ist. Vier Jahrzehnte lang bewegten sich Inflationsraten und Bondrenditen strukturell nach unten, bis diese an der Nulllinie, am Zero-Lower-Bound, anlangten. Diese Epoche strukturell fallender Inflationsraten ist passé. Mit dem erhöhten Inflationsniveau einhergehen wird eine höhere Inflationsvolatilität. **Dieser neuen Realität müssen sich Anleger stellen.**

This economy depends about as much on economists as the weather does on weather forecasters.

Jean-Paul Kauffmann

Und welche bessere Veranschaulichung für diese These gibt es als die Debatte über die Zinsentwicklung in den ersten Wochen dieses Jahres.

Zu Jahresbeginn übertrumpften sich die Prognosen zu den möglichen Zinssenkungen. So lag damals die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung bei der geldpolitischen Sitzung der Federal Reserve im März bei bis zu 75%. Die Märkte preisten kurzfristig sogar bis zu 7 Zinssenkungen im laufenden Jahr ein. **Keine 8 Wochen später** schloss der Vorsitzende der Federal Reserve Bank of Richmond, Tom Barkin, nicht aus, dass es 2024 keine einzige Zinssenkung geben wird. Den Takt würden die Daten vorgeben. Da aber jeder Datenpunkt auch interpretiert werden muss, sind es am Ende doch die Zentralbanker und ihre Einschätzungen, die den Taktstock in der Hand halten.

Show me the incentive and I'll show you the outcome.

Charlie Munger

Systematisch falsch sind jedoch auch die Inflationsprognosen der EZB, aber nicht nur diese. Wie die Studie „[The bias and efficiency of the ECB inflation projections: A state dependent analysis](#)“ belegt, neigt die EZB dazu, ihre Inflationsprognosen immer in Richtung 2%-Inflationsziel zu verzerren. Liegt die Inflationsrate über dem Inflationsziel, prognostiziert die EZB die künftige mittelfristige Inflationsrate mit einer Verzerrung nach unten, und umgekehrt. Anders gesagt: Die EZB-Modelle sind derart kalibriert, dass sie der EZB unterstellen, tatsächlich in der Lage zu sein, die Inflationsrate auf das Inflationsziel hinzusteuern. Oder anders formuliert: **Die EZB spricht sich selber die Fähigkeit und Macht zu, die Inflationsrate (fein-)steuern zu können.** Psychologisch ist das nachvollziehbar, auch aus der Perspektive des Überlebenswillens einer Institution – mit einer sachlich nüchternen ökonomischen Analyse hat dies allerdings nicht viel zu tun.

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

Liaquat Ahamed

Vieles spricht aber dafür, dass die letzten Meter bis zur – nachhaltigen – Erreichung des 2%-Inflationsziels sehr schwierig werden dürften.

Auch wird eine zweite Inflationswelle wie in den 1970er-Jahren immer wahrscheinlicher. Vor allem den Finanzministern dürfte es angesichts der neuen Mentalität des fiskalischen Füllhorns schwerfallen, die fiskalischen Zügel wieder zu straffen, ohne schwere Verluste bei den nächsten Wahlen zu riskieren. Die unmittelbar bevorstehende Pensionierungswelle unter den Babyboomern wird die Budgets in vielen Ländern deutlich belasten.

Keine Hilfe in der Bekämpfung der Inflation ist auch das zunehmende Inflationsraten-Wirrwarr, das allen voran in den USA Einzug gehalten hat. Man kann durchaus von einer Hyperinflation der Inflationskonzepte sprechen. Eine unvollständige Liste an häufig genutzten Inflationskennzahlen umfasst mittlerweile CPI-Gesamtinflation, CPI-Kerninflation, PCE-Gesamtinflation, PCE-Kerninflation, PCE-Superkerninflation – und diese

Konzepte jeweils als Jahresveränderungsrate, als Monatsveränderungsrate oder als annualisierte Monatsdaten oder rollierender 3-Monats- oder 6-Monatsdurchschnitt. Einige Inflationskonzepte und deren durchaus deutlich voneinander abweichenden Inflationsraten stellt die Federal Reserve Bank of Atlanta in ihrem *Underlying Inflation Dashboard* gegenüber. Hinzu kommt, dass die Federal Reserve nie ausgeführt hat, über welchen Zeitraum sie ihr durchschnittliches Inflationsziel von 2% auf Basis des PCE-Inflationskonzepts erreichen will.

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

Kurzfristige disinflationäre Dynamiken

- Quantitative Tightening
- Zinserhöhungen bzw. Verschiebung der Einleitung des Zinssenkungszyklus
- Teils negatives Geldmengenwachstum
- Globale Wirtschaftsabkühlung führender Industrienationen, mit Ausnahme der USA

Mittel- und langfristige disinflationäre Dynamiken

- Kapitalismus/Marktwirtschaft
- Technologie und Innovation, KI

Kurzfristige inflationäre Dynamiken

- Höhere Zinslast (besonders auf Unternehmensseite)
- Nominallohnsteigerungen
- Preissteigerungs-Angebotsverknappungs-Spirale

Mittelfristige inflationäre Dynamiken

- Lohndruck
- Strukturelle Staatsverschuldung
- Brot-und-Butter-Politik
- Aufrüstung
- Grüne Transformation
- Strukturelle Teuerung durch Greenflation
- Mögliche Lockerung des Inflationsziels von 2%

Langfristige strukturelle inflationäre Dynamiken

- Demographischer Wandel und der damit einhergehende Facharbeiter- und allgemeine Arbeitskräftemangel
- Geopolitische Blockbildung
- Energieverteuerung durch Ausbau von Wind- und Solarenergie
- Zunehmend expansivere Fiskalpolitik

Die jährliche (Gesamt-)Inflation bleibt unserer Auffassung nach 2024 sowohl in den USA als auch im Euroraum erhöht, d. h. deutlich über dem Inflationsziel von 2%. Die deutlich höhere und sich seitwärts, bestenfalls leicht abwärts bewegende Kerninflationsrate weist darauf hin, dass die aktuelle disinflationäre Dynamik allen voran von den Energie- und Lebensmittelpreisen herrührt. Der die Gesamtinflationsrate drückende Basiseffekt bei den

Energiepreisen infolge der Energiepreisexplosion im Jahr 2022 ist in den USA und in der Eurozone mit März ausgelaufen, bei den Lebensmittelpreisen setzte der dämpfende Effekt dies- und jenseits des Atlantiks erst in diesem Frühjahr ein. Vor allem im Dienstleistungssektor dürfte der Preisauftrieb deutlich erhöht bleiben.

The only way you can finance a deficit is by inflation. You cannot raise this amount by genuine borrowing. ... A large government deficit is a certain way to inflation.

Friedrich August von Hayek

That is all that I have to say about that.

Forrest Gump

Die hohen Budgetdefizite sind ein möglicher Unterzunder, der eine nächste Inflationswelle entfachen könnte. Das liegt daran, dass die Ausgabensteigerungen im Bereich Verteidigung und grüne Transformation signifikant sein werden und politisch stark aufgeladen sind. In Kombination mit der hohen Dynamik bei den Sozialausgaben und der ebenfalls stark steigenden Zinsbelastung ergibt dies einen giftigen fiskalischen Cocktail, den die Zentralbanken mit einer tendenziell lockeren Geldpolitik und der daraus resultierenden Verwässerung der realen Schuldenlast „genießbarer“ machen werden. Eine budgetäre Konsolidierung ist angesichts der daraus resultierenden sinkenden Wiederwahlchancen eher unwahrscheinlich.

Kurzum: Auch wenn die wirtschaftliche Eintrübung – wie gewünscht und aktuell in der Eurozone beobachtbar – dämpfend auf die Preise wirkt, ist das Risiko einer neuerlichen Beschleunigung der Inflation deutlich höher als ein dauerhaftes Unterschreiten des Inflationsziels.

Addendum: 25 Jahre Euro

What is wanted is not the will to believe, but the will to find out, which is the exact opposite.

Bertrand Russell

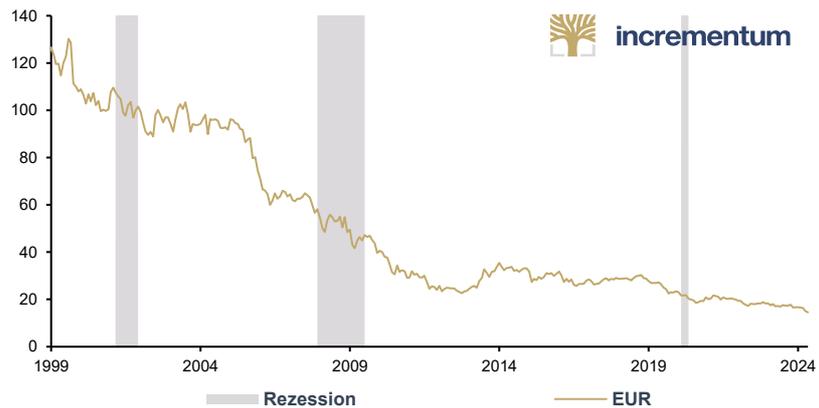
Truth hurts. Maybe not as much as jumping on a bicycle with the seat missing, but it hurts.

Inspector Frank Drebin

Am 1. Jänner 1999 erblickte der Euro als Buchgeld das Licht der Währungswelt. Nach Jahrzehnten der Diskussionen und Vorbereitungen wurde der Euro schließlich zweistufig eingeführt: 1999 als Buchgeld, 2002 kamen die Banknoten und Münzen hinzu. Nach einem Vierteljahrhundert europäischer Einheitswährung kann eine erste Bilanz gezogen werden.

Krisen musste der Euro schon einige durchstehen: von der Weltfinanzkrise 2007/2008 über die Staatsschuldenkrise im Euroraum ab 2010 über die Corona-Pandemie bis zur markanten Inflationswelle ab Herbst 2021. Deziert wird und wird der Euro als politisches Instrument angesehen, denn die Einheitswährung soll als Katalysator für die politische Union dienen. Allerdings haben aktuell nur 20 der 27 Mitgliedsstaaten den Euro eingeführt. Ökonomisch ist der Leistungsausweis der EZB, genauer gesagt des Eurosystems, überschaubar. **Gegenüber Gold hat der Euro im ersten Vierteljahrhundert seines Bestehens fast 90% an Wert verloren.**

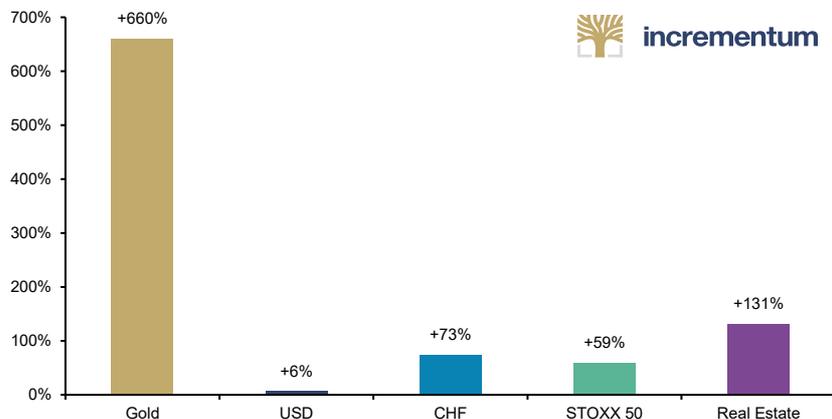
1 EUR in mg Gold, 01/1999–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Auch gegenüber anderen Vermögenswerten und Währungen hat der Euro eine schlechte Performance hingelegt.

Assets vs. EUR, 1999–2023



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

The world is going to end in 12 years if we don't address climate change.

Alexandria Ocasio-Cortez,
Dezember 2019

Die Frage darf gestellt werden, ob sich Christine Lagarde und das EZB-Direktorium aktuell nicht zu sehr auf Nebenschauplätzen wie der Beschäftigung mit Themenfeldern, die gerade en vogue sind, wie Diversität und dem Klimawandel verzettelt haben und die eigentliche Kernaufgabe vernachlässigt wird. Eine Suche nach dem Begriff „climate“ auf der Homepage der EZB gab allein für die vergangenen 12 Monate 626 Treffer (per 30. April). Mit den am 13. März 2024 verabschiedeten „[Änderungen am geldpolitischen Rahmen](#)“ wurde die Ausrichtung an den EU-Klimazielen nun auch offiziell als Bestandteil der Geldpolitik des Eurosystems als Bestandteil des Sekundärziels, d. h. der Unterstützung der wirtschaftspolitischen Ziele der EU, festgeschrieben. Bei einem [Vortrag in Rio de Janeiro](#) bestätigte der für die Klimaagenden im EZB-Direktorium verantwortliche Frank Elderson diese Ausrichtung.

Einige Wochen zuvor hatte eben jener Frank Elderson für Aufregung gesorgt. In einem Artikel im Magazin *Politico* mit dem Titel „[ECB tells staff: If you're not green, you're not wanted](#)“ wurde berichtet, dass Elderson sich offen dafür ausgesprochen haben soll, Jobbewerber, die sich nicht der Klimaagenda der EZB verschreiben, nicht zu berücksichtigen. Denn diese müssten erst „umprogrammiert“ werden. Christine Lagarde stärkte daraufhin Elderson den Rücken.

It's not easy being green!

Kermit the Frog

Auf internationaler Ebene hat die Federal Reserve [Medienberichten zufolge](#) Forderungen der EZB nach Einführung von Regeln eine Absage erteilt, die Geschäftsbanken dazu verpflichten sollen, ihr grünes Engagement offenzulegen. Im Oktober 2023 hatte Jerome Powell bei der Vorstellung „[Principles for Climate-Related Financial Risk Management for Large Financial Institutions](#)“ hingegen betont, dass die Federal Reserve „[is not and will not be a ,climate policymaker](#)“.

Christine Lagarde hat aber auch unter den eigenen Mitarbeitern in der Frankfurter EZB-Zentrale einen schweren Stand. Mehr als die Hälfte bewerteten [in einer Umfrage der Gewerkschaft](#) ihre Präsidentschaft mit „sehr schlecht“ oder „schlecht“. Die Mitarbeiter bemängeln unter anderem, dass sich Christine Lagarde zu sehr mit Themen beschäftigt, die nichts mit Geldpolitik zu tun haben. Mehr als die Hälfte der Befragten erachten Lagarde als Fehlbesetzung. [Dass die EZB-Mitarbeiter drei Jahre in Folge reale Einkommensverluste hinnehmen mussten](#), hat die Beliebtheit von Lagarde sicher auch nicht gefördert.

Inflation has clearly increased over the last three quarters and we know how painful that is. But we see it as a hump that will decline over the course of 2022.

Christine Lagarde,
Dezember 2021

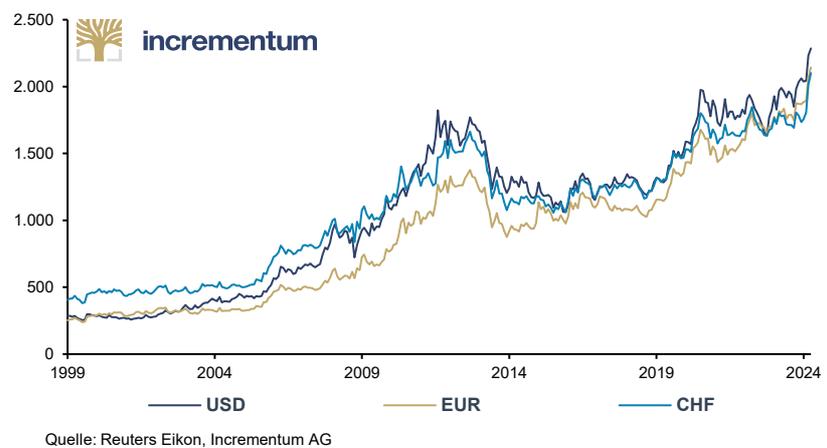
Doch nicht nur innerhalb der EZB dürfte der Stand von Christine Lagarde für ihre restliche Amtszeit als EZB-Präsidentin herausfordernd werden. Ihre schwere Fehleinschätzung der Inflationsentwicklung hat ihrem fachlichen Ansehen sicherlich geschadet. Dass sie im Dezember 2021 den Teuerungsschub als Hügel („hump“) bezeichnet und für 2022 keine Zinserhöhung erwartet hatte – es wurden schließlich vier, davon zwei Zinsschritte im Ausmaß von 0,75 Prozentpunkten und zwei Zinsschritte zu 0,50 Prozentpunkten – ist für ihre verbleibende Amtszeit bis Ende Oktober 2027 sicher nicht hilfreich.

Und sollten sich bei den Anfang Juni stattfindenden EU-Wahlen die Mehrheitsverhältnisse im Europäischen Parlament deutlich hin zu klimaskeptischen und gesellschaftlich konservativeren Parteien verschieben,

dürfte ihr mehr Gegenwind sowohl vom Europäischen Parlament als auch von der neu zu bestellenden EU-Kommission entgegenblasen. Mit ihrer bisherigen stark politisch geprägten Agenda wird sie dann in Brüssel und Straßburg nicht mehr so stark punkten können. Eher ist sogar das Gegenteil zu erwarten.

Für den Euro würde sich dies wohl in eine Schwächung der inneren und äußeren Kaufkraft übersetzen. Dem Goldpreis in Euro würde dies dagegen Auftrieb verleihen. **Anders gesagt: Gold würde in diesem Fall weiterhin seiner Aufgabe nachkommen und Goldanleger vor schlechter (Geld-)Politik schützen.**

Gold in USD, EUR, und CHF, 01/1999–04/2024



ECHTE WERTE

Mehr Sicherheit für ihren finanziellen Wohlstand

Ihr kompetenter Partner für strategische Lösungen in physischem Gold und Silber.

Für Privatpersonen, Familien, Arbeitgeber und Angestellte.



Elementum
7STERNE
Privat Strategie

DREI-SPEICHEN-REGEL VERMÖGENDER PERSONEN
Ein über 1.600 Jahre erfolgreich erprobtes Geheimnis, wie man die Sicherheit, Rentabilität und die Liquidität des Familienvermögens optimiert.

Elementum International AG · Marktgasse 4 · 6460 Altdorf · Switzerland

☎ +41 41 589 6932 • ✉ info@elementum-international.ch • 🌐 www.elementum-international.ch

Status quo der Goldnachfrage

„2023 was another year of blistering central bank buying, together with resilient jewelry consumption, offsetting sizable ETF outflows.“

World Gold Council – „Gold Demand Trends 2023“

- 2023 lag die Gesamtgoldnachfrage (ohne OTC) bei 4.448 Tonnen und damit 5% unter dem sehr starken Jahr 2022. Unter Einbeziehung des OTC-Handels und der Veränderung der Lagerbestände war die Gesamtnachfrage mit 4.899 Tonnen allerdings die stärkste seit Beginn der Aufzeichnungen.
- Die Nachfrage der Zentralbanken war erneut von asiatischen Notenbanken geprägt, insbesondere von China (225 t) und Singapur (77 t). Auch Polen (103 t) war ein bedeutender Käufer.
- Die Barren- und Münznachfrage im Westen ging deutlich zurück, wobei die Nachfrage in Deutschland besonders schwach war. China und der Nahe Osten erhöhten ihre Nachfrage, sodass die gesamte Barren- und Münznachfrage weltweit nur um 3% zurückging.
- Die Schmucknachfrage blieb stabil, wobei China und Indien ihre Plätze an der Spitze tauschten. China verzeichnete im Jahr 2023 in allen drei von uns untersuchten Hauptsektoren die größten Käufe.
- Die Schmucknachfrage, insbesondere in Indien, wird durch die gestiegenen Preise vermutlich beeinträchtigt.
- In Q1/2024 setzte sich der Trend aus den Vorquartalen fort. Die Goldnachfrage der Zentralbanken erreichte einen neuen Rekordwert für ein erstes Quartal. Als neuer Treiber der Goldnachfrage kamen OTC-Käufe hinzu, ohne die die Gesamtnachfrage leicht zurückgegangen wäre.

Nun wenden wir uns den wichtigsten Entwicklungen auf der Nachfrageseite zu, wobei wir uns auf die Goldnachfrage der Zentralbanken und der Anleger konzentrieren. Für detailliertere Informationen empfehlen wir die *Gold Demand Trends* des World Gold Council (WGC), die stets eine informative Lektüre darstellen.

Gold = „Low-Beta-Proxy“ für die Emerging Markets

Small wonder that gold has been prized over all else, in all ages, as a store of value that will survive the travails of life and the ravages of time.

James Blakeley

In India, one has to plan according to the monsoons.

Roland Joffe

Wearing jewelry is a way to express the joy of being alive.

Ralph Lauren

In den vergangenen Jahren hat der *In Gold We Trust*-Report wiederholt die Bedeutung der Emerging Markets für die Nachfrage nach physischem Gold hervorgehoben.³⁰ Louis-Vincent Gave bezeichnet Gold als „Low-Beta-Proxy für die Schwellenländermärkte“: Gold fungiert als wenig volatiler „Stellvertreter“ für Investitionen in Emerging Markets. Die Bevölkerung in den Schwellenländern betrachtet Gold als Wertaufbewahrungsmittel. **Wenn ihr Wohlstand steigt, kaufen diese Verbraucher mehr Gold, um ihr gestiegenes Vermögen zu bewahren.**

Diese Zusammenhänge zwischen Einkommen und Gold sind nicht nur anekdotischer Natur. Das World Gold Council zeigt in seinem Report *„India’s Gold Market: Reform and Growth“*, dass steigendes Einkommen langfristig der wichtigste Faktor für die indische Goldnachfrage ist, wobei die Nachfrage stärker auf das Einkommen als auf den Preis reagiert. Mit einer Bevölkerung von 1,4 Milliarden Menschen ist Indien heute das bevölkerungsreichste Land der Welt. Indien hat eine sehr junge Bevölkerung mit einem Durchschnittsalter von nur 27 Jahren und einem prognostizierten Durchschnittsalter von unter 35 Jahren für das nächste Jahrzehnt. Es wird erwartet, dass die indische Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in den nächsten 17 Jahren auf 890 Millionen ansteigen wird. Kurzfristig, so der WGC-Report, nutzen indische Anleger Gold als Absicherung gegen die Inflation. Sie kaufen mehr Gold, wenn der Preis fällt, und sie kaufen mehr Gold in Jahren mit gutem Monsun.

Ähnliche Entwicklungen sind auch in China zu beobachten. Der 2021 veröffentlichte WGC-Report *„Chinese gold jewellery market insights“* stellte fest, dass das BIP-Wachstum zu einem höheren verfügbaren Einkommen führt, was wiederum die chinesische Goldschmucknachfrage ankurbelt.

Um den erheblichen Einfluss der Schwellenländer auf die Goldnachfrage zu veranschaulichen, hier die Fakten: Die Nachfrage nach Goldschmuck belief sich im Jahr 2023 auf insgesamt 2.092 Tonnen, davon 562 t aus Indien, 630 t aus China und 171 t aus dem Nahen Osten. **Das sind 65% der Gesamtnachfrage aus diesen drei Märkten.** Von den 1.189 t Goldbarren und -münzen, die im Jahr 2023 nachgefragt wurden, entfielen die drei größten Anteile auf China (279 t), Indien (185 t) und den Nahen Osten (114 t), die zusammen fast die Hälfte des Gesamtvolumens ausmachten.

³⁰ Siehe *„Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten“*, *In Gold We Trust*-Report 2023



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

In den westlichen Medien wird häufig behauptet, dass der derzeitige Anstieg des Goldpreises auf geopolitische Spannungen und die Angst vor unhaltbaren US-Defiziten zurückzuführen ist. **Wir sind jedoch davon überzeugt, dass der Goldpreis nicht nur durch diese Ängste („Fear Trade“), sondern viel mehr durch die fundamentalen Kräfte der physischen Nachfrage der östlichen Schwellenländer („Love Trade“) nach oben getrieben wird.**

Dollar bills have absolutely no value except in our collective imagination, but everybody believes in the dollar bill.

Yuval Noah Harari

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

Simon Mikhailovich

Zentralbanknachfrage

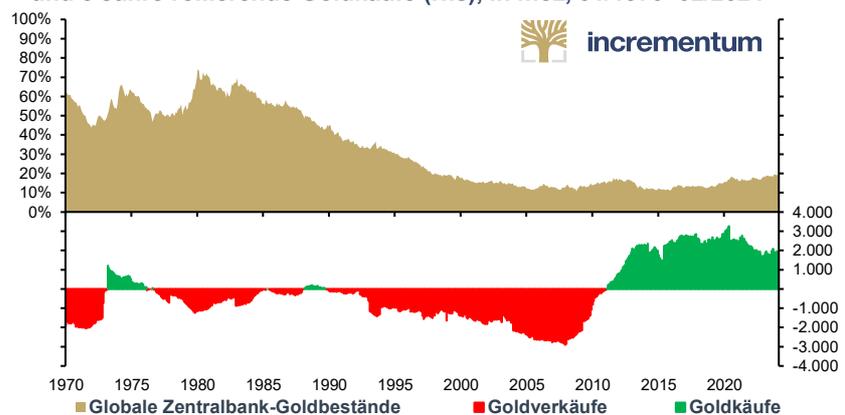
Zunächst ein kurzer Rückblick auf die Goldnachfrage der

Zentralbanken nach 1971. Den größten Teil der letzten 50 Jahre standen die Zentralbanker auf der Seite der Nettoverkäufer. Die Weltfinanzkrise 2007/08 markierte einen Wendepunkt und Gold wandelte sich von einem unbeliebten Vermögenswert zu einem Liebling der Zentralbanken. Die Zunahme der Goldreserven geht dabei ausschließlich auf das Konto der Schwellenländer, während die von den Zentralbanken der Industriestaaten gehaltene Menge Gold um die Marke von 25.000 Tonnen stagniert.

Damit waren in den vergangenen Jahren die Zentralbanken der Schwellenländer die bestimmenden marginalen Investoren.

Dieser sukzessive Aufbau von Goldreserven kann als Indiz für das steigende Misstrauen in die gegenwärtige US-Dollarherrschaft und das damit verbundene globale Geld- und Kreditsystem gewertet werden. Neben wirtschaftspolitischen Interessen spielen hier insbesondere geopolitische Überlegungen und Machtansprüche eine wichtige Rolle. Länder wie China, Russland, der Iran oder auch die Türkei haben in den letzten Jahren immer wieder die vorherrschende US-Weltwirtschaftsordnung mehr oder weniger offen in Frage gestellt. Dieses Misstrauen spiegelt sich auch im kontinuierlichen Aufbau der Goldreserven wider.

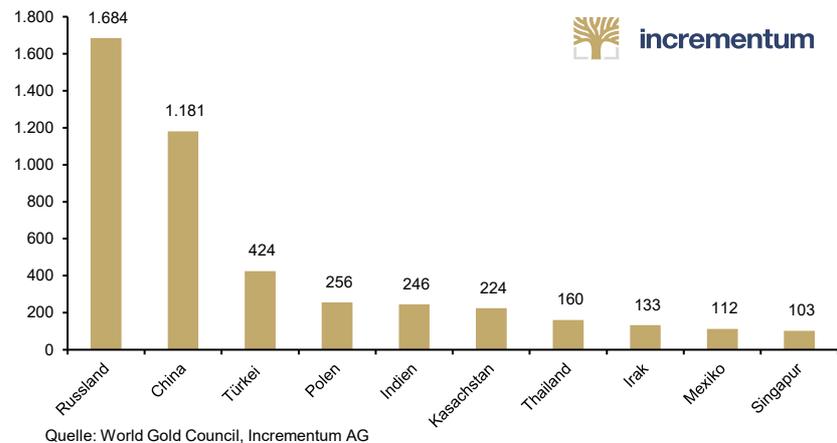
Globale Zentralbank-Goldbestände (lhs), in % der Währungsreserven, und 5 Jahre rollierende Goldkäufe (rhs), in moz, 01/1970–02/2024



Quelle: Crescat Capital, Reuters Eikon, Incrementum AG

Die Schwellenländer waren seit 2010 besonders starke Nachfrager, wobei Russland, China und die Türkei mit zusammen 3.289 Tonnen oder 62% der Gesamtkäufe in diesem Zeitraum die größten Abnehmer waren. Weitere wichtige Abnehmer sind Indien, Usbekistan, Kasachstan, Polen, Thailand und der Irak.

Die 10 größten Goldkäufer seit 2010, in Tonnen, 2010-2023



*On the top of Wuthering Heights;
where I woke sobbing for joy.*
Emily Bronte

Es ist müßig, zu erwähnen, dass sich die Stimmung in Bezug auf Gold unter den Zentralbanken ebenfalls auf einem Allzeithoch befindet. Der *2023 Central Bank Gold Reserves Survey* des WGC zeigt, dass 59% der Zentralbanken davon ausgehen, dass sie in fünf Jahren einen größeren Anteil ihrer Reserven in Gold halten werden. Betrachtet man den Umfang der Goldreserven pro Land, so halten die USA immer noch die größte Menge an Gold, gefolgt von Deutschland, Italien und Frankreich. Allerdings haben die Schwellenländer im letzten Jahrzehnt aufgeholt.

Länder nach offiziellen Goldreserven, Q4/2023

	Tonnen	Goldbestand in % des weltweiten offiziellen Goldbestands	Gold in % der Währungsreserven
Eurozone	10.771	29,9%	56,6%
USA	8.133	22,6%	69,9%
Deutschland	3.353	9,3%	69,1%
Italien	2.452	7,8%	65,9%
Frankreich	2.437	6,8%	67,3%
Russland	2.333	6,8%	26,0%
China	2.235	6,5%	4,3%
Schweiz	1.040	6,2%	8,0%
Japan	846	2,9%	4,4%
Indien	804	2,4%	8,5%
Niederlande	612	2,2%	58,3%
Türkiye	540	1,7%	100,0%
EZB	507	1,5%	35,3%
Kasachstan	294	0,9%	54,4%
IWF	2.814	7,8%	-
BIZ	197	0,5%	-

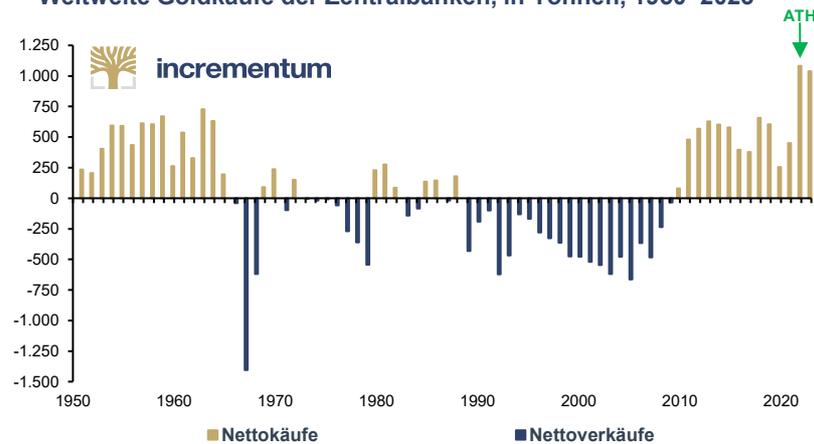
Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Gold has reinvented itself many times. It's the original monetary fintech. The 5000 year thing has seen many different chapters, some with official recognition. Last one ended in 1971. Yet unofficially, the official sector are doubling down on gold.

Charlie Morris

Die Zentralbanken waren in den letzten Jahren die wichtigsten Käufer von Gold. Nach Angaben des WGC kauften sie im Jahr 2022 insgesamt 1.082 t Gold, was einen neuen Rekord darstellt. **Im Jahr 2023 setzte sich ihr Kaufrausch fort, wobei die offizielle Goldnachfrage mit 1.037 t nur geringfügig unter dem Vorjahreswert lag.** Zum Vergleich: Die gesamte Minenproduktion für 2023 belief sich auf 3.644 Tonnen, was bedeutet, dass die **Zentralbanken mehr als 35% der gesamten Jahresförderung gekauft haben.** Infolgedessen erreichten die gesamten Goldbestände der Zentralbanken weltweit ein neues Allzeithoch von 35.927 Tonnen.

Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 1950–2023



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Die bereits erwähnte „2023 Central Bank Gold Reserves Survey“ zeigt zudem, dass Zinssätze, Inflation und geopolitische Instabilität die wichtigsten Variablen im Portfoliomanagement der Zentralbanken sind. Gold ist nach wie vor ein verlässlicher Risikodiversifikator, insbesondere für Zentralbanken in Schwellenländern, die anfällig für Kapitalfluchtrisiken sind. Fast zwei Drittel der befragten Zentralbanken sind der Ansicht, dass der Anteil von Gold an den weltweiten Reserven in den nächsten fünf Jahren auf 16–25% steigen wird.

Central banks and finance ministries do not hold copper, aluminum, or steel supplies, yet they hold gold. The only explanation for central bank gold hoards is the obvious one - gold is money.

Jim Rickards

Im Jahr 2020 veröffentlichte die BIZ eine hervorragende Studie mit dem Titel „What share of gold?“, die sich mit der Goldallokation in Zentralbankportfolios befasst. Die Studie legte den Fokus darauf, wie sich die Beimischung von Gold auf Portfolios auswirkt, die bislang ausschließlich aus festverzinslichen Vermögenswerten bestanden. Die Studie kam zu dem Schluss, dass für Zentralbanken der optimale Goldanteil bei 10% liegt, um eine angemessene Diversifizierung zu erreichen, insbesondere wenn der festverzinsliche Anteil eine höhere Duration aufweist.

Wendet man die 10%-Regel für die Schwellenländer an, so ergeben sich bis 2030 jährliche Käufe von rund 609 Tonnen. Diese Schätzung schließt nicht gemeldete Käufe aus, deren Anteil in den letzten zwei Jahren auf mehr als 50% gestiegen ist, während der Durchschnitt vor der Pandemie bei 25% lag. Ein ANZ-Report geht davon aus, dass Russland seinen Goldanteil an den Devisenreserven von derzeit 26% auf 30% erhöhen wird. Der Beitrag Chinas wird

zweifelloso am bemerkenswertesten sein, da sein Goldanteil an den Devisenreserven mit 4,3% derzeit gering ist.

	Goldkäufe (2013-23) Tonnen	Goldanteil an der Reserve		Erwarteter Goldanteil an den Reserven bis 2030	Käufe insgesamt (2024–30)	Voraussichtliche jährliche Abnahme (Tonnen)
		2013	2023			
China	1.181	1,1%	4,3%	10%	2.643	378
Russland	1.298	7,9%	26%	30%	205	29
Indien	246	7,2%	8,5%	10%	85	12
EM ohne China, Russland, Indien	1.317	3,6%	7,1%	10%	1331	190
Insgesamt	4.042	2,9%	7,4%	13%	4.264	609

Quelle: World Gold Council, ANZ Research
Die Berechnungen basieren auf den jüngsten Daten des IWF zu den Devisenreserven, wobei ein Goldpreis von 2.200 USD pro Unze angenommen wird.

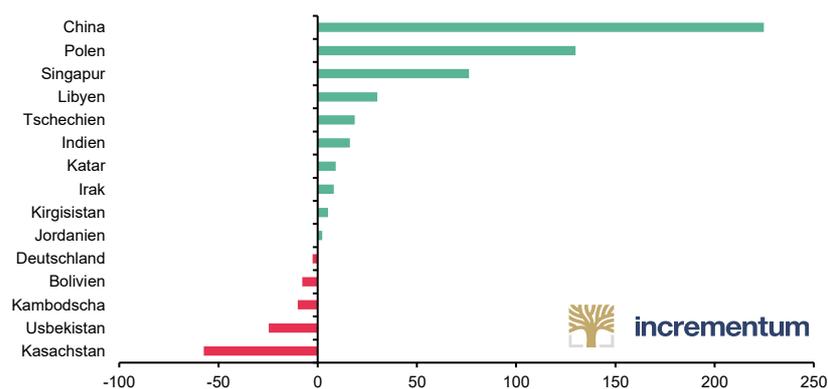
Do not wait for a coronation; the greatest emperors crown themselves.

Robert Greene

Die wichtigsten Entwicklungen im Jahr 2023

Die PBoC hat den Titel des größten Goldkäufers zurückerobert; sie meldete einen Anstieg ihrer Goldreserven um insgesamt 225 t. Dies ist die größte Menge für China seit mindestens 1977, wie aus den Aufzeichnungen des IWF hervorgeht, die nur diese knapp 50 Jahre zurückreichen. Im März hat China seinen Goldbestand mit dem Ankauf von weiteren 27 t auf insgesamt 2.262 t nun schon den 17. Monat in Folge aufgestockt. **Jan Nieuwenhuijs** verfolgt seit langem Chinas verdeckte oder nicht offengelegte Goldkäufe. **Er schätzt**, dass die PBoC im Jahr 2023 insgesamt 735 t gekauft hat und aktuell 5.385 t hält, 3.108 t mehr als offiziell bekanntgegeben wurde.³¹

Goldkäufe/-verkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 2023*



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG
*Daten bis 31.12.2023, sofern verfügbar

Die polnische Nationalbank (NBP) hat ihre Goldbestände um 57% auf 359 t erhöht und war damit der zweitgrößte Goldkäufer im Jahr 2023. Zwischen April und November kaufte die Bank 130 Tonnen Gold und übertraf damit das zuvor genannte Ziel von 100 t. Der Präsident der NBP, Adam Glapiński, strebt an, den

³¹ Siehe „Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten“, In Gold We Trust-Report 2023, S. 212–216

Anteil von Gold an den Währungsreserven Polens von aktuell 12% auf 20% zu erhöhen.

Die *Monetary Authority of Singapore* (MAS) kaufte 77 t Gold und erhöhte ihre Goldreserven auf 230 t. Die Zentralbank von Libyen kaufte 30 t Gold und erhöhte damit ihre Goldreserven auf insgesamt 147 t. Die Tschechische Nationalbank kaufte 19 t Gold zu.

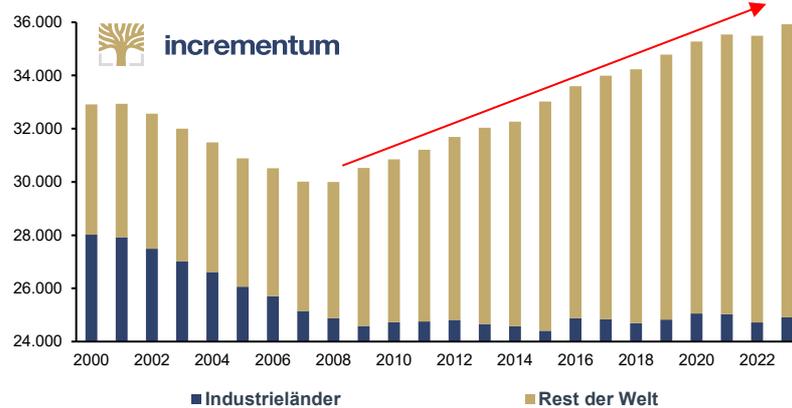
Kazakhstan is the greatest country in the world; all other countries are run by little girls.

Borat

Auf der Verkaufsseite waren die Zentralbanken Kasachstans (47 t) und Usbekistans (25 t) die größten Goldverkäufer. Beide Länder sind bedeutende Käufer von lokal produziertem Gold und verwalten ihre offiziellen Goldreserven sehr aktiv. Schwankungen zwischen Käufen und Verkäufen aus diesen Ländern sind nicht ungewöhnlich.

Im Jahr 2023 war die Türkei weiterhin ein wichtiger und aktiver Akteur auf dem Goldmarkt. Zwischen März und Mai 2023 verkaufte die türkische Zentralbank 159 t Gold, um die hohe Inlandsnachfrage während eines vorübergehenden Einfuhrverbots für Goldbarren zu decken. Im Mai nahm die türkische Zentralbank jedoch ihre strategischen Käufe wieder auf.

Globale Zentralbanken-Goldreserven, in Tonnen, Q4/2000–Q4/2023



Investorennachfrage nach Gold

If the West joins the Chinese gold buying craze, in fear of rate cuts and currency debasement, it will be a perfect storm for gold.

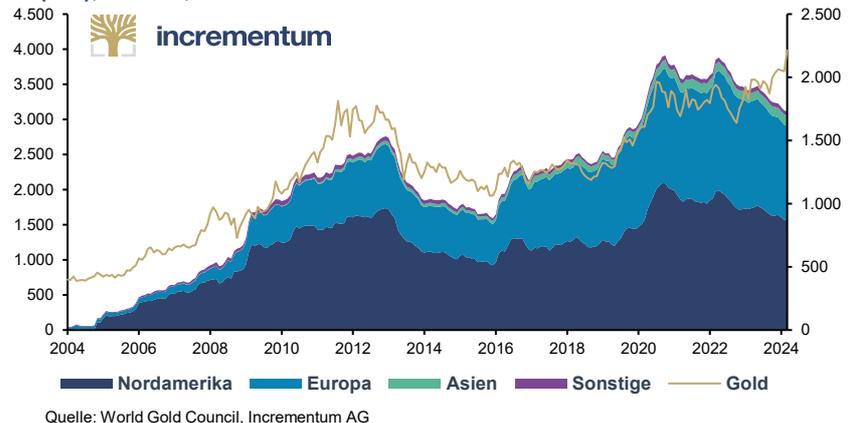
Jan Nieuwenhuijs

Wir untersuchen nun die Anlegernachfrage, wobei wir uns vor allem auf die Nachfrage nach privaten Anlagen und ETFs konzentrieren. Trotz der weltweiten geopolitischen Unruhen, der fiskalischen Nonchalance und der hartnäckigen Teuerung ist die westliche Investorennachfrage nach Gold nach wie vor gering, zumindest im Vergleich zur Nachfrage der Zentralbanken und der Schmuckindustrie.

Schwach und enttäuschend – so lässt sich die ETF-Nachfrage nach Gold am besten charakterisieren. **Die weltweiten börsengehandelten Goldfonds verzeichneten das dritte Jahr in Folge eine negative Nettonachfrage;** die weltweiten Bestände gingen um 244 t oder 15 Mrd. USD zurück, was 15% unter

dem bereits niedrigen Wert von 2022 liegt. Erhebliche Rückgänge in Europa (180 t) und den USA (82 t) wurden durch Zuwächse auf den asiatischen Märkten, wo die Bestände der börsengehandelten Goldfonds um 19 t zunahmen, etwas ausgeglichen.

Kumulierte ETF-Bestände nach Region (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2004–03/2024



It's a great feat for me to have broken my world record.

Usain Bolt

Die Gesamtkäufe von Barren und Münzen fielen 2023 um 3% niedriger aus als im Jahr 2022. Der bedeutungsvolle Wandel zeigt sich, wenn man berücksichtigt, dass die sehr schwache Nachfrage im Westen durch die robuste Nachfrage auf den östlichen Märkten, insbesondere in China, ausgeglichen wurde.

Tatsächlich verzeichnete China in der zweiten Jahreshälfte 2023 ein Rekordergebnis. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Chinas Zahlen für das gesamte Jahr 2022 unter dem negativen Eindruck anhaltender Corona-Maßnahmen standen. Hinzu kam ein starker lokaler Goldpreis aufgrund der Abwertung des Yuan und eine schwache Performance bei anderen chinesischen Anlageklassen, vor allem bei Immobilien und Aktien.

If you can't hold it, you don't own it.

Mike Maloney

Die indischen Investitionen in Barren und Münzen stiegen im Vergleich zum Vorjahr um 7% auf 185 t, wobei die Nachfrage in Q4/2023 deutlich anstieg und 64% über dem Fünfjahresdurchschnitt lag. Der Nahe Osten und die Türkei erlebten ein Rekordjahr für Goldbarren- und -münzeninvestitionen, wobei sich die türkische Nachfrage im Vergleich zu 2022 fast verdoppelte.

I want to just obey the Constitution. The Constitution says only gold and silver can be legal tender.

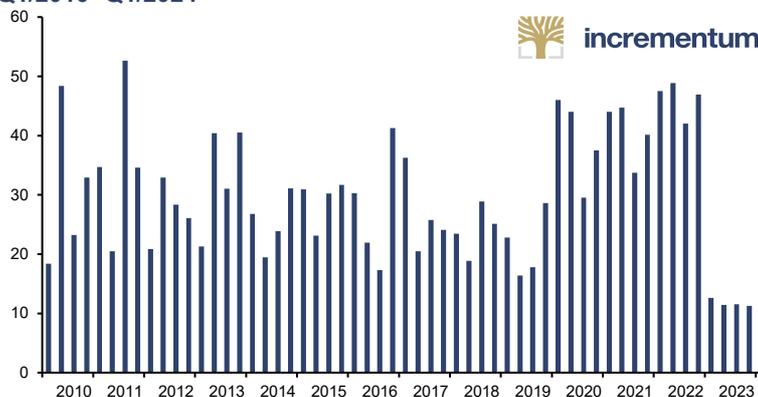
Ron Paul

Die Investitionsnachfrage nach Goldbarren und -münzen in den USA erreichte mit 113 t den dritthöchsten Stand aller Zeiten. Das Jahr war auch von verstärkter Verkaufsaktivität und anhaltendem Kaufinteresse von Privatanlegern geprägt. Es ist erwähnenswert, dass Walmart und Costco jetzt physisches Gold in ihren Geschäften und online verkaufen und ein beträchtliches Volumen melden. **Richard Galanti, CFO von Costco, erwähnte**, dass das Unternehmen in dem am 26. November 2023 endenden Finanzquartal Gold im Wert von über 100 Mio. USD verkauft hat und dass 1-Unze-Goldbarren **in der Regel innerhalb weniger Stunden** nach der Freischaltung auf der Webseite ausverkauft waren.

In Europa waren die Investitionen in Barren und Münzen jedoch weiterhin sehr schwach und verzeichneten einen deutlichen Rückgang um 59%

auf 127 t, was einem 16-Jahres-Tief entspricht. Dies wird auf Faktoren wie höhere Zinssätze, eine Lebenshaltungskostenkrise und Rekordgoldpreise zurückgeführt, die insbesondere in Deutschland zu Verkäufen führten.

Deutsche Goldnachfrage nach Barren und Münzen, in Tonnen, Q1/2010–Q1/2024



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Schmucknachfrage

Wear a fabulous smile, great jewellery and know that you are totally and utterly in control.

Donatella Versace

Trotz neuer Rekordhöhen bei den Goldpreisen blieb die weltweite Schmucknachfrage stabil. Die jährliche globale Nachfrage nach Goldschmuck hat sich im Vergleich zum Vorjahr kaum verändert, in einigen Regionen war sogar ein leichter Anstieg zu verzeichnen. China erwies sich als wichtiger Wachstumsmotor und erholte sich von einem relativ schwachen Jahr 2022.

Weltweite Goldschmucknachfrage, 2022–2023

	2022	2023	yoy
Weltweite Nachfrage	2.088,9	2.092,6	0%
Indien	600,6	562,3	-6%
China	570,8	630,2	10%

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

We cannot be more sensitive to pleasure without being more sensitive to pain.

Alan Watts

Indien und China dominieren diesen Sektor mit großem Abstand. Die gestiegenen Goldpreise hatten einen spürbaren Einfluss auf die Schmucknachfrage in Indien. **Wir gehen davon aus, dass die indische Schmucknachfrage aufgrund der erheblichen Preissensibilität auch in Zukunft etwas nachgeben wird.**³² Mehr als eine Milliarde Inder, die jährlich rund 1 Bill. INR für Goldimporte ausgeben, absorbieren etwa ein Fünftel der weltweiten Minenförderung. Diese Nachfrage kommt größtenteils von Geringverdienern, was zu einer volatilen Nachfrage führt, da sich Preisänderungen schnell auf die Kosten für Schmuck auswirken.

Diese hohe Sensitivität wird auch durch verschiedene Studien bestätigt, zum Beispiel in „Elasticities of Gold Demand-An Empirical Analysis Using

³² Siehe Steel, James: „Unchartered territory“, *HSBC Gold Outlook*, 10. April 2024

Cointegration and Error Correction Models“ von Maria Immanuel und Daniel Lazar. Die Autoren fanden eine langfristige Beziehung zwischen der Goldschmucknachfrage, dem Preis und dem Einkommen der Verbraucher. Die Preiselastizität ist negativ, die Einkommenselastizität ist langfristig positiv. Das heißt, dass höhere Preise die Goldschmucknachfrage schwächen, während Einkommenszuwächse den Konsum fördern. **Die Studie zeigt, dass von den großen Goldnationen die Preisreaktionen in Indien deutlich schneller erfolgten als in allen anderen Ländern.**

Goldene Bohnen



Quelle: Bloomberg

Ein interessanter neuer Trend auf dem chinesischen Markt ist die zunehmende Beliebtheit von Goldbohnen. Ja, Sie haben richtig gelesen, Goldbohnen. Chinesische Verbraucher, insbesondere die jüngere Generation oder Gen Z (18-24-Jährige), schätzen Gold sowohl als Anlageform als auch als Symbol der chinesischen Tradition und des chinesischen Erbes. Diese Goldbohnen können pro Gramm gekauft werden und bieten eine niedrige Einstiegshürde in den Besitz von Gold. **Eine Studie der CTF Jewelry Group ergab**, dass 64% der Gen-Z-Konsumenten auf dem chinesischen Festland und in Hongkong reinen Goldschmuck zur Selbstbelohnung oder für den täglichen Gebrauch kaufen.

Goldbohnen gelten als eine Mischung aus Goldbarren/-münzen für Anlagezwecke und Goldschmuck – sie sind in China allgegenwärtig und können überall gekauft werden, von großen Goldschmuckgeschäften über Online-Händler bis hin zu chinesischen Banken. Sie werden in der Regel in kleinen Glasgefäßen aufbewahrt.

A nugget of genuine truth is the ultimate viral hit.

Annalee Newitz

I don't normally cook, but if I did it probably would be beans, sausage, bacon and eggs. I never really get to eat that to be honest...

Wayne Rooney

Die Diskussion über Goldbohnen hat sich in den sozialen Medien wie Weibo und TikTok zu einem viralen Phänomen entwickelt. **Eine der Tücken** bei der Investition in Goldbohnen besteht jedoch darin, dass der Rückkaufpreis – für diejenigen, die ihre Goldbohnen an Händler verkaufen wollen – niedriger ist als der Einzelhandelspreis, und selbst Goldschmuckgeschäfte, die ursprünglich versprochen hatten, Goldbohnen gegen andere Goldprodukte einzutauschen, halten diese Versprechen oft nicht ein. Eine weitere Gefahr ist das Fehlen von Standards. Gefälschte Goldbohnen sind auf dem Markt in Umlauf.

Es ist nicht klar, ob es sich bei dieser chinesischen Goldbohnen-Begeisterung um einen vorübergehenden Trend oder um einen Generationswechsel bei den Anlagepräferenzen handelt, aber sicher ist, dass die jüngere chinesische Bevölkerung signalisiert, dass sie ein physisches Goldprodukt gegenüber Finanzprodukten und Wertpapieren bevorzugt. **Diese erschwinglichen Goldbohnen könnten als Ausgangspunkt für größere Käufe von Goldbarren und Goldmünzen dienen**, wenn die chinesische Jugend auf der Einkommensskala aufsteigt.

Das Phänomen der Goldbohnen ist auch ein weiterer Beweis für die sehr unterschiedliche Bedeutung von Gold in Ost und West. Die asiatischen Kulturen kennen den Wert von Gold und seine kulturelle und symbolische Bedeutung, selbst die Jugend. Dies steht in starkem Kontrast zum Westen, wo die große Mehrheit der Jugendlichen nicht einmal den aktuellen Goldpreis kennt, geschweige denn einen Teil ihres monatlichen Einkommens in Gold investiert.

Fazit

Diese großen Trends am Goldmarkt setzen sich – im Großen und Ganzen – in Q1/2024 fort. So lassen sich die Entwicklungen bei der Goldnachfrage in den ersten drei Monaten des aktuellen Jahres kurz und bündig zusammenfassen.

Die Zentralbanken verzeichneten einen weiteren Rekord, dieses Mal für die Zukäufe in einem ersten Quartal. Insgesamt stockten die Zentralbanken ihre offiziellen Goldreserven netto um 290 Tonnen auf. Mit der Türkei (30 t), China (27 t), Indien (19 t), Kasachstan (16 t) und Singapur (7 t) waren es in Q1/2024 einmal mehr Zentralbanken des Ostens, die ihre Goldbestände weiter ausbauten.

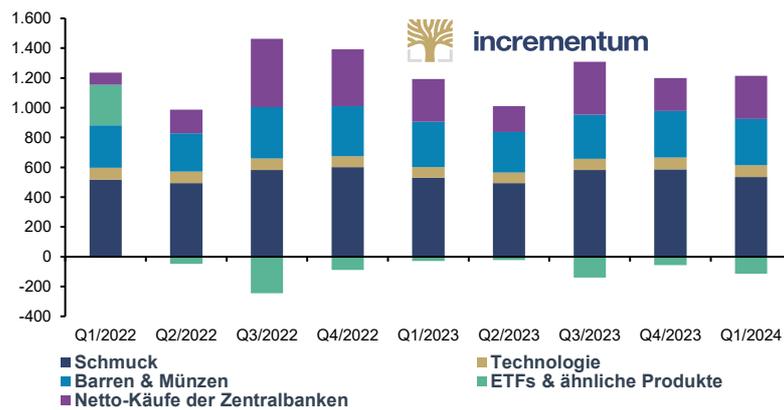
Auch bei den Gold-ETFs bestätigte sich das Bild der vergangenen Quartale. Die weltweiten Bestände gingen in Q1/2024 um 114 t zurück. Abermals ist das Minus auf die ETFs im Westen zurückzuführen, während die Gold-ETFs im Osten leichte Zuflüsse verbuchen konnten. Als Ausnahme von der Regel kehrten auch die USA mit geringen Zuflüssen auf die Käuferseite zurück.

Greed and fear are powerful, greed is powerful, fear is more powerful, but there's one thing more powerful than both and that's need.

Jeffrey Gundlach

Bemerkenswert in Q1/2024 war eine andere Entwicklung. Die offizielle Nachfrage gab in Q1/2024 leicht um 5% auf 1.102 Tonnen nach. Hingegen legte die Gesamtnachfrage unter Berücksichtigung der beträchtlichen OTC-Käufe um 3% auf 1.238 t zu, was Q1/2024 laut WGC zum stärksten ersten Quartal seit 2016 machte. Der Anstieg der OTC-Verkäufe ist in der Tat kräftig. In Q1/2023 lagen diese bei 42,7 t, in Q4/2023 waren es schon 126,9 t. Ob die OTC-Nachfrage zu einem weiteren Treiber der Goldnachfrage und des Goldpreises wird, werden die kommenden Quartale zeigen.

Globale Goldnachfrage nach Sektoren, in Tonnen, Q1/2022–Q1/2024



Gold owners will dominate in a new monetary system.

Clive Thompson

Wenn wir die Goldkäufe nach Staaten aufgliedern, ist es China, das eindeutig die Goldnachfrage dominiert. Das Reich der Mitte steht in allen von uns abgedeckten Sektoren an der ersten Stelle, während der Westen immer mehr an Bedeutung verliert. Goldanleger und Marktteilnehmer müssen diesen Verschiebungen und Marktveränderungen Rechnung tragen. **Auch bei der Analyse der Goldnachfrage zeigt sich, dass das Gold-Playbook angepasst werden sollte.**



flexgold

make money sound again

GOLD – erprobt in
der Vergangenheit,
bereit für die Zukunft.

Von der Antike bis zu den modernen
Finanzmärkten hat Gold seinen Platz als
ultimativer Wertspeicher behauptet.

Investieren Sie mit flexgold so bequem wie
nie zuvor in **physisches Gold**. Wertbeständiges
Realeigentum, verlässlich und sicher in der
Schweiz gelagert, jederzeit verfügbar – für jedes
Portemonnaie.



flexgold.com

a brand of



Solit



Fazit: Status quo

„It is better to be early than too late in recognizing the passing of one era... the waning of old investment favorites and the advent of a new era affords new opportunities for the investor.“

Thomas Rowe Price, Jr.

- Unser Blick auf den Status quo zeigt, dass wir in eine neue Epoche eingetreten sind. Nach dem Ausbruch des Goldpreises im Frühjahr ist es nun endgültig Zeit, die wesentlichen Eckpunkte des neuen Gold-Playbooks zu skizzieren.
- Wie stellt man sein Portfolio auf das neue Gold-Playbook ein? Gold und Commodities ermöglichen eine Absicherung gegen unterschiedliche Spielarten der Teuerung, Industriemetalle bei nachfragebedingter Inflation, während Gold und Silber am besten abschneiden, wenn die Glaubwürdigkeit der Notenbanken und des Bankensystems in Frage gestellt wird.
- Der Rohstoffbullenmarkt hat im Vorjahr eine Konsolidierung vollzogen. In den letzten Monaten haben die Commodities jedoch wieder an Momentum aufgenommen.
- Aus Sicht der derzeitigen Marktstimmung, der Saisonalität und des CoT-Reports würde uns aktuell eine mehrwöchige Durchschnaufphase nicht verwundern. Wir erwarten jedoch keine tiefe Korrektur, nachdem scheinbar großes Kauf-Interesse an der Seitenlinie wartet.
- Die mittlerweile schon vier *Incrementum* Gold-Ratios – Oktoberfestbier, iPhone, Skiticket und US-Benzinpreis – belegen, dass Gold langfristig nicht nur seine Kaufkraft hält, sondern sogar erhöht.

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

Der Fußball entwickelt sich ständig weiter. Früher war der Libero der Chef in der Abwehr, heute sind die Spieler überall auf dem Feld gefordert.

Franz Beckenbauer

The heel turn is not just about switching sides; it's about embracing a part of your character that you've always been afraid to show.

Paul Heyman

Unser Blick auf den Status quo in seinen vielen Facetten zeigt deutlich, dass wir in eine neue Epoche eingetreten sind. Dass ein neues Kapitel aufgeschlagen wird, hat sich in den vergangenen Jahren bereits vielen Ebenen angedeutet. Nach dem Ausbruch des Goldpreises im Frühjahr war es nun aber endgültig an der Zeit, die wesentlichen Eckpunkte des neuen Gold-Playbooks zu skizzieren und das alte Gold-Playbook aufzugeben, **so wie eines Tages die Ära des klassischen Liberos zu Ende ging und das Zeitalter der auf einer Höhe agierenden Abwehrkette seinen Anfang nahm.**

Der entscheidende Wandel – wir haben ihn auch mit einem „Heel-Turn“ verglichen – zeigt sich in der signifikanten Transformation der Aktivitäten der Zentralbanken in den letzten Jahren. Der offizielle Sektor hat sich als einflussreicher Akteur auf dem Markt etabliert. War Gold lange Zeit von untergeordneter Bedeutung, so rückten die Zentralbanken 2022 mit dem Erwerb von 1.082 Tonnen Gold ins Rampenlicht. 2023 setzten sie ihr gesteigertes Vertrauen in Gold mit ähnlich hohen Käufen fort, und auch das 1. Quartal 2024 verlief vielversprechend.

Mehrere Gründe für diesen Trend verdienen eine nähere Betrachtung:³³

- **Portfolio-Diversifizierung:** Gold dient als Instrument zur Diversifizierung des Portfolios und zur Minderung des Risikos, das mit dem Halten von Währungen und Schuldinstrumenten anderer Länder einhergeht.
- **Risikoreduktion:** Gold ist frei von Kreditrisiko, da es keinem Gegenparteirisiko unterliegt.
- **Internationale Zahlungen:** Gold kann während Zahlungsbilanzkrisen, wie sie beispielsweise während der Asienkrise 1997/98 auftraten, zur Deckung wichtiger Importe verwendet werden oder zur Stützung der nationalen Währung dienen. Zudem kann Gold als Sicherheit bei der Kreditaufnahme fungieren.
- **Anonymität:** Länder, die unter Sanktionen stehen oder von Sanktionen bedroht sind, könnten Gold als Asset betrachten, das ein gewisses Maß an Anonymität bietet.
- **Prestige:** Insbesondere bei einigen Zentralbanken in Schwellenländern besteht die Tendenz, die Goldhaltung der OECD-Länder zu imitieren. Dies geschieht oft aus Gründen des nationalen Prestiges und zur Stärkung des Vertrauens in die eigene Währung.

Our New World Disorder will be characterised by greater volatility, higher inflation and deeper financial repression.

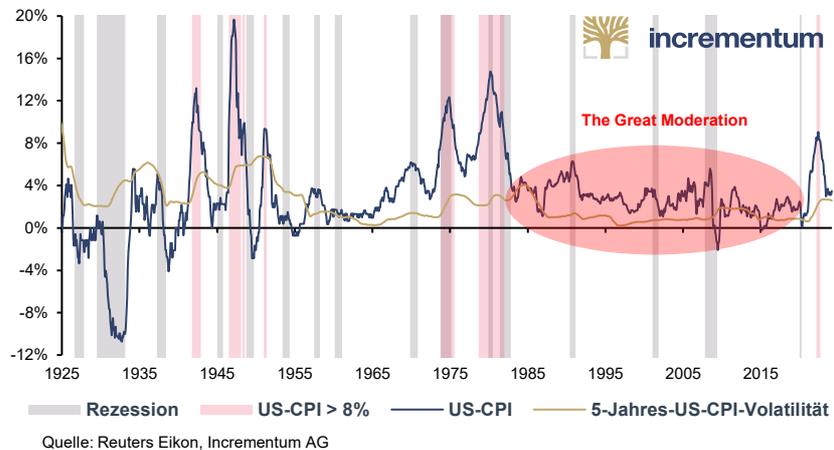
Alexander Chartres

Wie wir zuvor erläutert haben, erwarten wir in den nächsten Jahren eine erhöhte Inflationsvolatilität und mindestens noch eine weitere Inflationswelle. Vielerorts beginnt sich jedoch die Vorstellung zu verbreiten, dass die Teuerung bereits besiegt sei und wir in die wohlige Zeit der *Great*

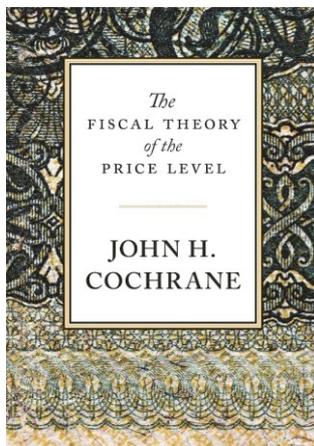
³³ Siehe „Uncharted territory“, *HSBC Gold Outlook*, 10. April 2024

Moderation zurückkehren werden. Darauf zu hoffen, ist nicht verboten. Realistisch ist diese Hoffnung allerdings nicht.

US-CPI, yoy, und 5-Jahres-US-CPI-Volatilität, 01/1925–03/2024



Aufgrund der erhöhten Inflationsvolatilität dürfte die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen weiter positiv bleiben. Dies könnte viele Portfoliomanager am falschen Fuß erwischen, insbesondere wenn sie ihre Portfolios nach dem alten Playbook gestalten.



We are not going to spend our way to prosperity. Prosperity comes from free markets and free people.

John Cochrane

Argumentatives Unterfutter für eine höhere Inflationsvolatilität und höhere Inflationsraten bietet die sogenannte *Fiskaltheorie des Preisniveaus* (engl. *Fiscal Theory of the Price Level (FTPL)*). Ein wichtiger Vertreter der FTPL ist der renommierte US-Ökonom John Cochrane. Im Unterschied zum Monetarismus erklärt dieser theoretische Rahmen erhöhte Inflationsraten nicht anhand einer zu starken Ausweitung der Geldmenge, sondern macht die Fiskalpolitik dafür verantwortlich. Die Inflation würde immer dann zulegen, wenn sich die Auffassung durchsetzt, dass der Staat seine künftigen Verpflichtungen nicht mehr vollumfänglich wird bedienen können. Technisch ausgedrückt: Inflation tritt auf, wenn der Barwert der künftigen Staatsausgaben über dem Barwert der künftigen Staatseinnahmen liegt. Anders formuliert: Die Bürger und Anleger vertrauen nicht mehr darauf, dass der Staat etwaige Defizite in der Gegenwart durch Überschüsse in der Zukunft wird ausgleichen können.

Die praktische Konsequenz für den Anleger ist, dass nicht allein die absolute Höhe der Staatsverschuldung für die Bewertung der Kreditwürdigkeit entscheidend ist, sondern auch das Vertrauen in den Staat, die künftigen Schulden zurückzahlen zu können. Das wiederum hat konkrete Folgen für die (künftige) Inflationsrate. Denn, so die FTPL, die – von den Zentralbanken emittierte – Geldmenge sollte wie eine ewige, unverzinsten Anleihe betrachtet werden.

Angesichts der aktuellen staatlichen Vielfachbelastung – Alterung, Zuwanderung, grüne Transformation, Aufrüstung, höhere Zinsbelastung – scheint es naheliegend, dass die Finanzierungsschwierigkeiten vieler Staaten zunehmen und damit – zumindest nach Ansicht der FTPL – auch die Inflation.

The aging of the US and other Western societies means that pension funds will increasingly become net sellers of assets on behalf of retirees. Who will be on the other side of such sales, and at what price?

Louis-Vincent Gave

So wie die FTPL legt auch der deutsche Ökonom Ingo Saurer in seiner umfassenden Studie „[The Lessons from 1923 for the Euro Area: Enlightening the Dark Side of \(In-\)Solvent Central Banks' Balance Sheets](#)“ den Fokus seiner Argumentation darauf, dass das entscheidende Kriterium hinsichtlich der Gefahr einer Hyperinflation nicht die schiere *Quantität* der Geldmenge ist. Vielmehr sollte die *Qualität* der Vermögenswerte, also die Aktivseite, verstärkt in den Blick genommen werden. **Die von einigen Zentralbanken wie der EZB und der BoJ praktizierte qualitative Lockerung, also das Aufkaufen schlechter Vermögenswerte, würde somit eine größere Gefahr darstellen als die Ausweitung der Geldmenge an sich.** Aufgrund der massiven Verluste der Zentralbanken infolge von Wertberichtigungen wäre angesichts der historischen Erfahrung eine Rekapitalisierung der Zentralbanken zu empfehlen. Denn es ist mehr als wahrscheinlich, dass sich die Qualität der Vermögenswerte im Hinblick auf die schwierige fiskalische Lage vieler Staaten nicht mehr substantiell verbessern wird. Das hätte zur Folge, dass der aktuelle Druck auf die Zentralbankbilanzen anhält.

Die höchst unterschiedlichen Entwicklungen in den Zentralbankbilanzen könnte man auf dieser Grundlage wie folgt

pointiert zusammenfassen: Die Bilanzen der Zentralbanken verschlechtern sich hinsichtlich der Qualität der Vermögenswerte seit Q(Q)E, während sich die Qualität der Zentralbankbilanzen im Osten durch die Aufstockung der Goldbestände verbessert.

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

Jan Nieuwenhuijs

In Schweden hat die dortige Zentralbank, immerhin die älteste ihrer Art, auf Grundlage gesetzlicher Vorgaben vor kurzem vom schwedischen Parlament ihre Rekapitalisierung gefordert. Eine Alternative wäre, den Ausgleichsposten aus Neubewertung zur Verlustabdeckung heranzuziehen. In diesem Ausgleichsposten werden etwa die Kursgewinne aus den Goldreserven verbucht, damit diese nicht als (Buch-)Gewinne ausgeschüttet werden müssen. In der EZB-Bilanz beträgt der „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ 635,1 Mrd. EUR, in der Bilanz der Deutschen Bundesbank 197,1 Mrd. EUR. Von den gesamten Passiva macht der Ausgleichsposten in der EZB-Bilanz 9,1% und damit knapp drei Mal so viel wie das Eigenkapital aus, in der Bilanz der Deutschen Bundesbank fast 8% aller Passiva.

Der Vorschlag, den Ausgleichsposten zwecks Rekapitalisierung zu aktivieren, findet sich auch im vor kurzem veröffentlichten „[Gold Investing Handbook for Asset Managers](#)“ der Weltbank. Dieser Bericht betont, dass derartige Ausgleichsposten nicht zur Abdeckung von Verlusten herangezogen werden dürfen. Für Zentralbanken, die ihre Goldreserven zum Bretton-Woods-Preis von 35 USD in ihrer Bilanz führen, sei dieses Risiko, so die Weltbank, allerdings unerheblich. **Damit dürfte die Weltbank auf die Situation in den USA anspielen.**

Sinngemäß umgesetzt haben diese Praxis in den vergangenen Jahren dennoch so unterschiedliche Länder wie etwa Italien 2002, der Libanon 2002 und 2007 sowie die Zentralbanken von Curacao und Saint Martin 2021. Letztlich ist aber auch **die Neubewertung der schweizerischen Goldreserven per 1. Mai 2000** zu nennen. Nach der Verabschiedung der neuen schweizerischen Bundesverfassung 1999

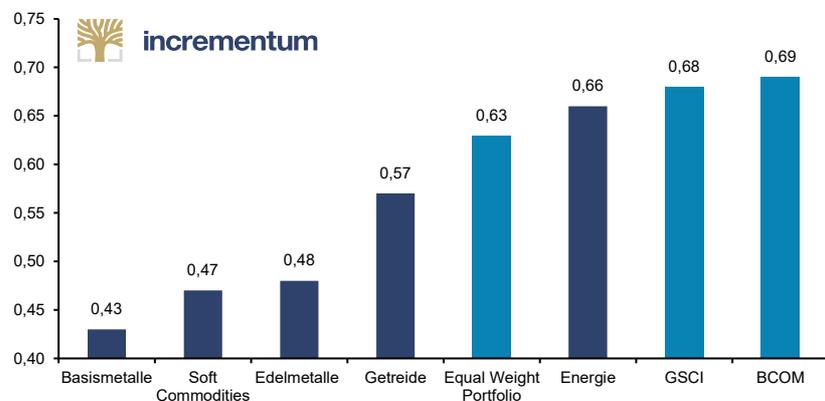
wurde die verbliebene Goldbindung des Schweizer Francs aufgehoben. Im Zuge der Neubewertung zum Marktpreis resultierte ein einmaliger außerordentlicher Aufwertungsgewinn im Ausmaß von 27,7 Mrd. CHF. In weiterer Folge wurde die Hälfte der Goldreserven veräußert.

Intelligence is the ability to adapt to change.

Stephen Hawking

Wie stellt man sein Portfolio nun auf das neue Playbook ein? Gold und Commodities ermöglichen eine Absicherung gegen unterschiedliche Spielarten der Teuerung. Industriemetalle performen bei nachfragebedingter Inflation, der Energiesektor naturgemäß dann, wenn die Teuerung durch Energiekosten getrieben wird, während Gold und Silber am besten abschnitten, wenn die Glaubwürdigkeit der Notenbanken und des Bankensystems in Frage gestellt wird.

Inflationssensitivität, 01/1972–12/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

Lady Gaga

Bereits im *In Gold We Trust*-Report 2019 „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“ waren wir hinsichtlich einer Renaissance des Rohstoffsektors positiver gestimmt als viele andere. Der Rohstoffbullenmarkt hat im letzten Jahr eine Konsolidierung vollzogen. In den letzten Monaten haben die Commodities jedoch wieder an Fahrt aufgenommen.

Eine Rohstoffallokation bietet Investoren drei potenzielle Vorteile:

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

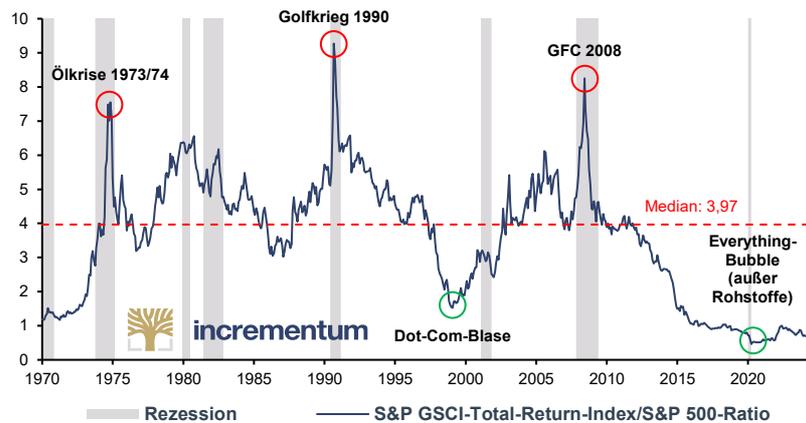
Given the evident (geo)political challenges for renewables, a contrarian take: are we moving to a fully electrified world as an end-state, or rather towards a hybrid fossil/ nuclear/ renewables world?

Alpine Macro

Sehen wir uns nun die Entwicklung der Rohstoffe relativ zum Aktienmarkt an. Treue Leser wissen, dass der folgende Chart der mit Abstand meistzitierte der *In Gold We Trust*-Reporte der vergangenen Jahre war.³⁴ Er zeigt eindrucksvoll, dass die relative Bewertung von Rohstoffen im Vergleich zu Aktien weiterhin historisch extrem günstig ist. Im Vergleich zum S&P 500 hat sich der *GSCI-Commodity-Index (TR)* von seinem historischen Tiefststand aus dem April 2020 kaum erholt. Das Ratio beträgt aktuell 0,74. Damit liegt es meilenweit von den Höchstständen entfernt und auch weiterhin deutlich unterhalb des langfristigen Medians von 3,97.

³⁴ Wir wollen uns an dieser Stelle erneut bei Prof. Dr. Torsten Dennin bedanken, der die Idee zu diesem Chart hatte.

S&P GSCI-Total-Return-Index/S&P 500-Ratio, 01/1971–04/2024

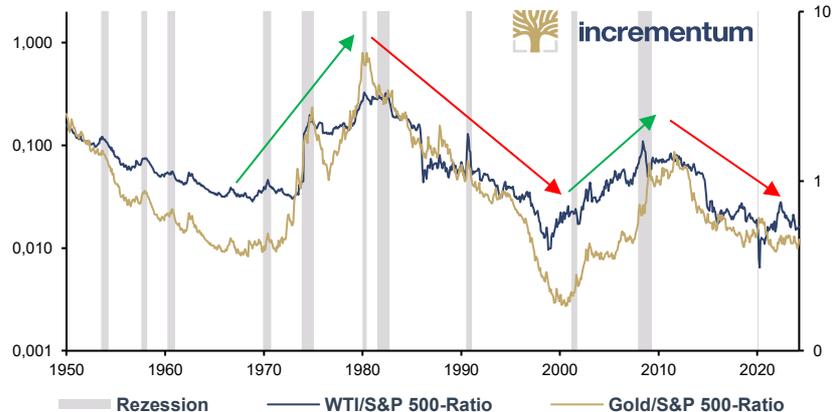


Quelle: Torsten Dennin, Lynkeus Capital, Reuters Eikon, Incrementum AG

I'm an oil man.
Daniel Plainview

Angesichts des nächsten Charts könnten wir uns eine Phase der Outperformance von Gold und Öl gegenüber dem S&P 500 in den nächsten Jahren vorstellen. **Die Zyklen verlaufen weitgehend synchron, die jeweiligen Wendepunkte sind zeitlich nur leicht verschoben, was die häufig hohe positive Korrelation von Gold und Öl widerspiegelt.**

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



Quelle: Nick Laird, Reuters Eikon, Incrementum AG

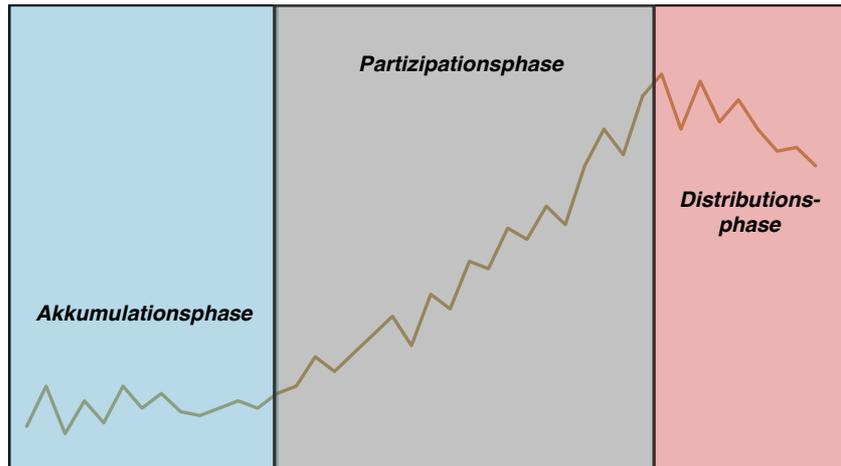
You know where I learned that from? The Don. My old man. The Godfather.

Mario Puzo,
The Godfather

Für die Standortbestimmung und das Timing von Investitionen ist die technische Analyse ein hilfreiches Werkzeug.³⁵ Eine äußerst nützliche Theorie, die u. a. auch die Grundlage der technischen Analyse bildet, ist die Unterteilung jedes Trends in 3 unterschiedliche Phasen. Diese geht auf Charles Dow, den „Godfather of Technical Analysis“, zurück.³⁶

³⁵ Siehe das Kapitel „Technische Analyse“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

³⁶ Siehe Murphy, John J.: *Technical Analysis of the Financial Markets*, 1999



Dow unterteilt jeden Trend in 3 verschiedene Phasen:

1) Akkumulationsphase: In dieser Phase kaufen antizyklisch orientierte Investoren. War der vorherige Trend abwärtsgerichtet, dann erkennen mutige Investoren an diesem Punkt, dass der Markt die schlechten Nachrichten bereits diskontiert hat.

2) Partizipationsphase: Die Kurse beginnen langsam zu steigen. Trendfolger zeigen Interesse, die Nachrichten verbessern sich und Medien publizieren 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 Phase, der 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.

Nachdem die mehrjährige Konsolidierung zu einer Zermürbung vieler Goldbullen führte, dürften wir uns nach dem Ausbruch aus der mehrjährigen Konsolidierungsformation nun in der Partizipationsphase befinden. Das Überschreiten der Allzeithochs sollte nun ein verstärktes Interesse von institutionellen Investoren und auch den Medien auslösen.

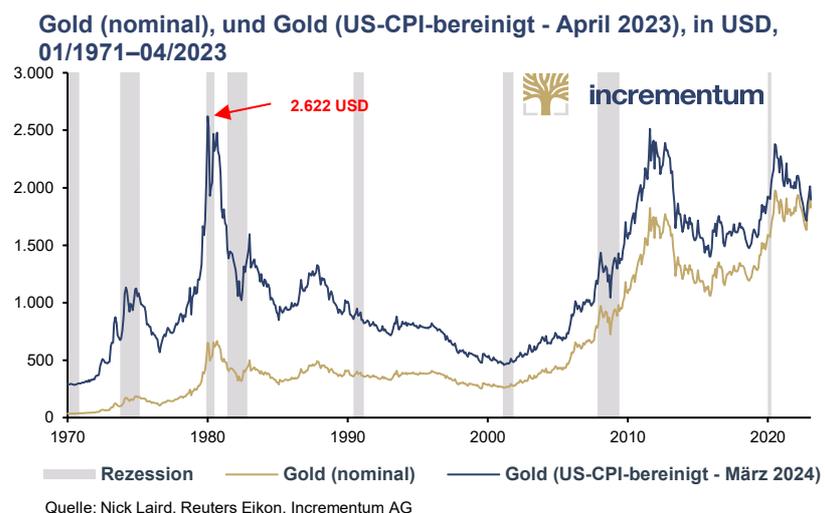
In Folge des markanten Goldpreisanstiegs drängt sich die naheliegende Frage auf: Ist Gold nun bereits zu teuer? Diese Frage hören wir häufig – von Kunden, Journalisten und Privatanlegern. Ein Vergleich verschiedener Makro- und Marktkennzahlen zum Zeitpunkt der letzten beiden säkularen Allzeithochs 1980 und 2011 mit der aktuellen Situation erhärtet unsere positive Grundhaltung. **Der Goldpreis hat definitiv weiterhin (viel) Luft nach oben.**

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

	1980	2011	aktuell
Goldpreis in USD	835	1.900	2.285
Monetäre Basis in Mrd. USD	157	2.637	5.883
M3 Geldmenge in Mrd. USD	1.483	9.526	20.767
US-Staatsschulden in Mrd. USD	863	14.790	34.563
BIP/Kopf	12.303	50.056	84.103
US-Median-Hauspreis in USD	63.700	228.100	417.700
S&P 500	111	1.174	5.036
US-Dollar-Index	86,1	75,2	106,1

Quelle: treasury.gov, Federal Reserve St. Louis, Reuters Eikon (per 30/04/2024), Incrementum AG

Und noch aus einem weiteren Grund ist die Frage, ob Gold nicht schon zu teuer sei, mit *Nein* zu beantworten. Denn in einer inflationsbereinigten Betrachtung auf Grundlage der offiziellen CPI-Zahlen hat Gold das reale Allzeithoch von 2.622 USD aus dem Jahr 1980 bei weitem noch nicht erreicht.

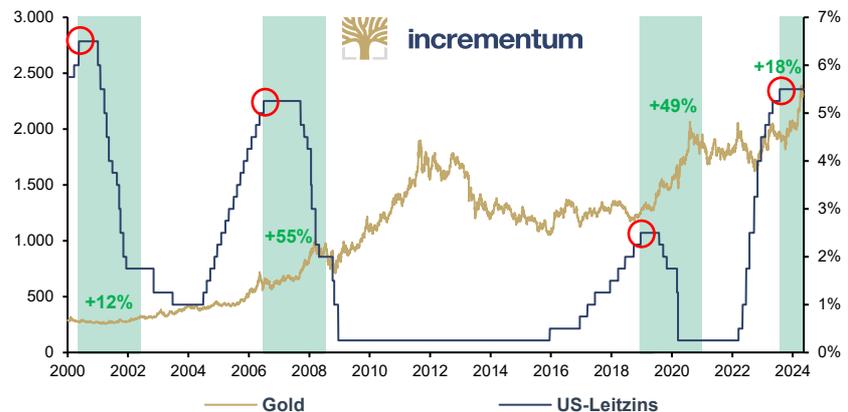


Never, ever invest in the present.
Stan Druckenmiller

Generell sind wir hinsichtlich des „Soft Landing“-Narrativs weiterhin skeptisch. Die USA werden – eher früher als später – in eine Rezession geraten. Mögliche Auslöser gibt es einige, insbesondere wenn mehrere zusammenfallen: das sich eintrübende Konsumentenvertrauen, gerade auch wegen der sich hartnäckig erweisenden Inflation; die höhere Zinsbelastung für alle Schuldner, die Probleme auf dem Immobilienmarkt; der Wegfall der Unterstützung durch das aktuell sehr hohe Budgetdefizit oder eine tatsächliche Straffung der allgemeinen Liquiditätsbedingungen.

Der nächste Chart zeigt, dass der Goldpreis in den 24 Monaten nach der letzten Zinserhöhung tendenziell Rückenwind hat. Die letzte Zinserhöhung fand am 26. Juli 2023 statt. Im Vergleich zu den letzten beiden Zyklen mit einem Plus beim Goldpreis von 55% bzw. 49% ist die aktuelle Performance mit einem Plus von 18% noch unterdurchschnittlich. Seit der letzten Zinserhöhung sind aber auch erst knapp 10 Monate vergangen.

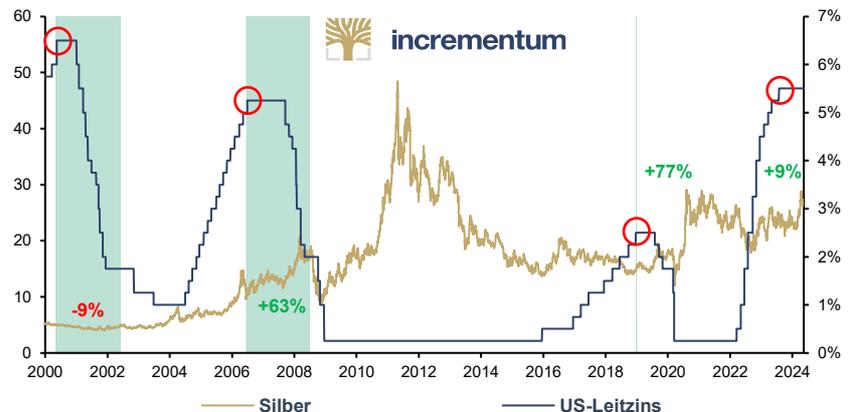
Gold, in USD (lhs), und US-Leitzins (rhs), 01/2000–04/2024



There can be as much value in the blink of an eye as in months of rational analysis.
Malcom Gladwell

Bei Silber zeigt sich ein ähnliches Bild, wenngleich der Zinssenkungszyklus Anfang der 2000er-Jahre ein Minus von 9% brachte. In den letzten beiden Zyklen stieg der Silberpreis ab der letzten Zinserhöhung um 63% bzw. um 77%. Seit der bislang letzten Zinssenkung Ende Juli 2023 hat Silber bis Ende April nur um rund 9% zugelegt.

Silber, in USD (lhs), und US-Leitzins (rhs), 01/2000–04/2024



Aus Sicht der derzeitigen Marktstimmung, der Saisonalität und des CoT-Reports würde uns aktuell eine mehrwöchige Durchschnaufphase nicht verwundern. Wir erwarten jedoch keine tiefe Korrektur, nachdem scheinbar großes Kauf-Interesse an der Seitenlinie wartet, was zu einer „Buy the dips“-Mentalität führt. Zudem sollte in der zweiten Jahreshälfte die positive Saisonalität Gold Rückenwind verleihen. Insofern scheinen die Voraussetzungen für eine Fortsetzung des Bullenmarktes aus fundamentaler und technischer Sicht hervorragend.

In Gold We Trust-Extra: Incrementum Gold/Wiesnbier-Ratio³⁷



Mit freundlicher Genehmigung von:
Exithamster

Beim kommenden Oktoberfest, das am 21. September mit dem feierlichen Bieranstich eröffnet wird, wird mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit die Marke von 15 EUR für eine Maß Bier fallen. Schließlich ist auch das Wiesnbier nicht vor der Inflation gefeit.

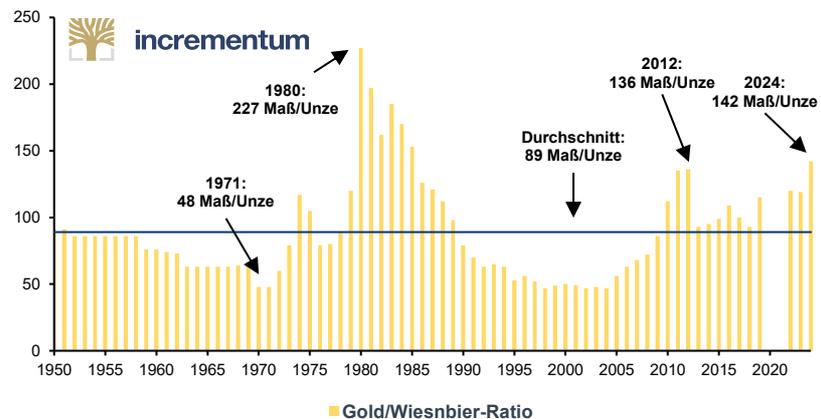
Nicht den geringsten Grund für Trübsal und Abstinenz haben Goldanleger. **Denn der Goldpreis in Euro hat die massiven Preissteigerungen der vergangenen Jahre mehr als nur aufgefangen.** Mit 142 Maß Wiesnbier pro Unze Gold zu von uns geschätzten 15,70 EUR pro Maß³⁸ wird sich der Goldanleger beim kommenden Oktoberfest gleich um 23 Maß mehr gönnen können als im vergangenen Jahr mit 119 Maß. Damit liegt die Wiesnbierkaufkraft des Goldes mittlerweile recht klar über dem 75-jährigen Durchschnitt von 89 Maß.

Alcohol is like Photoshop for real life.

Will Ferrell

Ist Gold auf der Wiesn somit bereits maßlos überteuert? Keineswegs, denn das aktuelle Ratio liegt noch deutlich unter dem absoluten Hoch von 227 Maß im Jahr 1980. Das bisherige Zwischenhoch von 136 Maß aus dem Jahre 2012 wurde aber bereits übertroffen.

Gold/Wiesnbier-Ratio, 1950–2024



Quelle: Statista, Reuters Eikon, Incrementum AG

Mei Bier is ned deppat!

Edmund „Mundl“ Sackbauer

Den goldaffinen Bierliebhaber hat Gold in der Inflationswelle jedenfalls sehr gut gegen die massive Verteuerung des Wiesnbiers geschützt. Wer auf Gold setzte, wird daher auch beim diesjährigen Oktoberfest nicht auf dem Trockenen sitzen.

³⁷ Ausführlicher widmen wir uns dem Gold/Wiesnbier-Ratio alljährlich im Herbst in einem *In Gold We Trust-Special*, wenn auf der Theresienwiese der große Trubel herrscht. Für das *In Gold We Trust-Special* aus dem Vorjahr siehe „O'zapft is! – Das Gold/Wiesnbier-Ratio 2023“, *In Gold We Trust-Special*, Oktober 2023

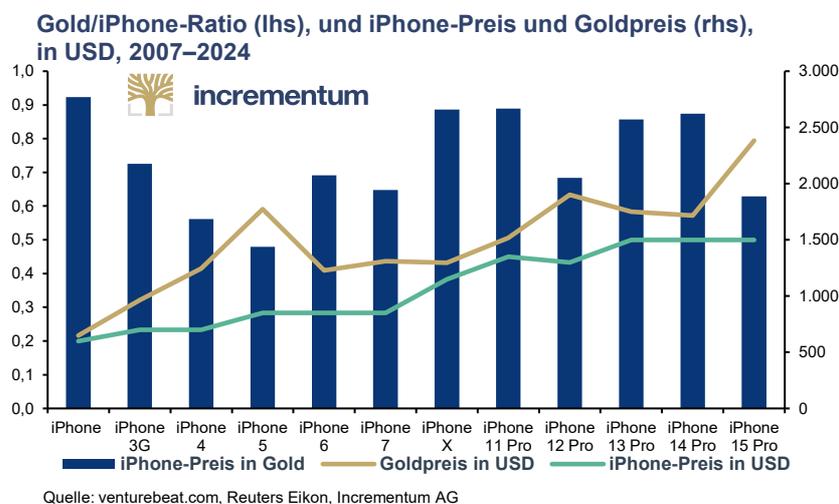
³⁸ Unterstellt haben wir, dass der Preis für die Maß Bier heuer im Ausmaß der jährlichen Wiesnbierinflationsrate der vergangenen 5 Jahre, also um 5,3%, steigen wird. Das liegt deutlich über der allgemeinen Inflationsrate von jährlich 3,8%.

In Gold We Trust-Extra: Incrementum iPhone/Gold-Ratio³⁹

You realize how old you are when you tell a kid you had phones attached to the wall. They look at you like you just said you rode dinosaurs to the iPhone store.

Chris Rock

„Apple hat die Preise für sein neuestes iPhone deutlich reduziert!“. So würde die Schlagzeile lauten, wenn man sein iPhone mit Gold bezahlte. So kostete das aktuelle Modell, das iPhone 15 Pro mit 1 TB Speicher, Mitte April nur mehr 0,63 Unzen Gold. Bei der Markteinführung im Herbst waren es noch 0,78 Unzen gewesen. Ein stark gestiegener Goldpreis in Kombination mit konstanten Verkaufspreisen ergibt einen kräftigen Rückgang der iPhone-Preise in Gold. Für das allererste iPhone 2007 mussten noch 0,92 Unzen Gold aufgewendet werden. Der Durchschnittspreis seit 2007 liegt bei 0,74 Unzen Gold.



They've done it again. The new iPhone is thinner, lighter, and faster. Because what we all really need in life is less physical presence and more speed.

Conan O'Brien

Als Goldanleger muss man für das aktuelle iPhone also deutlich weniger Gold ausgeben als noch vor 16 Jahren. Für dieses weniger an Gold erhält man allerdings viel mehr iPhone. Die Leistungsfähigkeit des iPhones 15 ist ganz eine andere als die der ersten iPhone-Generation.

	2007	2012	2017	2023	2023 vs. 2007
	iPhone	iPhone 5	iPhone X	iPhone 15 Pro	
Arbeitsspeicher	128 MB	512 MB	4 GB	6 GB	48 x
Speicher	16 GB	16 GB	512 GB	1 TB	64 x
Megapixel	2,0	8,0	12,0	48,0	24 x
Kameras	1	2	2	3	3 x
Akku	1150mAh	1440mAh	3174mAh	3650mAh	3,2 x
Auflösung	480 x 320 (163 ppi)	640 x 1136 (326 ppi)	2436 x 1125 (458 ppi)	2256x1179 (460 ppi)	2,8 x

In der Fiat-Währung US-Dollar sieht die Entwicklung hingegen gänzlich anders aus. 2007 kostete ein iPhone noch 599 USD, heute sind es wie in den beiden Vorjahren für die jeweiligen Pro-Modelle mit dem größten Speicher 1.499 USD. Das entspricht gegenüber der Erstversion des iPhones einem Preisanstieg um 150% bzw. einer jährlichen iPhone-Inflationsrate von 5,9%. **Man sieht: Gold erhöht seine Kaufkraft sogar bei Produkten, die technologisch weiterentwickelt werden.**

³⁹ Ausführlicher widmen wir uns dem iPhone/Gold-Ratio auch diesen Herbst in einem *In Gold We Trust-Special* wieder, wenn das neue iPhone präsentiert wird. Für die letztjährige Premiere des iPhone/Gold-Ratios siehe „Das iPhone/Gold-Ratio-2023“, *In Gold We Trust-Spezial*, September 2023

In Gold We Trust-Extra: Incrementum Gold/Skiticket-Ratio⁴⁰

Skiing is the only sport where you spend an arm and a leg to break an arm and a leg.

In skiing, as in life, if you're not going downhill, you're not making progress. Just remember to do it with style!

Arnold Schwarzenegger

Skifahren ist in Österreich weiterhin der Winternationalsport schlechthin, ein Ausdruck purer Lebensfreude. Wenig überraschend also, dass Wolfgang Ambros mit „Schifoan“ eine der inoffiziellen Hymnen Österreichs komponierte. Doch was passiert, wenn dieses Vergnügen zunehmend teurer wird?

Die Teuerungswelle ging auch an den „Eintrittspreisen“ in die österreichische Winterwunderwelt nicht spurlos vorüber. Gleich um 10,2% erhöhten sich die Preise für einen Index aus 11 Skigebieten⁴¹ in der vergangenen Wintersaison. Im Jahr davor waren es 8,1%. Seit der Wintersaison 1990/91 erhöhten sich die Skiticketpreise jährlich um 3,5% und damit um mehr als einen Prozentpunkt mehr als die gewöhnliche Inflationsrate.

Einmal mehr waren es aber die Goldanleger, die diese Euro-Preiserhöhungen kalt ließen. Denn für sie blieb die Kaufkraft einer Unze Gold gemessen an Tagesskikarten unverändert. Wie 2022/23 erhielt man auch im vergangenen Winter für eine Unze Gold 27,6 Tageskarten. Infolge der Goldpreisrally im Frühjahr wären es per Mitte April bereits 33 Tageskarten. Goldanleger haben somit jeden Grund zur Vorfreude auf den nächsten Winter.

Eindrucksvoll ist auch der langfristige Vergleich: Nur in drei Wintersaisons seit 1990 kaufte eine Unze Gold mehr Tagesskikarten als im vergangenen Winter. Weiters sollte auch berücksichtigt werden, dass sich die Qualität in den Skigebieten (Lifanlagen, Pistenkilometer, mechanische Beschneigung etc.) Jahr für Jahr verbessert.

Gold/Skiticket-Ratio, 1990/1991–2023/2024



Quelle: ZUKUNFT SKISPORT, Reuters Eikon, Incrementum AG

⁴⁰ Die ausführliche Darstellung dieses heuer erstmals erschienen Ratio finden Sie unter „Schifoan – Das Gold/Skiticket-Ratio 2024“, In Gold We Trust-Spezial, Jänner 2024. Ein Update publizieren wir im nächsten Winter.
⁴¹ Es handelt sich um die Skigebiete Stubai Gletscher, Kitzbühel, Obertauern, Kleinwalsertal, Arlberg, Wilder Kaiser, Sölden, Wagrain/Snow Space, Fiss, Steinplatte und Schmittenhöhe. Wir danken Günther Aigner von ZUKUNFT SKISPORT für die Daten. Mag. Aigner ist einer der renommiertesten Experten und ein Top-Speaker zum Thema. Weitere Informationen unter www.zukunft-skisport.at.

In Gold We Trust-Extra: Incrementum Gold/Benzinpreis-Ratio 2024⁴²

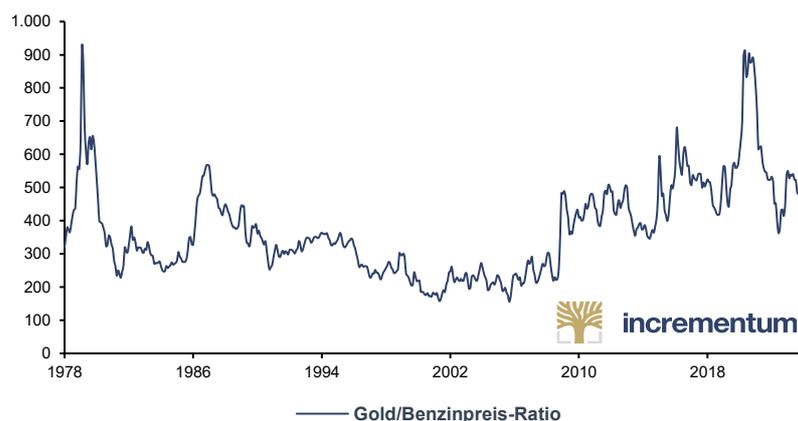
*America is a tune. It must be
sung together.*

Gerald Stanley Lee

Pünktlich zu den 4.-Juli-Feierlichkeiten werden wie jedes Jahr unzählige US-Amerikaner in ihre Autos steigen, um diesen Feiertag mit ihren Freunden und Verwandten zu begehen. Daher wollen wir jetzt schon einen Blick darauf werfen, wer beim Befüllen des Tankes ins Schwitzen gerät, nicht wegen der sommerlichen Hitze, sondern aufgrund der Spritkosten. Unser neues Gold/Benzinpreis-Ratio zeigt zweifelsfrei, dass Goldanleger keinen Grund für schlaflose Nächte haben müssen, auch wenn die Benzinpreise für US-amerikanische Verhältnisse weiterhin als überdurchschnittlich hoch zu bezeichnen sind.

Eine Unze Gold kauft per Mitte April bereits mehr als 650 Gallonen Sprit. Nur Ende der 1970er-/Anfang der 1980er-Jahre bekam der Autofahrer kurzfristig mehr Treibstoff für sein Gold, ebenso im Jahr 2020. Dieses Hoch war jedoch aufgrund der nachfragedämpfenden Corona-Beschränkungen bloß ein theoretischer Wert.

Gold/Benzinpreis-Ratio, 01/1978–04/2024



Quelle: Federal Reserve St. Louis, World Gold Council, Incrementum AG

*Nothing but harmony, honesty,
industry, and frugality are
necessary to make us a great and
happy people.*

George Washington

Für den Autofahrer ist nicht allein entscheidend, wie viele Gallonen er mit einer Unze kaufen kann, sondern wie weit er damit kommt. Und die Reichweite pro Unze Gold ist abhängig vom Durchschnittsverbrauch. Dieser ist in den vergangenen Jahrzehnten deutlich gesunken – und zwar seit 1978 um rund 50%. Anders ausgedrückt: Kam man Ende der 1970er-Jahre mit einer Gallone knapp 17 Meilen weit, sind es heute fast doppelt so viele. Das bedeutet: Konnte man 1978 mit einer Unze Gold rund 5.200 Meilen zurücklegen, so sind es Mitte April mit rund 23.000 Meilen rund viereinhalb Mal so viele.

Egal ob am Oktoberfest, im Apple-Store, auf den Skipisten oder an der Tankstelle – wer in Gold anlegt, bekommt überall einen Sonderrabatt auf die Euro- bzw. die US-Dollarpreise. Anders gesagt: Er bekommt deutlich mehr für sein Gold als jeder andere für sein (Papier-)Geld.

⁴² Eine ausführliche Darstellung veröffentlichen wir in der zweiten Juni-Hälfte, pünktlich vor den Feierlichkeiten zum US-Unabhängigkeitstag am 4. Juli.

TSX-V: RSMX | OTCQB: RSXMF

REGENCY-SILVER.COM

High Grade
Gold-Copper-Silver
discovery in Mexico



REGENCY SILVER

Das Meistern des neuen Gold-Playbooks

„You are never really playing an opponent. You are playing yourself, your own highest standards, and when you reach your limits, that is real joy.“

Arthur Ashe

- Die neuen Gesetzmäßigkeiten am Goldmarkt erfordern ein Umdenken hinsichtlich der traditionellen Asset-Allokation und der Portfoliokonstruktion. Unsere historische Analyse zeigt, dass eine optimale Gold-Allokation im Bereich von 14–20% liegt. Angesichts der aktuellen Marktbedingungen erscheint jedoch eine erhöhte Allokation von etwa 25% angemessen.
- Der Goldpreis wird von neuen Katalysatoren getrieben. Dadurch wird Gold aufgewertet wie seinerzeit die Dame im Schachspiel.
- Neben Gold gibt es weitere Profiteure des neuen Regelwerks: Rohstoffe, die vom Bauernopfer zum Stabilitätsanker im Portfolio aufgestiegen sind, und Bitcoin als neue Spielfigur, die sich am Spielfeld etabliert.
- Die Risiken für Aktien und Anleihen haben zugenommen. Insbesondere Anleihen spielen im neuen Gold-Playbook nur noch eine untergeordnete Rolle: „Anything but Bonds“ (ABB) lautet das neue Credo.
- Nach dem geglückten Ausbruch des Goldpreises ist nun die Zeit für *Performance-Gold* gekommen. Minenaktien sind jedoch kein einfaches Buy-and-hold-Investment, sondern verlangen ein aktives Management.
- Eine aktive Minenaktien-Strategie mithilfe unseres neuen, proprietären *Incrementum Active Aurum*-Signals ist einer passiven Strategie sowohl aus Performance- als auch aus Risikosicht deutlich überlegen.

Ein neues Regelwerk

We refresh our wardrobes when they go out of style and renovate our kitchens when they're no longer in vogue. When it comes to our knowledge and opinions, though, we tend to stick to our guns.

Adam Grant

Gleich einem erfahrenen Schachspieler, der seine Strategien an die Züge seines Gegners anpasst, erfordert die Investment-Welt ein ähnliches Maß an Flexibilität. Investoren müssen sich bewusst sein, dass die Investment-Welt kein statisches Terrain ist. Vielmehr gleicht sie der Komplexität eines 3D-Schachspiels.

In den vergangenen Jahren hat sich eine Vielzahl von strukturellen Veränderungen ergeben, die nicht nur den Goldmarkt, sondern das gesamte Finanzsystem und die geopolitische Landschaft geprägt haben. Diese Transformationen erfordern aus unserer Sicht die Ausarbeitung eines neuen Gold-Playbooks.

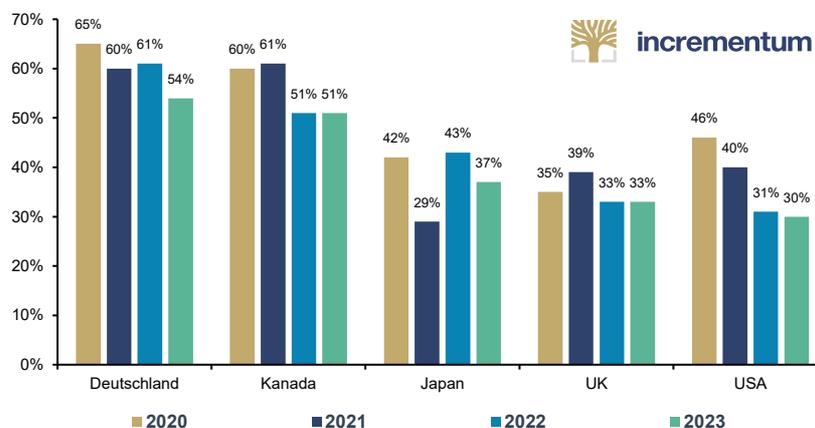
Ein Spiel ohne Vertrauen

Trust is the currency of our generation.

Kimbal Musk

Vertrauen ist der Schlüssel: Überall dort, wo das Vertrauen schwindet, werden Alternativen gesucht. Diese Dynamik haben wir im *In Gold We Trust*-Report 2019 „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“ eingehend beschrieben. Seitdem ist das Vertrauensniveau nicht wieder angestiegen. Im Gegenteil, das Vertrauen in politische Entscheidungsträger hat gerade auch wegen der Inflationswelle der vergangenen Jahre weiter abgenommen.

Vertrauen in die Regierung*, 2020–2023



Quelle: Gallup, Incrementum AG

*Prozentsatz der Personen, die Vertrauen in die Regierung haben.

In der Finanzwelt wird vermehrt versucht, diesem Vertrauensverlust in die Institutionen durch einen höheren Grad an Unabhängigkeit entgegenzuwirken.⁴³ Doch welche Assets sind unabhängig?

Investors should diversify across asset classes, geographies, and sectors to protect against unexpected events that can affect their portfolios.

Harry Markowitz

Aktien sind sehr stark von wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen abhängig. Änderungen in der Gesetzgebung, politische Entscheidungen oder internationale Ereignisse können sich direkt auf das Geschäftsumfeld auswirken. Darüber hinaus können Sanktionen und Regulierungen bestimmte Branchen oder Unternehmen stark beeinträchtigen. Anleihen sind besonders von Zinsänderungen, Bonitätsrisiken und anderen makroökonomischen Faktoren

⁴³ Siehe „Gold als Portfolioversicherung“, *In Gold We Trust*-Report 2016

abhängig. Beide Assetklassen werden außerdem immer vom jeweiligen Standort und von wirtschaftspolitischen Entscheidungen beeinflusst und sind somit nicht als unabhängige Assets zu klassifizieren.

Auf der Suche nach alternativen Investments sind Verbrauchsrohstoffe in den Fokus geraten. Diese manifestieren ihre Unabhängigkeit dadurch, dass die meisten in unterschiedlichsten Gegenden der Welt vorkommen bzw. angebaut werden können. Trotz dieser Unabhängigkeit ist das Angebot oft ungleich verteilt, weshalb das Risiko besteht, durch politische Entscheidungen als Spielzeug im geopolitischen Machtspiel missbraucht zu werden. Auch deswegen haben Konzepte wie Re-Shoring, Near-Shoring und Friend-Shoring seit dem Ausbruch des Ukraine-Krieges eine Konjunktur erfahren.

Die Geschichte des Goldes ist die Geschichte der Freiheit.

Hans Sennholz

Rohstoffe, die als Wertspeicher (Store of Value) dienen, weisen einige Ähnlichkeiten mit Verbrauchsrohstoffen auf, erfüllen aber eine andere Funktion, wodurch sie sich der Gefahr des Missbrauchs als politisches Instrument entziehen können. Sie sind daher weitestgehend unabhängig. Das bekannteste und älteste Asset dieser Art ist Gold. In diese Kategorie fallen nach unserem Verständnis jedoch auch andere Vermögenswerte wie etwa Silber und Bitcoin. Silber verkörpert eine Hybridform aus Wertspeicher und Verbrauchsrohstoff, da es aufgrund seiner Eigenschaften sowohl monetären als auch technologischen bzw. industriellen Nutzen besitzt.

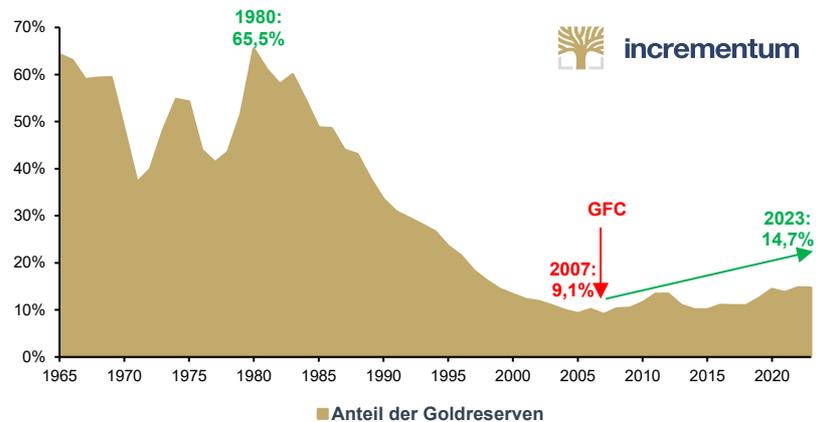
Gold und Bitcoin sind konzeptuell eng miteinander verbunden. Der Wert beider Assets ergibt sich gerade aus der Nicht-Konfiszierbarkeit durch Inflation und infolge von Bankzusammenbrüchen, sowie – im Falle von Bitcoin – auch durch staatliche Enteignung. In einem Fiat-Währungssystem ist es genau das, was Store-of-Value-Gütern ihren Wert verleiht. Die jüngsten Anstiege bei Gold und Bitcoin spiegeln wider, dass der Markt die Portfolioeigenschaft der Nicht-Konfiszierbarkeit höher bewertet.

Liberty is meaningless if it is only the liberty to agree with those in power.

Ludwig von Mises

Die Tatsache, dass Gold als unabhängige Investment-Alternative nicht erst seit dem Ausbruch neuer geopolitischer Konflikte bzw. der Eskalation alter Konflikte heiß begehrt ist, wird durch die folgende Statistik untermauert: **Der Gold-Anteil der Währungsreserven der Notenbanken steigt seit der Finanzkrise 2008/09 an und liegt laut Daten des IWF und des WGC per Q4/2023 mittlerweile bei knapp 15%.**

Anteil der Goldreserven, in % der gesamten Zentralbankreserven, 1964–2023



Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG

Zum Vergleich: Der Anteil des US-Dollars an den globalen Währungsreserven ist von 71% im Jahr 2000 auf 58% in Q4/2023 gefallen.

Anteil der USD-Währungsreserven, Q1/2000–Q4/2023



Quelle: IWF, Incrementum AG

Because gold has multiple sources of demand and supply as compared to other major asset classes, its liquidity is less likely to dry up during times of market volatility.

Kamol Alimukhamedov

Diese Zahlen verdeutlichen nicht nur den Trend der zunehmenden Diversifizierung der Währungsreserven, sondern auch die anhaltende Bedeutung von Gold als Währungsreserve. Tatsächlich ist die Bedeutung von Gold in den vergangenen Jahren sogar wieder gestiegen, was seine Rolle als ultimatives Absicherungsvehikel gegen politische und wirtschaftliche Unsicherheiten unterstreicht.

Wir halten es für wahrscheinlich, dass Gold, aber auch andere Store-of-Value-Assets als Sieger aus diesem Spiel des erodierenden Vertrauens hervorgehen werden. Denn in einem Umfeld, in dem das Vertrauen auf dünnem Eis steht und die Vergangenheit als Grundlage für Vertrauen dient, wenden sich viele Spieler dem Golde zu.

Points become games become sets become tournaments, and it's all so tightly connected that any point can become the turning point. It reminds me of the way seconds become minutes become hours, and any hour can be our finest. Or darkest. It's our choice.

Andre Agassi

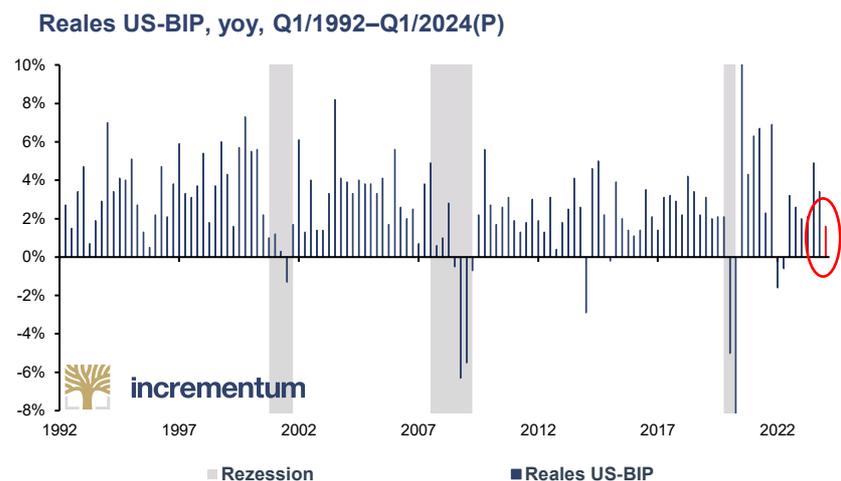
Fiskalische Dominanz löst monetäre Dominanz ab

Ein bedeutender Wandel im neuen Gold-Playbook verschiebt den Fokus von der geldpolitischen Dominanz hin zu einem stärkeren Gewicht der Fiskalpolitik als Stimulans für die Realwirtschaft. Diese Transformation ist seit einigen Jahren zu beobachten und hat seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie an Dynamik gewonnen, als viele Regierungen sich in einen regelrechten Rausch expansiver fiskalpolitischer Maßnahmen gespielt haben.

Dieser Entwicklung haben wir in unserem *In Gold We Trust*-Report 2021 „**Monetärer Klimawandel**“ besondere Aufmerksamkeit geschenkt, als wir schrieben:

„Der fiskalische Konservatismus ist schon seit geraumer Zeit im Rückzug. [...] Doch spätestens seit der Pandemie finden Regierungen zunehmend Gefallen an ihrer Rolle als ‚Big Spender‘. Ob schuldenfinanzierte Fördertöpfe für ‚grüne‘ Unternehmen oder permanente Transferzahlungen an immer größere Teile der Bevölkerung, es gibt immer mehr Ziele, die als so wichtig angesehen werden, dass für diese eine höhere Verschuldung in Kauf genommen wird. [...] Immer mehr Aspekte der ‚Modern Monetary Theory‘ (MMT) scheinen nun einem Praxistest unterzogen zu werden.“⁴⁴

Im vergangenen Jahr zeichneten wir im *In Gold We Trust*-Report 2023 „**Showdown**“ das Porträt eines bevorstehenden geldpolitischen Showdowns und der drohenden US-Rezession beginnend mit Q4/2023 bis Q1/2024. Doch bis zuletzt zeigt die US-Wirtschaft kaum Anzeichen eines konjunkturellen Rückgangs, auch wenn die erste BIP-Schätzung für Q1/2024 mit 1,6% deutlich hinter den Erwartungen blieb.



The financial crisis happened because no-one could actually say out loud how bad things were.

Mark Ravenhill

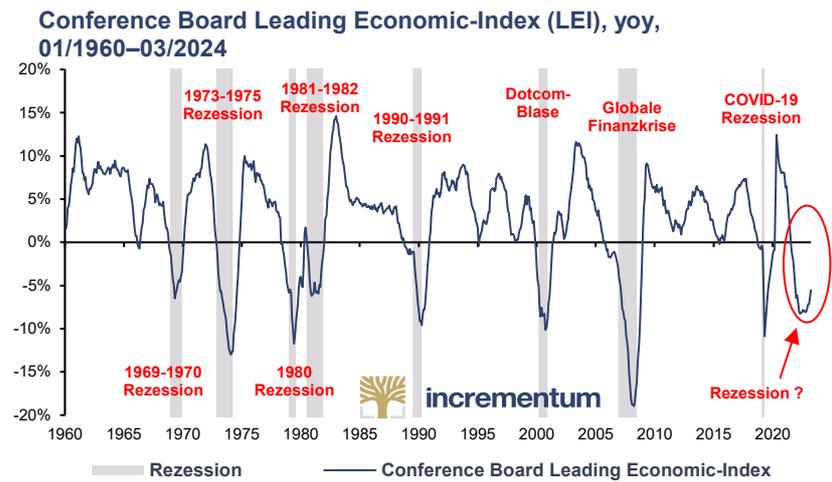
Zahlreiche Frühindikatoren zeigen ein wesentlich trüberes Bild der US-Wirtschaft und der Weltwirtschaft im Allgemeinen. In diesem wirtschaftlichen Gewitter spielten der *Leading Economic-Index* (LEI), die Inversion der Zinsstrukturkurve und die Krise des Regionalbankensektors in den USA eine zentrale Rolle.

⁴⁴ „Einleitung“, *In Gold We Trust*-Report 2021, S. 6

*Please don't call me arrogant,
but I'm European champion and
I think I'm a special one.*

Jose Mourinho

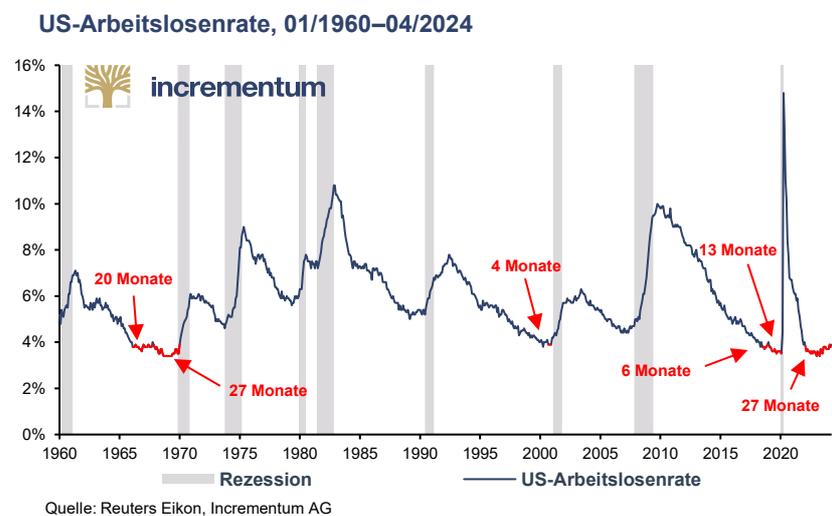
Die Entwicklung des LEI, der 10 Frühindikatoren zusammenfasst und darauf ausgerichtet ist, die Dynamik der Wirtschaft für die kommenden Quartale vorherzusagen, hat sich in den vergangenen Monaten leicht aufgehellt. **Im Falle eines Soft-Landing-Szenarios wäre dies das Ende einer beeindruckenden Erfolgsserie, die der LEI in den vergangenen Dekaden verzeichnet hat: die präzise Vorhersage aller Rezessionen in den USA seit 1970.**



*Die Wirtschaft ist wie eine
Achterbahn: Es gibt Höhen und
Tiefen, aber letztendlich geht es
voran.*

Richard Branson

Der *Consumer-Sentiment-Index* der *University of Michigan* stieg von November 2023 innerhalb von zwei Monaten um 17,7 Punkte auf 79, der stärkste zweimonatige Anstieg seit 1991. Im April stand er bei 77,2 und damit immer noch auf einem robusten Level. **In der Zwischenzeit bleibt die Arbeitslosenquote seit 27 Monaten ununterbrochen unter 4%, was den längsten Zeitraum auf Vollbeschäftigungsniveau in mehr als 50 Jahren darstellt.** In der Geschichte gab es nur zwei Phasen der Vollbeschäftigung, die mindestens genauso lang andauerten: in den 1960er-Jahren mit 27 aufeinanderfolgenden Monaten sowie in den frühen 1950er-Jahren mit 35 Monaten.

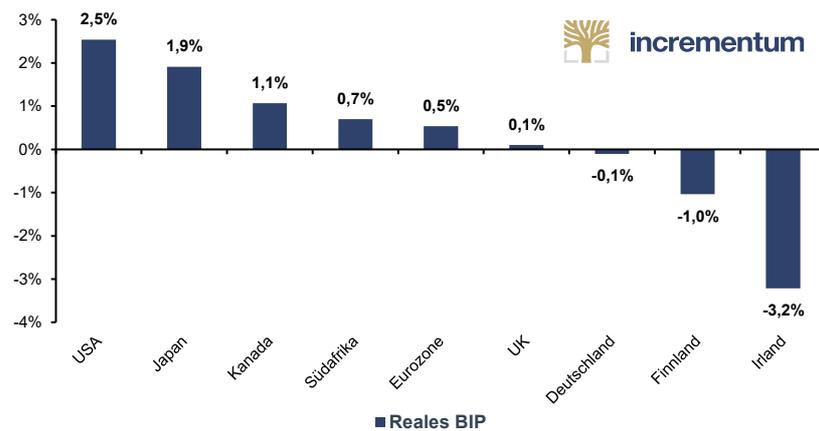


So foul a sky clears not without a storm.

William Shakespeare

In Europa wurde der Zusammenbruch der Credit Suisse als Sturmzeichen in den Wirtschaftshorizont gemalt. Angesichts dieser düsteren Wolkenformationen aus negativen Wirtschaftsanzeichen und Frühwarnindikatoren, die in der Vergangenheit mit bemerkenswerter Treffsicherheit das Herannahen einer Rezession voraussagten, lag die Erwartung einer solchen wirtschaftlichen Sturmfront nahe. Während sich viele europäische Länder tatsächlich unter den prognostizierten Rezessionswolken wiederfanden und teilweise immer noch darin verweilen, zogen diese Wolken an der US-Wirtschaft vorbei.

Reales BIP im Ländervergleich, yoy, 2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

You can change your wife, your politics, your religion, but never, never can you change your favorite football team.

David Beckham

Waren unsere Analysen also fehlerhaft? Fakt ist, die USA befinden sich weiterhin nicht in einer Rezession. Diese Prognose ist danebengegangen, genauso wie der legendäre Elfmeter von David Beckham im EM-Viertelfinale 2004. Als Hauptursache hierfür sehen wir die zwar abflauenden, aber nach wie vor intakten Effekte der fiskalischen Stimuluspakete, die insbesondere den US-Konsum bislang auf hohem Niveau halten.

Savings and investment are indissolubly linked. It is impossible to encourage one and discourage the other.

Murray Rothbard

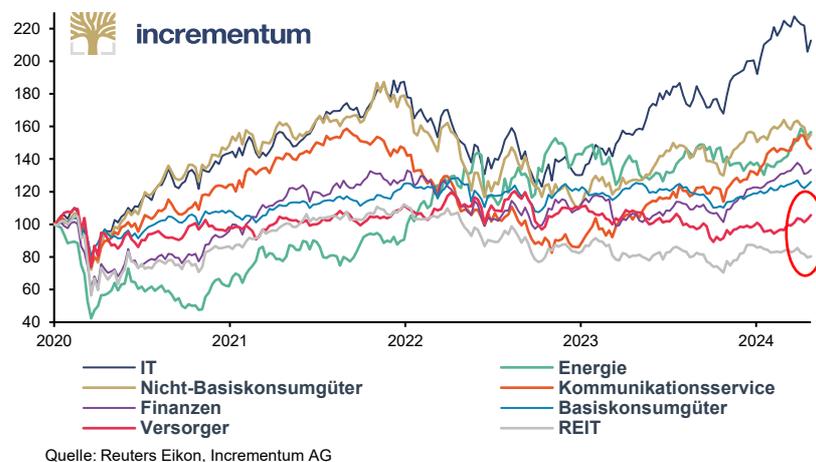
Der nächste Chart illustriert diesen fiskalischen Effekt. Während die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte im Zuge der Stimuluspakete in die Höhe schossen, sind die Ausgaben infolge der Corona-Maßnahmen und der allgemeinen Verunsicherung stark eingebrochen. Es hat sich also eine Konsumlücke gebildet, die zur Folge hatte, dass die Sparquote deutlich angestiegen ist. Momentan befindet sich die Sparquote jedoch mit 3,2% wieder auf einem niedrigen Niveau. **Vor der Corona-Pandemie wurde ein solch niedriger Wert zuletzt im September 2008 verzeichnet. Anders gesagt: Der US-Konsument, vor allem im unteren Einkommenssegment, lebt immer öfter von der Hand in den Mund.**

Verfügbares Einkommen, und Ausgaben, in Mrd. USD, 01/2015–03/2024



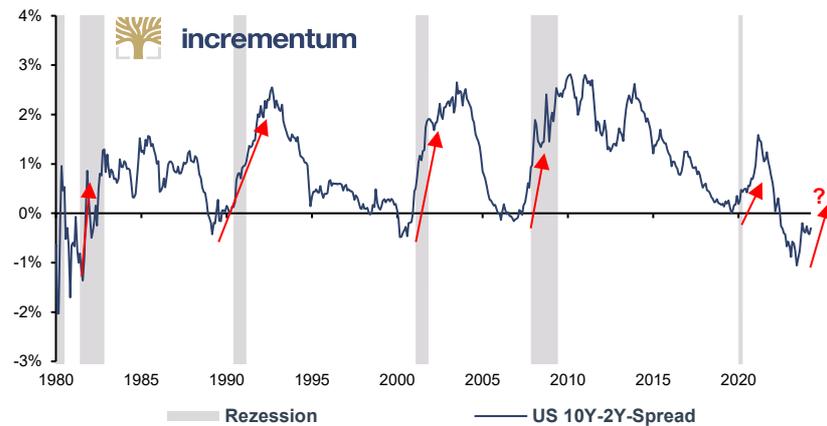
Dass der Faktor der fiskalischen Dominanz derzeit im wahrsten Sinne des Wortes eine tragende Rolle für die US-Wirtschaft spielt, zeigt sich auch an der Sektor-Performance des S&P 500. Während konsumgetriebene Sektoren derzeit auf Allzeithoch-Jagd sind, befinden sich zinssensitive Sektoren weit unter ihren Höchstständen.

MSCI USA Sektor-Performance, in USD, 01/2020–04/2024



Dennoch sollten wir bedenken: Historisch betrachtet trat eine Rezession in den USA erst dann ein, wenn sich die Inversion der Zinsstrukturkurve normalisierte. Insofern wagen wir es nicht, zu behaupten, dass die Rezessionswolken endgültig vorbeigezogen sind. Die aktuelle Euphorie, die von einem „Hard Landing“ zu einem „Soft Landing“ und schließlich zu einem „Nevercession“-Szenario mutierte, und das bei stark steigenden Zinsen, erinnert uns an die trügerische Stimmung vor der Finanzkrise 2007.

US 10Y-2Y-Spread, 01/1980–04/2024



In dieser Hinsicht mögen unsere Rezessionsprognosen im vergangenen Jahr etwas voreilig gewesen sein – zumindest für die USA. Doch ungeachtet dessen haben viele Volkswirtschaften weltweit im vergangenen Jahr eine Rezession durchlebt oder befinden sich weiterhin im Schatten der Rezessionswolken. **Sollte die Rezession nicht eintreten, so wäre dies ein bemerkenswertes Beispiel für die zunehmende Dominanz fiskalpolitischer Maßnahmen – und damit eine zentrale Änderung im neuen Gold-Playbook.**

Gamechanger „Strukturelle Inflation“

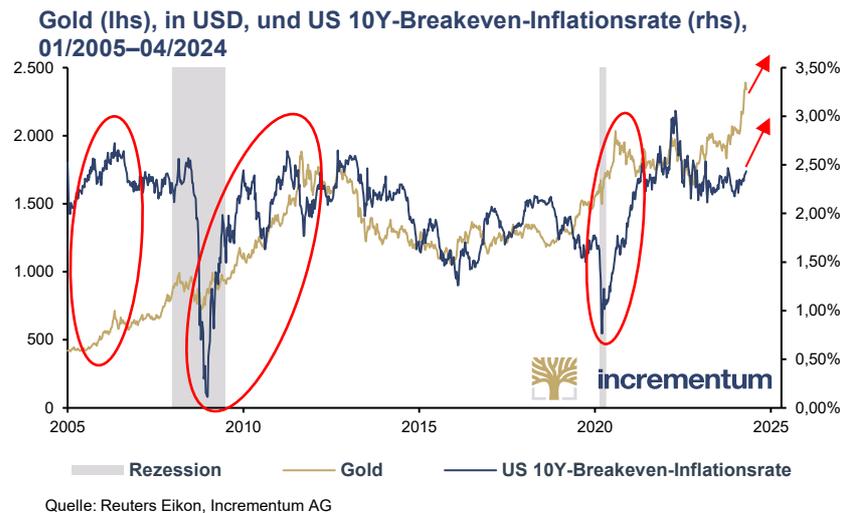
Im neuen Gold-Playbook gilt es, einen weiteren Aspekt zu beachten: strukturell höhere Inflationsraten, die mit einer erhöhten Inflationsvolatilität einhergehen.

Inflation ist wie Ketchup: Wenn sie erst einmal aus der Flasche ist, ist sie schwer unter Kontrolle zu bringen.

Harold Wilson

Steigende Zinsen, wie wir sie zuletzt gesehen haben, führen einerseits zu einer Reduzierung der Kreditvergabe durch Banken, was disinflationär wirkt. Andererseits führen diese jedoch aufgrund steigender Zinszahlungen auch zu einem Anstieg des Haushaltsdefizits und der Schulden. Die Instrumente der Zentralbank verlieren also bei hohen und steigenden Schulden an Wirksamkeit. Die Quelle der Inflation liegt demnach nicht mehr vorrangig in der Kreditvergabe der Banken und der Geldpolitik, sondern verstärkt in den hohen Defiziten der Regierung. **Dadurch herrscht ein strukturell pro-inflationäres Umfeld.**

Grundsätzlich reagiert der Goldpreis positiv auf steigende Inflationserwartungen, wie man zuletzt im Jahr 2020 gut erkennen konnte. Das neuerliche Einpreisen eines höheren Inflationsrisikos hätte demnach allen Erwartungen nach erneut einen positiven Effekt auf die Entwicklung des Goldpreises.



I'm not the same person I was when I bit that guy's ear off.

Mike Tyson

Nach 40 Jahren der *Great Moderation* wirkt ein hartnäckig höheres Inflationsniveau wie ein unerwarteter Kinnhaken, der Erinnerungen an den legendären Boxkampf zwischen Mike Tyson und James „Buster“ Douglas im Jahr 1990 aufkommen lässt, als der vermeintliche Underdog den scheinbar unbesiegbaren Champion völlig überraschend besiegte.

The war on inflation is over. We won, at very little cost.

Paul Krugman

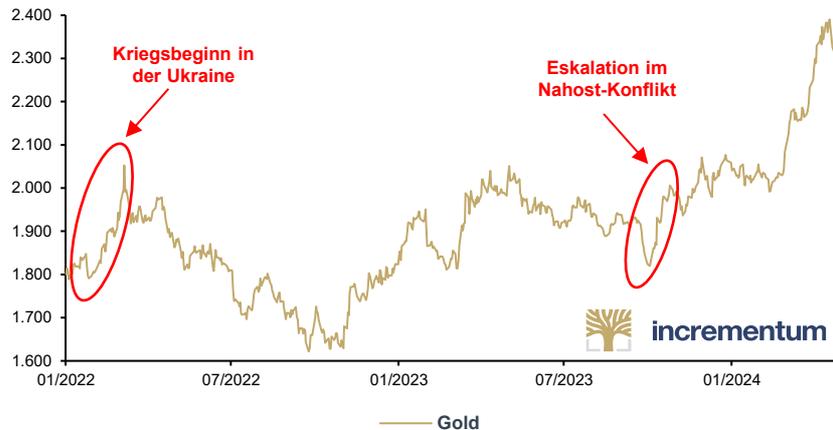
Die Inflationswelle von 2022 könnte bloß ein Vorgeschmack darauf gewesen sein, was noch auf uns zukommt. Denn die Fiskalpolitik treibt zunehmend die Geldpolitik vor sich her. Dass derzeit vor allem in der Eurozone das Narrativ des Sieges über die Inflation vorherrscht, zeigt jedoch, dass man sich zweimal vom gleichen Zug überraschen lassen könnte.

Konfrontative Teamkonstellationen

Eine lesenswerte Studie von Baur und Smales verdeutlicht, dass geopolitische Risiken und eine geopolitische Bedrohungslage einen größeren Einfluss auf die Goldpreisbildung haben als tatsächliche Kriegshandlungen. Goldkäufe, die zeitlich mit politischen, ökonomischen oder finanziellen Schocks korrelieren, stärken diese These und zeigen die enge Verbindung zwischen geopolitischen Ereignissen und den Schwankungen des Goldmarktes auf, wie auch Arslanalp, Eichengreen und Simpson-Bell in ihrer Studie zeigen.

Gestützt werden die Studienergebnisse in der jüngeren Vergangenheit durch das Verhalten des Goldpreises nach dem Kriegsausbruch in der Ukraine bzw. dem wiederaufkeimenden Konflikt im Nahen Osten, als der Goldpreis in beiden Fällen zumindest kurzzeitig stark ansteigen konnte.

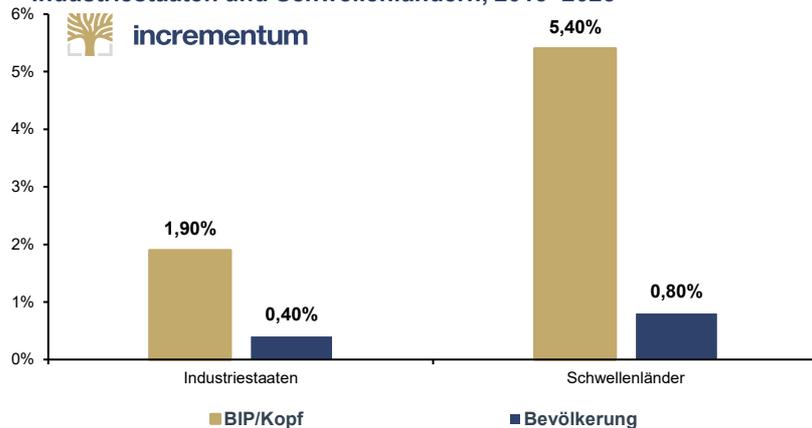
Gold, in USD, 01/2022–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Neben der währungspolitischen Auseinandersetzung zwischen Ost und West trägt der demographische Wandel dazu bei, dass sich das Zentrum der Goldnachfrage immer weiter gen Osten bewegt.⁴⁵

10-Jahres-CAGR des BIP/Kopf, und der Bevölkerung in Industriestaaten und Schwellenländern, 2013–2023



Quelle: worldeconomics.com, Incrementum AG

One of the factors that contributes to the great confidence in the United States dollar which exists the world over is undoubtedly our large gold holdings... [I]nternational agreement is not a substitute for gold.

Harry Dexter White

2024 werden rund 50% des Welt-BIPs von den Schwellenländern erwirtschaftet. Vor einem Vierteljahrhundert waren es lediglich 19%. Dass dieses Wachstum nicht nur auf das doppelt so hohe Bevölkerungswachstum zurückzuführen ist, zeigt die Entwicklung des BIP pro Kopf, das von 2013–2023 im Schnitt jährlich um rund 5,4% gewachsen ist. Das zunehmende wirtschaftliche Potenzial der wachsenden Bevölkerung in Schwellenländern ist somit eine entscheidende Triebkraft, die in den kommenden Jahren voraussichtlich eine anhaltend robuste physische Nachfrage nach Gold garantieren wird.

Neben der zunehmenden Konsumnachfrage wird Gold auch verstärkt von den Zentralbanken der aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien nachgefragt werden, die auch aus kulturellen und religiösen Gründen eine starke Präferenz für das Edelmetall zeigen und entscheidend zu einer Verschiebung des globalen

⁴⁵ Siehe das Kapitel „Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold“ in diesem In Gold We Trust-Report sowie „The Rise of Eastern Gold Markets: An Impending Showdown with the West“, In Gold We Trust-Report 2023

Goldmarktes von West nach Ost beitragen. Während die Industriestaaten ihre Goldreserven seit der Bretton-Woods-Ära bestenfalls unverändert gelassen haben, verfolgen Schwellenländer konsequent die Aufstockung ihrer Goldbestände. Diese strategische Neuausrichtung reflektiert das Bestreben nach unabhängigeren Währungsreserven.

In der Tat können nichtfinanzielle Faktoren wie beispielsweise historische Erfahrungen eine entscheidende Rolle bei der Erklärung der Goldbestände von Zentralbanken spielen. **So haben Monnet und Puy gezeigt**, wie die institutionellen Gewohnheiten aus der Zeit des Goldstandards auch noch Jahrzehnte später die geldpolitischen Entscheidungen beeinflussten. In anderen Worten: **Das kollektive Gedächtnis einer Zentralbank prägt maßgeblich die Höhe der Goldreserven.**

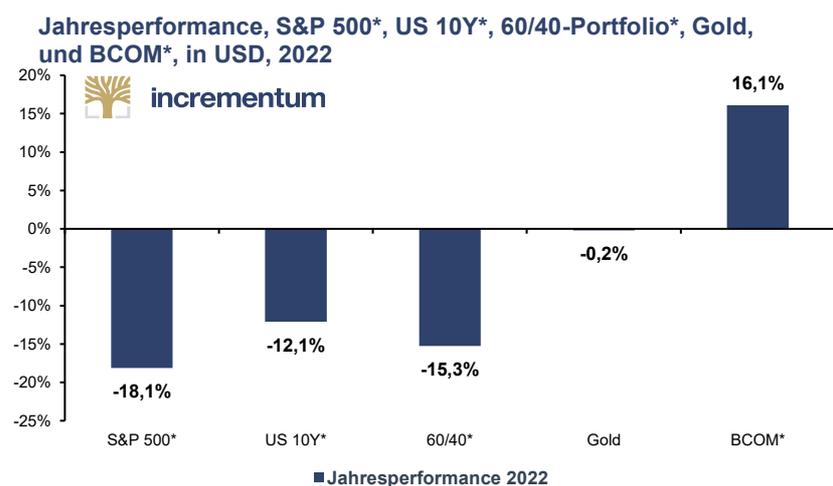
I'm a defender. I'm there to defend.

Ruben Dias

Das Spiel wird rauer

Zu guter Letzt beginnt in der Investmentwelt eine neue Ära, die mit einem veränderten Zins-Paradigma einhergeht. Die Zeit der ultralockeren Geldpolitik und der anhaltenden Nullzinspolitik gehört der Vergangenheit an – zumindest vorerst.

Ein strukturell höheres Zinsniveau erfordert eine Neubewertung der Investmentstrategien. Denn erst kürzlich waren wir Zeugen davon, wie anfällig Aktien und Anleihen in einem Umfeld erhöhter Inflation und steigender Zinsen sind. Rohstoffe hingegen erwiesen sich 2022 mit einer positiven Jahresperformance von 16,1% als hervorragender Hedge, während eine Goldbeimischung im Portfolio die Verluste zumindest deutlich abgedämpft hätte.



Gold und Rohstoffe haben gegenüber Aktien und Anleihen den entscheidenden Vorteil, dass sie kein Ausfallrisiko haben. Die Integration alternativer Anlageklassen bietet daher eine sinnvolle Diversifizierung des Portfolios, nicht zuletzt aufgrund ihrer geringen Korrelation.

**Rollierende 1-Jahres-Korrelation von BCOM* vs. 60/40-Portfolio*,
und Gold vs. 60/40-Portfolio*, 01/2002–04/2024**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG
*Total Return

Das neue Gold-Playbook in der Umsetzung

The Heisenberg principle - If something is closely observed, the odds are it is going to be altered in the process. The more a price pattern is observed by speculators the more prone you have false signals; the more the market is a product of nonspeculative activity, the greater the significance of technical breakout.

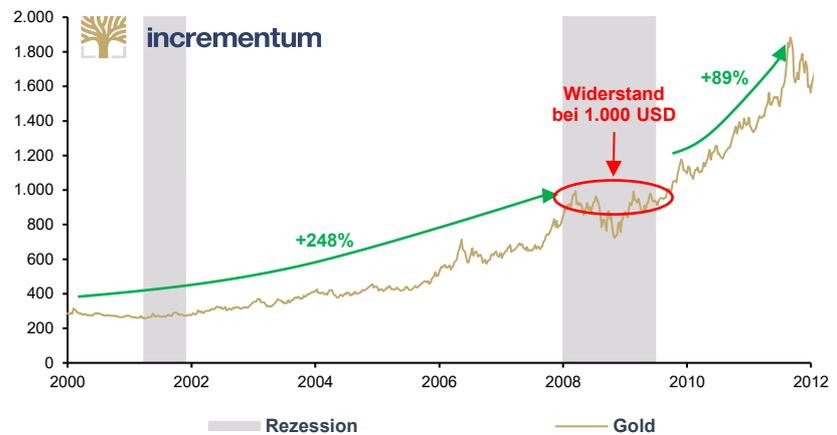
Bruce Kovner

Im Folgenden widmen wir uns unter anderem der Frage, wie ein Portfolio auf Grundlage des neuen Gold-Playbooks aussehen kann und welche Rolle Gold darin zuteilwird. Dabei gehen wir speziell auf die vielfältigen Anlageformen am Goldmarkt ein, legen konkrete Investmentstrategien dar und stellen unser neues proprietäres *Incrementum Active Aurum-Signal* vor.

Sowohl bei Privatinvestoren als auch bei institutionellen Anlegern hat Gold, wenn überhaupt, nur einen sehr geringen Anteil im Portfolio. Und das, obwohl Gold mit seinem Ausbruch über die 2.000-USD-Marke seine Renaissance eindrucksvoll bestätigt hat.

Das aktuelle Szenario erinnert an die aufregenden Anfänge des vorherigen Bullenmarktes, als Gold die psychologisch wichtige Marke von 1.000 USD durchbrach. Nach einer kurzen Phase der Korrektur während der Rezession im Anschluss an die Weltfinanzkrise 2007/08 startete Gold einen zügigen Vorstoß in Richtung der 2.000-USD-Marke. Obwohl dieses Ziel im September 2011 knapp nicht erreicht werden konnte, offenbart dieser Umstand das enorme Potenzial, das freigesetzt wird, sobald das Momentum Fahrt aufnimmt.

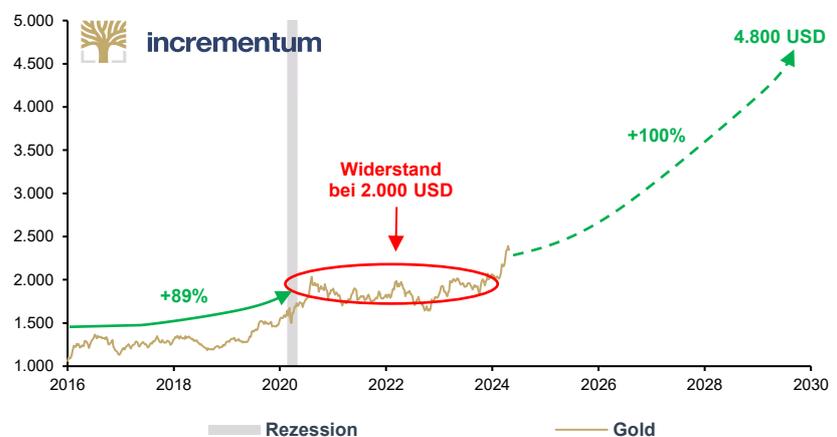
Gold, in USD, 01/2000–01/2012



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Nun, da Gold die 2.000-USD-Marke nachhaltig überschritten hat, rücken neue Ziele ins Visier. Aus unserer Sicht ist es nicht unrealistisch, dass Gold ein ähnlicher Run wie zu Beginn des Jahrtausends gelingt und sich vom jetzigen Niveau bei etwa 2.400 USD in den nächsten Jahren in etwa verdoppelt, was mit unserem Dekaden-Ziel von 4.800 USD korrespondieren würde, das wir im *In Gold We Trust*-Report 2020 „Aufbruch in eine goldene Dekade“ präsentierten.

Gold, in USD, 01/2016–01/2030



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Unlike other games, chess is transparent. Nothing is hidden from the opponent except the intention of the player.

Savielly Tartakower

Die goldene Dame

Die Geschichte des Schachs erstreckt sich über Jahrhunderte und ist geprägt von einer Reihe von Anpassungen und Evolutionen. Eine der revolutionärsten Veränderungen, die als Wendepunkt in der Geschichte des Schachs gilt, war zweifellos die Einführung der Dame in ihrer modernen Gestalt gegen Ende des 15. Jahrhunderts – **eine Regeländerung, die als *Geburt der modernen Dame* oder *Mad Queen's Chess* bekannt ist.**

Im neuen Gold-Playbook vollzieht Gold eine vergleichbare Metamorphose, die die Bedeutung und Vielseitigkeit des gelben Metalls auf eine höhere Stufe hebt und

letztlich zur Verwandlung zur *goldenen Dame* und damit zur wichtigsten Spielfigur am Investment-Schachbrett führt. Die Trageweite dieser Verwandlung hört dabei jedoch nicht bei Gold auf, sondern tangiert auch die übrigen Assets eines Portfolios, die nun in geänderten Rollen agieren.

Nichts auf der Welt ist so mächtig wie eine Idee, deren Zeit gekommen ist.

Victor Hugo

Omnia mutantur, nihil interit. Everything changes, nothing perishes.

Ovid



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Bisher war Gold meist als Teil der Verteidigungsstrategie vorgesehen.

Doch wie ein Schachspieler die Königin nicht ausschließlich zur Verteidigung einsetzt, so sollte auch Gold nicht allein in defensiver Absicht betrachtet werden. Angesichts des jüngsten Ausbruchs des Goldpreises sollte man sich mit der goldenen Dame als offensive Figur vertraut machen.

Zeit für Performance-Gold?

Der laufende Gold-Bullenmarkt befindet sich möglicherweise noch in seiner Anfangsphase. Daher ist es sinnvoll, *Performance-Gold* als zusätzliche Position im Portfolio zu erwägen. **Wir verstehen unter Performance-Gold Assets, die das Potenzial haben, vom steigenden Goldpreis überproportional zu profitieren.**

Aufmerksame Leser unserer Goldstudien sind mit der Differenzierung zwischen *Sicherheits-Gold* in Form von physischem Gold einerseits und *Performance-Gold* wie (Gold-)Minenaktien und Minenfonds andererseits bereits vertraut. Während das primäre Ziel des Erwerbs von physischem Gold, d. h. von *Sicherheits-Gold*, der Erhalt der Kaufkraft ist, bieten Gold- und Silberminenaktien sowie Mining-Fonds, d. h. *Performance-Gold*, die Möglichkeit des Kapitalzuwachses und Cash-Flows, z. B. in Form von Dividendenzahlungen.

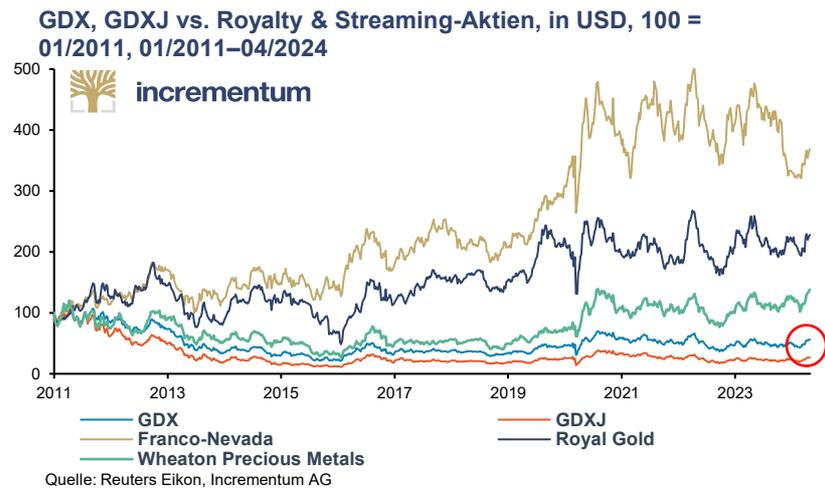
	Sicherheits-Gold	Performance-Gold
Ziel	Monetäre Versicherung	Rendite und Kapitalwachstum
Zweck	Absicherung gegen Unsicherheiten, Inflation oder anderen Risiken	Von steigenden Goldpreisen profitieren und eine höhere (risikoadjustierte) Performance des Portfolios zu erzielen
Form	Physisch (Münzen oder Barren)	Goldminenaktien, Goldfonds oder derivative Finanzinstrumente
Kosten	Anschaffungskosten (Spread), Kosten für sichere Verwahrung	Transaktions- und Managementgebühren
Vorteile	Physisches Wertaufbewahrungsmittel, kein Gegenparteirisiko	Potenziell hohe Renditen, Einkommensquelle (Dividenden, Optionsprämien), Flexibilität
Nachteile	Kein Produktivkapital	Höhere Volatilität, Ausfalls- / Unternehmensrisiken
Investitions-Charakter	Bewahrung von Kapital und der Schutz vor Wertverlusten in Zeiten wirtschaftlicher Turbulenzen	Spekulativere Anlage, die auf Kursbewegungen und Markttrends abzielt

Quelle: Incrementum AG

Ein bewährter Ansatz zur Risikostreuung im Portfolio von Minenaktien besteht darin, auf Royalty-und-Streaming-Unternehmen zu setzen.

Diese Unternehmen zeichnen sich dadurch aus, dass sie keine eigenen Minen betreiben, sondern sich auf den Erwerb von Rechten auf die zukünftige Gold- und Silberförderung konzentrieren.⁴⁶ Ihr Geschäftsmodell hat sich als äußerst robust erwiesen, da sie in Zeiten des Aufschwungs solide Renditen erzielen und in Abwärtsphasen oft widerstandsfähiger sind als der Gesamtmarkt.

⁴⁶ Siehe „Royalty-und-Streaming-Unternehmen: Eine exzellente Art, in Gold zu investieren“, In Gold We Trust-Report 2022



Was mich nicht umbringt, macht mich stärker.

Friedrich Nietzsche

Dank ihrer Struktur, die es ihnen ermöglicht, von steigenden Gold- und Silberpreisen zu profitieren, ohne die direkten Betriebsrisiken von Minen zu tragen, weisen sie eine bemerkenswerte Antifragilität auf. Ihre diversifizierten Portfolios mindern das Risiko einzelner Minen und bieten somit eine bessere Absicherung gegenüber Marktschwankungen.

Goldminenaktien: Aktives Management ist gefragt!

Fakt ist: Der Goldminensektor ist bei Investoren derzeit in etwa so unbeliebt wie Marco Materazzi nach dem WM-Finale 2006.⁴⁷ Beim Blick auf die Performance der vergangenen Jahre wird unmittelbar ersichtlich, warum dies so ist.



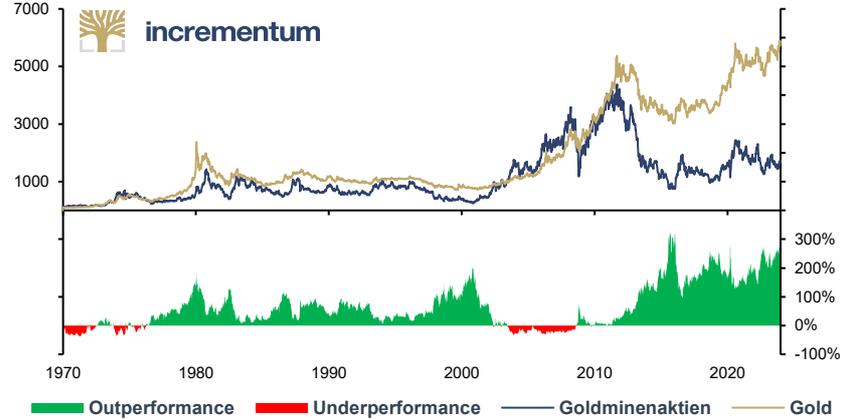
Success is no accident. It is hard work, perseverance, learning, studying, sacrifice and most of all, love of what you are doing or learning to do.

Pelé

Und auch in der langfristigen Betrachtung haben Buy-and-hold-Investoren im Goldminenaktienbereich eine relativ glanz- und erfolglose emotionale Achterbahnfahrt erlebt wie der deutsche Fußballverein Bayer 04 Leverkusen, der deshalb den undankbaren Titel „Vizekusen“ verliehen bekam. **Insofern ist es vielleicht ein gutes Omen, dass die deutsche Meisterschaft in dieser Saison erstmals in der Geschichte an Leverkusen geht.**

⁴⁷ Obwohl einer der Autoren dieses Reports ein Faible für italienischen Fußball und damit auch zwangsläufig eine Sympathie für italienische Abwehrspieler hegt, was seine Sympathie für Marco Materazzi erklärt.

Goldminenaktien* und Gold (Ihs), 100 = 01/1970, und Performance (Gold vs Goldminenaktien), 01/1970–12/2023



Quelle: Nick Laird, Reuters Eikon, Incrementum AG
*1970–2000 BGMI, 2000–Heute HUI

You only get a shot at a motherlode once, you better be ready for it.

Parker Schnabel

Für uns steht fest: Goldminenaktien sind kein Buy-and-hold-Investment. Die Annahme, sie seien lediglich ein direkter Hebel auf den Goldpreis, ist eine zu starke Vereinfachung. Vielmehr beherbergt jede Art von Minenunternehmen – ob Explorer, Developer, Producer oder Royalty-Firmen – eine Vielzahl von Risiken, die über den reinen Goldpreis hinausgehen und die Kursentwicklung maßgeblich beeinflussen.

Vermögenswert	Alpha-Potenzial	Hebel zu Gold	Diversifizierung	Exploration Upside	Dividende	Operatives Risiko	Capex-Risiko	Worst-Case-Szenario Schutz
Exploration (Aktien)	High	Low	Low	High	Low	Low	Low	Low
Development (Aktien)	High	High	Low	High	Low	Low	High	Low
Mid Cap (Aktien)	High	High	Low	High	Low	Low	High	Low
Large Cap (Aktien)	High	High	Low	High	Low	Low	High	Low
Royalty & Streaming (Aktien)	High	High	High	High	High	Low	Low	High
ETFs (Aktien)	High	High	High	High	Low	Low	Low	High
ETFs (Edelmetalle)	Low	Low	Low	Low	Low	Low	Low	High
Physisch (Edelmetalle)	Low	Low	Low	Low	Low	Low	Low	High

Quelle: Jefferies, Incrementum AG

Angesichts der vielfältigen Risiken plädieren wir im Umgang mit Goldminenaktien für eine aktive Investmentstrategie. Denn nicht nur die Bärenmärkte sind in der Regel deutlich ausgeprägter, sondern auch die Bullenmärkte.

Sicherheitsgold ins Schließfach. Performance-Gold ins Depot.



**Performance-Gold für Ihr Portfolio.
Entdecken Sie unsere neue aktive
Anlagelösung im Bereich Gold- und
Minenaktien und vervollständigen
Sie Ihr Portfolio.**

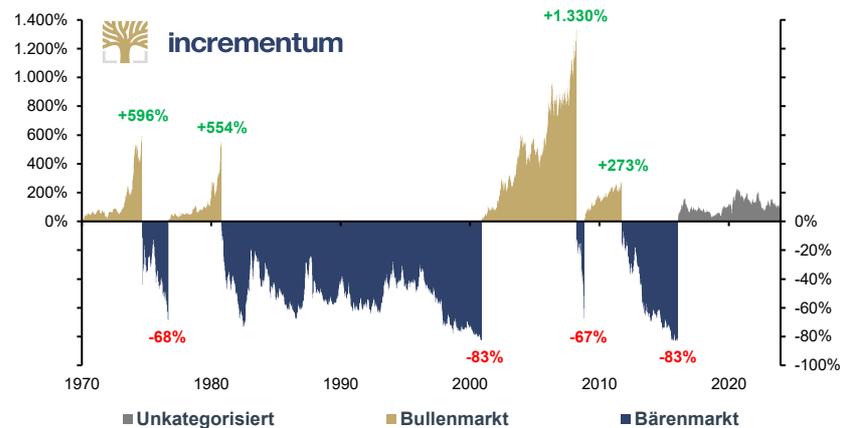


incrementum

www.incrementum.li



Goldminenaktien* Bullen-/Bärenmarkt, 01/1970–12/2023



Quelle: Nick Laird, Reuters Eikon, Incrementum AG
*1970–2000 BGMI, 2000–Heute HUI

Observe due measure, for right timing is in all things the most important factor.

Hesiod

The art of investment is the discipline of inaction in the absence of a good opportunity, but aggressive action when one is identified.

Li Lu

Einfachheit ist die höchste Form der Raffinesse.

Leonardo da Vinci

Das Incrementum Active Aurum-Signal

Doch welche Indizien gibt es, um den optimalen Zeitpunkt zu erkennen, an dem man in die Offensive geht und sich Performance-Gold ins Portfolio legt? In den vergangenen Jahren haben wir uns intensiv mit dieser Fragestellung beschäftigt und ein Signal entwickelt, das uns dabei hilft, diesen Zeitpunkt präzise zu antizipieren.

Das Ergebnis unserer Analyse präsentieren wir Ihnen mit Stolz: unser neues, proprietäres Incrementum Active Aurum-Signal. Das Signal dient dazu, den optimalen Zeitpunkt für die Anpassung des Gold-Exposures im Portfolio zu bestimmen.

Dabei wird untersucht, wann es empfehlenswert ist, *Performance-Gold* in Form von Minenaktien oder Aktienfonds zu erwerben, um das Gold-Beta zu erhöhen. Ebenso wird ermittelt, wann es angebracht ist, das Gold-Exposure defensiver auszurichten. Dies kann beispielsweise durch eine Umschichtung von risikoreicheren Minenaktien – insbesondere im Bereich der Small Caps – hin zu Anleihen von Minenunternehmen oder Royalty- und Streaming-Unternehmen oder auch durch eine einfache Reduzierung des Exposures umgesetzt werden, um insgesamt ein niedrigeres Beta zu Gold zu erzielen.

Das *Incrementum Active Aurum-Signal* ist jedoch nicht nur für komplexe Strategien geeignet, sondern ermöglicht auch die Umsetzung einfacher Anlagestrategien über Fonds oder ETFs. Dabei gibt das Signal eine klare Kauf- oder Verkaufsempfehlung.

Zusammensetzung

Das *Incrementum Active Aurum-Signal* besteht aus zwei Sub-Signalen: dem *Zyklus-Signal* und dem *Fundamental-Signal*. Das *Zyklus-Signal* setzt sich aus fünf antizyklischen Komponenten zusammen:

1. **Momentum: Relative-Strength-Index (RSI) der Goldminenaktien**

Der RSI des Goldminen-Sektors gibt Aufschluss darüber, ob Goldminenaktien überkauft oder überverkauft sind. Dies kann ein Hinweis darauf sein, dass der Markt überhitzt ist oder dass sich eine Trendumkehr abzeichnet.

2. **Sentiment: CFTC-Netto-Goldpositionierung**

Die Gesamtnetto-Goldpositionierung gemessen anhand der CFTC-Daten kann Aufschluss darüber geben, wie Marktakteure wie z. B. Hedgefonds und andere institutionelle Investoren positioniert sind. Ein extrem positives oder negatives Sentiment kann darauf hinweisen, dass sich der Markt möglicherweise an einem Wendepunkt befindet.

3. **Risikoappetit: Bollinger-Bänder auf Goldminenaktien/Gold-Ratios**

Die Analyse der Bollinger-Bänder von Minenaktien im Vergleich zu Gold und Junior-Minenaktien im Vergleich zu Minenaktien kann einen Hinweis darauf geben, wie risikobereit die Anleger sind. Eine hohe Volatilität und eine starke Bewegung der Bänder können auf eine zunehmende Unsicherheit und Risikoaversion hinweisen.

4. **Makro-Umfeld: Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)**

Die TIPS-Analyse vergleicht die reale Rendite von inflationsgeschützten Anleihen mit ihrem 52-wöchigen gleitenden Durchschnitt. Dies kann einen Hinweis darauf liefern, wie die Markterwartungen hinsichtlich der Inflation und der realen Zinsen sind, was sich wiederum auf die Attraktivität von Gold als Inflationsschutz und somit auch auf die Preisentwicklung von Goldminenaktien auswirken kann.

5. **Boom/Bust-Indikator: Goldminenaktien relativ zu ihrem gleitenden Durchschnitt**

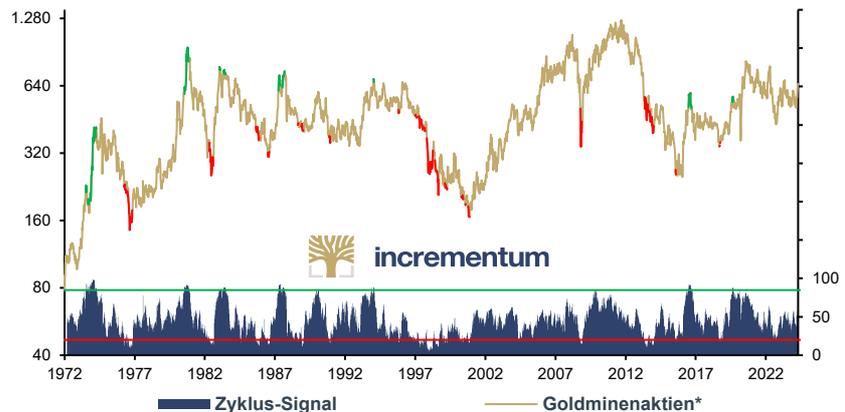
Das Delta zwischen dem aktuellen Kurs und dem gleitenden Durchschnitt kann anzeigen, ob Goldminenaktien fundamental über- oder unterbewertet sind. Ein signifikantes Delta kann darauf hinweisen, dass sich der Markt in einer überkauften oder überverkauften Phase befindet und eine Korrektur wahrscheinlich ist.

Die größten Entdeckungen entstehen oft aus einer Reihe kleinerer Entdeckungen, die sich zusammenfügen.

Alexander Flemming

Alle Subindikatoren des Zyklus-Signals oszillieren zwischen 0 und 100 und wirken in unterschiedlichen Gewichtungen auf das Zyklus-Signal ein. Insgesamt ergibt sich daraus das Zyklus-Signal, ebenfalls mit einem Wert zwischen 0 und 100. Kauf- bzw. Verkaufssignale werden erreicht, wenn das Zyklus-Signal über 85 (= Verkaufssignal) bzw. unter 20 (= Kaufsignal) liegt. Ein hoher Wert weist folglich auf eine potenzielle Überkauftheit bzw. eine weitgehend ausgeschöpfte Upside hin, während ein niedriger Wert auf eine Überverkauftheit und eine limitierte Downside hinweist.

Goldminenaktien* (lhs, log), in USD, und Zyklus-Signal (rhs), 01/1972–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDG = 06/2006–

*Markets are never wrong –
opinions often are.*
Jesse Livermore

Der zweite Eckpfeiler des *Incrementum Active Aurum-Signals* ist das *Fundamental-Signal*, welches als prozyklischer Marktumfeld-Indikator für Goldminenunternehmen verstanden werden kann. Dafür wurde ein Goldminenaktien-Margin-Trendkanal als zentraler Input-Faktor kreiert, der Rücksicht auf die Entwicklungen am Rohstoffmarkt nimmt.

Im Gegensatz zum Zyklus-Signal kennt das Fundamental-Signal lediglich zwei Ausprägungsstufen:

- 0: negatives/schwaches Fundamental-Umfeld
- 100: positives/starkes Fundamental-Umfeld

Bei einem Wert von 100 wird ein Kaufsignal ausgelöst, bei einem Wert von 0 das Verkaufssignal.

Goldminenaktien* (lhs, log), in USD, und Fundamental-Signal (rhs), 01/1972–04/2024



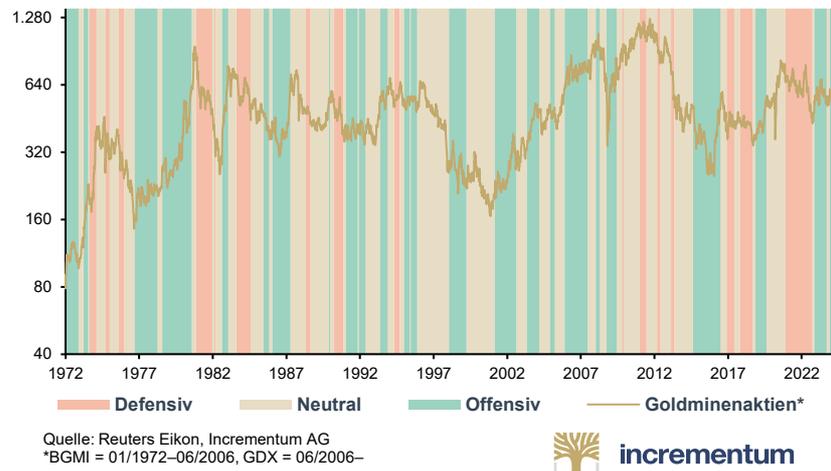
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDG = 06/2006–

Interpretation

Die Kombination aus den beiden Sub-Signalen Zyklus-Signal und Fundamental-Signal ergibt das *Incrementum Active Aurum-Signal*, welches drei Ausprägungsstufen hat:

- Offensiv: Beide Sub-Signale stehen auf „kaufen“.
- Neutral: Die beiden Sub-Signale weisen divergierende Ausrichtungen auf.
- Defensiv: Beide Sub-Signale stehen auf „verkaufen“.

Goldminenaktien* (log), in USD, und *Incrementum Active Aurum-Signal*, 01/1972–04/2024



Backtest-Eigenschaften

Im Backtest seit 1971 zeigt das *Incrementum Active Aurum-Signal* im Schnitt 1,5 Signalwechsel pro Jahr an. Diesen Wert interpretieren wir als positiv.

It is a capital mistake to theorize before one has data.

Arthur Conan Doyle

Eine simple Backtest-Strategie mithilfe des *Incrementum Active Aurum-Signals* lässt sich umsetzen, indem bei einer offensiven Ausrichtung eine vollständige Investition zu 100% in Goldminenaktien erfolgt, bei einem neutralen Signal eine Investition zu 50% und bei einer defensiven Signalausprägung zu 0%. Als Anlageinstrumente haben wir für den Backtest von 1971–2005 den *Barron's Gold Mining Index* (BGMI) und ab dem Auflagejahr 2006 den *VanEck Gold Miners UCITS ETF* (GDX) herangezogen. Während der BGMI der älteste Goldminenaktienindex weltweit ist, stellt der GDX ein Anlagevehikel im Bereich der Goldminen dar, in das die allermeisten Investoren global investieren können.

The best investment is in knowledge.

Benjamin Franklin

Die eigentliche Frage lautet nun: Wie sieht die Performance einer aktiven Goldminenaktien-Strategie mithilfe unseres *Incrementum Active Aurum Gold-Signals* im Vergleich zu einer passiven Strategie, sprich einer Strategie, bei der man immer zu 100% in Goldminenaktien investiert ist, aus? **Die Ergebnisse sprechen eine klare Sprache.**

Performance-Vergleich: Aktive vs. Passive

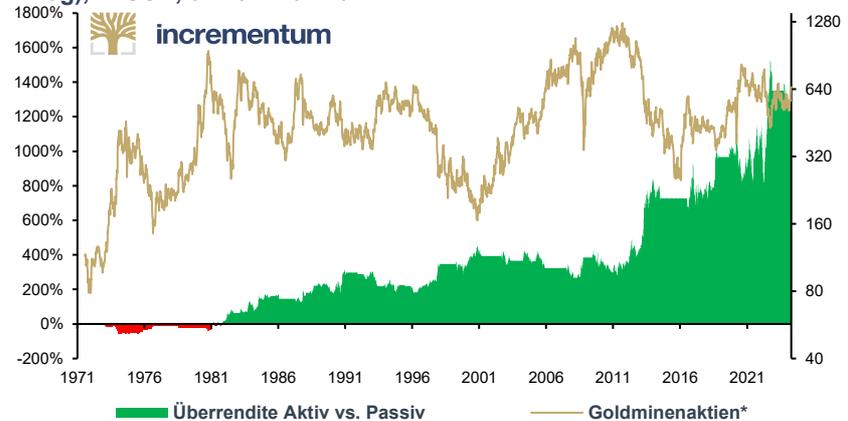
Goldminenaktienstrategie*, in USD, 100 = 07/1971, 07/1971–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–

Während eine passive Strategie seit 1971 eine Performance von etwa 470% erzielen konnte, erreichte die aktive Minenaktienstrategie eine Performance von über 7.000%. Positiv festzuhalten ist in diesem Zusammenhang, dass die Überrendite nicht aufgrund einer zeitraumabhängigen Outperformance in einer kurzen Periode erzielt wurde, sondern konstant über den gesamten Zeitverlauf. Die Ergebnisse des relativen Performance-Backtests sind demnach zeitraumunabhängig.

Überrendite Aktiv vs. Passiv (lhs), und Goldminenaktien* (rhs, log), in USD, 07/1971–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG
*BGMI = 01/1972–06/2006, GDX = 06/2006–

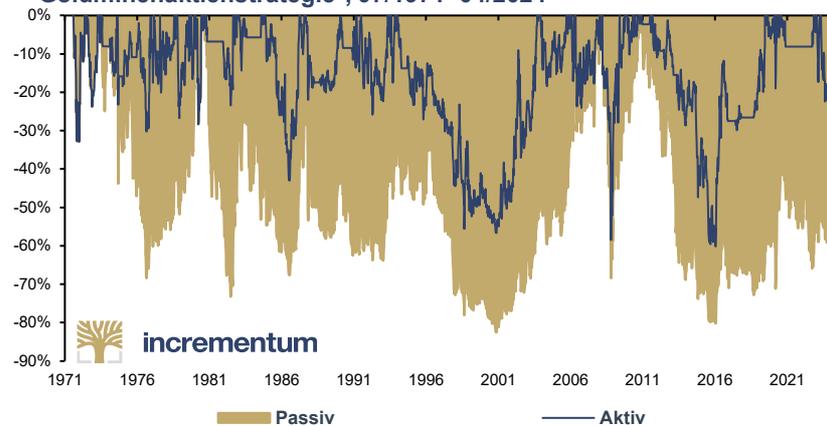
Die Volatilität kommt und geht, aber die Qualität eines Unternehmens bleibt.

Warren Buffett

Zu Beginn haben wir verdeutlicht, dass ein Investment in Goldminenaktien aufgrund ihrer ausgeprägten Volatilität möglicherweise für viele Investoren abschreckend wirkt. Daher ist es im Rahmen des Backtests nicht nur wichtig, die Performance zu betrachten, sondern auch Risikokennzahlen zu analysieren.

Der nächste Chart illustriert den Drawdown-Vergleich zwischen einer passiven Minenstrategie und einer aktiven Strategie unter Verwendung des *Incrementum Active Aurum-Signals*. Das Ergebnis ist eindeutig: Die aktive Strategie verzeichnete wesentlich geringere Drawdowns. **Zudem liegt die annualisierte Volatilität der aktiven Strategie bei 26,01% und damit über zehn Prozentpunkte unter der Volatilität einer passiven Strategie (36,80%).**

Drawdown-Vergleich: Aktive vs. Passive Goldminenaktienstrategie*, 07/1971–04/2024



Die erzielten Ergebnisse legen somit nahe, dass eine durch das *Incrementum Active Aurum-Signal* unterstützte aktive Strategie einer passiven Goldminenaktien-Strategie sowohl hinsichtlich der Performance als auch hinsichtlich der Risikocharakteristika deutlich überlegen ist.

I don't like it when a player says, 'I like freedom; I want to play for myself.' Because the player has to understand he is part of a team with 10 other players. If everyone wants to be a jazz musician, it will be chaos. They will not be a team, and nothing will be possible.

Pep Guardiola

Yesterday's home runs don't win today's games.

Babe Ruth

Ein Blick auf die restlichen Spielfiguren

Wie die vielschichtigen Züge eines Schachspiels nicht allein von der Dame abhängen, so besteht ein ausgeklügeltes Portfolio nicht nur aus einem einzigen Asset, sondern aus einem facettenreichen Ensemble verschiedener Anlageklassen. **So müssen neben der Steuerung der Gold-Allokation auch die restlichen Spielfiguren im neuen Gold-Playbook neu gedacht werden.**

Klarerweise hängt die Positionsgröße auch von den restlichen Assets im Portfolio ab, die gehalten werden. Betrachten wir etwa ein Portfolio, das vermehrt zinsensensitive Aktien wie REITs, Versorger oder Tech-Unternehmen enthält, dann ist es naheliegend, die Goldposition zu verstärken.

Bei Anleihen gilt Ähnliches. Umso länger die Duration im Portfolio, desto angemessener erscheint eine höhere Gold-Allokation im Portfolio, wie [Van Vliet and Lohre in ihrer Studie zeigen](#). Dieser Zusammenhang gründet darauf, dass bestimmte Vermögenswerte empfindlicher auf Marktschwankungen reagieren als andere. Vereinfacht gesagt: Umso sensibler die Assets im Portfolio, desto höher sollte die Gold-Allokation sein, um eine adäquate Diversifikation zu erreichen und um seine risiko-adjustierte Performance zu optimieren.

Im Folgenden werden wir nun die Auswirkungen der Regeländerungen im Zuge des neuen Gold-Playbooks auf die restlichen Protagonisten untersuchen. Die ausgewählten Akteure umfassen Aktien, Anleihen, Rohstoffe und Bitcoin.

Aktien – Der bedrohte König

In unserer Betrachtung fungiert der König als Symbol für Aktien, die den Löwenanteil eines traditionellen Portfolios ausmachen. Die jüngsten Regeländerungen gemäß des neuen Gold-Playbooks haben zweifellos

Auswirkungen auf Aktien. Diese sind zwar nicht unmittelbar feststellbar, wenn man die Kurse vieler Aktienindizes und ihren zumeist intakten Aufwärtstrend betrachtet, **doch die inhärenten Risiken am Aktienmarkt haben sich verändert.**

SpekulantInnen können den Markt vorübergehend über- oder unterbewerten, aber letztendlich werden die Preise von den Fundamentaldaten bestimmt.

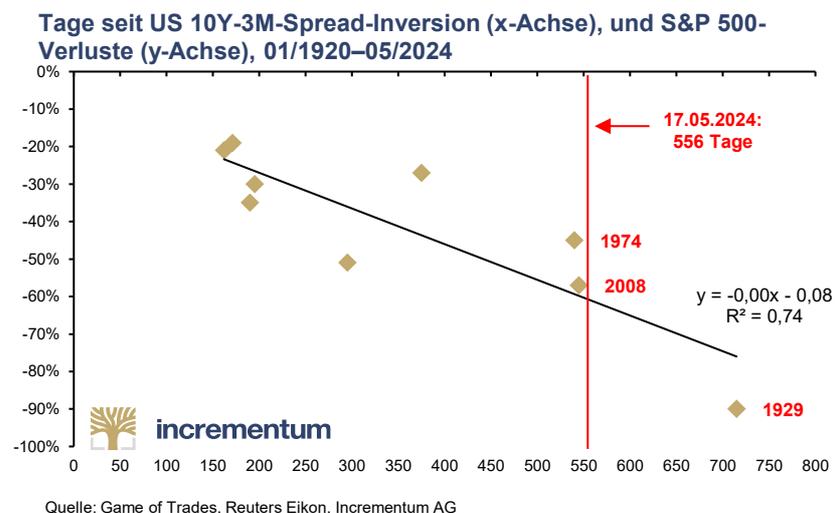
Benjamin Graham

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

Albert Edwards

Insbesondere eine strukturell höhere Inflationsrate in Verbindung mit steigenden Zinsen könnte zu weiteren Bewertungsabschlägen führen, allen voran für zinsensitive Sektoren. Die geopolitischen Spannungen machen dieses Szenario noch wahrscheinlicher, sei es durch eine sich verstärkende De-Globalisierung oder durch Maßnahmen, die direkte Auswirkungen auf die Rohstoffmärkte haben und somit die Inflationsdynamik beeinflussen. Auch kann die Möglichkeit einer Rezession keineswegs ausgeschlossen werden.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses *In Gold We Trust*-Reports Mitte Mai ist die Zinsstrukturkurve zwischen 10-jährigen und 3-monatigen US-Staatsanleihen bereits seit 556 Tagen invertiert, ein Zeitraum, der bisher nur vor dem Ausbruch der Weltwirtschaftskrise 1929 erreicht wurde. Obwohl die Anzahl der Beobachtungen für eine statistisch signifikante Analyse zu gering ist, erkennt man eine **positive Korrelation zwischen der Dauer der Inversion und den Verlusten am Aktienmarkt.**



Angesichts dieser Risiken ist es unumgänglich, sich um den Schutz des Königs zu kümmern. Verschiedene Optionen stehen dafür zur Verfügung, u. a. Anleihen und Rohstoffe. Aufgrund ihrer Flexibilität und ihrer vielfältigen Hedge-Eigenschaften bietet jedoch die goldene Dame aus unserer Sicht die beste Lösung.

Dennoch bleiben Aktien auch nach den Regeländerungen des neuen Gold-Playbooks von zentraler Bedeutung. Insgesamt sind wir der Ansicht, dass eine breite Reduzierung von Aktienbeständen nicht angemessen ist und dass die langfristigen Wachstumsaussichten für den Aktienmarkt solide bleiben. Die aktuelle Lage erfordert jedoch eine differenzierte Analyse: **Während die Veränderungen, die das neue Playbook mit sich bringt, für einige Sektoren vermehrt Risiken bergen, eröffnen sich in bestimmten**

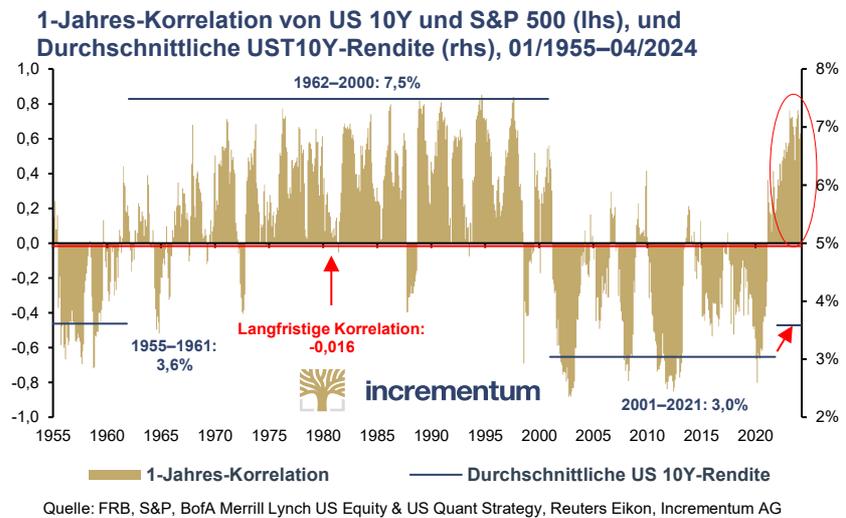
Branchen wie etwa im Rohstoffsektor oder in bestimmten Regionen (Europa, Emerging Markets) vermehrt Chancen.

Reconsidering something we believe deeply can threaten our identities, making it feel as if we're losing a part of ourselves.

Adam Grant

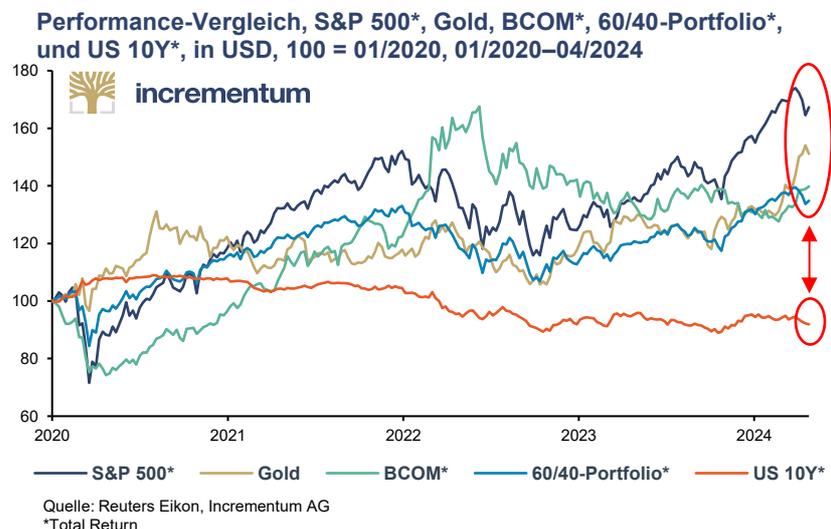
Anleihen – Nur mehr eine historische Spielfigur?

Im Rampenlicht stehen die Offensivspieler, doch ohne eine solide Defensive gewinnt man keine Meisterschaft. Und genau dieser solide und verlässliche Verteidiger sind Bonds im Zuge der Regeländerungen im neuen Gold-Playbook nicht mehr. Aktien und Anleihen sind schon seit einigen Jahren positiv korreliert und die Performance von Anleihen ließ in Zeiten fallender Aktienkurse zuletzt stark zu wünschen übrig. Derzeit beläuft sich die 1-Jahres-Korrelation von 10-jährigen US-Anleihen und des S&P 500 auf knapp 0,7.



Insbesondere die gestiegenen Zinsen als Reaktion auf die Inflationswelle tragen hierzu bei. **Diese Entwicklung belegt, dass ein inflationäres Umfeld Gift für traditionelle Portfolios ist.**

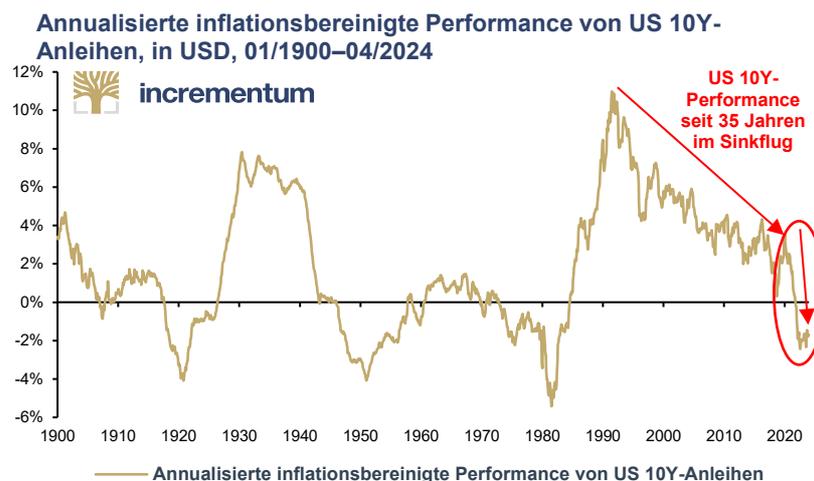
Während in den USA in Q1/2024 der **erste Quartalsabfluss aus dem Anleihenmarkt seit Q4/2020** verzeichnet wurde, setzt sich die „Anything but Bonds“-Rally an den Märkten weiter fort.



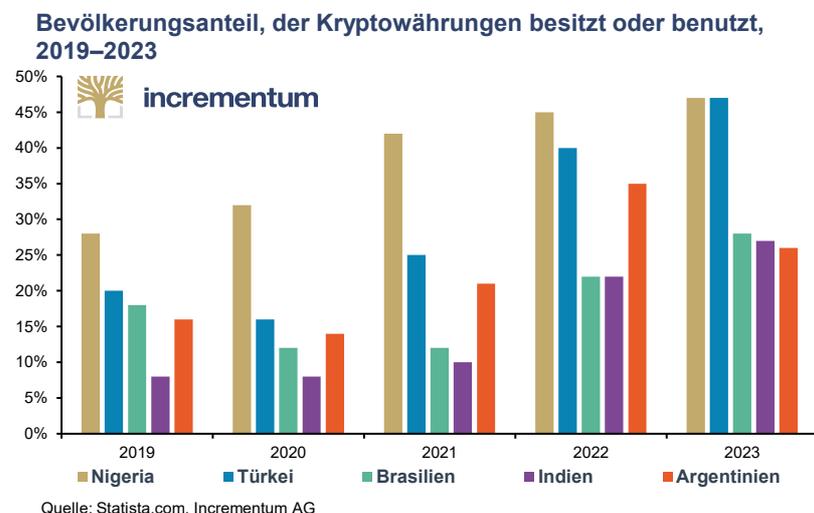
The greatest value of a picture is when it forces us to notice what we never expected to see.

John Turkey

Auch wenn Bonds genauso wie andere Assetklassen von den erwarteten Zinssenkungen profitieren werden, sehen wir in Anleihen den großen Verlierer der geänderten Spielregeln. Der Paradigmenwechsel am Anleihemarkt ist jedoch keine plötzliche Erscheinung, sondern vielmehr das Ergebnis einer allmählichen Entwicklung, wie sie im historischen Verlauf der annualisierten, inflationsbereinigten Performance 10-jähriger US-Anleihen deutlich wird. Die Ereignisse der letzten 24 Monate verstärken jedoch die Prägnanz und Intensität dieser Verschiebung, die sich im neuen Gold-Playbook zumindest nicht umkehren wird.



Was das für die Finanzierung vieler Staaten bedeutet, beleuchten wir in diesem *In Gold We Trust*-Report in einem anderen Kapitel.⁴⁸ Doch die mangelnde Nachhaltigkeit des aktuellen Geldsystems wird dadurch immer offenkundiger und es läuft Gefahr, an seine Grenzen stoßen, was zwangsweise die Suche nach Alternativen anregt. Das zeigt auch die zunehmende Beliebtheit von Gold und Bitcoin als alternative Wertaufbewahrungs- und Zahlungsmittel in Ländern, in denen kein beziehungsweise nur geringes Vertrauen in Staat und Währung vorhanden ist.



⁴⁸ Siehe „Status quo der Verschuldungsdynamik“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Rohstoffe sind die wirtschaftlichen Bausteine, auf denen unsere Welt aufgebaut ist.

Peter Lynch

Es ist besser, sich rechtzeitig vorzubereiten und keine Gelegenheit zu haben, als eine Gelegenheit zu haben und nicht vorbereitet zu sein.

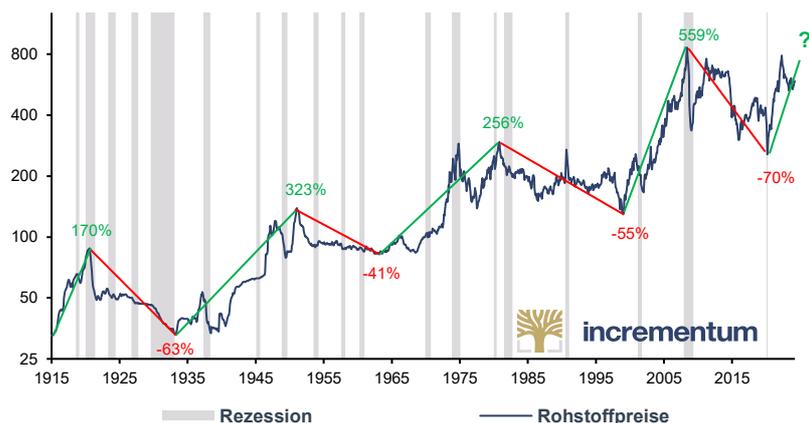
Whitney M. Young Jr.

Rohstoffe – Vom Bauernopfer zum Stabilitätsanker

Die Wertschätzung für Rohstoffe als Anlageklasse ist gering. Ein Hauptgrund hierfür ist die hohe Volatilität, gepaart mit der am Finanzmarkt unbeliebten Tatsache, dass Rohstoffe keine Produktivgüter sind. Zudem erfolgen Rohstoff-Investments häufig über derivative Instrumente, die nur einem begrenzten Kreis von Marktteilnehmern zugänglich sind und unter Umständen negative Rollkosten in einem Zustand des Contangos verursachen können.

Die Gründe für ein Investment in Rohstoffe sind vielfältig und im neuen Gold-Playbook haben sie das Potenzial, als Stabilitätsanker in einem strukturell proinflationären Umfeld zu fungieren. Während Rohstoff-Investments gemeinhin als risikobehaftet gelten, sind wir dagegen der festen Überzeugung, **dass Rohstoffe nicht länger nur Beiwerk sind, sondern aufgrund ihrer Eigenschaften als liquide alternative Anlage und ihrer mangelnden Korrelation mit Aktien und Anleihen vielmehr ein unverzichtbarer Bestandteil eines resilienten Portfolios darstellen.**

Rohstoffpreise* (log), 01/1915–04/2024



In vergangenen Superzyklen haben Rohstoffe ihre jeweiligen Höchststände deutlich übertroffen. Wir sind der Ansicht, dass auch im aktuellen Zyklus noch erhebliches Potenzial für Rohstoffe besteht und dass nach der Konsolidierungsphase die Preisentwicklung wieder Fahrt aufnehmen könnte.

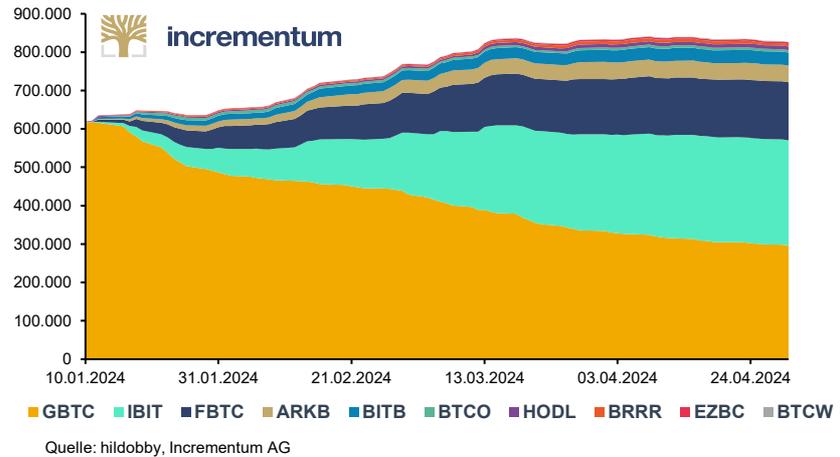
Bitcoin – Eine neue Spielfigur etabliert sich

Die Marktkapitalisierung von Bitcoin als Anteil der Marktkapitalisierung von Gold hat in den vergangenen Jahren kontinuierlich zugenommen und beträgt derzeit etwa 7,7%, was knapp unter dem Rekordwert aus dem Jahr 2021 liegt, als Bitcoin sein damaliges Allzeithoch in US-Dollar erreichte. Bitcoin scheint somit seine Position als eigenständige Anlageklasse zu festigen, was durch die Zulassung der Spot Bitcoin ETFs durch die SEC weiter unterstützt wird.

I would take the gold and sprinkle a little bitcoin on top.

Ray Dalio

Spot Bitcoin ETF-Bestände, in Bitcoin, 01/2024–04/2024

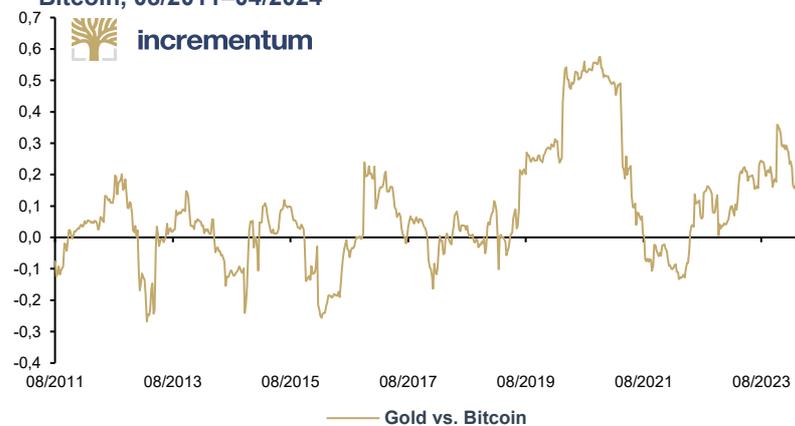


Bitcoin is the beginning of something great: a currency without a government, something necessary and imperative.

Nassim Taleb

Seit dem Jahr 2017 schenken wir im *In Gold We Trust*-Report in einem Kapitel Bitcoin besondere Aufmerksamkeit. Im Portfoliokontext haben wir uns insbesondere der Kombination aus physischem Gold und digitalem Bitcoin gewidmet, da diese aufgrund ihrer geringen Korrelation und stark unterschiedlichen Volatilität eine faszinierende Kombination darstellt.⁴⁹

Wöchentliche rollierende 1-Jahres-Korrelation von Gold und Bitcoin, 08/2011–04/2024



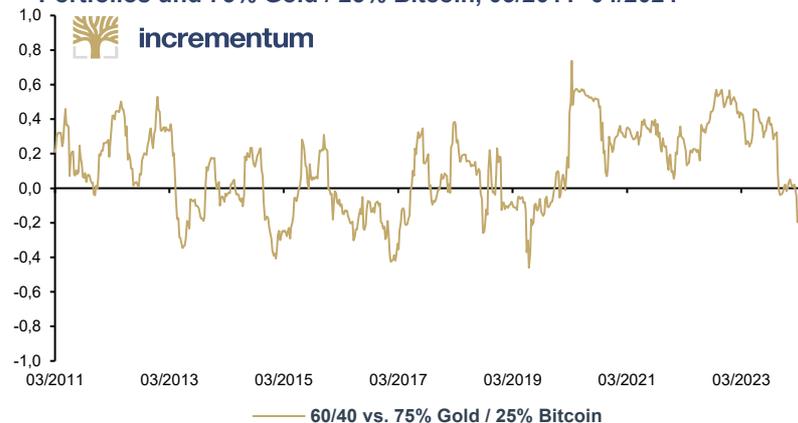
Most bond bulls are crypto bears, and vice versa. Occasionally, one finds an investor who is both a bond bear and a crypto bear and such folk tend to be gold bugs.

Louis-Vincent Gave

Eine Kombination aus Gold und Bitcoin ist zudem gegenüber einem klassischen 60/40-Portfolio unkorreliert. Im November 2023 ist die 1-Jahres-Korrelation eines Portfolios mit 75% Gold und 25% Bitcoin zu einem 60/40-Portfolio erstmals seit Anfang 2020 wieder in den negativen Bereich gerutscht, was die Diversifikationseigenschaften einer Gold/Bitcoin-Kombination stärkt.

⁴⁹ Siehe „Showdown im Sound Money-Lager“, *In Gold We Trust*-Report 2023; „Das „Plan B“-Modell: Der Heilige Gral der Bitcoinbewertung?“, *In Gold We Trust*-Report 2020; „Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?“, *In Gold We Trust*-Report 2019

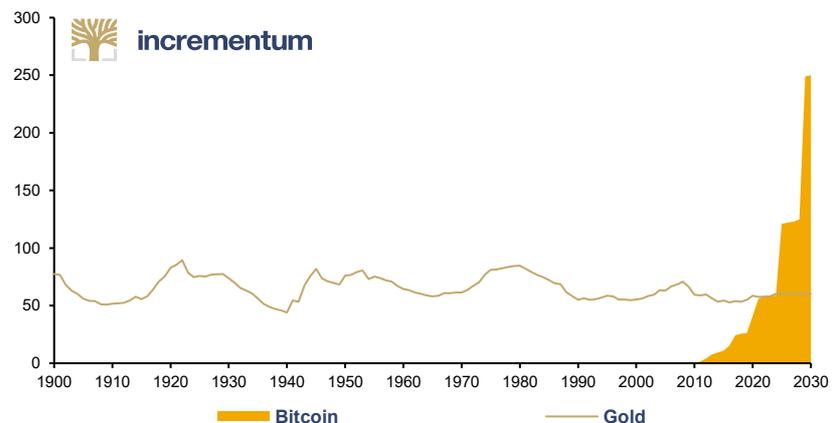
Wöchentliche rollierende 1-Jahres-Korrelation eines 60/40-Portfolios und 75% Gold / 25% Bitcoin, 03/2011–04/2024



It's gold for nerds.
Stephen Colbert

Viele der im neuen Gold-Playbook vorgestellten Regeländerungen sehen wir auch für Bitcoin als positiv an, da es wie Gold ein neutrales und nicht-inflationäres Asset ist. Mit dem letzten Halving hat Bitcoin hinsichtlich des Stock-to-Flow-Ratios Gold mittlerweile sogar schon überholt.

Stock-to-Flow-Ratio für Gold und Bitcoin, 1900–2030e



Kritiker stehen Bitcoin aufgrund seiner kurzen Historie und der damit einhergehenden Unberechenbarkeit oft skeptisch gegenüber. Dennoch sind wir der Meinung, dass es klug ist, diese neue Spielfigur zu nutzen und ihre Eigenschaften zum eigenen Vorteil einzusetzen.

Fazit

Lange Zeit bestimmten bekannte Treiber wie Realzinsen, Wachstumserwartungen, die Inflationsrate und der Außenwert des US-Dollars die Wertentwicklung von Gold. **Die letzten zwei Jahre haben allerdings gezeigt, dass diese traditionellen Faktoren nicht mehr ausreichen, um die Dynamik der Goldpreisbewegungen zu erklären. So hat sich Gold gegenüber dem Anstieg der Realzinsen als erstaunlich resilient erwiesen.**

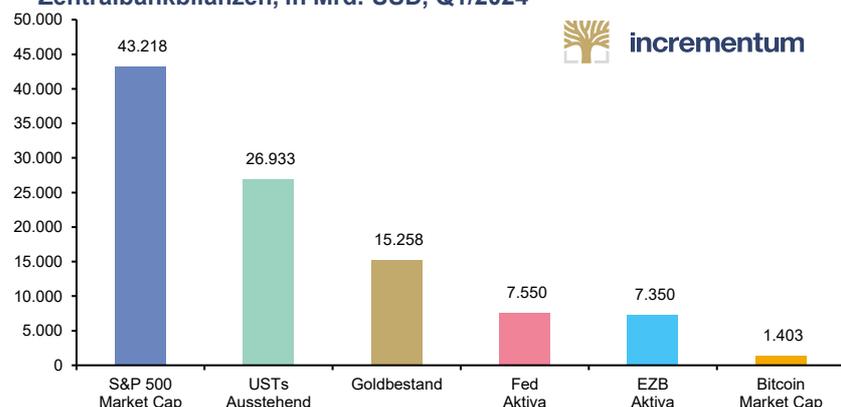
It is not the strongest of the species that survive, nor the most intelligent, but the ones most responsive to change.

Charles Darwin

Tatsächlich ist der größte Teil des Goldpreisanstiegs seit Mitte 2022 von anderen, neuen Faktoren ausgelöst worden, allen voran einer deutlichen Beschleunigung der Akkumulation durch die Zentralbanken der Schwellenländer sowie durch die starke private Nachfrage auf dem asiatischen Goldmarkt. Diese Entwicklung markiert die Entstehung neuer Katalysatoren für Gold, die sich zu den traditionellen bullischen Treibern gesellen und dem Edelmetall Rückenwind verleihen. Der einst größte Gegenwind für Gold – steigende Realzinsen – scheint hingegen keinen gravierenden Schaden mehr anrichten zu können.

Das neue Gold-Playbook unterstreicht diesen Umstand, wodurch eine Neubewertung von Gold und anderen Assetklassen notwendig wird. Gold erfährt durch das Potpourri an Regeländerungen eine deutliche Aufwertung. Im Allgemeinen ist anzunehmen, dass die Suche nach alternativen Investments zu den etablierten Größen auf den Finanzmärkten deutlich zunehmen wird, was neben Gold auch für Rohstoffe, Silber und Bitcoin positive Implikationen haben sollte.

Marktkapitalisierung diverser Vermögenswerte und Zentralbankbilanzen, in Mrd. USD, Q1/2024



Quelle: coinmarketcap.com, World Gold Council, US Treasury, Fed, EZB, Reuters Eikon, Incrementum AG

We laugh at people who still use Windows 95, yet we still cling to opinions that we formed in 1995. We listen to views that make us feel good, instead of ideas that make us think hard.

Adam Grant

Das neue Gold-Playbook verlangt von Investoren mehr als nur eine Anpassung. Alte Gewissheiten schwinden, etablierte Strategien versagen. Die Bereitschaft, eingefahrene Denkmuster zu hinterfragen und neue Wege zu beschreiten, erfordert oft Mut. Doch wer die Zeichen der Zeit erkennt und die Courage zum Wandel besitzt, dem eröffnet die Umsetzung des neuen Gold-Playbooks ein Tor zu Stabilität und Wachstum. Grundsätzlich lässt sich festhalten, dass die Gewichtung von alternativen Anlageklassen auf Grundlage des neuen Gold-Playbooks höher sein sollte, um das Portfolio angemessen auf die Regeländerungen auszurichten.

Diversification that works.

World Gold Council

Die genaue Asset-Allokation hängt hierbei von mehreren Faktoren ab. **Van Vliet und Lohre verdeutlichen in einer Studie**, dass die Einbindung von Gold in ein Portfolio das Abwärtsrisiko deutlich minimieren kann. **Die geschätzte optimale Allokation von Gold für Anleger mit einer Portfolio-Duration von 10 Jahren liegt bei etwa 13%.** Investoren mit einer höheren Toleranz für Zinsrisiken könnten in Gold größere Diversifikationsvorteile finden als Anleger mit kürzeren Portfolio-Laufzeiten. Ähnliche Ergebnisse zeigt auch eine **Studie von SPDR**: Die Integration von Gold in ein Portfolio verbessert das Sharpe-Ratio und

Die Rolle von Gold in einem Portfolio sollte sorgfältig abgewogen werden, um die langfristige Rendite zu maximieren und das Risiko zu minimieren.

Fischer Black

reduziert Risikokennzahlen wie die Standardabweichung und den maximalen Drawdown, während gleichzeitig eine höhere Rendite erzielt wird.

Wir differenzieren bei Gold zwischen *Sicherheits-Gold*, das als krisenfester Portfoliobaustein in physischer Form gehalten wird, und *Performance-Gold*. Letzteres umfasst Anlagen, die das Potenzial haben, von einem steigenden Goldpreis überproportional zu profitieren, aber auch ein höheres Risiko als *Sicherheits-Gold* bergen, wodurch ein aktives Management ratsam ist. Dies sind allen voran Goldminenaktien, aber auch Silber und Silberminenaktien. Eine ähnliche Differenzierung wird in einer [Studie von Sprott](#) vorgenommen, in der zwischen Gold und goldähnlichen Anlagen unterschieden wird. Diese Untersuchungen legen nahe, dass die **Gold-Allokation insgesamt 10–15% eines diversifizierten Portfolios ausmachen sollte, wobei 10% in physisches Gold und maximal 5% in goldähnliche Anlagen investiert werden sollten.**

Zu guter Letzt hat *WisdomTree* die schlechte Performance eines 60/40-Portfolios im Jahr 2022 zum Anlass genommen, um ebenfalls eine [Studie über Gold als resiliente Anlageklasse und seine optimale Allokation](#) zu verfassen. Diese Untersuchungen mittels einer Monte-Carlo-Simulation mit 20.000 Simulationen verschiedener 10-jähriger Beobachtungszeiträume und Allokationen haben ergeben, dass eine **16–19%-Allokation von Gold in einem Portfolio die risikoadjustierte Performance maximiert.**

Die Bandbreite der in den Studien vorgeschlagenen Gold-Allokation bewegt sich zwischen 10 und 19%, je nach Anlagezeitraum und den restlichen im Portfolio gehaltenen Assets. Selbst die geringste Allokation dieser Bandbreite liegt somit weit über dem Gold-Exposure einer Standard-Asset-Allokation.

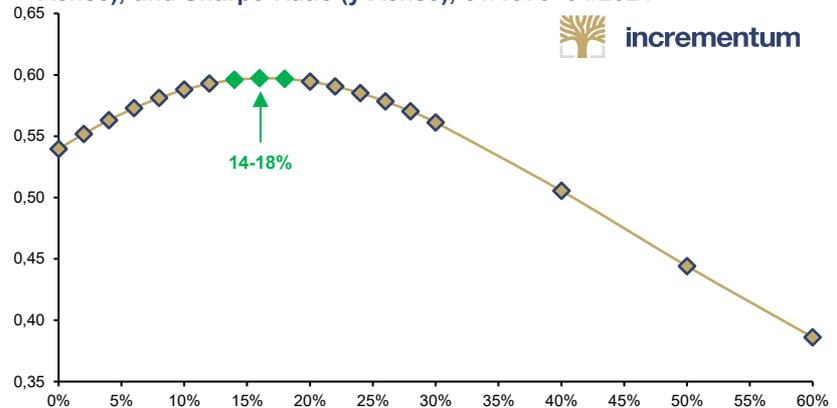
Planung ersetzt den Zufall durch den Irrtum.

Werner Kirsch

Basierend auf diesen Erkenntnissen haben wir die Auswirkungen verschiedener Goldallokationen in einem Aktien-/Anleihenportfolio analysiert. Der Untersuchungszeitraum erstreckt sich von 1970 bis 2024 und umfasst monatliche Daten zu Gold sowie den Total-Return-Indizes des S&P 500 und der 10-jährigen US-Staatsanleihen in US-Dollar.

Unsere Berechnungen zeigen, dass die Integration von Gold in ein Aktien-/Anleihen-Portfolio das Sharpe-Ratio klar positiv beeinflusst. Das Optimum wird in einem Allokationsbereich von 14–18% erreicht. Eine übermäßige Steigerung der Gold-Allokation führt hingegen zu einer Abnahme des Sharpe-Ratios.

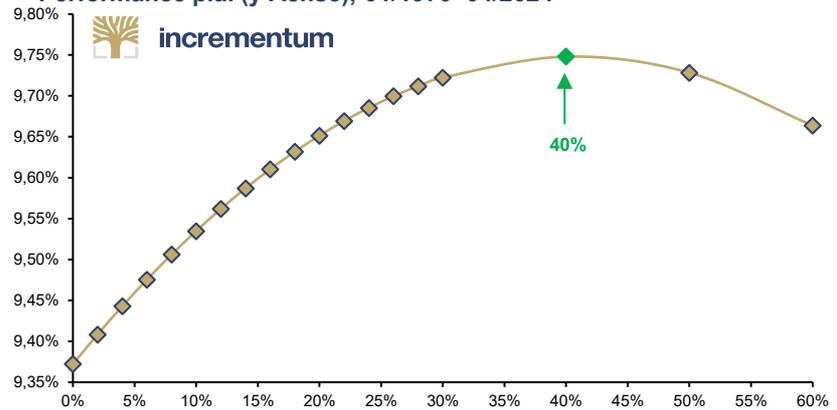
Maximierung risikoadjustierter Renditen: Gold-Allokation (x-Achse), und Sharpe-Ratio (y-Achse), 01/1970–04/2024



Quelle: Robert J. Shiller, Reuters Eikon, Incrementum AG

Während eine maximale Performance bei einer Gold-Allokation von rund 40% erzielt wird, geht dies auch mit einem deutlich erhöhten Risiko einher, gekennzeichnet durch eine höhere Volatilität und größere Drawdowns.

Performance-Maximierung: Gold-Allokation (x-Achse), und Performance p.a. (y-Achse), 01/1970–04/2024



Quelle: Robert J. Shiller, Reuters Eikon, Incrementum AG

Für Investoren, die eine Risikobegrenzung anstreben, ist eine Gold-Allokation im Bereich von 14–20% der Sweet Spot.

Optimale Gold-Allokation in einem Aktien-/Anleihen-Portfolio, 1970–2024

Gold-Allokation	Performance p.a.	Annualisierte Volatilität	Max. Drawdown	Sharpe-Ratio
0%	9,37%	8,28%	-27,00%	0,54
2%	9,41%	8,16%	-26,38%	0,55
4%	9,44%	8,05%	-25,76%	0,56
6%	9,48%	7,96%	-25,13%	0,57
8%	9,51%	7,89%	-24,50%	0,58
10%	9,53%	7,84%	-23,87%	0,59
12%	9,56%	7,82%	-23,46%	0,59
14%	9,59%	7,81%	-23,07%	0,60
16%	9,61%	7,83%	-22,67%	0,60
18%	9,63%	7,87%	-22,28%	0,60
20%	9,65%	7,92%	-21,97%	0,59
22%	9,67%	8,00%	-22,10%	0,59
24%	9,69%	8,10%	-22,24%	0,59
26%	9,70%	8,22%	-22,37%	0,58
28%	9,71%	8,35%	-22,51%	0,57
30%	9,72%	8,51%	-22,65%	0,56
40%	9,75%	9,49%	-25,99%	0,51
50%	9,73%	10,77%	-31,55%	0,44
60%	9,66%	12,25%	-36,76%	0,39

Quelle: Robert J. Shiller, Reuters Eikon, Incrementum AG

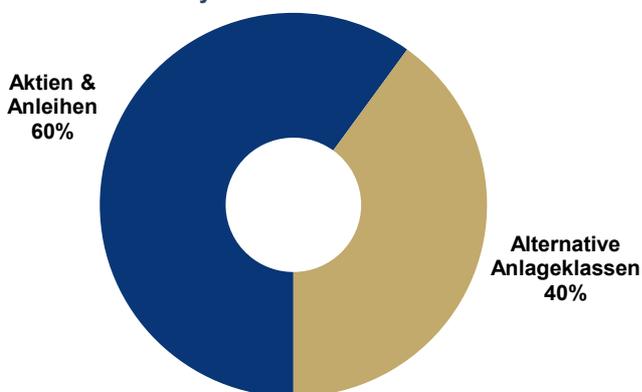
The key to successful investing is not predicting the future but managing risk.

Harry Markowitz

Unsere Ergebnisse legen nahe, dass eine Gold-Allokation von 14–20% eine ausgewogene Portfoliostruktur gewährleistet. Diese Erkenntnisse harmonisieren gut mit den Ergebnissen früherer Studien, die eine Gold-Allokation von 10–19% empfehlen.

Abseits von Gold betrachten wir auch andere alternative Anlageklassen wie Rohstoffe, Silber und Bitcoin als Nutznießer des neuen Gold-Playbooks. Daher sind wir der Überzeugung, dass diese Assetklassen in einem Portfolio, das dem neuen Playbook folgt, unverzichtbar sind. Unter Berücksichtigung dieser Aspekte präsentiert sich ein geeignetes Portfolio wie folgt: **Es besteht zu 60% aus Aktien und Anleihen sowie zu 40% aus alternativen Anlageklassen.**

Das neue 60/40-Portfolio: Strategische Muster-Allokation auf Basis des neuen Gold-Playbooks



Quelle: Incrementum AG

Unsere Interpretation des neuen 60/40-Portfolios für langfristig orientierte Anleger sieht folgende Allokation vor:

Aktien	45%
Anleihen	15%
Aktien + Anleihen	60%
Sicherheits-Gold	15%
Performance-Gold	10%
Rohstoffe	10%
Bitcoin	5%
Alternative Anlageklassen	40%

Quelle: Incrementum AG

Dies ist eine deutliche Abkehr von traditionellen 60/40-Portfolios.

Diese Positionierung ist jedoch keine in Stein gemeißelte Regel, sondern vielmehr eine Richtlinie, die sich an den aktuellen Marktbedingungen orientiert und sich mit der Zeit und den Veränderungen im Währungsumfeld weiterentwickelt. Das neue Playbook gilt so lange, wie wir uns in einer Phase der Währungsinstabilität befinden, geprägt von stark steigenden Schuldenlasten und einer überdurchschnittlich hohen Inflationsvolatilität. Anders gesagt: Bis wir nicht in ein Umfeld mit einer stabilen Hartwährung– sei es ein staatliches Hartgeld oder ein Gold-/Bitcoin-Standard – zurückkehren, scheint ein höherer Anteil an Hartwährungen und Sachwerten erforderlich.

Der beste Zeitpunkt, einen Baum zu pflanzen, war vor zwanzig Jahren. Der zweitbeste Zeitpunkt ist jetzt.

Chinesisches Sprichwort

Das Timing für eine Portfolio-Umstellung erscheint momentan

günstig. Disinflationäre Tendenzen zeigen Anzeichen des Nachlassens, während geopolitische Risiken zunehmen und Gold nach seinem Ausbruch mit einem kräftigen Rückenwind voranschreitet. Goldminenaktien könnten als *Performance-Gold* vom positiveren Sentiment im Goldmarkt überproportional profitieren. Denn wie unsere Analysen zeigen, sind Minenaktien kein passives Buy-and-hold-Investment, sondern erfordern aktives Management. **Hierbei setzen wir auf unser neues, eigens entwickeltes *Incrementum Active Aurum-Signal*.**

Das *Incrementum Active Aurum-Signal* ermöglicht einen Investmentprozess, der nicht nur die langfristigen Marktzyklen, sondern auch kurzfristige Volatilität und Trends in Betracht zieht, um das Gold(minenaktien)-Exposure im Portfolio besser an wechselnde Marktbedingungen anzupassen. **Im Backtest besticht das *Incrementum Active Aurum-Signal* mit einer deutlichen Outperformance gegenüber einer passiven Minenaktienstrategie.** Dies wird durch die nachfolgende Tabelle veranschaulicht, in der sowohl Performance- als auch Risikokennzahlen aufgeführt sind.

Passive vs. Aktive Minenaktienstrategie, in USD, 07/1971-04/2024

	Passiv	Aktiv
Performance	469,37%	7.722,89%
CAGR	3,35%	8,61%
Wöchentliche Standardabweichung	5,10%	3,61%
Annualisierte Volatilität	36,80%	26,01%
Sharpe-Ratio	0,09	0,32
Sortino-Ratio	0,13	0,41
Omega-Ratio	1,03	1,15
Schiefe	-0,50	0,02
Max. Drawdown	-82,53%	-60,18%
RoMaD	2,11	7,24

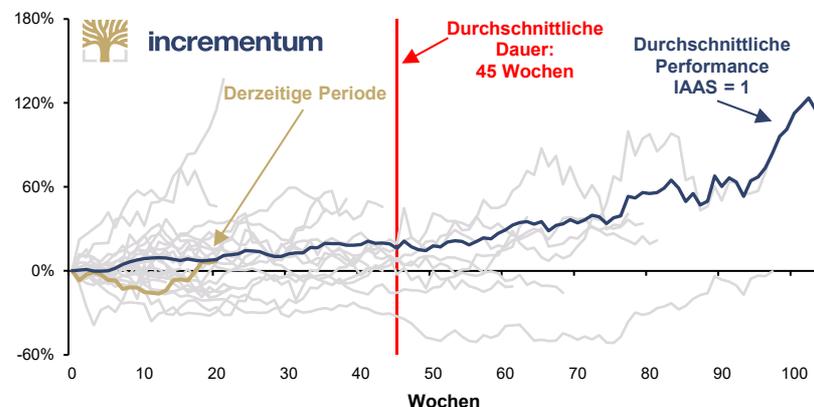
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG, 1971-2024

I do not play according to a given set of rules; I look for changes in the rules of the game.

George Soros

Dass nun die Zeit für Goldminenaktien gekommen sein könnte, zeigt auch das *Incrementum Active Aurum-Signal*: Seit Dezember 2023 empfiehlt es eine offensive Positionierung. Im Vergleich zu vergangenen Perioden offensiver Signalausprägungen befinden wir uns noch in einer frühen Phase. Die durchschnittliche Performance während solcher Phasen betrug bislang 23% über einen Zeitraum von 45 Wochen. Aktuell liegen wir mit einer Performance von 7% über 21 Wochen jedoch noch deutlich unterhalb dieser Durchschnittswerte, was statistisch gesehen auf weiteres Upside-Potenzial bei Goldminenaktien hindeutet.

Goldminenaktien-Performance*, wenn *Incrementum Active Aurum-Signal* = 1, in USD, 08/1971-04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG
*BGMI = 01/1971-06/2006, GD_X = 06/2006-

The strength of the team is each individual member. The strength of each member is the team.

Phil Jackson

Des Weiteren zeigt sich eine positive Korrelation zwischen der Dauer des *Incrementum Active Aurum-Signals* auf seiner offensiven Ausprägungsstufe und der Performance. Mit zunehmender Fortdauer steigen also auch die erzielten Gewinne, die während dieser Perioden erzielt werden können. In diesem Kontext bietet unser proprietäres Signal wertvolle Unterstützung, indem es Ihnen die erforderlichen Werkzeuge bereitstellt, um das Potenzial der „goldenen Dame“ als vielseitigen Akteur optimal zu nutzen. **Ausgestattet mit diesen Erkenntnissen kann das komplexe Spielgeschehen auf den Märkten besser verstanden werden und lassen sich letztendlich die vielseitigen Herausforderungen des neuen Gold-Playbooks meistern.**

ONLY GOLD CAN TAKE THE HEAT OF THE FIRE

Ancient Chinese proverb — today's reality!

EMERGING GOLD PRODUCER GHANA — #1 IN AFRICA

- First gold pour 3rd quarter 2022
- Local & international expertise & ownership
- Targeting both growth & yield

The logo for Asante Gold Corporation features the word "asante" in a bold, lowercase, sans-serif font. Above the letters "a" and "s" is a stylized, curved line that resembles a traditional African headwrap or a decorative flourish. Below "asante" is the text "GOLD CORPORATION" in a smaller, uppercase, sans-serif font.**asante**
GOLD CORPORATION

Asante Gold Corporation | asantegold.com

Canada : ASE | Germany : 1A9

Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold

„I would not allow countries to go off the dollar because when we lose that standard, that will be like losing a revolutionary war.“

Donald Trump

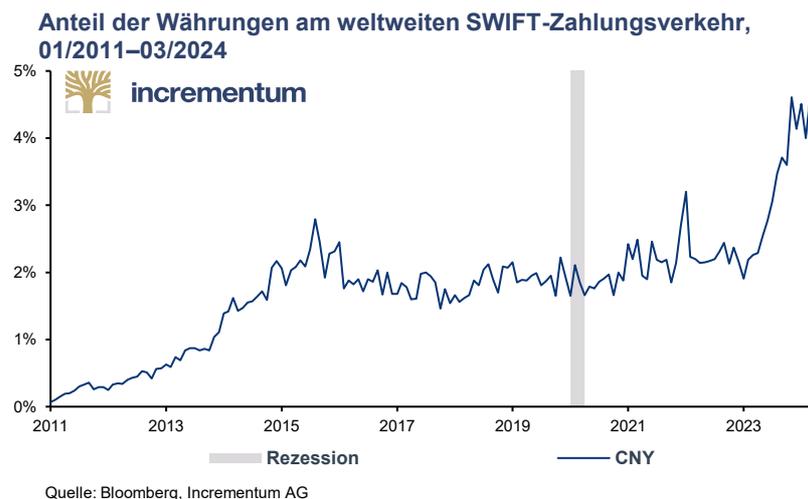
- Der US-Dollar bleibt als Dreh- und Angelpunkt des Welthandels dominant. Er profitiert von den Netzwerkeffekten einer globalen Reservewährung. Der „Dollar-Milkshake“ sorgt für eine anhaltende Dollar-Nachfrage.
- Aufgrund der politischen Einflussnahme der USA hat der US-Dollar als Reservewährung aber an Bedeutung verloren. Alternativen, die seinen Platz einnehmen wollen, sind im Kommen. Die USA waren noch nie so blind gegenüber den Bedrohungen für die Hegemonie des US-Dollars.
- Viele Länder, darunter China und Russland, machen – vielfach unbemerkte – Anstalten, den US-Dollar abzulösen. Diese Bemühungen nehmen zu, wie gerade auch die Erweiterung der BRICS belegt. Bilaterale Abkommen und Allianzen zeigen den klaren Wunsch, den US-Dollar-Standard zu verlassen.
- Der Osten behauptet seine Vormachtstellung, indem er umfangreiche Goldkäufe tätigt, die den Preis in die Höhe treiben. Langsam werden die Weichen für eine Abkehr von den US-Staatsanleihen gestellt. Wird Gold deren Platz einnehmen?

The west must accept its relative decline or engage in a grossly immoral and probably ruinous struggle to prevent it. That is the most important truth of our era. For this reason, above all, westerners need to consider how those in the rising powers view the world.

Martin Wolf

Am 10. Februar 2024 begrüßte China das neue Jahr, das ein Jahr des Drachen sein wird. Den Anhängern chinesischer Tierkreiszeichen zufolge wird dieses Jahr die Evolution, den Fortschritt und den Wohlstand einleiten; es ist die Zeit des Neuanfangs und der Schaffung der Grundlagen für langfristiges Wachstum. Wie passend also, dass die asiatische Goldnachfrage eine neue Phase des Goldbullenenmarktes eingeleitet hat. Der in US-Dollar lange Zeit stagnierende Goldpreis hat im neuen Jahr einen bemerkenswerten Aufschwung erlebt und ist zwischenzeitlich auf über 2.400 USD je Unze gestiegen.

Der Osten ist auf dem Vormarsch. China hat zuletzt erhebliche Anstrengungen unternommen, um das Ziel der Internationalisierung des Renminbis voranzutreiben, indem es wichtige Abkommen mit Saudi-Arabien und den Vereinigten Arabischen Emiraten geschlossen hat; es hat sich für die Verwendung seiner Währung im Öl- und Gashandel eingesetzt und die *Belt-and-Road-Initiative* auf neue Länder und Projekte ausgeweitet. Der Anteil des Renminbis an der Handelsabwicklung, der lange Zeit unter 1% der weltweiten Transaktionen stagnierte, ist in den letzten Monaten stark angestiegen, wie SWIFT zeigt.



Russian stories never have happy endings.

Bill Browder

Russland hat ähnliche Fortschritte unternommen. Nach dem Einmarsch in die Ukraine und den darauf folgenden Sanktionen hat der Kreml seine Bemühungen um eine De-Dollarization massiv verstärkt, indem er die Abhängigkeit vom US-Dollar reduziert und stattdessen neue Allianzen geschmiedet hat. In einem Interview mit Tucker Carlson erklärte Präsident Putin: „As soon as the political leadership decided to use the US dollar as a political instrument, a blow was dealt to this American power.“

Die Trommelschläge der östlichen Mächte erklingen auch im Wüstensande Arabiens. Die Vereinigten Arabischen Emirate haben damit begonnen, Handelspartnern die Verwendung lokaler Währungen für die Abwicklung von Öl- und Gasverträgen vorzuschlagen, und Saudi-Arabien hat den Handel mit China ausgeweitet und bevorzugt den Renminbi anstelle des Dollars. Ägypten hat mit der Ausgabe von *Panda*-Anleihen begonnen, die in Renminbi denominated sind. In ganz Nordafrika und der Levante werden weitere Maßnahmen ergriffen, um die Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern.

To be prepared for war is one of the most effective means of preserving peace.

George Washington

I was number one on the 'who's likely to die' list for 10 years. I was really disappointed when I fell off the list.

Keith Richards

The West's killer apps:

1. Competition
2. The Scientific Revolution
3. Property rights
4. Modern medicine
5. The consumer society
6. The work ethic

Niall Ferguson

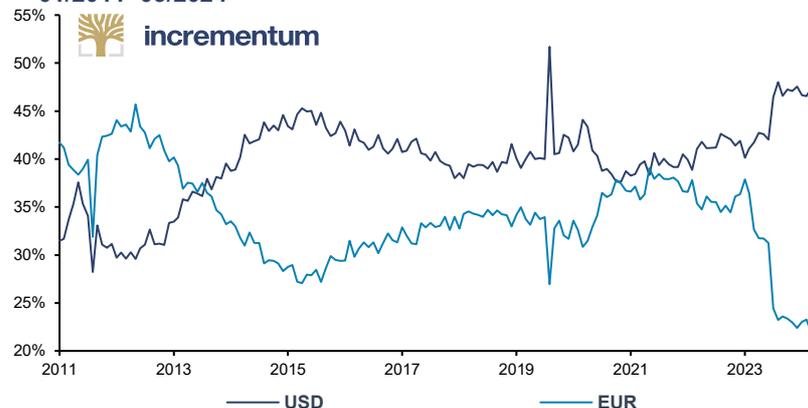
Diese Staaten sind sich jedoch sehr wohl bewusst, dass sie gegen einen gewaltigen Gegner kämpfen – die dominanteste militärische und wirtschaftliche Macht in der Geschichte der Menschheit. Die Position des US-Dollars als Eckpfeiler des Weltfinanzsystems wird nicht leicht zu erschüttern sein; und starke Kräfte auf der Seite der USA kommen zu ihrer Verteidigung.

Dollarisierung

- Der US-Dollar verliert in vielen wichtigen Bereichen nicht an Boden, sondern gewinnt sogar an „Marktanteilen“ im globalen Zahlungsverkehr.
- Die Netzwerkeffekte des US-Dollars sind extrem schwer zu überwinden.
- Viele Länder geben dem US-Dollar weiterhin den Vorzug vor ihren heimischen Währungen.
- Länder, die nach Lösungen für ihre eigenen Inflationsproblemen suchen, wie beispielsweise Argentinien, vergrößern ihre Bindung an den US-Dollar.

Der US-Dollar stirbt einen seltsamen Tod. Entgegen dem, was viele glauben, verliert der US-Dollar nicht an Marktanteilen als Zahlungs- und Abrechnungswährung. Die jüngsten Transaktionsdaten von SWIFT zeigen, dass die Bedeutung des US-Dollar im internationalen Zahlungsverkehr ein noch nie dagewesenes Niveau erreicht hat. Im vergangenen Juli stieg der Anteil der Transaktionen, die sich auf den US-Dollar beziehen, **auf ein Allzeithoch von 46%**, was einen deutlichen Anstieg gegenüber dem Stand von vor drei Jahren bedeutet.

Anteil der Währungen am weltweiten SWIFT-Zahlungsverkehr, 01/2011–03/2024



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Laut der *Triennial Central Bank Survey* der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) aus dem Jahr 2022 war der US-Dollar an rund 88% der weltweiten Devisentransaktionen beteiligt. Dieser Anteil ist in den letzten zwei Jahrzehnten relativ konstant geblieben. Im Vergleich dazu entfielen auf den Euro 31% der Devisentransaktionen, ein deutlicher Rückgang gegenüber seinem Höchststand von 39% im Jahr 2010. Der Euro hat auch in anderen Bereichen an Bedeutung verloren. Der Anteil der in Euro begebenen Auslandsschulden lag 2005 bei 27,6% und ist bis 2022 auf 20,7% gesunken; der Prozentsatz der Devisentransaktionen in Euro ging von 38% auf 31% zurück, und der Anteil der Devisenreserven sank in diesem Zeitraum von 23,9% auf 20,5%.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Wie wir im Vorjahr beschrieben haben, sind die Netzwerkeffekte einer Reservewährung extrem schwer zu überwinden. Auf den US-Dollar entfallen 59% der weltweiten Devisenreserven, rund 80% des weltweiten interregionalen Handels und über 50% der weltweiten Handelsrechnungen. Er ist die Standardbasiswährung für Devisen- und Eurodollar-Swaps. Dies illustriert, dass der Netzwerkeffekt des US-Dollars außerordentlich stark ist. Je stärker der Netzwerkeffekt, desto schwieriger, aufwändiger, langwieriger und kostspieliger ist der Wechsel auf ein neues (Währungs-)System.

Im *In Gold We Trust*-Report 2023 hatten wir formuliert:

„Frei nach Mark Twain sind die Nachrufe auf den US-Dollar allerdings noch verfrüht, denn Währungen zählen zu den Netzwerkgütern, und der US-Dollar genießt als globale Währung Nr. 1 alle Vorteile eines Netzwerkgutes. Louis-Vincent Gave vergleicht den US-Dollar mit Microsoft Windows. Auch wenn Windows ab und zu abstürzt und zahlreiche Mängel aufweist, so ist es doch das mit Abstand am weitesten verbreitete Betriebssystem. Ein neues Betriebssystem müsste nicht nur besser sein, sondern auch den Nachteil, zunächst nicht Netzwerkgut zu sein, überwinden. Während bei normalen Konsumgütern viele ähnliche Produkte nebeneinander bestehen können, tendieren Netzwerkgüter zu einem natürlichen Monopol.“⁵⁰

People are misunderstanding how the system works. The dollar is basically the foundation of the monetary system. It sits at the bottom of the house, so it's the foundation of the house. To say that the foundation can blow up and disappear, and the people living in the attic are just going to carry on just fine, I think that's to fundamentally misunderstand the structure.

Brent Johnson

Wie Brent Johnson darlegt, ist der US-Dollar das „sauberste schmutzige Hemd“ in der Wäsche. Er ist nicht perfekt, doch die meisten Probleme (Überschuldung, Demographie, ...) plagen auch die anderen Währungskonkurrenten, von denen keiner eine echte Auslandsnachfrage nach seiner Währung hat. Um es mit den Worten von Brent Johnson zu sagen: **„Based on the design of the system, the US dollar is not going to get inflated away, at least not before all the other currencies get inflated away.“**

Es ist wichtig zu wissen, warum der US-Dollar so lange so dominant geblieben ist. Die USA verfügen über den größten und liquidesten Bondmarkt, der US-Dollar selbst ist leicht in fast jede Währung konvertierbar und es herrschen nach wie vor weitgehend rechtsstaatliche Verhältnisse. Zudem kontrollieren die USA SWIFT, de facto das Herzstück des globalen Banken- und Finanzsystems.

Doch warum ist SWIFT eigentlich so bedeutsam? SWIFT – kurz für *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* – ist eigentlich kein Zahlungsverkehrs- oder Abrechnungssystem, sondern ein Kommunikationsnetz zwischen Banken. Es wurde 1973 von einem Konsortium von 239 Banken aus 15 Ländern gegründet, **expandierte schnell** und begann mit der Verarbeitung von Nachrichten, sodass bereits ein Jahr später 10 Millionen Nachrichten verarbeitet wurden, die dann exponentiell auf über 1 Milliarde im Jahr 1999 und ein Jahrzehnt später auf fast 3,8 Milliarden anwuchsen. 2022 waren es bereits **mehr als 16 Milliarden Transaktionen** pro Jahr.

⁵⁰ „Quo Vadis, Aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2023

Just because you make a good plan, doesn't mean that's what's gonna happen.

Taylor Swift

Die Bedeutung von SWIFT als „Nervensystem des globalen Handels“ kann kaum überschätzt werden. Täglich werden über dieses Netzwerk Millionen von Transaktionsnachrichten ausgetauscht, die Zahlungen, Wertpapiergeschäfte und andere Finanztransaktionen betreffen. Durch die Bereitstellung einer standardisierten und sicheren Kommunikationsplattform ermöglicht SWIFT einen reibungslosen und effizienten grenzüberschreitenden Geldfluss.

Die Möglichkeit, Länder oder Einrichtungen von SWIFT auszuschließen, hat sich als ein mächtiges politisches Instrument herausgestellt, insbesondere in Bezug auf Wirtschaftssanktionen. Die Aussperrung aus dem SWIFT-Netzwerk kann für ein Land entscheidende wirtschaftliche Konsequenzen haben, da es den Zugang zu internationalen Finanzmärkten und die Fähigkeit, internationale Geschäfte zu tätigen, erheblich erschwert bzw. verunmöglicht. Dies kann wiederum den Wert der nationalen Währung beeinträchtigen, zu Liquiditätsengpässen führen und die wirtschaftliche Stabilität des betroffenen Landes gefährden.

Zahlreiche Nationen arbeiten an Alternativen zu SWIFT, tatsächlich sind die von den Gegnern des US-Dollar-Systems vorgebrachten Alternativlösungen in sich widersprüchlich. Wie **Norbert F. Tofall darlegt:**

*„Um Währungsschwankungen der eigenen nationalen Währungen zu begrenzen, haben die BRICS bereits 2014 das sogenannte **Contingency Reserve Agreement (CRA)** ins Leben gerufen. Zweck des CRA ist es, Kreditlinien bereitzustellen, die es den teilnehmenden Zentralbanken ermöglichen, Währungsschwankungen zu stabilisieren, ohne eine Erschöpfung ihrer Währungsreserven zu riskieren. Angestrebt wurde eine Art Alternative zum Internationalen Währungsfonds (IWF), was jedoch bis heute nicht einmal ansatzweise erreicht wurde. Zudem steht bereits die Grundkonstruktion des CRA der eigentlich angestrebten De-Dollarisierung entgegen. Denn da die BRICS-Staaten starke Handelsverflechtungen mit dem Dollar-Block haben, beruht der Währungsstabilisierungsmechanismus des CRA logischerweise auf dem US-Dollar.*

Die währungspolitische Unklarheit liegt offen zu Tage und wird auch nicht durch Überlegungen verringert, den CRA-Mechanismus von US-Dollar auf Gold umzustellen, um so den Einstieg in eine gemeinsame goldgedeckte Währung einzuleiten. Wieso sollte China, welches die weltweite Verwendung des Renminbis voranbringen will, einem derartigen Ansinnen zustimmen und sich durch eine Goldwährung selbst Beschränkungen auferlegen? In der BRICS-Abschlussklärung finden sich zu einer goldgedeckten BRICS-Gemeinschaftswährung entsprechend keine Ausführungen. Stattdessen heißt es unter dem Punkt 45:

„We task our Finance Ministers and/or Central Bank Governors, as appropriate, to consider the issue of local currencies, payment instruments and platforms and report back to us by the next Summit.“

I'm of the view that the US has around 20 years to figure things out before a more sustained reserve currency threat from the RMB materializes, particularly since China has debt issues of its own.

Michael Cembalest

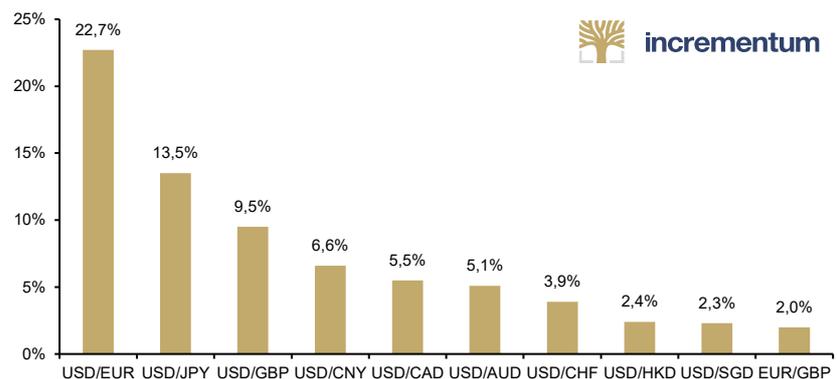
The dollar is an excellent tool for commerce but a poor tool for savings.

FOFOA

China zum Beispiel, das seine eigene Währung für den Welthandel internationalisieren möchte, wird Pläne zur Wiederanbindung an eine goldgedeckte Währung, die seine geldpolitischen Ziele einschränken könnte, wahrscheinlich nicht gutheißen. Die währungspolitische Unklarheit spiegelt die ambivalente Interessenlage Chinas wider. Aufgrund seiner Exportorientierung ist China fest in das globale Dollarsystem eingebunden. Aufgrund seiner Position als Nettoexporteur und wichtiger Handelspartner der USA verfügt China über beträchtliche Dollar-Reserven und ist mit den USA eng verwoben.

Die Dominanz des US-Dollars erstreckt sich auch auf die Devisenmärkte. Von den 10 liquidesten und am meisten gehandelten Währungspaaren entfallen 9 auf den US-Dollar, die einzige Ausnahme ist GBP/EUR. Der Handel zwischen Renminbi und südafrikanischem Rand wäre beispielsweise äußerst schwierig, da der Markt nicht groß genug ist, um einen Handel in dieser Größenordnung zu ermöglichen, ganz zu schweigen von den hohen Spreads. Daher müssen diejenigen, die eine solche Transaktion durchführen wollen, den Umweg über den US-Dollar nehmen.

Meistgehandelte Währungspaare, 04/2024



Quelle: FXOpen, BIZ, Incrementum AG

TINA (There Is No Alternative) is turning into TUNA (The Ugly New Alternatives).

Frank Giustra

Die anderen BRICS-Staaten hätten ähnliche Gründe, sich gegen einen internationalen Renminbi als Ersatz für den US-Dollar zu wehren. Warum in Renminbi handeln, wenn die eigene Währung besser geeignet ist? Und warum die Dollarisierung aufgeben und den Renminbi einführen, wenn China seine Position im US-Dollarsystem beibehält und weiterhin US-Dollar für den Handel verwendet? **Zurzeit herrscht also noch TINA: There Is No Alternative zum allmächtigen US-Dollar.**

Angesichts des Fehlens einer brauchbaren alternativen Fiat-Währung für den internationalen Handel und der erdrückenden Last der Eurodollar-Schulden haben sich zahlreiche Länder wieder auf die relative Stabilität des US-Dollars besonnen. Derzeit haben 9 Länder den US-Dollar als offizielle Landeswährung eingeführt, weitere 21 Länder akzeptieren den US-Dollar neben ihrer eigenen Landeswährung.

It's super-easy to dollarize Argentina. This would end the fraud of the peso, which is melting like ice cubes in the Sahara.

Javier Milei

But if we have to use force, it is because we are America; we are the indispensable nation. We stand tall and we see further than other countries into the future.

Madeleine Albright

The black market was a way of getting around government controls. It was a way of enabling the free market to work. It was a way of opening up, enabling people.

Milton Friedman

Seit vielen Jahren erlebt Argentinien eine informelle Dollarisierung, bei der der US-Dollar und in US-Dollar denominatede Vermögenswerte aufgrund des sinkenden Wertes des Pesos als sicherer Hafen fungieren. Die latente Inflationskrise, in der die Teuerung bis auf 160% anstieg, machte eine Lösung für die wirtschaftlichen Probleme Argentiniens dringend erforderlich. Zu den von Präsident Javier Milei vorgeschlagenen Lösungen zur Bewältigung der Krise gehörte die radikale, aber dennoch sehr interessante Idee, die Zentralbank aufzulösen, die Sozialausgaben zu kürzen und die Dollarisierung voranzutreiben. Festgehalten ist der Kern seiner Ideen im *10-Point Freedom Plan* aka *Milei Pact*.

Venezuela hat den gleichen Weg eingeschlagen. Die Währungsstabilität begann sich 2016 zu verschlechtern und mündete **schnell in eine Hyperinflation**, die bis 2018 1.000.000% erreichte. Als Reaktion auf die Krise greift Venezuela **für den Binnenhandel und die eigenen Ersparnisbildung** auf den US-Dollar zurück. Etwa die Hälfte aller Ersparnisse und Zahlungen lauten nun auf US-Dollar, wobei der Prozentsatz in den Grenzregionen auf 60% bis 75% ansteigt.

Auch Brasilien hat sein Engagement gegenüber dem US-Dollar erhöht. Das brasilianische Finanzministerium kündigte in diesem Jahr seinen ersten Auftritt auf dem globalen Schuldenmarkt an und legte zwei auf US-Dollar lautende Anleihen mit Laufzeiten von 10 und 30 Jahren auf. Diese Anleihen werden mit 6,35% bzw. 7,15% verzinst und zogen eine beträchtliche Nachfrage nach sich.

Benin, ein kleiner westafrikanischer Staat, hat kürzlich eine US-Dollar-Anleihe begeben. Bei der Emission verzeichnete das Land eine massive Nachfrage, die **das Angebot um das Sechsfache überstieg**; es wurden 5 Mrd. USD nachgefragt, aber nur 750 Mio. USD an Schuldverschreibungen begeben. Bemerkenswerterweise geschah dies nur zwei Wochen nach der Emission einer USD-Anleihe von Côte d'Ivoire, die ebenfalls auf eine überwältigende Nachfrage stieß, die **das ursprünglichen Angebot um das Vierfache übertraf**. Dies ist überraschend, wenn man bedenkt, dass Côte d'Ivoire in der Vergangenheit mit US-Dollar-Schulden in Verzug geraten ist, insbesondere während des Bürgerkriegs 2011.

Die Tatsache, dass der US-Dollar die einzige Reservewährung für das globale System ist, stellt eine große Herausforderung dar. In einem Artikel, der im November 2023 auf einer Plattform veröffentlicht wurde, die mit der Kommunistischen Partei Chinas (KPCh) verbunden ist, wurde argumentiert, dass die jüngsten geldpolitischen Entscheidungen der USA zu einer „**US-Dollar-Geldflut**“ geführt haben, die den Reichtum anderer Nationen ausbeutet und den Entwicklungsländern aufgrund der Dominanz des US-Dollars erhebliche wirtschaftliche Verluste und finanzielle Risiken auferlegt.

Diese Stellungnahmen sind von großer Bedeutung, zumal die drei eingeladenen BRICS-Staaten Argentinien, Ägypten und Äthiopien mit akuter US-Dollar-Knappheit und steigenden Inflationsraten zu kämpfen haben. Im Jahr 2023 war die Knappheit in **Argentinien** und Äthiopien so groß, dass die Schwarzmarktkurse Berichten zufolge auf fast das Doppelte der offiziellen Kurse anstiegen. **Ägypten** sah sich unterdessen mit einem Rekorddefizit im Nettoauslandsvermögen seines

Bankensystems konfrontiert, was auf einen schwerwiegenden Devisenmangel hindeutet.

Die Belastung, die der US-Dollar auf das globale Wirtschaftssystem ausübt, veranlasst zahlreiche Schwellenländer, über Alternativen nachzudenken.

Der De-Dollarization-Plan der BRICS

- Beim BRICS-Gipfel 2023 in Johannesburg wurde die Aufnahme von Iran, Saudi-Arabien, den Vereinigten Arabischen Emiraten, Ägypten, Äthiopien und Argentinien beschlossen.
- China hat mit seiner Belt-and-Road-Initiative strategische Schritte unternommen, um den Renminbi zu internationalisieren und die Abhängigkeit vom US-Dollar zu verringern.
- Russland hat erhebliche Fortschritte bei der De-Dollarization gemacht und den US-Dollar im bilateralen Handel mit China fast vollständig abgeschafft.
- Saudi-Arabien hat in letzter Zeit mehrere wichtige Geschäfte abgeschlossen, darunter einen Währungsswap mit der chinesischen Zentralbank und den Verkauf von Öl und Gas in Renminbi an China.
- Auch Afrika bemüht sich um eine De-Dollarization. In Kenia wird beispielsweise ein panafrikanisches Zahlungssystem aufgebaut.

Der BRICS-Gipfel in Johannesburg vermittelte die klare Botschaft, dass die lange Zeit unhinterfragte Ordnung der Nachkriegszeit der Vergangenheit angehört. Der Westen sollte die neue multipolare Realität anerkennen.

With Biden, you're going to lose the dollar as the standard. That'll be like losing the biggest war we've ever lost.

Donald Trump

Dabei haben sich mehrere wichtige Punkte herauskristallisiert. Erstens haben die fünf ursprünglichen BRICS-Mitglieder sechs weitere Länder eingeladen, dem Block beizutreten: Argentinien, Ägypten, Äthiopien, Iran, Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate. Von den eingeladenen Ländern sind alle außer Argentinien und Saudi-Arabien beigetreten. Saudi-Arabien zögert noch, während Argentinien unter dem neuen Präsidenten Milei stattdessen die Aufnahme als *globaler Partner* der NATO, zu denen bereits Kolumbien, Australien, Japan und Südkorea zählen, beantragt hat. Das erweiterte BRICS+-Bündnis umfasst nun die Hälfte der Weltbevölkerung und knapp 30% des globalen BIP, was das BRICS+-Bündnis zu einer stärkeren Kraft als je zuvor macht.

Zweitens kündigten die Staats- und Regierungschefs der BRICS-Staaten an, dass sie die Abhängigkeit vom US-Dollar verringern und den Prozess der De-Dollarization des internationalen Handels beschleunigen wollen. Sie erörterten Alternativen zum US-Dollar, darunter auch die Möglichkeit der Schaffung einer gemeinsamen Währung. Der brasilianische Präsident Lula da Silva unterstützte die Einführung einer BRICS-Währung. Wladimir Putin prangerte die Hegemonie des US-Dollars und die Auswirkungen der US-Sanktionen auf die weltweite wirtschaftliche Stabilität an

und sprach sich für die Vorteile aus, die eine De-Dollarization den BRICS-Ländern bringen würde.

Die Mitglieder stimmten darin überein, ihre Unterstützung für die *African Continental Free Trade Area* (AfCFTA) zu verstärken und betonten die Bedeutung der politischen Stabilität Afrikas für die Förderung des Marktvertrauens. Darüber hinaus berieten die Staats- und Regierungschefs über verschiedene Strategien zur Verbesserung des Dialogs und der Zusammenarbeit im Hinblick auf die weitere Entwicklung der AfCFTA.

Schließlich wurde mit der Vereinbarung zwischen Indien und China, die Spannungen entlang der umstrittenen Grenze abzubauen, ein Durchbruch erzielt. Nach dem Gipfeltreffen teilte die chinesische Botschaft in Neu-Delhi über Twitter mit, dass Präsident Xi Jinping den Wunsch geäußert habe, die Beziehungen zwischen Indien und China zu verbessern, und betonte, dass bessere Beziehungen zwischen den beiden Nationen für beide Seiten von Vorteil seien. Kurze Zeit später veröffentlichte die chinesische Regierung jedoch eine umstrittene Karte, die die beiden indischen Gebiete Arunachal Pradesh und Ladakh in ihre Grenzen einschloss. Dieser Schritt weckte bei den Indern Zweifel an den wahren Absichten Chinas, trotz der während des Gipfels gegebenen Zusicherungen. **Die latenten Spannungen zwischen Indien und China sind zweifelsohne ein wesentlicher Schwachpunkt der BRICS.**

We task our Finance Ministers and/or Central Bank Governors, as appropriate, to consider the issue of local currencies, payment instruments and platforms and report back to us by the next Summit.

**BRICS-Gipfel-
Abschlussdokument**

How can we, as BRICS, credibly talk about de-dollarization if our main financial initiative remains predominantly dollarized?

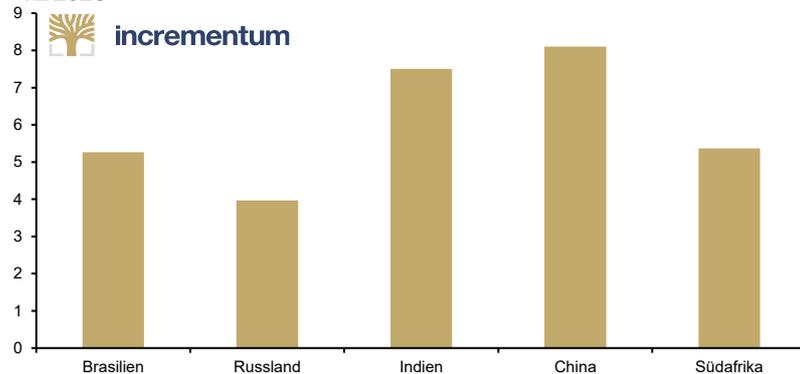
Paulo Nogueira Batista Jr.

Die Erwartungen an den letzten Gipfel waren vermutlich zu hoch. In der **gemeinsamen Erklärung vom 24. August 2023** zielten die Teilnehmer darauf ab, das *Contingent Reserve Arrangement* (CRA) zu stärken, die *New Development Bank* (NDB) zu verstärkten Kreditvergaben zu ermutigen und die *BRICS Payment Task Force* zu diskutieren, deren Ziel es ist, inklusive, transparente und effiziente grenzüberschreitende Zahlungssysteme zwischen den Mitgliedsstaaten zu entwickeln.

Trotz dieser hochgesteckten Ziele waren die Ergebnisse eher dürftig. Die CRA ist im Grunde inaktiv, da sie von den Zentralbanken der ursprünglichen fünf BRICS-Länder auf Eis gelegt wurde. Mit nur fünf teilnehmenden Mitgliedern ist ihr Anwendungsbereich nach wie vor begrenzt, und ihre Funktionalität ist aufgrund einer Vielzahl von Einschränkungen und Schutzmaßnahmen eingeschränkt. Die geplante Überwachungseinheit muss erst noch geschaffen werden, und es wurden keine echten Zahlungsbilanzoperationen abgewickelt, sondern nur Probeläufe.

Ähnlich verhält es sich mit der NDB. Ursprünglich als Konkurrentin der Weltbank angekündigt, hat die NDB ihre Ziele bislang deutlich verfehlt. Die Bank hat seit ihrer Gründung vor 10 Jahren insgesamt 32 Mrd. USD an Finanzierungen für 96 verschiedene Projekte genehmigt. Das ist ein Bruchteil der von der Weltbank im Jahr 2022 vergebenen Kredite in Höhe von 175 Mrd. USD.

New Development Bank Projektportfolio nach Ländern, in Mrd. USD, 12/2023



Quelle: NDB, Incrementum AG

Die NDB selbst wird durch politische Grabenkämpfe, eine schwache Führung und Sanktionen, die Transaktionen verhindern, behindert. Nur fünf Länder sind Mitglieder, im Gegensatz zur *Asiatischen Infrastrukturinvestmentbank (AIIB)*, die etwa zur gleichen Zeit gegründet wurde und inzwischen über 100 Mitglieder hat.

Für das nächste Gipfeltreffen in Russland, das höchstwahrscheinlich in Kasan stattfinden wird, erwarten wir, dass sich die Expansion der BRICS-Staaten fortsetzen wird.

Die Liste der an den BRICS interessierten Staaten wird immer länger. Die Vielfalt der Bewerber zeigt, dass die BRICS-Mitglieder nicht mehr nur unzufriedene Pariastaaten sind, die sich gegen die US-Hegemonie stellen. Vielmehr besteht eine weit verbreitete Unzufriedenheit mit der derzeitigen Welt(währungs)ordnung und der Wunsch, etwas Neues aufzubauen. Putin selbst erklärte, dass sich dieser Gipfel auf die Schaffung einer „fairen Weltordnung“ konzentrieren wird und kritisierte das derzeitige System: *„As for the ‘rules-based world order,’ there are no such rules; in reality, they change every day depending on the current political agenda.“*

However, I think where my view starts to differ from perhaps some others is that I also do not believe that just because these five or six or eight or nine countries (BRICS+), however you want to define that, just because they say they're going to do something, I've seen little actual progress in doing it.

Brent Johnson

Zu den derzeitigen Kandidaten, die sich für eine BRICS-Mitgliedschaft beworben haben, zählen u. a. Belarus, Bolivien, Kasachstan, Kuwait, Pakistan, Thailand, Venezuela, Vietnam oder auch Nigeria. Ihr Interesse an einem möglichen Beitritt haben zudem Mexiko, die Türkei und Indonesien bekundet. **Mit dem Nato-Mitglied Türkei und Mexiko als unmittelbarer Nachbar der USA zeigen somit zwei Länder an den BRICS Interesse, die geopolitisch von besonderer Bedeutung sind.**

Eine gemeinsame Währung der BRICS-Staaten hätte mehrere strukturelle Probleme, nicht zuletzt eine kohärente Geldpolitik und eine kohärente Regierungspolitik unter den vielen Staaten mit unterschiedlichen Zielen. Die neue BRICS-Währung müsste Vorteile aufweisen, die sie dem US-Dollar als Reservewährung überlegen machen. Zudem müsste sie ein globales Transaktionsnetzwerk, tiefe und liquide Geldmärkte und eine Rechtsstaatlichkeit nach westlichem Vorbild gewährleisten. Zum jetzigen Zeitpunkt erscheint dies unrealistisch. Wahrscheinlicher ist die zunehmende Verwendung von Alternativen wie Rubel und Renminbi, da die großen BRICS-Staaten versuchen, kleinere Länder vom US-Dollar-Standard zu lösen und auf ihre eigene Währung umzustellen.

So, what is wrong with three world currencies – the euro, the renminbi, and the dollar – sharing the spotlight? Nothing, except that neither markets nor policymakers seem remotely prepared for such a transition.

Kenneth Rogoff

We stand ready to work with all partners to build the Belt and Road and make it a path of cooperation in addressing common challenges, a path for protecting people's health and safety, a path of economic recovery and social development, and a path of growth to achieve our full development potential.

Xi Jinping

Die Anforderungen an die Mitgliedschaft waren einer der Tagesordnungspunkte, die auf dem Treffen behandelt wurden. Die fünf etablierten Länder legten einen Rahmen für den Beitritt fest und formulierten eine Reihe von Erwartungen, die andere Länder erfüllen müssen, sobald sie aufgenommen werden. Von den 22 neuen Mitgliedsanträgen sind praktisch alle ab 2023 gestellt worden, da die Auswirkungen der Unterbrechung der globalen Lieferketten und der US-Sanktionen gegen Russland zu Beginn des Ukraine-Kriegs weiter anhalten.

China – Der asiatische Gigant gestaltet das globale Währungssystem neu

China versucht, den Status des Renminbis aufzuwerten. Weltweit macht der Renminbi zwar lediglich **2,5% der Devisenreserven** aus, es wurden zuletzt jedoch große Fortschritte gemacht. Die China National Offshore Oil Corporation (CNOOC) und die französische Engie SA haben erfolgreich ein internationales LNG-Geschäft abgeschlossen, **das in Renminbi abgerechnet** wird und bei dem CNOOC im November eine Lieferung von 65.000 Tonnen LNG erhält. Vorausgegangen war im März ein Geschäft über dieselbe Menge mit einem anderen französischen Unternehmen, TotalEnergies.

Die Chinesen haben auch in Südamerika Fuß gefasst und beispielsweise **mit Argentinien vereinbart**, dass Importe in Renminbi statt in US-Dollar abgerechnet werden. **Dies könnte jedoch auch ein Zeichen für die schwindenden US-Dollar-Reserven des Landes sein, das weiterhin mit einer Haushalts- und Währungskrise zu kämpfen hat.**

Im November 2023 vereinbarten die People's Bank of China und die saudische Zentralbank offiziell einen **Währungsswap im Wert von 50 Mrd. CNY** (6,93 Mrd. USD) und machten damit einen wichtigen Schritt zur Stärkung der Beziehungen zwischen den beiden Ländern. Chinesischen Zolldaten zufolge importierte China im Jahr 2022 saudisches Rohöl im Wert von rund 65 Mrd. USD.

Belt-and-Road-Initiative

Die Chinesen haben auch mit ihrer Belt-and-Road-Initiative (BRI) erhebliche Fortschritte verzeichnen können. Im Oktober 2023 veranstaltete China ein höchst erfolgreiches Belt-and-Road-Forum in Peking. Mittlerweile hat China mehr als 200 BRI-Kooperationsvereinbarungen abgeschlossen, an denen über 150 Länder und 30 internationale Organisationen beteiligt sind. Wie wir im *In Gold We Trust-Report 2023* festgehalten hatten:

„BRI ist eine chinesische Initiative, die 2013 ins Leben gerufen wurde, um ein riesiges, mehrere Länder umfassendes Netz von Verkehrs-, Energie- und Kommunikationsinfrastrukturen zu errichten. Diese sollen China mit Ländern in Asien, dem Nahen Osten, Afrika und Europa verbinden, um das Wirtschaftswachstum, den Handel und die Investitionen unter allen beteiligten Ländern anzukurbeln.

*Die Initiative besteht aus Transportrouten auf dem Landweg von China durch Zentralasien nach Europa, [...]. **Auch hier gilt, dass fast alle Länder, die in den letzten 15 Jahren auf der Liste der wichtigsten Goldkäufer der Zentralbanken standen, auf die eine oder andere Weise mit der Belt-and-Road-Initiative verbunden sind.***⁵¹

Diese Projekte umfassen den Bau oder Ausbau von Straßen, Häfen, Eisenbahnen, Pipelines und anderer handelsorientierter Infrastruktur. Durch die Finanzierung von BRI-Projekten hat China den etwas stagnierenden Prozess der Internationalisierung des Renminbis erfolgreich wiederbelebt.

Move over, US dollar. China wants to make the renminbi the global currency.

Washington Post

Im März erreichte der **Renminbi einen rekordverdächtigen Anteil von 4,6%** am weltweiten Zahlungsverkehr und hat sich damit nach Angaben von SWIFT von 1,9% im Jänner 2023 mehr als verdoppelt. Verglichen mit der Vormachtstellung des US-Dollars, der rund 47% des weltweiten Zahlungsverkehrs ausmacht, ist des Renminbis Anteil jedoch nach wie vor verschwindend gering.

Einzelne chinesische Banken sind hier führend. Bemerkenswerte Beispiele sind **die Kreditkooperation der EximBank mit der saudischen Nationalbank in RMB und die mit der malaysischen Maybank und BBVA Peru unterzeichneten Vereinbarungen. In einem Bericht, der im Vorfeld der Belt and Road-Konferenz im Oktober veröffentlicht wurde, stellten die Chinesen selbst fest:**

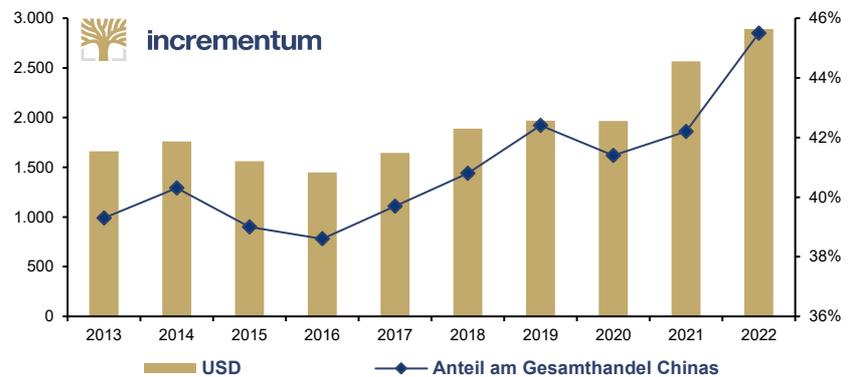
„As of the end of June 2023, a total of 13 Chinese-funded banks had established 145 first-tier offices and branches in 50 BRI partner countries; some 17.7 million businesses in 131 partner countries had opened UnionPay services, and 74 partner countries had opened UnionPay mobile payment services. [...]

China has signed bilateral currency swap agreements with 20 partner countries and established renminbi (RMB) clearing arrangements in 17 partner countries. The number of participants, business volume, and influence of the RMB cross-border payment system have gradually increased, effectively facilitating trade and investment.“

Zwischen 2013 und 2022 belief sich der Gesamtwert der Ein- und Ausfuhren zwischen China und seinen BRI-Partnerländern auf 19,1 Mrd. USD. Darüber hinaus erreichten die kombinierten wechselseitigen Investitionen zwischen China und seinen Partnerländern 380 Mrd. USD, wobei China 240 Mrd. USD zu dieser Summe beitrug.

⁵¹ „Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten“, In Gold We Trust-Report 2023

Gesamtwert der Importe und Exporte Chinas mit BRI-Partnerländern, in Mrd. USD (lhs) und als Anteil am Gesamthandel Chinas (rhs), 2013-2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Mechanisms for countering foreign sanctions, interference, and long-arm jurisdiction will be strengthened.

Xi Jinping

Diese Entwicklungen zeigen, dass China einen gut durchdachten Plan verfolgt, um die Vormachtstellung des Dollars anzugreifen. Chinas Denken ist strategisch und kalkuliert. **Solange China jedoch seine Kapitalbilanz geschlossen hält, wird es nur begrenzt in der Lage sein, den Renminbi zu internationalisieren.** Außerdem ist die BRI-Strategie keineswegs vor Rückschlägen gefeit. Per Ende März 2024 hat sich **Italien aus der BRI zurückgezogen.**

China ist jedoch nicht die einzige östliche Macht, die diesen Kampf gegen die US-Amerikaner führt – auch Russland versucht, die Schlinge des US-Dollars zu lösen.

Russland – Der eurasische Bär spielt geopolitisches Schach

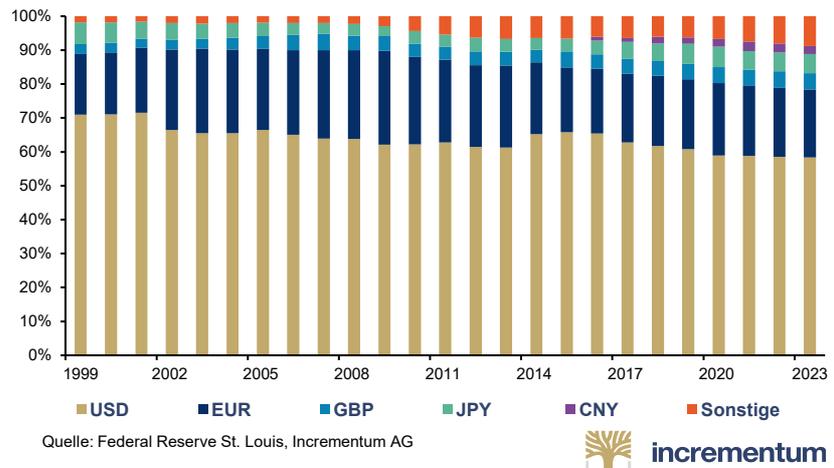
Als Reaktion auf die russische Aggression in der Ukraine hatte die Regierung Biden im Jahr 2022 beschlossen, den Zugang Russlands zum internationalen Zahlungsnetzwerk SWIFT zu sperren und der russischen Zentralbank als Strafmaßnahme die Nutzung ihrer Devisenreserven zu untersagen.

Dollars and guns are no substitutes for brains and will power.

Dwight D. Eisenhower

Wie wir im *In Gold We Trust-Report 2023 „Showdown“* erläutert haben, hat das Einfrieren der russischen Währungsreserven durch die USA und die EU der Welt vor Augen geführt, dass die Nutzung von US-Dollar- oder Euro-Reserven nicht garantiert werden kann. **Diese Erosion des Vertrauens lässt sich nur schwer rückgängig machen.**

Anteil an den weltweiten Devisenreserven, 1999–2023



What happened to gold is not complicated. A crisis of confidence in the Western financial system, seemingly triggered by the March '22 statement, led to a cash-n-carry spree into gold and now there isn't much left. Scarcity moves markets. That's, ultimately, why gold popped.

Doug Pollitt

Who rules East Europe commands the Heartland; who rules the Heartland commands the World-Island; who rules the World-Island controls the world.

Sir Halford John Mackinder

Die Auswirkungen sind noch nicht in vollem Umfang spürbar, da die Hebelwirkung der globalen Reservewährung in dieser Form der finanziellen Kriegsführung das Vertrauen der Welt in ihre eigenen US-Dollar-Reserven stark beeinträchtigen kann. Andere Länder haben ihren Unmut über die "Bewaffnung" des US-Dollars zum Ausdruck gebracht, und ihr Vertrauen ist daraufhin geschwunden. **Dies hat dazu beigetragen, dass der Anteil des US-Dollars an den weltweiten Reserven von 70 Prozent auf 58 Prozent gesunken ist.**

Russland hat in gleicher Weise auf die Sanktionen reagiert. Der russische Premierminister Michail Mischustin hat sich zum Ziel gesetzt, China und Russland dazu zu bewegen, ihre Abhängigkeit vom US-Dollar im bilateralen Handel deutlich zu verringern. Bei einem Treffen mit chinesischen Beamten im Dezember 2023 erklärte Mischustin, dass die überwiegende Mehrheit der Handelstransaktionen zwischen den beiden Ländern entweder in russischem Rubel oder in chinesischem Renminbi abgewickelt wird: „Mutual trade has increased by almost one third year-to-date. Meanwhile the majority of payments, over 90%, are made in national currencies, which demonstrates almost full de-dollarization of economic ties.“

Der Handel zwischen Russland und China hatte 2023 ein deutliches Wachstum zu verzeichnen, was vor allem auf den Ausschluss Russlands aus SWIFT zurückzuführen war, der die Abhängigkeit des Landes von China erhöhte. Laut Mischustin sind die Gesamttransaktionen zwischen den beiden Ländern in diesem Jahr auf einen Rekordwert von 20 Mrd. USD gestiegen. Gleichzeitig ging der Handel zwischen Russland und den USA auf 277,3 Mio. USD und damit den tiefsten Stand seit drei Jahrzehnten zurück. Er lag damit 90% unter dem Niveau von Ende 2021.

Der Kreml hat sich abgewandt von den seiner Meinung nach „toxischen Währungen“, was zu einem starken Anstieg des Renminbi-Anteils an den russischen Importabrechnungen von 4% auf 23% führte. Gegenwärtig machen diese so genannten toxischen Währungen nur mehr 28% aller russischen Exporteinnahmen und 31% der Importeinnahmen aus, was einen erheblichen

Instead of a Volcker moment, we got a Putin moment and we basically have war and out of this war, something will also emerge.

Zoltan Pozsar

Rückgang gegenüber der Zeit vor dem Krieg bedeutet, als diese „toxischen Währungen“ für 87% der Zahlungen genutzt wurden.

Russland hatte sich bemüht, den Rubel zu stärken, nachdem es wegen seines Einmarsches in die Ukraine im Jahr 2022 mit Sanktionen belegt worden war. Im März desselben Jahres kündigte Russland seine Absicht an, für Gasverkäufe an als „unfreundlich“ eingestufte Länder eine Bezahlung in Rubel zu verlangen. Putins Erklärung: **Wer unser Gas kaufen will, muss unsere Währung verwenden.** Inwieweit Russland bestehende Verträge, die ursprünglich in Euro abgeschlossen wurden, einseitig ändern kann, bleibt jedoch ungewiss. Etwa 40% des gesamten europäischen Gasverbrauchs wird durch russisches Gas gedeckt. Im Jahr 2022 schwankten die Gasimporte der Europäischen Union aus Russland zwischen 200 Mio. und 800 Mio. EUR (ca. 880 Mio. USD) pro Tag.

In einem Aufsehen erregenden Interview mit Tucker Carlson warf Präsident Putin den US-Eliten vor, den US-Dollar zu einer Waffe zu machen, und behauptete, dass ihr Handeln zu einem großen Teil für den Rückgang des Anteils des US-Dollars an den weltweiten Währungsreserven verantwortlich sei:

„Tucker Carlson: How have sanctions, do you think, have changed, the dollar’s place in the world? [...]“

Vladimir Putin: Nevertheless, it is the main weapon used by the United States to maintain its power across the world. As soon as the political leadership decided to use the US dollar as a political instrument, a blow was dealt to this American power. I don’t want to use any unliterary expressions, but this is stupidity and a huge mistake.

Look at what is going on in the world. Even the United States’ allies are now downsizing their dollar reserves. Seeing this, everyone starts looking for ways to protect themselves. But the fact that the United States applies restrictive measures to certain countries, such as placing restrictions on transactions, freezing assets, etc., causes grave concern and sends a signal to the whole world.“

Putin erläuterte auch die Bestrebungen Russlands, seine Abhängigkeit vom US-Dollar weiter zu reduzieren. Die Entscheidung, sich vom US-Dollar zu lösen, sei nicht von Russland initiiert worden, sondern eine Folge der von den USA auferlegten Beschränkungen für russische US-Dollar-Transaktionen. Aus russischer Sicht sind derartige Maßnahmen der USA kontraproduktiv und schaden nicht nur der US-Wirtschaft, sondern mindern auch ihren weltweiten Einfluss, was den Interessen der USA und ihrer Steuerzahler zuwiderläuft. Früher, so Putin, machten Transaktionen in chinesischen Renminbi etwa 3% des russischen Handels aus, jetzt sind es bereits mehr als 34%. Fast ebenso viele werden in Rubel abgewickelt.

Der Nahe Osten im Umbruch

Inmitten der De-Dollarization-Bestrebungen wird der Nahe Osten zu einem zentralen Akteur. Die Region ist eng mit den USA verbunden, da sowohl

der saudische Riyal als auch der Dirham der VAE an den US-Dollar gekoppelt sind und ihre Geldpolitik an die Federal Reserve gebunden ist. Dies macht eine Abkopplung vom US-Dollar geopolitisch brisant, bedeutet aber auch, dass der Schaden für die Hegemonie des US-Dollars größer sein wird, wenn die Abkopplung stattfinden sollte.

I'll believe that oil is dead when the US military leaves the Middle East.

Luke Gromen

Während eines Treffens mit arabischen Staatsoberhäuptern im Dezember 2022 kündigte Präsident Xi Jinping die Absicht Chinas an, Öl und Gas in Renminbi zu kaufen. Dieser strategische Schritt steht im Einklang mit Pekings Ziel, seine Währung auf der globalen Bühne zu fördern und die Dominanz des US-Dollars im internationalen Handel zu verringern. Der Großteil der Vermögenswerte und Reserven Saudi-Arabiens ist jedoch in US-Dollar denominated, darunter 110 Mrd. USD in US-Staatsanleihen.



It was once said that "gold and oil can never flow in the same direction". If the current price of oil doesn't change soon we will no doubt run out of gold.

ANOTHER

Wir haben nicht nur die bilateralen Abkommen Saudi-Arabiens mit China und anderen Handelspartnern miterlebt, sondern auch eine sukzessive Emanzipation der Saudis von den USA. Der saudische Kronprinz Mohammed bin Salman hat gegenüber den USA wirtschaftliche Drohungen ausgesprochen. Hinter verschlossenen Türen stellte der Kronprinz den USA ein klares Ultimatum: Jegliche Vergeltungsmaßnahme gegen die Förderkürzungen würde tiefgreifende Auswirkungen haben, und er kündigte in diesem Fall die Beendigung der langjährigen Allianz zwischen den USA und Saudi-Arabien an. Präsident Biden, der angesichts der steigenden Energiepreise und der Wahlen im Jahr 2024 zunehmend unter Druck gerät, hat Saudi-Arabien noch keine Konsequenzen auferlegt.

We will not continue to be in the post-'79 era. That age is over.

Mohammad bin Salman

Dies war nicht der einzige Schritt, den Riad gegen die USA unternahm. So wurden zwei neue Zweigstellen chinesischer Staatsbanken eröffnet sowie zahlreiche MoU's und Vereinbarungen zwischen chinesischen Staatsbanken, großen saudischen Unternehmen und saudischen Behörden unterzeichnet. Diese Initiativen zielen darauf ab, den Renminbi weiter zu internationalisieren.

Die Vereinigten Arabischen Emirate, ein weiterer mächtiger arabischer Akteur, trugen zur De-Dollarization bei, indem sie ihren Währungsswap mit China um fünf Jahre verlängerten. Khaled Balama, der Gouverneur der Zentralbank der VAE,

If they have dollar, we have our Allah.

Recep Tayyip Erdoğan

erklärte, dass die Vereinbarung „the depth of the relationship between the UAE and China, embodying the Central Bank’s commitment to solidifying the partnership with our Chinese counterpart in financial, trade and investment fields“ widerspiegelt.

Die beiden Länder unterzeichneten einen Pakt, der die Zusammenarbeit zwischen der Zentralbank der VAE und PBoC im Bereich der Finanzinfrastruktur verbessern soll. China war nicht der einzige Partner. So schloss die Zentralbank der VAE ähnliche Swap-Vereinbarungen sowohl mit der Türkei als auch mit Ägypten.

In dem Bestreben, seine wirtschaftlichen Allianzen zu vertiefen, versuchen die VAE zudem, die Zahlungsmechanismen für Öltransaktionen zu verbessern. Die VAE wenden sich an Länder wie China, Russland, Indien, Ägypten und andere, um die Verwendung lokaler Währungen für Ölabbrechnungen vorzuschlagen, und haben bereits konkrete Fortschritte erzielt. Auch Saudi-Arabien hat seine Bereitschaft erklärt, lokale Währungen für Öllieferungen zu akzeptieren. Berichten zufolge prüft das Königreich im Rahmen seiner Strategie zur Diversifizierung seiner Reserven die Möglichkeit, Zahlungen in anderen Währungen aus der Region entgegenzunehmen.

Das Bestreben, sich vom US-Dollar zu lösen, hat sich auch in den Ländern südlich der Levante fortgesetzt.

Indien und Afrika – Der US-Dollar wird geschwächt

Our goal should be to make the Indian Rupee more accessible and more acceptable across the world.

Narendra Modi

Die indische Zentralbank hat im Juli 2023 ein Papier veröffentlicht, in dem ein Plan für die Internationalisierung der Rupie skizziert wird, einschließlich ausführlicher Erörterungen über die Nutzung von Swap-Linien, die Integration von Offshore-Märkten, Ansätze zur Erhöhung der INR-Liquidität auf den Devisenmärkten und mehr.

Im vergangenen Jahr haben die VAE über 1 Mio. Barrel Öl nach Indien geliefert und die Zahlung in Rupien akzeptiert. Dies ist das erste Mal, dass Indien für Energie mit seiner eigenen Währung bezahlt hat. Auch die Goldexporteure der VAE haben damit begonnen, große Barrenverkäufe in Rupien abzuwickeln und Gold an wohlhabende Käufer in Mumbai zu liefern.

Strategic autonomy is not secured by merely asserting one’s independence: it is secured by creating mutually beneficial interdependencies.

Sanjaya Baru

Dies ist aufgrund des neuen bilateralen Abkommens zwischen Indien und dem arabischen Staat möglich, das im Juli 2023 unterzeichnet wurde und in dem die VAE zugestimmt haben, den Handel in Rupien abzuwickeln, um die Transaktionskosten durch den Wegfall der Umrechnung in US-Dollar zu senken. Die Reserve Bank of India kündigte außerdem an, dass das indische Unified Payments Interface (UPI) bald mit der Instant Payment Platform (IPP) der VAE verbunden werden soll.

However long the night, the dawn will break.

Afrikanisches Sprichwort

Eine schrittweise Entkoppelung vom US-Dollar vollzieht sich auch in Afrika. Im Juli letzten Jahres **forderte Kenias Präsident William Ruto die afrikanischen Staatsoberhäupter auf**, sich von der Abhängigkeit vom US-Dollar zu lösen, indem er sich für die Einführung eines panafrikanischen Zahlungs- und Abrechnungssystems aussprach. Banken und Zahlungsdienstleister haben die Möglichkeit, sich direkt an das System anzuschließen, um sichere und sofortige Transaktionen in lokalen Währungen zu ermöglichen. **Präsident Ruto erklärte:**

„We also need to facilitate trade by making it possible for businesspeople to be able to transact their goods, their services without the unnecessary complications of changing currencies. That is why we want the PanAfrican payment system.“

The wise adapt; fools resist.

Ägyptisches Sprichwort

In einer weiteren wichtigen Entwicklung hat **Ägypten zum ersten Mal Anleihen in chinesischen Renminbi begeben**. Die Bonds mit einer Laufzeit von drei Jahren haben ein Volumen von 3,5 Mrd. CNY (479 Mio. USD) und werden mit 3,5% verzinst.

Diese Entwicklungen stehen möglicherweise stellvertretend für die langsame und stetige Erosion der Hegemonie des US-Dollars, die das globale Währungssystem seit über einem halben Jahrhundert im Griff hat. **Es zeichnet sich jedoch ein interessanterer Trend ab, der große Auswirkungen auf die Zukunft des Goldes selbst haben könnte.**

Gold verdrängt US-Treasuries – Das System funktioniert, bis es nicht mehr funktioniert.

Ein neuer Angriffsvektor auf die Dominanz des US-Dollars entwickelt sich, und er kommt aus einem Sektor, den die meisten im traditionellen Finanzsystem nicht erwarten würden: Gold.

Wie wir bereits in den Vorjahren skizziert haben: **Das Zentrum der globalen Goldnachfrage verschiebt sich immer mehr nach Osten**. Bezieht man Indien in die asiatische Region mit ein, so sind 9 der 15 größten Goldverbraucher hier ansässig. **Die asiatische Region ist nun sowohl der größte Verbraucher als auch der Ort, an dem die Goldnachfrage am schnellsten wächst.**

If I got to choose a coast, I got to choose the East.

The Notorious B.I.G.

Insgesamt, so Alasdair Macleod, gibt es mehrere Faktoren, die auf einen aufkeimenden Goldstandard im Osten und für die mit ihm verbundenen Nationen hinweisen:

The economy of imaginary wealth is being inevitably replaced by the economy of real and hard assets.

Wladimir Putin

Erstens betonte Putin seine Vision eines Übergangs zu stabilen Währungen, die in Rohstoffen wie Gold verankert sind, anstatt sich auf US-Dollar und Euro zu verlassen. Er wies darauf hin, dass letztere Währungen von den Vereinigten Staaten und ihren Verbündeten in ihrem Einflussbereich als wirtschaftliche Waffen eingesetzt werden könnten.

Als Nächstes hat Sber, Russlands führende Bank, mit Gold unterlegte digitale Finanzanlagen auf den Markt gebracht und damit die voraussichtliche monetäre Rolle von Gold im Lande unterstrichen. Dies geschah zeitgleich mit der

Veröffentlichung eines Artikels von Sergey Glazyev in der Moskauer Wirtschaftszeitung *Vedomosti*. Glazyev steht an der Spitze des Projekts zur Entwicklung einer neuen Handelswährung für die *Eurasische Wirtschaftsunion* (EAEU). **Glazyev erklärt:**

„In conditions of unprecedented sanctions pressure, the task of Russia is not to learn how to play according to the ‚curve rules‘ of the West, but to build transparent and mutually beneficial rules of the game with friendly countries, create our own pricing, exchange trading, and investment systems. And gold can be a unique tool to combat Western sanctions if you recalculate the prices of all major international goods (oil and gas, food and fertilizers, metals, and solid minerals).“

Dwell on the past and lose an eye. Forget the past and lose both eyes.

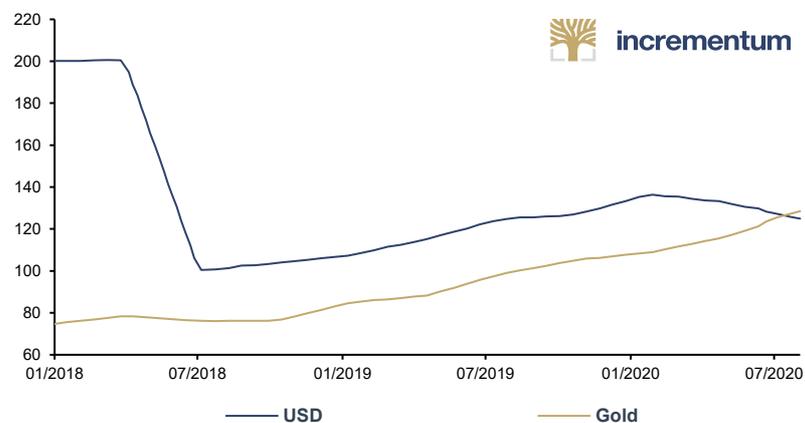
Alexander Solschenizyn

Zudem ist Glazyev ein wichtiger Befürworter des Vorschlags, eine neue

Goldbörse in Moskau einzurichten. Es erscheint unwahrscheinlich, dass die Ölexportureure des Nahen Ostens einer Bezahlung in anderen Währungen als dem US-Dollar zustimmen würden, wenn es keine starken (goldgedeckten) Garantien für den künftigen Wert dieser Zahlungen im Vergleich zum Petrodollar gibt.

In den letzten Jahren hat das Bestreben Russlands, seine Abhängigkeit von US-Vermögenswerten zu verringern, dazu geführt, dass Anfang 2021 Gold einen größeren Anteil an seinen internationalen Reserven in Höhe von 583 Mrd. USD ausmachte als der US-Dollar.

Russische Reserven, in Mrd. USD, 01/2018–07/2020



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Am Anfang war die Strategie Russlands und Chinas in erster Linie passiv und defensiv. Sie überließen den USA die Führung bei geopolitischen Manövern und strategischen Fehlritten. Mit der Verhängung von Sanktionen gegen Russland hat sich die Situation jedoch grundlegend verändert. Angesichts des erheblichen Drucks sah sich Putin gezwungen, einen aktiveren und konfrontativeren Ansatz zu wählen.

...or if new oil and gas exchanges appear where transactions are not made in dollars, this is the beginning of the dollar's end. We have nothing to do with it. They are doing it with their own hands, and this gives me every reason to believe that today's political elites are abusing the trust of the American people and are actually leading the nation to the negative consequences that I mentioned.

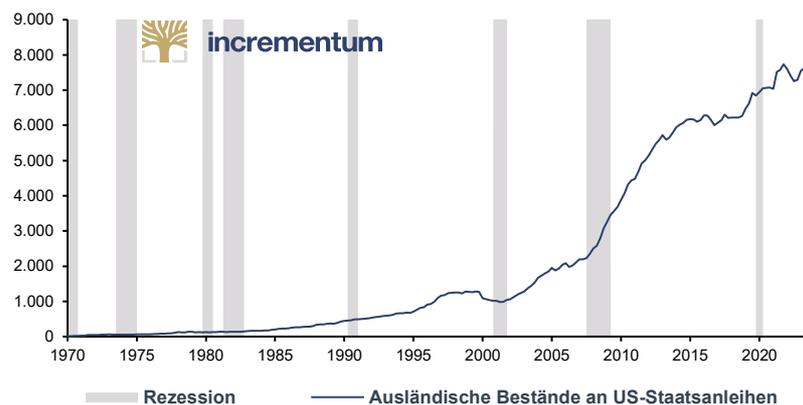
Wladimir Putin

Auf dem *Internationalen Wirtschaftsforum* in St. Petersburg im Juni 2023, an dem 81 offizielle ausländische Delegationen teilnahmen, unternahm Präsident Putin einen kalkulierten Schritt, um das westliche Finanzsystem zu untergraben, indem er den US-Dollar und den Euro offen kritisierte. Seine Strategie zur Beseitigung des US-Einflusses in Osteuropa umfasst sowohl militärische als auch finanzielle Taktiken und zielt darauf ab, andere Staatschefs davon zu überzeugen, beide Währungen aus ihren eigenen Reserveguthaben zu entfernen.

Noch besorgniserregender für die USA ist die langsame und stetige Aushöhlung der US-Staatsanleihen als Sicherer-Hafen-

Vermögenswert. Nach seinem Beitritt zur WTO begann China, massenhaft US-Staatsanleihen zu kaufen, und tat dies auch während der Finanzkrise 2008. Andere Länder folgten dem Beispiel Chinas und waren in den frühen 2000er- und in den 2010er-Jahren Nettokäufer. Tatsächlich kauften ausländische Zentralbanken zwischen 2008 und 2014 rund 71% aller neu ausgegebenen Treasuries.

Ausländische Bestände an US-Staatsanleihen, in Mrd. USD, 1970–2023



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Dieser Trend kommt immer mehr ins Stottern, wie Luke Gromen anmerkt:

„So, like what we're watching right now in the US and around the world is the bursting of the global sovereign debt bubble [...] And US authorities have all had a lot more leeway to deal with it by virtue of being the reserve currency issuer and having all these piles of money that once foreign central banks stopped buying this stuff, they could regulate others into buying it.“

Gold is simply a bond of infinite duration, finite issuance, and infinite face value.

Luke Gromen

Von 2018 bis 2021 verlangsamten die ausländischen Zentralbanken ihre Ankäufe und kauften nur noch 14% der emittierten Schuldtitel. Die fiskalische Situation der USA verschlechterte sich zunehmend, und wie Luke Gromen feststellte, machen die Zinsausgaben und die Ausgaben für die im Umlageverfahren finanzierten Sozialausgaben bereits 111% der Steuereinnahmen aus. Der wahre Zinsaufwand übersteigt somit bereits die gesamten Einnahmen Washingtons.

Im selben Quartal kam es zu einem weiteren auffälligen Ereignis: Die ausländischen Zentralbanken hörten auf Nettobasis auf, US-Schatzpapiere zu

erwerben. **Nach den TIC-Daten des US-Finanzministeriums** hat sich der Trend weiter verschärft. Chinas Bestände verzeichneten zum Beispiel in nur 12 Monaten, von Dezember 2022 bis Dezember 2023, einen Rückgang um 51 Mrd. USD.

Dieser Trend könnte der eigentliche Prozess der De-Dollarization sein. Die Veräußerung von US-Staatsanleihen ist der erste Nagel im Sarg des US-Dollars und beseitigt die einfache Offshore-Finanzierungsquelle, von der die USA in den letzten 50 Jahren profitiert haben, seit Nixon das Goldfenster geschlossen hat und Kissinger nach Saudi-Arabien gereist ist, um dem Petrodollar zur Geburt zu verhelfen.



Insgesamt sollte dies für die US-Entscheidungsträger besorgniserregend sein, da es bedeutet, dass sie andere Quellen für die Nachfrage nach Staatsanleihen finden müssen. In den letzten 10 Jahren wurden Maßnahmen ergriffen, um das Problem zu entschärfen, darunter eine Geldmarktreform und Basel-III-Vorschriften, die Institute dazu zwangen, mehr Staatsanleihen in ihren Bilanzen zu halten.

If you don't own any gold, buy some. If you own some, buy more. We are going to places where, no matter how much you have, you'll wish you had more. Sadly.

Grant Williams

Es überrascht daher nicht, dass die ausländischen Zentralbanken in einem rasanten Tempo Gold kaufen. 2022 war mit 1.081,9 Tonnen ein neues Rekordjahr, was die Gesamtkäufe anbelangt. **Im Gesamtjahr 2023** hat sich der Trend nur leicht abgeschwächt, die Nachfrage betrug 1.037,4 Tonnen.

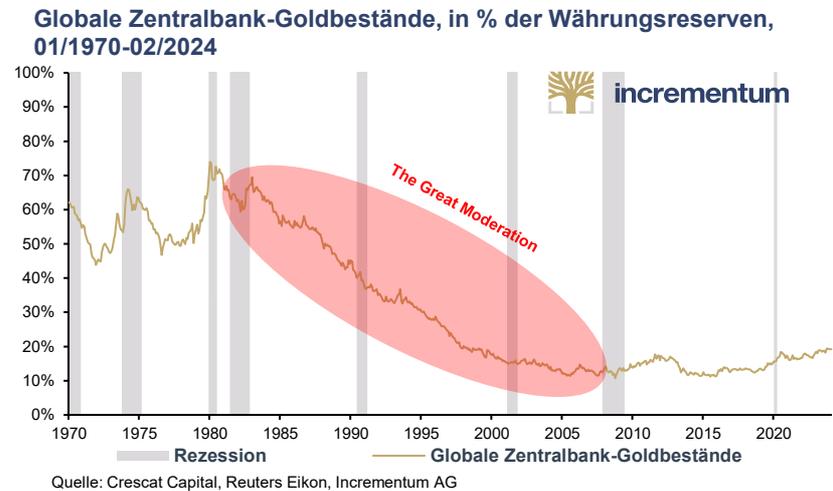
Während der Great Moderation war Gold ein vernachlässigter Vermögenswert, der von den Zentralbanken verkauft wurde. Insgesamt fiel der Goldanteil in drei Jahrzehnten von massiven 80% der Währungsreserven auf nur noch 15%. Jedoch findet jetzt eine Kehrtwende, ein sogenannter „Heel Turn“ statt – zum ersten Mal seit den späten 1980er-Jahren wird Gold unter Zentralbankern wieder zu einem beliebten Vermögenswert und wird nicht mehr – wie in früheren Zeiten – verteuft.

Can you smell what The Rock is cooking?

The Rock

Zur Erläuterung: Im professionellen Wrestling werden die Charaktere (Wrestler) entweder als Faces (Helden) oder als Heels (Schurken) dargestellt. Ein Heel-Turn bezieht sich auf den Moment, in dem ein Charakter, der zuvor ein Bösewicht, ein Heel war, seine Zugehörigkeit oder Persönlichkeit wechselt, um ein Held, also ein Face, zu werden. Diese Transformation geht häufig

mit dem Verrat an einem Verbündeten oder mit einer Verhaltensänderung, die darauf abzielt, das Publikum zu schockieren und der Erzählung Tiefe zu verleihen, einher.



Gold is not a way to wealth; it is wealth. But after 40yrs of financialization, few can distinguish capital vs debt or saving vs speculating.

Simon Mikhailovich

The only way to get gold to go down persistently would be to run persist budget surpluses, which is for practical purposes impossible.

Dan Oliver

No country can, on its own, escape from the 'dollar trap,' since its attempt to do so would only exacerbate the difficulties of others.

Robert Triffin

Die Implikation dieses „Heel-Turns“ ist, dass US-Treasuries und vielleicht auch der US-Dollar selbst ihren Reservestatus verlieren und Gold wieder seinen angestammten Platz als globales, neutrales Reserve-Asset einnimmt. Wenn dies zutrifft, hat dies massive Auswirkungen auf den künftigen Goldpreis und den Finanzierungsmechanismus der USA.

Sollte der US-Dollar seinen Reservestatus verlieren, würden die im Ausland angehäuften überschüssigen US-Staatsanleihen wieder zum Vorschein kommen und im Inland zu horrenden Zinserhöhungen führen. Keine Währung hat so viele Auslandsverbindlichkeiten wie der US-Dollar. Die Federal Reserve wäre gezwungen, mit einer neuen Welle von QE zu reagieren, die wahrscheinlich viel größer wäre als alles bisher Dagewesene. Wir würden uns gewaltsam von einer unipolaren zu einer bipolaren Welt wandeln, und Gold könnte als das Medium aufsteigen, an dem alle Fiat-Währungen gemessen werden.

Was in diesem Zusammenhang vielleicht ermutigend ist, ist die Rolle des gelben Metalls im neuen globalen Währungssystem. **Gold als neutrales Reserveasset behebt nicht nur Triffins Dilemma, es beseitigt es vollständig.** Ohne einen zentralen Emittenten gibt es kein Dilemma, weil es keinen Unterschied zwischen innerer und äußerer Nachfrage und Angebot gibt. **Die TINA-Doktrin müsste TIAA, – „There Is An Alternative“ – Platz machen, und diese Alternative ist Gold.**

1959 hielt der belgische Ökonom Robert Triffin vor dem US-Kongress einen Vortrag über eine grobe Fehlkonzeption im globalen Bretton-Woods-System, die als Triffin-Dilemma oder Triffin-Paradoxon in die Wirtschaftsgeschichte ein. Diese würde, so seine These, Bretton-Woods über kurz oder lang zerstören. **In den Worten einer BIZ-Studie aus dem Jahr 2017:**

„The most common version of Triffin shifts his thesis from the capital account to the current account. It posits that the reserve currency country must run,

or at least does run, persistent current account deficits to provide the rest of the world with reserves denominated in its currency [...]. In doing so, it becomes more indebted to foreigners until the risk-free asset ceases to be risk-free.“

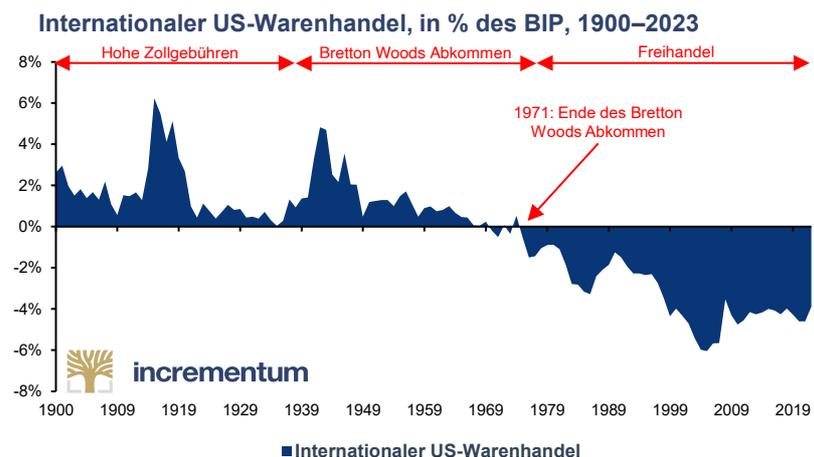
Triffins-Dilemma bedeutet im Wesentlichen folgendes: Da der US-Dollar die globale Reservewährung ist, gibt es eine internationale Nachfrage nach US-Dollar. Diese Gelder werden benötigt, um den Welthandel abzuwickeln, Reserveguthaben zu halten und Offshore-Schulden in US-Dollar zu begleichen. **All diese Länder leihen, sparen und handeln in einer Währung, die sie nicht drucken können.** Die USA müssen sich entscheiden, ob sie dieser Nachfrage nachkommen wollen oder nicht.

The idea of a single, stable currency is indeed an admirable goal. However, it requires institutional structures that ensure flexibility and adjustment, which our current system sorely lacks.

Robert Triffin

Das Triffin-Dilemma erklärt somit ein tiefgreifendes Paradoxon im Bereich des internationalen Finanzwesens, das eine Herausforderung für die Nation darstellt, die die globale Reservewährung ausgibt. Dieses Dilemma liegt in der doppelten Notwendigkeit, den internationalen Finanzmärkten reichlich Liquidität zur Verfügung zu stellen – was häufig durch die Aufrechterhaltung von Handelsdefiziten erreicht wird – und gleichzeitig die Stabilität der heimischen Wirtschaft zu gewährleisten, was in der Regel durch die Aufrechterhaltung eines Handelsüberschusses erforderlich ist.

Die Konsequenzen dieses Dilemmas sind weitreichend. Um die internationale Nachfrage nach der Reservewährung zu befriedigen, muss das emittierende Land bereit sein, ständig mehr von seiner Währung zu exportieren, als es durch Handelsüberschüsse wieder einnimmt. Dies kann zu einem Vertrauensverlust in die Währung führen, wenn die Märkte den Eindruck haben, dass das Gleichgewicht zwischen der Bereitstellung internationaler Liquidität und der wirtschaftlichen Stabilität im Inland nicht wirksam gesteuert wird.



Wenn sich die USA dagegen entscheiden, kann es zu einer deflationären Krise kommen, da nicht genügend US-Dollar zur Verfügung stehen, um den weltweiten Handels- und Finanzbedarf zu decken. Wenn sie dies tun, dann würde der ständige Abfluss von Greenbacks mehr US-Dollar erzeugen, als sonst gerechtfertigt ist, und schließlich die Bretton-Woods-Goldbindung von 35 USD pro Unze aufbrechen.

Through the Bancor, we seek to construct the economic Babel, not of confusion, but of connection, turning the babel of conflicting national interests into a symphony of economic harmony.

John Maynard Keynes

Gold will climb so high that only small amounts will be used to settle international trade balances.

FOA

It is not that gold will become money again, but that national currencies will no longer be money.

ANOTHER

Triffin warnte den Kongress eindringlich, dass dieses Ergebnis im Grunde unvermeidlich sei – und so war es schließlich auch.

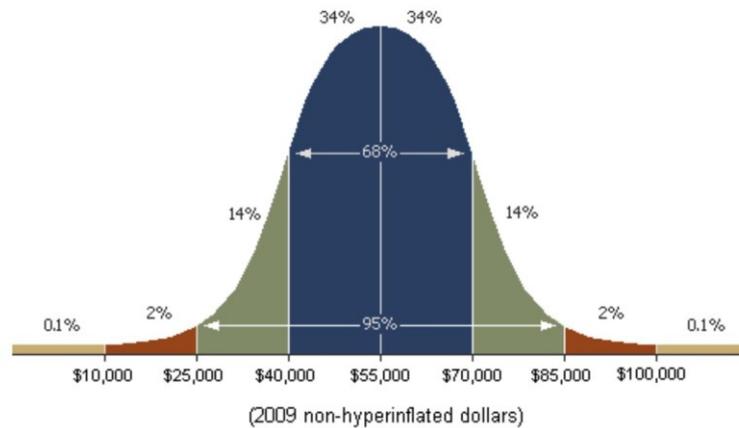
Keynes hatte ursprünglich eine Lösung für das Dilemma entworfen, die er als *Bancor* bezeichnete. Sein Plan, den er in Bretton Woods vorstellte, sah die Gründung einer globalen Zentralbank vor, die als *International Clearing Union* (ICU) bezeichnet wurde und internationale Ungleichgewichte ausgleichen sollte. Diese Bank würde eine neue internationale Währung namens *Bancor* einführen, um solche Ungleichgewichte auszugleichen. Im Rahmen dieses Plans würde jedem Land eine begrenzte Kreditlinie eingeräumt, um Zahlungsbilanzdefizite zu vermeiden, während gleichzeitig Anreize für die Erzielung von Überschüssen geschaffen würden, indem überschüssiger Bancor an die Clearing Union überwiesen werden müsste. Der Bancor wurde jedoch nicht angenommen, da er in einer Welt konkurrierender Nationalstaaten und Finanzmächte als schwerfällig und idealistisch angesehen wurde.

Gold kann auch heute noch US-Treasuries als De-facto-Reservewährung ablösen. In diesem Szenario würde sich der Trend der letzten Jahre rapide beschleunigen. Ausländer, die ihre Staatsanleihen abstoßen, würden diese durch Goldreserven in ihren eigenen Tresoren ersetzen und den physischen Besitz statt der Verwahrung verlangen. **Der selbstaussgleichende Charakter des Goldstandards würde zurückkehren;** jedes Land, das zu viel Papiergeld im Vergleich zu seinem Gold ausgibt, würde seine Reserven aufgebraucht sehen, was schließlich zu einer Abwertung und einer restriktiven Geldpolitik führen würde, um das Problem zu beheben.

Dies deckt sich eng mit den Schriften der sagenumwobenen anonymen Blogger ANOTHER und FOA (Friend of Another).⁵² Diese beiden Analysten stellten die Hypothese auf, dass Saudi-Arabien Gold erwarb, indem es Verkäufe auf den Erdölmärkten verheimlichte und Öl gegen eine Kombination aus US-Dollar und Gold tauschte. Sie behaupteten, dass die erdölproduzierenden Länder schließlich die Oberhand gewinnen und in der Lage sein würden, die Preisanpassung von Gold in US-Dollar zu erzwingen, indem sie eine physische Abrechnung für die Lieferung von Energieprodukten verlangen würden.

⁵² Siehe auch: „My View of the Nixon Shock – Exklusivinterview mit FOFOA“, *In Gold We Trust-Report 2021*, 20 Years later – a Freegold Project: Interview with „FOFOA“, *In Gold We Trust-Report 2019*

FOFOA's Freegold Price Probability Distribution Curve (FFPPDC)



Quelle: „20 Years later – a Freegold Project: Interview with „FOFOA“, In Gold We Trust-Report 2019

Just as gold is an independent form of wealth outside fiat monetary systems, energy resources drive the real economy outside of the monetary narratives crafted by governments.

FOFOA

Die Länder wären dann gezwungen, sich zu entscheiden: entweder Gold auf dem freien Markt zu kaufen und es gegen Öl zu tauschen oder sich einer drohenden Energieknappheit auszusetzen. Dieses Ultimatum würde das globale Finanzsystem erschüttern, und viele Länder würden sich darum reißen, Goldbarren zu jedem Preis zu erwerben. **Wie es Lyn Alden formulierte: „The first rule of running a developed economy is to not have an energy crisis. The second rule, is to not have an energy crisis.“**

Eine Neubewertung des Goldes wäre dann erforderlich, was für Zentralbanken, die einen erheblichen Anteil in einem so genannten Goldneubewertungskonto (GRA) halten, tatsächlich profitabel sein kann. Wie Jan Nieuwenhuijs darlegt, sind die Niederlande in den 1930er-Jahren und Italien im Jahr 2002 bereits mehrfach auf diese Weise verfahren, und es kann zur Rekapitalisierung einer Zentralbank genutzt werden, wie es die Schweiz im Jahr 2000 getan hat.

Benötigter Goldpreis, um die monetären Aggregatwerte abzudecken, in USD, 2024

Land	Goldbestände (in Unzen)	M0	M1	M2
China	72.621.510	22.290	124.714	579.621
G8 Eurozone	280.825.646	19.361	39.253	58.016
Japan	27.160.830	27.786	260.555	298.039
Russland	74.900.965	2.426	7.201	14.536
Schweiz	33.389.200	18.022	19.838	30.108
UK	9.962.182	11.957	278.700	379.075
USA	261.498.000	22.497	68.827	79.699

Quelle: Santiago Capital, Brent Johnson, Incrementum AG

Lass China schlafen, denn wenn es erwacht, wird es die Welt erschüttern.

Napoleon Bonaparte

Die Höhe würde dann von den einzelnen Ländern, ihrer jeweiligen M2-Zusammensetzung und der Höhe der realen Goldreserven abhängen. Diese Möglichkeit könnte ein Grund dafür sein, dass ausländische Zentralbanken in Rekordmengen Gold aufkaufen. **Sie bereiten sich auf eine Neuordnung des globalen Währungssystems vor.**

In March of 2022, gold got scarce.

Doug Pollitt

Auch wenn dieses Szenario weit hergeholt klingen mag, so ist doch eines klar: Der Osten hat das Gold-Playbook umgeschrieben. Die Nachfrage aus den Emerging Markets hat eindeutig begonnen, die Preise nach oben zu treiben, und hat den Bullenmarkt für Edelmetalle wiederbelebt. Am 6. März 2024 wurde der Spot-Goldpreis an der Shanghaier Börse beispielsweise **mit bis zu 2.189,59 USD** pro Unze gehandelt und lag damit weit über dem Niveau von 2.159 USD, das an diesem Tag an der COMEX verzeichnet wurde.

Analysten wie VBL's Ghost, der Autor von GoldFix, haben darauf hingewiesen, dass dieses Delta eine massive Arbitragemöglichkeit für Händler darstellt – und damit einen Mechanismus, der die Goldreserven aus dem Westen in den Osten abfließen lässt. Der Preisunterschied zwischen den beiden Börsen muss beseitigt werden, indem die Goldpreise ansteigen, um die rasante asiatische Nachfrage zu befriedigen. **Sonst droht ein weiterer Sturm auf Gold wie unter Nixon im Jahr 1971.**

Und genau das geschieht auch gerade. Der Goldpreis in Schanghai schloss am 1. April auf einem Rekordhoch und lag damit weit über den westlichen Goldpreisen. Bai, ein CEO einer Investmentgesellschaft in China, **twitterte:**

*„April 1, SGE/SFE gold opened and hit ATH again.
SGE gold=\$2286.22/oz;
SFE gold=\$2296.78/oz.“*

Shanghai Gold will change the current gold market with its “consumed in the East but priced in the West” arrangement. When China has the right to speak in the international gold market, the true price of gold will be revealed.

**Xu Luode, Chairman,
Shanghai Gold Exchange,
Mai 2014**

Zum Vergleich: Die Gold-Futures in den USA erreichten an diesem Tag ein Rekordhoch von 2.265 USD, bevor sie ihre Gewinne wieder abbauten und bei 2.249,89 USD schlossen. Der Preisunterschied von 36 USD bzw. 46 USD zwischen dem Spot- und dem Futures-Markt mag nicht viel erscheinen, aber mit Einsatz von Leverage können Händler ein Vermögen damit machen, physisches Gold von der Comex abzuziehen und in Shanghai abzuladen.

Das geht schon seit Monaten so. Der durchschnittliche Spread lag in den letzten Monaten zwischen 30 und 40 USD, zeitweise sogar noch höher. Am 20. September 2023 lag der Spread beispielsweise bei 88 USD. In dieser Zeit hat sich der Goldpreis an der Comex kontinuierlich verringert. Dies wird durch die chinesische Rekordnachfrage nach Gold angetrieben, da die Anleger aus chinesischen Aktien und Immobilien fliehen. **Das fehlgeleitete Kapital aus diesen Märkten fließt nun in Gold.**⁵³

The Dollar's Demise May Come Gradually, But Not Suddenly.

Niall Ferguson

Obwohl der US-Dollar darum kämpft, seine Position als Fundament des Weltwährungssystems zu verteidigen, haben wir im vergangenen Jahr erhebliche Fortschritte von Akteuren wie China und Russland gesehen, die die Vorherrschaft des US-Dollars untergraben. Wichtige Akteure wie Saudi-Arabien oder die VAE haben sich dem Kampf angeschlossen, und die Anzeichen für einen Wechsel zu einer multipolaren Weltordnung werden immer deutlicher.

⁵³ Siehe die Kapitel „Status Quo der Goldnachfrage“ und „Die ökonomische Lage Chinas und ihre Folgen für die Goldnachfrage“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

The truth doesn't always come in a nice, neat package.

Seymour Hersh

Die BRICS-Familie wurde um strategisch wichtige Mitglieder erweitert, und Chinas Bestreben, den Renminbi zu internationalisieren, geht auf Kosten der überall verankerten Unterstützung für den US-Dollar. Der Ruf, dem US-Dollar-System zu entkommen, dringt in immer neue Ohren und wird von Tag zu Tag lauter. Bald wird es eine Kakophonie sein.

Der Osten ist auf dem Vormarsch, verlangt Gold für Fiatgeld und führt einen neuen Goldrausch an. Der selbstgefällige, träge Westen, der lange Zeit als unangefochtener Herr über das globale Geldsystem galt, steht staunend da, während der Goldpreis in neue Höhen vorstößt.

Willkommen im Jahr des Drachen.

EMX

THE ROYALTY GENERATOR

Creating Shareholder Value for Over 20 Years

EMX Royalty had an record 2023, with \$37M USD in adjusted revenue and other income. EMX is poised for another strong year, benefiting greatly from record gold and higher copper prices.

EMX has six producing royalties from gold, copper, silver, zinc, molybdenum and lead and another 160 in development and exploration. These include two prominent royalty assets with potential for multi-decade mine life.



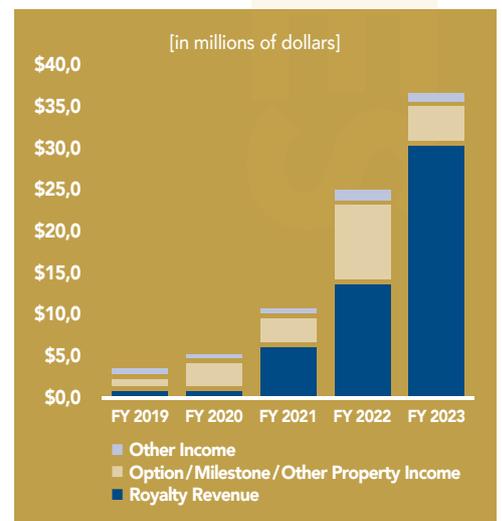
EMX Sophisticated Shareholder Base

- EMX Management and Employees
- Franco-Nevada
- Newmont Mining
- Stephens Investment Management
- Extract Capital
- Sprott Inc.
- EuroPac Gold Fund

Isabel Belger, Manager of Investor Relations Europe
IBelger@EMXRoyalty.com | +49 178 4909039

Scott Close, Director of Investor Relations
SClose@EMXRoyalty.com | +1 303.973.8585

EMX Adjusted Revenue and Other Income



EMX Royalty possesses royalty and exploration properties across a range of countries, including the United States, Canada, Sweden, Finland, Norway, Serbia, Australia, Turkey, Chile, Peru, Mexico, and Argentina.

From Wedlock to Deadlock: The East-West Divorce

*Debatte zwischen
Brent Johnson und Louis-Vincent Gave*

- Wir befinden uns in einem Scheidungsprozess zwischen dem globalen Osten und dem globalen Westen, während wir von einer unipolaren zu einer multipolaren Welt übergehen. Wie bei jeder Scheidung werden größere Veränderungen unvermeidlich sein. Es ist wahrscheinlich, dass alle Beteiligten, zumindest kurzfristig, negativ betroffen sein werden.
- Der globale Osten, insbesondere China, betrachtet die De-Dollarization als eine politische Priorität und ist wahrscheinlich bereit, ökonomische Schäden in Kauf zu nehmen, um dieses Ziel zu erreichen.
- Die USA und China sind hinsichtlich ihres Energiebedarfs beide relativ autark. Die entscheidende Frage wird sein, welche Währung andere Länder für ihre Waren, insbesondere für Öl, bereit sein werden zu akzeptieren.
- Früher war China in hohem Maße von den US-Märkten als Abnehmer für seine Waren abhängig. Dies scheint sich zu ändern, da aufgrund des hohen Wirtschaftswachstums die Bedeutung der Schwellenländer wie Indien, Türkei und Indonesien zunimmt.

In dieser Diskussion über das hochaktuelle Thema der De-Dollarization kommen zwei der prominentesten Stimmen der globalen Finanzwelt zu Wort: Brent Johnson und Louis-Vincent Gave.

Brent Johnson vertritt die Auffassung, dass der US-Dollar nicht nur den Status der Weltreservewährung behalten wird, sondern auch in einer heftigen globalen Schuldenkrise kräftig aufwerten wird. Brent Johnsons „Dollar-Milchshake-Theorie“ stellt somit die Idee der De-Dollarization grundsätzlich in Frage.

Die gegenteilige Auffassung vertritt Louis-Vincent Gave, ein renommierter Ökonom und Finanzstratege. Seiner Meinung nach ist die De-Dollarization nicht nur eine theoretische Möglichkeit, sondern eine Realität, auf die sich die Welt allmählich zubewegt. Laut Gave verändert sich die globale Wirtschaftsordnung grundlegend. Immer mehr Länder suchen nach Alternativen zum US-Dollar für den internationalen Handel, was zu einem allmählichen Rückgang der Dominanz des US-Dollar führen könnte.

Diese Diskussion ist ein fesselndes Eintauchen in die Zukunft des internationalen Währungssystems, mit Einblicken von zwei der angesehensten Denker auf diesem Gebiet.



Louis-Vincent Gave ist der CEO von *Gavekal*, eines Unternehmens mit Sitz in Hongkong, das er vor über zwanzig Jahren zusammen mit seinem Vater Charles und Anatole Kaletsky gegründet hat. Gavekal hat sich zu einem der weltweit führenden unabhängigen Research-Anbieter für institutionelle Anleger in aller Welt entwickelt. Louis hat sieben Bücher geschrieben, das jüngste ist „*Avoiding the Punch: Investing in Uncertain Times*“, in dem es um den Aufbau eines Portfolios in einer Zeit zunehmender geostrategischer Unruhen geht, in der sehr niedrige Zinssätze und gestreckte Bewertungen der meisten Vermögenswerte die Renditen der meisten Vermögenswerte in den nächsten zehn Jahren einschränken werden.



Brent Johnson bringt fünfundzwanzig Jahre Erfahrung auf den Finanzmärkten in seine Position als CEO von *Santiago Capital* ein. Er blickt auf eine lange Karriere im Finanzwesen zurück und war unter anderem Managing Director bei *Baker Avenue*, einem Asset Manager und Vermögensverwaltungsunternehmen mit einem Vermögen von 2 Mrd. USD. Bevor er zu Baker Avenue kam, war Brent neun Jahre bei der Credit Suisse in der Privatkundenbetreuung tätig. Brent gibt regelmäßig Interviews und spricht auf Konferenzen zu Edelmetallen, Währungen und makroökonomischen Trends. Seine Ansichten wurden in zahlreichen Print-, Online- und Fernsehzeitungen zitiert. Er lebt mit seiner Frau Mary und seinem Sohn Moses in San Juan, Puerto Rico.

Die Diskussion zwischen Louis-Vincent Gave und Brent Johnson führten Ronald Stöferle und Nikolaus Jilch⁵⁴ am 30. April 2024 über Zoom.

Im Folgenden veröffentlichen wir die Höhepunkte dieser Debatte.⁵⁵ **Die gesamte Debatte können Sie im englischen Original [hier](#) herunterladen. Das Video dieser Debatte finden Sie auf YouTube [hier](#).**

The big question is whether the US dollar will retain its centrality or will it be supplanted within the next decade?

Ronnie Stöferle

Gentlemen, we will now dive into a discussion on topics ranging from de-dollarization, global macro trends, the status of the Japanese yen, and the developments in the world of gold. These topics are like a complex 3D puzzle that we aim to piece together. Louis is particularly renowned for his analogies; he once compared the US dollar system to Microsoft Windows, noting how, despite its flaws and occasional malfunctions, it remains the dominant operating system, much like how the US dollar continues to lead among global currencies. This leads us to the overarching **question of whether the US dollar will retain its dominance, or will it be supplanted within the next decade**. Louis, could you share your perspective on this?

To replace it, you need not only a better system but a much better one that everyone changes to at once.

Louis Gave

Will the US dollar still be the dominant currency over the next 10 years? Yes, as I've said in my books, the US dollar is the Microsoft of the world. **To replace it, you need not only a better system but a much better one that everyone changes to at once**. Having said that, the story of the past 20 or 30 years, while Microsoft was still dominating and doing a great job, you actually did better with Apple, right? If you bought Microsoft in 2000, it was a 500bn market cap, and it's now over two trillion. But Apple was a 50bn market cap and is also over two trillion today. In the past 20 years, Apple created a new operating system. They invented the smartphone, and from there, a lot of people moved to Apple's new operating system, and sometimes running both side by side.

There's no reason trade between Mexico and China or South Africa and Zambia, for instance, needs to be priced in US dollars.

This is, in my view, what China is trying to do. China has said the growth in the world over the next 20 years will be in trade in emerging markets. **There's no reason trade between Mexico and China or South Africa and Zambia needs to be priced in US dollars**. Thus, they are attempting to create a new operating system. And lo and behold, this is happening. We now live in a world where 20% of oil is no longer priced in US dollars. Just like it would have seemed absurd for Apple's operating system to be on 30% of screens around the world. Twenty years ago, this would have seemed like madness.

The only growth in trade in the world now is emerging markets to emerging markets.

So you can chip away at it through specialized trade. **The only growth in trade in the world now is emerging markets to emerging markets**, for a number of reasons, whether it be geopolitical, such as the Russian sanctions, or financial, such as China offering great financing terms to Africa and Southeast

⁵⁴ Niko Jilch arbeitet als Finanzjournalist und Podcaster und hat in den vergangenen Jahren zahlreiche Artikel zum *In Gold We Trust*-Report beigetragen. Sie können seinen Aktivitäten u. a. auf www.nikojilch.com, X und YouTube folgen.

⁵⁵ Nach reiflicher Überlegung haben wir die Entscheidung getroffen, die Debatte im englischen Original zu belassen, denn selbst bei der besten Übersetzung gehen oftmals inhaltliche Feinheiten verloren.

The world is clearly going through a divorce. When you go through a divorce, some things have to change.

Any transition that puts another system on par with the dollar or replaces it will cause incredible economic volatility and possibly military violence.

Louis, could you expand on this and China's broader economic ambitions?

Foreigners believe the US's greatest comparative advantage is the US dollar, which allows for funding budget and current account deficits without constraints.

Chinese policymakers recognize the US dollar's importance and question why they should fund US growth using the dollar.

Asia. It is a changing world, and I think the Apple analogy to Microsoft works decently well.

Brent Johnson

Yeah, I actually like that analogy. **The world is clearly going through a divorce. When you go through a divorce, some things have to change**, like buying a new house or changing insurance. I don't think the monetary system will look the same in 10 years, but I agree that the dollar will still be dominant.

A lot of people look at this divorce and automatically think they'll go with Apple because it's the cool new thing. But remember, Steve Jobs wasn't the nicest guy and got fired. Apple went through tough times. So **when discussing de-dollarization, people think it's a foregone conclusion and it will happen quickly and peacefully.**

But I believe **any transition that puts another system on par with the dollar or replaces it will cause incredible economic volatility and possibly military violence.** In that process, the dollar could go higher. I don't think Microsoft and Apple will develop and operate peacefully alongside each other in this scenario. Just because Apple is the cool thing in the real world doesn't mean Apple will be the cool thing in this scenario.

Niko Jilch

Louis, could you perhaps summarize your viewpoint on China's strategic plans, especially in terms of its monetary policies? You've articulated some compelling comparisons, including how Beijing manages its central bank akin to Germany's Bundesbank approach, which intrigues us Austrians and Germans. **Could you expand on this and China's broader economic ambitions?**

Louis Gave

I agree that any transition is unlikely to happen without military violence, as we've seen in Libya and Iraq. Americans believe their greatest comparative advantage is the rule of law, world-class universities, entrepreneurs, natural resources, and the inability to be invaded. However, **foreigners believe the US's greatest comparative advantage is the US dollar, which allows for funding budget and current account deficits without constraints**, as seen after the 2008 mortgage crisis.

Chinese policymakers recognize the US dollar's importance and question why they should fund US growth using the dollar. When Xi Jinping became president, his focus shifted from domestic issues to an "imperialist vision" of China's future. This vision includes initiatives like One Belt, One Road, the Silk Road Fund, and the Asia Infrastructure Investment Bank. It's not about invading neighboring countries but rather a "road-building exercise" to facilitate trade and the flow of commodities and finished goods.

To move away from the dollar, the renminbi needs to be a strong currency, and the RMB bond market must be a reliable store of value.

My concern with this arises when people assume that just because China is trying to achieve something, they will be successful.

I believe it will be much harder to accomplish in reality than to write about in a book.

The US has purposefully weaponized the dollar over the last couple of years.

I don't see how we can transition from one system to another or even have dual systems without reconciling all that outstanding US dollar debt?

Given this vision, China aims to de-dollarize emerging market trade to avoid paying tribute to its geopolitical rival, the US. **To achieve this, the renminbi must be a strong currency, and the renminbi bond market must be a reliable store of value.** Currencies serve as a means of exchange, a unit of account, and a store of value, with bonds and equities as options for the latter. **Emerging market central banks must be convinced that renminbi bonds will hold their value and keep reserves in renminbi.** Over the past 10 years, China has followed a policy similar to Germany's in the 1970s, prioritizing the bond market over its stock market and maintaining a steady currency.

Brent Johnson

I completely agree with Louis' characterization of what China is trying to do. I have no issue with his explanation. However, **my concern arises when people assume that just because China is trying to achieve something, they will be successful.**

I believe it will be much harder to accomplish in reality than to write about in a book. For instance, part of the reason China's bond market has remained relatively flat is due to their quasi-pegged currency and interest rates, which have been kept low because they had largely shut down their economy until recently.

There is no significant external holding of RMB bonds; it's mostly internal. Despite this, the Chinese yuan has lost 15% of its value in the last two years. So, when people say the rest of the world will stop holding US bonds because the dollar is losing value and start using the yuan instead, it's worth noting that even though the US dollar is supposedly losing value, the yuan has lost 15% against it. The other reason Chinese bonds have outperformed US bonds is because the US purposefully increased rates, which causes bond prices to fall. Now, **I'm no fan of central bankers, but they definitely understand that raising rates leads to falling bond prices.** This idea that the US is shocked by the performance of treasuries is, in my opinion, off base. Of course, they knew raising rates would lead to lower bond prices.

I will argue until the day I die that **the US has purposefully weaponized the dollar over the last couple of years.** Higher interest rates and a blowing out of the budget are often used as evidence that the dollar can't last forever. However, considering the current state of the world, **higher rates in the US affect the rest of the world more than the US itself because the world uses dollars.** Although they're starting to use Apple as well, they still use Microsoft, and they owe a lot of money to Microsoft. In other words, the **world owes over 30 trillion in US dollar-denominated debt and another 80 trillion in off-balance sheet derivatives in US dollars.**

So, I don't see how we can transition from using Microsoft to Apple. If everyone starts using Apple, where will they get the money to finance, service, and pay off all the US dollar debt? In other words, **the process of de-dollarization, if it takes place, pushes the US dollar higher, not lower.** If there's less circulating, there's less supply, but all that historic US dollar debt still exists. **I can't figure out how we can transition from one system to another or**

Let's pivot our discussion to gold. Do you think Xi Jinping cares about the price of gold?

I don't think Xi Jinping cares about the gold price. For him, gold is a means to an end.

When emerging markets do well, gold does well, and when they do badly, gold also suffers.

You don't need the dollar to be weak anymore for emerging markets to do well.

Gold is a hedge option for the world falling apart due to wars, geopolitical reasons, financial crises, or other bad scenarios.

Japan's situation, with a collapsing yen and high debt, could potentially happen elsewhere

While a third of US debt is owned by foreigners, only 4% of Japanese debt is owned by foreigners.

even have dual systems without reconciling all that outstanding US dollar debt. Until that is reconciled, we have the US dollar to contend with.

Ronnie Stöferle

Let's pivot our discussion to gold, which may emerge as a vital diversifier in today's climate. You mentioned that Xi Jinping doesn't care about the Shanghai Composite or Chinese equities. **Do you think he cares about the price of gold?**

Louis Gave

To answer your question directly, **I don't think Xi Jinping cares about the gold price. I think gold for him is a means to an end**, as he's looking to reduce China's dependency on the US dollar and de-dollarize emerging market trade. Regarding China buying gold, it's important to note that gold demand is primarily driven by emerging markets.

Gold is a play on emerging markets, where physical demand is concentrated in countries like China, which accounts for about a third of global gold demand, and India with another third. People in emerging markets are the ones who predominantly buy physical gold. **When emerging markets do well, gold does well, and when they do badly, gold also suffers.** Although gold is often seen as inversely correlated with the US dollar, the past 18 months have shown that gold demand can remain strong even when the dollar is strong, as emerging markets continue to perform well. When the dollar's weak, emerging markets tend to do even better, but **you don't need the dollar to be weak anymore for emerging markets to do well**, which is a very important change we're going through.

So that's the first function of gold. The second function, typically focused on by Westerners, is that **gold is a hedge option for the world falling apart due to wars, geopolitical reasons, financial crises, or other bad scenarios.** We've had a glimpse of this, and while China has been buying a lot of gold, **the big new marginal buyer has been Japan.** In March, after the BOJ announced it would sit on the yield curve forever, the yen moved from 146 to 155 very quickly. Japanese investors started buying gold like crazy, as evidenced by the increased volume in the main gold ETF in Japan, 1540JT, trading at a 10% premium to NAV.

This suggests that Japan cashed in on the second option, the hedge against financial repression or geopolitical crisis. This raises an interesting question because **Japan's situation, with a collapsing yen and high debt, could potentially happen elsewhere.** It's not a stretch to think it could happen in Europe, where France is running a 5.5% of GDP budget deficit at a time of full employment and economic recovery. The same could be said for the US, with full employment and budget deficits of 6% of GDP.

While the stock of debt may not be as high in Europe and the US, these massive budget deficits will get them there over time. Additionally, the **ownership structure of the debt is very different, with a third of US debt owned by foreigners, only 4% of Japanese debt is owned by foreigners**, while more

For China, gold is a means to an end. It's a way to give credibility to their currency and to de-dollarize their trade.

The primary motivation for individuals in Asia buying gold is to protect their daily living expenses from currency devaluation.

Gold is not a "silver bullet" that can solve all economic problems. Gold's value and demand are influenced by various factors.

Until a new system incorporating gold is in place, using gold will remain less efficient.

China wants to create their own international gold exchange in Shanghai, but that would imply that all the other nations place their trust in China.

China is creating dependency similar to the US post-World War II.

than 40% of French debt is owned by foreigners. This means that in these countries, things can move much quicker.

Does the Chinese government care about the gold price? No, they don't. For them, **gold is a means to an end. It's a way to give credibility to their currency and to de-dollarize their trade.** They can tell other countries that they will trade in renminbi, and if they don't want to keep the renminbi, they can trade it for gold at the Shanghai gold market. This is particularly attractive for countries like Russia, Kazakhstan, and those in the Middle East.

Brent Johnson

The recent surge in gold demand in Asia, particularly in Japan, is not solely driven by concerns about the US dollar. In fact, when people in Asia buy gold, it's often because their own currencies, like the yuan or the yen, are losing value. While the dollar may be a secondary concern, **the primary motivation for individuals buying gold is to protect their daily living expenses from currency devaluation.**

Gold is undoubtedly a crucial component of any investment portfolio, as it has historically served as a hedge against economic and political uncertainties. However, **it is not a "silver bullet", pardon the pun, that can solve all economic problems. Gold's value and demand are influenced by various factors, including local currency strength and central banks' desire to diversify their reserves.** Therefore, while gold is an essential part of a diversified portfolio, it should not be viewed as an all-encompassing solution to the complex challenges of international politics and finance.

Gold isn't the most convenient asset to move around the world. It can be done, but **is China really going to import all this gold just to start shipping it abroad to settle its trade balance?** Gold has been used for centuries, and it can still be used, but it's not as efficient, easy, or quick as the current system. **Until a new system incorporating gold is in place, using gold will remain less efficient.** Some countries might still use it to de-dollarize, despite the inefficiency. However, it's worth noting that **attempts to use gold by smaller countries in recent years have often failed.** While gold is an important asset and everyone should own some, it's not a silver bullet that solves all economic problems.

Louis Gave

The initial Bretton Woods days saw countries like France, the UK, and Germany storing their gold in New York, facilitating trade settlements by simply moving gold bars between designated boxes. However, the loss of faith in global institutions and the US, particularly after the Russian sanctions, has led to a shift in gold usage. **China won't store its gold in New York; they want to create their own set of gold boxes in Shanghai, but that would imply that all the other nations place their trust in China.**

China's Belt and Road initiative, which involves building infrastructure in other countries and establishing long-term financial dependencies, could potentially create a new dynamic where gold is used for trade settlements. By building high-

Russia and Kazakhstan, which are more dependent on China, may have less choice in trusting China to hold their gold.

Trusting China means trusting the Chinese Communist Party.

Are we seeing “de-euroization”?

Yes. The world is going through a divorce. This reflects a broader geopolitical trend where alliances are shifting, and cooperation between major powers is becoming less certain.

China’s distancing from the West is hurting Europe adversely and the US appears to be prioritizing its interests over its alliance with Europe.

Europe is like the child who is left disadvantaged after the divorce.

speed rail lines and nuclear power plants in countries like Indonesia, **China is creating a level of dependency similar to the US post-World War II.**

Countries like **Russia and Kazakhstan, which are more dependent on China, may have less choice in trusting China to hold their gold.**

However, the extent to which other countries will follow suit remains an open question. The reality is that the shift towards using gold in trade settlements is slowly building up, with more and more trade being settled in this manner.

Niko Jilch

Within this framework, **who does one trust?** The CCP, the state, or Xi Jinping himself?

Louis Gave

In China, the party and the state are intertwined, with the party constitutionally positioned above the state. **Trusting China, therefore, means trusting the Chinese Communist Party.** While one might speculate about political evolution, the party’s ideology currently views such changes as an impossibility.

Ronnie Stöferle

Talking about divorce and its complexities, in this ménage à trois, Europe is often overlooked amidst the dominant narratives of the US and China. **Are we seeing “de-euroization”?**

Brent Johnson

In my opinion, yes. And for a couple of very specific reasons. **This world is going through a divorce**, as I mentioned earlier. It seems to be a mutually desired divorce, with both the US and China seeking to decouple from each other to a significant extent, while acknowledging that some level of business interaction will persist. This shift is not solely driven by the East or the West. Rather, **it reflects a broader geopolitical trend where alliances are shifting, and cooperation between major powers is becoming less certain.**

China is taking steps to insulate itself from the West, though not entirely severing ties. Previously, China relied heavily on imports from Europe. Contrary to some expectations, Europe’s alignment has not leaned towards Russia or China against the US. **China’s distancing from the West is hurting Europe adversely.** Concurrently, the **US appears to be prioritizing its interests over its traditional alliance with Europe.** This strategic realignment is observable in the significant outflow of industry from Germany, some relocating to China and others to the United States. At a recent entrepreneurial conference in Germany, attendees noted a trend of talented individuals migrating to other European countries such as Liechtenstein and Switzerland, as well as destinations outside Europe like Dubai. This shift underscores Europe’s position as the disadvantaged party in this geopolitical recalibration, a situation unlikely to change soon.

Ronnie Stöferle

Europe is like the child who is left disadvantaged after the divorce. A friend of mine in the automotive sector emphasized the increasing presence of Chinese cars in our markets in the coming years. This trend poses a significant

Europe had a significant opportunity to act as a mediator in this geopolitical separation. However, due to policy failure, it failed to do so.

China's emergence as a major exporter of automobiles, heavy machinery, and agricultural equipment has reshaped the competitive landscape.

In a global divorce, all major economies, including the US, China, Europe, Japan, and others, will face difficulties.

Outside of the US, markets may not be large enough for China to sell all their production at current prices.

If China has to start selling to new markets at lower prices, it may not be able to service and pay off its debt effectively.

challenge to German automakers such as BMW, Mercedes, and Porsche, which have historically taken pride in their industry. I agree that Europe is emerging as the primary casualty of this geopolitical transformation.

Louis Gave

As a European who left Europe, the type Brent described, allow me to interject. **Europe had a significant opportunity to act as a mediator in this geopolitical separation. However, due to policy failure, it failed to do so.** There is a quote from Tolkien's "The Lord of the Rings" that resonates with me: "One ring will always corrupt, two will divide, but with three, there is balance." This notion, applied metaphorically, speaks to the potential for a balanced global order with the US, Europe, and China each wielding influence.

However, Europe faltered in fulfilling this role. Consequently, we find ourselves in a "two ring" world, as Brent suggested. Notably, **China had become an industrial powerhouse and transformed global trade dynamics. Its emergence as a major exporter of automobiles, heavy machinery, and agricultural equipment has reshaped the competitive landscape.** The remarkable productivity gains in Chinese industries have propelled its status as a leader in global manufacturing. **This shift has created a self-reinforcing industrial ecosystem, providing China with a substantial competitive advantage that will be difficult for other nations to match.** This makes it very hard for other countries to compete or to catch up.

Brent Johnson

Louis's perspective on the global economic situation has made me realize that it's essential to acknowledge that **all major economies, including the US, China, Europe, Japan, and others, will face difficulties** and "take a hit". Despite the potential for the US to experience significant impacts, it's not a given that it will lose its global hegemony as a result. Bullies, like the US, often maintain their position due to the reluctance of others to confront them.

However, I agree that eventually, bullies can fall, but the process might not be immediate. For de-dollarization to occur on a large scale, China would need to decouple from the US, which would be a challenging process. **While acknowledging the significant productive capacity and economic strength of China** and other countries, it's also important to consider that **outside of the US, markets may not be large enough to sell all their production at current prices.**

Both the US and China have accumulated considerable debt over the past 20 years, China's debt levels increasing significantly. **If China has to start selling to new markets at lower prices, it may not be able to service and pay off its debt effectively.** Russia is an outlier in this scenario, as it hasn't taken on much debt and possesses substantial natural resources, which has helped it weather sanctions and other pressures. As the world continues to decouple along East-West lines, **I don't think China can maintain its position as well as Russia has.**

The first big question is who's on the other side of the debt - is it domestic or foreign?

The other question is what is done with the debt. What did the US get for it's USD 34trn of debt?

Although there was a big increase in Chinese debt, the results were tangible in the form of visible infrastructure development.

Economic activity is energy transformed. Most countries save US dollars to buy energy, especially oil.

The US became an energy superpower thanks to the shale revolution.

If the US remains at the center of the next energy revolution and continues to have the cheapest cost of energy, the dollar will stay king.

Louis Gave

I think on debt, for me I look at debt a little bit differently. **The first big question is who's on the other side of the debt – is it domestic or foreign?** For example, if I borrow a million dollars from my dad, as a family, we don't have any debt. But if I borrow a million dollars from Brent, I owe Brent a million dollars. When it comes to the growth of debt in the US and Europe, in countries like France, it's increasingly owed to foreigners. This narrows policy choices compared to when debt is owed domestically. When you owe it to yourself, you can kick the can down the road for a very long time, as Japan has shown.

The other question is what is done with the debt. When I started in this business, the US government debt was USD 4.5trn. Today, it's at USD 34trn. **I always ask myself, what did the US get for that USD 30trn?** Where are the major infrastructure projects like the Hoover Dam or the interstate highway system? A lot of that debt has gone to fund unproductive foreign wars and social transfer payments. **Once you give benefits, you can never take them back. Infrastructure projects have a definite end.**

Although there was a big increase in Chinese debt, the results were tangible in the form of visible infrastructure development. They've built high-speed rails, roads, ports, and airports. While the productivity of such infrastructure can be debated, it's generally more productive than, say, funding a hip replacement for a grandmother.

When comparing debt, are we really talking about the same thing? I'm not 100% sure that we are. Here's a critical point: **economic activity is energy transformed. Most countries save US dollars to buy energy, especially oil.** In the past, dollars were saved to buy Caterpillar machines and Ford trucks, but that's no longer the case. Today, no one wants a Ford truck. If you want a Caterpillar, you'll probably buy a LiuGong machine because it's cheaper and just as good, if not better. For many industrial goods, you no longer need dollars, but you still need dollars for energy and commodities.

This brings me to the most significant macro development of the past 15 years that everyone seems to forget: **the US became an energy superpower thanks to the shale gas revolution.** The US added a Saudi Arabia in just 15 years. This, to me, is what has underpinned the dollar's strength and the US bull market.

The fact that the US had a much cheaper cost of energy and more plentiful energy than anyone else for 15 years has been a significant factor in the dollar's strength. The question now is, what happens over the next 10 or 15 years? **If the US remains at the center of the next energy revolution and continues to have the cheapest cost of energy, the dollar will stay king.** However, **China is making leaps and bounds in nuclear energy**, particularly in molten salt reactors, which I think are the energy of the future. China is also the leading provider in solar energy, by a long shot. If you believe in wind energy, I don't, then Germany and Scandinavia could have a shot at being energy leaders.

If you think that in 10 years time, the US will still be the main driver of the marginal increase in energy in the world, then the US will stay king.

Do you think that at some point, organizations like BRICS or the SCO will decide to sell their resources in currencies other than the dollar?

Russia, being one of the top three oil producers in the world, has now moved away from the US dollar. The question remains whether the Middle East will follow suit.

Once you've moved away from the US dollar, you've eliminated the most significant restriction on your growth China is already about two-thirds of the way there.

The shale revolution made the US the largest energy producer in the world. This means we're not buying as much oil from overseas, and as a result, we're not sending as many dollars out into the world.

However, this is not my belief, as the US has stopped investing in this field for the past seven or eight years.

Ronnie Stöferle

Do you think that at some point, organizations like BRICS or the Shanghai Cooperation Organization will decide to sell their resources in currencies other than the dollar? We've already seen some shifts in this direction, but it hasn't yet become a major topic. So, what's your view on that?

Louis Gave

We've transitioned from 0% to 20% of oil being priced in currencies other than the US dollar. **Russia, being one of the top three oil producers in the world, has now moved away from the US dollar. The question remains whether the Middle East will follow suit.** In the near term, looking at the next few years, it's unlikely, due to their dependence on US protection, with the exception of Iran, of course. Iran has also moved completely to non-US dollar sales, selling its oil to China in RMB. **China's first goal was to obtain all its imported oil in its own currency rather than US dollars, and they're more than two-thirds of the way there now**, with Iran and Russia accepting 100% RMB for both oil and natural gas. They've also signed natural gas contracts with Qatar for RMB. China has made significant progress towards their goal, as they're about two-thirds of the way on natural gas as well. This change is already important for them, as it allows them to pay for their oil in their own currency.

Once you've moved away from the US dollar, you've eliminated the most significant restriction on your growth, right? You can always print more of your currency and avoid international sanctions. **China is about two-thirds of the way there**, but convincing Saudi Arabia to follow suit may be too much of a challenge. Instead, China is focusing on ensuring that the two-thirds they do have, is sufficient. That's why they're investing in nuclear, solar, and electric vehicles. By doing so, they aim to make the two-thirds of their energy needs they can obtain through these sources enough for their requirements. There's a higher chance of this happening through nuclear, solar, and investments in pipelines to Russia and Kazakhstan than by convincing Saudi Arabia to change its currency preference.

Brent Johnson

My take on this is that the oil-for-dollars deal, which happened after the embargo in 1973, not only established the oil-for-dollars regime but also led to the exponential growth of the Eurodollar market. This growth occurred over the past 40 years when dollars were plentiful due to the United States buying oil from overseas by sending dollars out into the world. Fast forward to 10–15 years ago, **the shale revolution made the US the largest energy producer in the world. This means we're not buying as much oil from overseas, and as a result, we're not sending as many dollars out into the world.** Despite this, the Eurodollar market has grown to USD 30trn, with USD 80trn in derivatives and swaps. The Eurodollar market faces challenges as the US no longer exports as many US dollars due to the shale revolution. This situation is further complicated by increasing global divisions and national divorce. Where do the

China's primary concern is facilitating transactions using renminbi. When you kick out Russia, it has consequences.

The US is sending dollars abroad to service existing debt and purchase the commodities they need.

After the shale gas boom, everyone expected the US current account deficit to improve, and it did from 2012 to 2017.

But since 2020, the US current account deficit has exploded due to increased fiscal deficits of over 10% of GDP.

If the US stock market stops being a reliable store of value, it could potentially release more dollars into the global system.

I don't think the US can have a recession without the rest of the world feeling it.

other countries get the dollars to buy the oil? **The US is not exporting dollars to the same extent as before.**

Louis Gave

China's primary concern is facilitating transactions using the renminbi. You throw in the fact that Russia is a significant exporter of commodities, often ranking as the top or second in the world. **When you consider kicking out Russia, it has had consequences.** You move from 5% of the market not priced in dollars to 20%.

Talking about the US not exporting dollars, in 2023, the US current account deficit reached a record USD 880bn. This means **the US is sending dollars abroad to service existing debt and purchase the commodities we need.** So, the US is exporting dollars, it's never exported this much before.

Brent Johnson

That is true, but not for oil, and we agree that energy prices are rising.

Louis Gave

The last time the US current account deficit was below USD 500bn was in 2006–2008, when the oil price was high. Since then, the US has had a shale boom, nearly eliminating its energy deficit. **Everyone expected the US current account deficit to improve, and it did from 2012 to 2017.** The US was exporting fewer dollars during that period.

However, since 2017, and especially **since 2020, the US current account deficit has exploded** due to increased fiscal deficits. The US is now running twin deficits of over 10% of GDP. Typically, when a country reaches twin deficits of over 5% of GDP, the IMF gets involved. The US being the US, they can withstand 10% for a longer time, but let's not pretend that the US is not exporting dollars; it's exporting them like crazy. **For now, this hasn't been a major issue for the dollar, as US equity markets have been a dominant destination for investments.**

The US equity market has been a significant store of value, with seven stocks driving much of the market's performance. However, **if the US stock market stops being a reliable store of value, perhaps due to a decline, it could potentially release more dollars into the global system.**

Brent Johnson

If you believe this divorce will not accelerate and instead lead to more cooperation, you're right. However, if you're like me and think the divorce will accelerate with more trade barriers and sides being chosen, I don't believe China will be able to sell all of their production at the current price. They may sell at a lower price in markets dependent on the United States. **I don't think the US can have a recession without the rest of the world feeling it.** That's where we may disagree. **The countries you mentioned sell to the US, and the whole world is connected. You can't simply say they don't use the US anymore.**

Most Westerners believe that if China can't export as much to the US, it's in trouble. However, China is the largest car exporter globally, yet we don't see these cars on US streets? The answer is zero.

A decade ago, China was significantly dependent on the US, but this is no longer the case.

Louis Gave

I believe the main difference in our views lies here. **Most Westerners believe that if China can't export as much to the US, it's in trouble. However, China is the largest car exporter globally, yet we don't see these cars on US streets? The answer is zero.** These cars are sold to countries like Indonesia, Saudi Arabia, and Chile. The trains, turbines, solar panels, nuclear and thermal power plants that China sells are not being sold in the US. They are increasingly sold across emerging markets. The growth in trade is happening primarily between emerging markets, particularly between China and emerging markets. As a result, China's dependency on the US decreases every year.

A decade ago, China was significantly dependent on the US, but this is no longer the case. TikTok serves as a perfect example. When the US demanded that China sell TikTok, they responded by saying it's only 17% of their business and they would rather shut it down than comply. This shows that China is willing to face consequences in the US to maintain their stance.

The view that China would be in trouble without the US is a US-centric perspective that may have been true 10 years ago, but no longer reflects the reality of China's trade flows today.

Ronald-Peter Stöferle

Gentlemen, I thank you for this very inspiring debate!

Dies war ein Auszug der Debatte zwischen Louis-Vincent Gave und Brent Johnson. Das vollständige Transkript dieser Diskussion finden Sie unter [diesem Link](#), das Video dieser Debatte ist [hier verfügbar](#).



DELIVERING VALUE FOR ALL STAKEHOLDERS

A resilient business, underpinned by a high-quality portfolio and disciplined capital allocation, delivering attractive returns to shareholders.



Find out more about our attractive shareholder returns program at:
endeavourmining.com/investors



LSE:EDV TSX:EDV

Dubai, die goldene Oase, die den Goldmarkt der VAE aufblühen lässt

*„Becoming number one is not impossible –
the word impossible doesn't exist in our
dictionary.“*

Scheich Mohammed bin Rashid Al Maktoum,
Vizepräsident und Premierminister der Vereinigten Arabischen Emirate und Herrscher von Dubai

- Angetrieben von Dubai haben sich die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) zu einem der größten und wichtigsten physischen Goldhandelszentren der Welt entwickelt.
- Zwischen 20 und 30% des weltweit gehandelten Goldes werden jedes Jahr in Dubai umgeschlagen, womit Dubai neben der Schweiz und London zu den drei wichtigsten Goldhandelsplätzen der Welt gehört.
- Gold wird in Dubai auf folgenden Hauptumschlagplätzen gehandelt: in der Freihandelszone *Dubai Multi Commodities Centre* (DMCC) und auf dem *Deira Gold Souk*.
- Geleitet von einer neuen staatlichen Goldpolitik, die die Regulierung und verantwortungsvolle Beschaffung stärkt, werden die globalen Goldmärkte zunehmend Vertrauen in den Goldsektor der VAE aufbauen.
- Der Beitritt zu den BRICS+ bietet den VAE nun exzellente Möglichkeiten, den Goldhandel mit den Goldmächten China, Indien, Russland und Südafrika auszubauen.

Einleitung

Future generations will be living in a world that is very different from that to which we are accustomed. It is essential that we prepare ourselves and our children for that new world.

Scheich Zayed bin Sultan Al Nahyan, 1. Präsident der VAE

Vom alten Ägypten bis zum persischen und osmanischen Reich wird der Nahe Osten seit langem mit Gold in Verbindung gebracht.

Tatsächlich ist es schwierig, an den Handel im Nahen Osten zu denken, ohne die geschäftigen Goldbasare und die ostentative Zurschaustellung von Goldreichtum vor Augen zu haben.

Das liegt daran, dass Gold im Nahen Osten sowohl in der Kultur als auch in der Wirtschaft fest verankert ist und die Menschen in dieser Region nicht nur eine Vorliebe für physisches Gold haben, sondern auch eine tief verwurzelte Wertschätzung für den Wert von physischem Gold als Mittel zur Vermögenssicherung.

Nirgendwo im Nahen Osten wird die Bedeutung von Gold deutlicher als in den Vereinigten Arabischen Emiraten (VAE), insbesondere im prosperierenden Emirat Dubai, der *Stadt des Goldes*, das sich mit seinen beeindruckenden Gold Souks und Freihandelszonen schnell zu einem der größten physischen Goldmärkte der Welt und zu einem der größten Goldhandels- und Transitknotenpunkte der Welt entwickelt hat.

Zwischen 20 und 30% des weltweit gehandelten Goldes werden jedes Jahr in Dubai umgeschlagen, womit Dubai neben der Schweiz und London zu den drei wichtigsten Goldhandelsplätzen der Welt gehört.

The ultimate resource is the human imagination coupled to the human spirit.

Julian Simon

Die erst vor etwas mehr als 50 Jahren gegründeten VAE haben seither ein spektakuläres Wirtschaftswachstum verzeichnet. Der Goldsektor ist parallel dazu gewachsen, unterstützt von einer vorteilhaften Kombination aus einer erstklassigen Verkehrsinfrastruktur, einer unternehmensfreundlichen Regierungspolitik und der günstigen Lage an einem der wichtigsten Handelsknotenpunkte der Welt.



Quelle: www.nationsonline.org

Über die nationalen Grenzen hinaus sind die VAE seit kurzem Mitglied der BRICS+, einer Allianz, die ein erhebliches Potenzial zur Förderung des Goldsektors in den VAE bietet, da der BRICS+-Block Goldmächte wie China, Russland, Indien, Brasilien und Südafrika sowie die großen Goldmärkte der anderen neuen Mitglieder und regionalen Nachbarn Ägypten und Iran umfasst.

Saudi-Arabien hat sich bezüglich des Beitritts bislang noch nicht entschieden.⁵⁶ Die VAE sind wie Saudi-Arabien auch Mitglied des Golf-Kooperationsrates (GCC) zusammen mit den Nachbarländern Kuwait, Bahrain, Katar und Oman, die alle die große Sehnsucht der Region nach physischem Gold teilen.

Angesichts der Tatsache, dass die Arabische Halbinsel und die Region des Persischen Golfs zu einer immer stärkeren Kraft auf dem globalen Goldmarkt werden, ist es von entscheidender Bedeutung, die raschen und anhaltenden Entwicklungen auf dem Goldmarkt der VAE zu verstehen.

Das Wachstum der Wirtschaft und des Goldmarktes in Dubai

Most people talk; we do things. They plan; we achieve. They hesitate; we move ahead. We are living proof that when human beings have the courage and commitment to transform a dream into reality, there is nothing that can stop them. Dubai is a living example of that.

Scheich Mohammed bin Rashid Al Maktoum

Seit ihrer Unabhängigkeit im Jahr 1971 schrieben die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) eine der glänzendsten Erfolgsgeschichten der Welt und haben sich von einer ölproduzierenden Nation zu einem führenden regionalen Handels- und Geschäftszentrum entwickelt. Die Emirate Dubai und Abu Dhabi sind die bevölkerungsreichsten und größten der insgesamt sieben Emirate, die die VAE bilden.

Das Wirtschaftswachstum in den VAE wurde zunächst durch die Erschließung der großen Ölvorkommen angekurbelt, deren Einnahmen in den Ausbau der Handels- und Verkehrsinfrastruktur des Landes investiert wurden. Dies wiederum unterstützte die wirtschaftliche Diversifizierung der VAE in die Bereiche Handel und Rohstoffe, Finanzsektor, Tourismus und Immobilien. Parallel dazu verfolgte die Regierung der VAE eine unternehmensfreundliche Regierungspolitik und richtete zahlreiche Freihandelszonen ein, insbesondere in Dubai.

Auch der Finanzsektor der VAE ist mit Unterstützung der Regierung auf dem Weg, ein führendes globales Finanzzentrum zu werden, ähnlich wie Singapur, Hongkong und sogar London und New York. Zu diesem Zweck gibt es in den VAE inzwischen drei internationale Wertpapierbörsen, nämlich den **Dubai Financial Market**, die **Abu Dhabi Securities Exchange** und die **NASDAQ Dubai**, sowie mit dem **Dubai International Financial Centre (DIFC)** und dem **Abu Dhabi Global Market (ADGM)** zwei spezielle Finanzfreihandelszonen.

Im Tourismussektor ist Dubai nun die „**Middle East's Leading Destination**“, nachdem es diese Auszeichnung bei den World Travel Awards 2023 erhalten hat. In der **Euromonitor-Rangliste 2023** steht Dubai mit 16,8 Millionen Besuchern hinter Istanbul und London, aber noch vor Paris und Bangkok an dritter Stelle der Städte mit den meisten internationalen Besuchern.

Die strategische geografische Lage der VAE hat dazu beigetragen, dass sich die Emirate zum wichtigen Handelszentrum und zu einer globalen Handels- und Logistkdrehscheibe entwickelt haben. Im Herzen des Nahen Ostens gelegen, befinden sich die VAE an einem der wichtigsten Handelsknotenpunkte der Welt

⁵⁶ Siehe das Kapitel „Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold“ in diesem In Gold We Trust-Report sowie „De-Dollarization: Der finale Showdown?“, In Gold We Trust-Report 2023

There are very few places today in the world where all countries can still trade with each other, and this, not just the Middle East, but particularly Dubai, is very much that crossroads.

Kevin Parikh, CEO, Avasant

und sind buchstäblich der Ort, an dem Ost und West sowie Nord und Süd entlang der alten Seidenstraße aufeinandertreffen. Im Norden liegen der Iran und Zentralasien, im Osten Indien, Südostasien und China, im Westen die Türkei und Europa und im Südwesten der afrikanische Kontinent.

Der Goldmarkt der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE), dessen Zentrum in Dubai liegt, ist in den letzten 25 Jahren ebenfalls immens gewachsen. Dies spiegelt das allgemeine Wachstum der VAE-Wirtschaft wider und ist in vielerlei Hinsicht auf die gleichen Faktoren zurückzuführen: die strategische geographische Lage, die moderne Infrastruktur und die goldfreundliche Politik der Regierung.

Das Wachstum des Goldsektors wurde auch vom wirtschaftspolitischen Ziel der VAE-Regierung geleitet, die Wirtschaft der VAE weg von Kohlenwasserstoffen und hin zu anderen Rohstoffströmen zu diversifizieren, und zwar in einem solchen Ausmaß, dass der **Goldhandel inzwischen fast 30%** der gesamten Nicht-Öl-Exporte der VAE ausmacht.

Dubai ist traditionell als *Stadt des Goldes* bekannt, was auf seine lange Geschichte als Zentrum des Goldhandels zurückzuführen ist, vor allem im Bereich des *Deira Gold Souks*, wo ein umfangreiches Netz von Groß- und Einzelhändlern mit Verbindungen zu den Goldmärkten des Nahen Ostens, Afrikas und Asiens tätig ist. Aufgrund seiner strategischen Lage ist Dubai ideal positioniert, sowohl in der Nähe zahlreicher goldproduzierender Länder in Afrika und Zentralasien als auch in der Nähe zahlreicher Länder mit einer hohen Goldnachfrage wie Indien, China, Thailand, Türkei, Saudi-Arabien und Ägypten. Dank seiner Lage ist Dubai ein kosteneffizienter Umschlagplatz für die Beschaffung von Gold und die Deckung der Goldnachfrage, sodass ein konstanter physischer Goldfluss durch die VAE besteht.

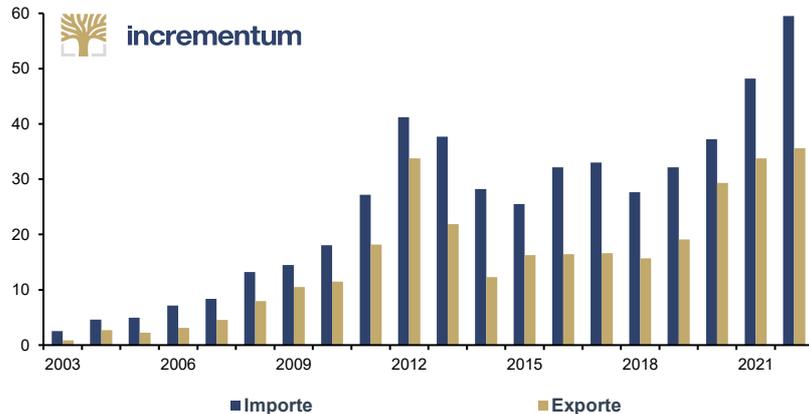
Unter Ausnutzung dieser natürlichen strategischen Vorteile und begünstigt durch seine weltweit vernetzte Luftverkehrsinfrastruktur hat sich der Goldsektor in Dubai zu einem Vermittlungs- und Transitknotenpunkt entwickelt, der den Transport umfangreicher internationaler Goldlieferungen zwischen goldproduzierenden und goldnachfragenden Ländern ermöglicht. Diese Goldtransporte werden durch *Emirates SkyCargo* in Dubai und *Etihad Cargo* in Abu Dhabi, den jeweiligen Frachtabteilungen von *Emirates Airlines* und *Etihad Airways*, erleichtert.

Und da ein Großteil des in die VAE gelangenden Goldes in Form von Doré-Barren aus Minen sowie als Altgold für das Recycling bestimmt ist, wird das Gold, das in die VAE gelangt, im Allgemeinen in den zahlreichen Goldraffinerien der VAE weiterverarbeitet. Nicht zu vergessen, dass es in den VAE und insbesondere in Dubai auch ein umfangreiches Angebot an Edelmetalltresoren und Logistikunternehmen für Sicherheitstransporte gibt, die das Gold in die VAE transportieren, dort lagern und wieder ausführen.

Dubais Gold-Infrastruktur

Der Goldmarkt in Dubai wird von zwei Hauptstandorten aus betrieben: dem *Dubai Gold Souk* in Deira und der Freihandelszone *Dubai Multi Commodities Centre* (DMCC) in Jumeirah Lakes Towers (JLT).

VAE Goldimporte und -exporte, in Mrd. USD, 2003–2022



Quelle: UN Comtrade, DMCC, Incrementum AG

Dies ist ein ikonischer Ort, das Herz unserer Stadt des Goldes.

Tawhid Abdullah
Dubai Jewellery Group



Mit freundlicher Genehmigung von: Viator

Dubai Gold Souk

Der Dubai Gold Souk ist der historische Goldmarkt von Dubai. Der in Deira in der Nähe des Dubai Creek gelegene Gold Souk ist vermutlich der größte Goldmarkt der Welt mit über 900 Gold(schmuck)geschäften, die sich über die Gassen und Gebäude des historischen Gold Souk auf der einen Seite der Al-Khot-Straße und über die neue moderne Gold Souk Erweiterung auf der anderen Seite erstrecken.

Die Größe des Gold Souks von Dubai ist schwer zu erfassen, mit seinen endlosen Goldschmuck- und Goldbarrengeschäften in einem Labyrinth von Straßen und ganzen Einkaufszentren, die dem Gold gewidmet sind. Hunderte von indischen und arabischen Goldhändlern betreiben auf dem Gold Souk auch Büros, die sich diskret in den höheren Stockwerken der Gebäude befinden und einen Großteil der Goldimporte und -exporte Dubais koordinieren.

Goldschmuckunternehmen dominieren den Gold Souk, von den großen indischen Unternehmen wie *Malabar Gold & Diamonds* und *Joyalukkas* über *Damas Jewellery* aus den Vereinigten Arabischen Emiraten bis hin zu zahlreichen weniger bekannten Marken. Darüber hinaus gibt es viele spezialisierte Goldbarrenhändler, die über den Souk verteilt sind, in den verwinkelten Gassen des alten Gold Souks, im Goldland-Gebäude und auch in der Erweiterung des Gold Souks.

Diese Goldbarrenhändler verkaufen eine Vielzahl von Goldbarren, von gegossenen 1-Kilo-Barren über Zehn- und Fünf-Tolla-Goldbarren bis hin zu 100-Gramm-Goldbarren und zu kleineren geprägten Goldbarren. Ein Zehn-Tolla-Goldbarren entspricht 3,75 Feinunzen. Zu den auf dem Gold Souk beliebten Marken gehören

die Schweizer Marken PAMP und Valcambi sowie die lokalen Marken aus Dubai wie SAM Precious Metals, Etihad Gold und Emirates Gold.

Auch die demographische Struktur der VAE begünstigt die lokale

Goldnachfrage: Über 60% der VAE-Bevölkerung sind Expats aus Indien, Pakistan und Bangladesch und weitere 20% aus den Philippinen, Sri Lanka, Ägypten und dem Iran – alles Nationalitäten, die ihre Ersparnisse gerne sicher in Form von Barren und Goldschmuck anlegen. Die Emiratis, die etwa 10% der VAE-Bevölkerung ausmachen, sind ebenfalls für ihre Vorliebe für Investitionen in physisches Gold bekannt.

Jeden Tag in der Früh und am Nachmittag veröffentlicht die **Dubai Jewellery Group**, ein Handelsverband, der über 600 Mitglieder vertritt, ihre *Retail Gold Rate* in Dirham (AED) pro Gramm. Dieser Goldkurs ist im Wesentlichen der internationale Kassapreis mit einem kleinen Aufschlag, und die Goldbarren- und Goldschmuckunternehmen in den gesamten VAE verwenden den zweimal täglich veröffentlichten Goldkurs als Grundlage für die Preisgestaltung bei all ihren Transaktionen, seien es Barren oder Goldschmuck.

Auf dem Gold Souk werden jährlich etwa 500 Tonnen Goldbarren

sowie zwischen 240 und 260 Tonnen Goldschmuck gehandelt. Dubai ist als Zielort für handgetragenes Gold, d. h. Gold, das Fluggäste auf ihren Flügen insbesondere aus afrikanischen Ländern mitbringen, bekannt. Fast das gesamte Gold aus dieser Quelle wird auf dem Dubai Gold Souk verkauft, einschließlich Gold, das noch weiter raffiniert werden muss, wie z. B. Doré-Barren. Für die Einfuhr von Goldbarren in die Vereinigten Arabischen Emirate/Dubai werden weder Zollgebühren noch eine Einfuhrumsatzsteuer erhoben, und es gibt keine Beschränkungen für die Menge an Gold, die eine Person in die VAE mitnehmen darf, solange ein umsatzsteuerregistriertes Unternehmen besteht.

Während sich die meisten Goldschmuck- und Goldbarrengeschäfte in Dubai im Dubai Gold Souk befinden, gibt es auch viele andere auf Gold spezialisierte Bereiche in anderen Teilen Dubais, wie z. B. einen speziellen Gold Souk mit Hunderten von Goldschmuckgeschäften in der riesigen Dubai Mall sowie ein spezielles Goldschmuck-Einkaufszentrum an der Sheikh Zayed Road, den *Dubai Gold and Diamond Park*.



Quelle: WikiCommons

Dubai Multi Commodities Centre (DMCC)

Neben dem Gold Souk ist das *Dubai Multi Commodities Centre* (DMCC), eine Freihandelszone, die 2002 von der Regierung Dubais im Rahmen ihrer Strategie zur Diversifizierung der Wirtschaft Dubais und zur Förderung des Emirats Dubai als globales Rohstoffhandels- und Geschäftszentrum eingerichtet wurde, ein weiterer wichtiger Knotenpunkt des Goldsektors in Dubai.

Capital will always go where it's welcome and stay where it's well treated.

Wriston's Law of Capital

Das DMCC umfasst den gesamten Bezirk Jumeirah Lakes Towers (JLT) und den angrenzenden Bezirk Uptown Dubai, eine riesige Siedlung mit fast 100 Hochhäusern in einem campusähnlichen Gebiet in der Nähe des Yachthafens von Dubai und der Palme Jumeirah. Bei seiner Gründung im Jahr 2002 bestand **das strategische Ziel von DMCC** darin, eine umfassende Palette von Einrichtungen und Dienstleistungen für den Handel mit Gold, Diamanten und anderen Rohstoffen anzubieten.



Mit freundlicher Genehmigung von DMCC

Heute umfasst die Gold-Infrastruktur des DMCC die *Dubai Gold & Commodities Exchange* (DGCX), eine Reihe von Goldraffinerien und Edelmetalltresoren sowie Hunderte von Goldhandels- und Großhandelsunternehmen, die sich in Büros innerhalb des JLT befinden. **Das DMCC veranstaltet auch die beliebte jährliche *Dubai Precious Metals Conference* (DPMC), die größte Goldkonferenz im Nahen Osten, an der wir im Vorjahr eine Keynote geben durften.**

There are 3 types of people. The ones who make things happen. The ones who wait for things to happen, and the ones who wonder what the hell just happened.

Tony Beets

Das DMCC steht unter der Leitung ihres Geschäftsführers und CEO Ahmed Bin Sulayem, der **dafür gesorgt hat**, dass die Freihandelszone von nur 28 Mitgliedsunternehmen im Jahr 2003 auf 24.000 DMCC-Mitgliedsunternehmen aus 180 Ländern im Jahr 2023 **angewachsen ist**, von denen mehr als 1.000 im Gold- und Edelmetallsektor tätig sind. Das DMCC und sein Geschäftsführer setzen sich sehr für physisches Gold und das Wachstum der physischen Goldmärkte ein. Bei vielen Gelegenheiten haben sie sich gegen die versuchte Dominanz der *London Bullion Market Association* (LBMA) und ihrer Bullionbanken gewehrt und bevorzugt einen kooperativen Ansatz, bei dem die Goldzentren der Welt als unabhängig und gleichberechtigt behandelt werden.

Die Folgen der Gründung des DMCC auf Dubai waren so bedeutend, dass DMCC heute für 11% der ausländischen Direktinvestitionen in Dubai verantwortlich zeichnet. 2023 wurde das DMCC vom *FDI Magazine* der Financial Times zum **neunten Mal in Folge** zur *Global Free Zone of the Year* gewählt. Im Jahr 2020 wurde das Eigentum am DMCC von der Regierung von

Dubai auf die *Investment Corporation of Dubai* (ICD) übertragen, die sich ebenfalls vollständig im Besitz der Regierung von Dubai befindet.

In den VAE gibt es mehr als 40 Freihandelszonen, von denen sich 24 in Dubai befinden. Die Freihandelszonen der VAE sind im Allgemeinen auf bestimmte Sektoren ausgerichtet, wobei jede Freihandelszone von einer eigenen Behörde verwaltet wird. Abgesehen von DMCC sind in Dubai einige der bekanntesten Freihandelszonen die *Dubai Airport Free Zone* (DAFZ), die *Jebel Ali Free Zone* (JAFZA) und das *Dubai World Trade Centre* (DWTC).

Q&A mit Ahmed Bin Sulayem, Executive Chairman und Chief Executive Officer, DMCC

Q: How pivotal has DMCC been since 2002 in making Dubai into one of the world's largest gold markets, and how has DMCC helped develop Dubai's gold ecosystem?



Ahmed Bin Sulayem, Executive Chairman and Chief Executive Officer, DMCC

From the outset, our goal has been to transform the emirate into a global trade hub. Just as we have achieved this for other commodities such as diamonds, tea and coffee, this also holds true for one of our other core priorities – gold. DMCC has been instrumental in catalyzing the evolution of Dubai into a leading gold market, to the extent that it is now one of the largest hubs for the physical gold trade.

We have meticulously nurtured the gold ecosystem in Dubai by creating a specialized environment that prioritizes the growth of precious metals businesses. Through the provision of world-class infrastructure, state-of-the-art facilities and a comprehensive range of products and services, DMCC has empowered businesses in Dubai to trade efficiently, and importantly, with confidence.

A great example is the Dubai Commodities Clearing Corporation (DCCC), which acts as the central counterparty for clearing and settlement services to the Dubai Gold & Commodities Exchange (DGEX). Since its establishment in 2005, DCCC has emerged as the largest clearing house in the MENA region by volume, providing derivative contracts services across key asset classes, including base and precious metals, oil and gas, and currency pairs. To date it has cleared a total of 175 million contracts and in 2023 registered a total value of USD 115bn. In almost 20 years, DCCC has become one of the most prominent offshore exchanges for INR Futures and the first Shari'ah-compliant spot gold contract exchange.

Through offering such a transparent and collaborative ecosystem that serves the entire gold value chain, DMCC bolsters investor confidence, facilitates innovation, fosters synergies and drives the continuous evolution of the gold market in Dubai and the UAE. With the transition of economic power from west to east, and an even broader range of products and services to come online, Dubai and DCCC are poised to play a far more prominent and multinational role.

Q: What key initiatives are the UAE, Dubai and DMCC now focusing on to enhance Dubai's gold market?

The UAE, Dubai and DMCC, both individually and collaboratively, are currently spearheading a series of strategic initiatives and activities that are designed to bolster our competitiveness and attractiveness as a premier destination for gold trade.

From our perspective, DCCC's gold services continue to add value to Dubai's gold market. Beyond clearing and settlements, DCCC offers a secure and accessible destination to store gold as it is home to the MENA region's largest vault and several of the world's largest refiners. DMCC also works closely with logistical operators such as Brinks and Transguard, while Dubai's two international airports mean fast and direct access either for import or export purposes. Supported by the DMCC Tradeflow system, a dedicated online platform for registering ownership of commodities and their subsequent transfers, Dubai is already home to 25 per cent of the world's gold trade, while the volume of gold contracts cleared through DCCC exceeded USD 4.97bn in 2023.

Responsible sourcing is also a critical part of our growth journey. At the highest level, the Ministry of Economy's Gold Bullion Committee runs the UAE Good Delivery Standard to enhance responsible sourcing practices in line with OECD guidelines. At DMCC, we also work hard in this area to ensure our members can operate with confidence. This includes our collaboration with the World Gold Council earlier this year to drive innovation and sustainability in the gold sector, particularly around critical issues such as the illicit hand-carried gold trade.

More broadly, the pursuit of Comprehensive Economic Partnership Agreements (CEPAs) with gold-producing countries underscores the shared commitment to facilitate seamless trade and investment flows in the gold market. By streamlining regulatory processes and reducing trade barriers, Dubai aims to attract greater investment and strengthen its position as a preferred destination for gold trade and investment.

Q: As the gold market shifts from West to East, can the Dubai gold market now surpass London and Switzerland, and will UAE's BRICS membership be beneficial?

The dynamics of the global gold market are rapidly evolving, and I firmly believe Dubai is favorably positioned for sharp future growth, while complementing traditional hubs like London and Switzerland. With its strategic geographical location bridging key markets in Asia, Africa and Europe, it serves as a gateway for gold trade between East and West.

Key trends such as de-dollarization among leading BRICS economies and the latest gold rush of the world's central banks in the face of a strong dollar and falling inflation expectations, continue to reshape global gold markets. Global economies are in a state of transition, and the UAE has emerged as a centralized destination for people and businesses. Whether through companies establishing trading hubs, or high-net-worth individuals hedging their assets or liabilities in a transparent

jurisdiction, the UAE has achieved a state of global neutrality, while offering considerable advantages for its residents and investors. Business has continued to surge since our departure from FATF's grey list earlier this year, while we were ranked as one of the most trusted countries in the world by the [2023 Edelman Trust Barometer Global Report](#).

I think a key element to this is the support of DMCC, which means the emirate offers a comprehensive ecosystem for businesses operating in the precious metals industry. This greatly enhances the appeal of setting up a gold business in Dubai, which in turn facilitates greater trade through the emirate. The story is reflected in our numbers – in 2023, DMCC maintained record growth with 2,692 new companies joining its community, accounting for 11% of Dubai's total FDI inflows. This is compounded by the UAE's membership of BRICS, which offers a unique opportunity to further enhance the standing of Dubai in the global gold market. As a member of this influential group of emerging economies, the UAE stands to benefit from increased collaboration, trade diversification and investment flows, cementing its position as a preferred destination for gold trade and investment.

Dubai's historic moniker as the "City of Gold" owes much to its renowned Gold Souk, dating back to the early 1900s. However, our strategic investment in the gold sector coupled with proactive government support have propelled gold trade in Dubai to unprecedented heights. I see this trajectory increasing in the coming years as trade flows shift eastwards.

Dubai Gold & Commodities Exchange (DGCX)

Die *Dubai Gold & Commodities Exchange* (DGCX) ist eine 2005 gegründete elektronische Rohstoff- und Derivatbörse und mittlerweile die größte Gold- und Rohstoffbörse im Nahen Osten. Die DGCX, die sich vollständig im Besitz des DMCC befindet, ist im *DMCC-Komplex Jumeirah Lakes Towers* untergebracht und wird von der *UAE Securities and Commodities Authority* (SCA) reguliert.

Zu den an der DGCX [angebotenen Kontrakten](#) gehören Edelmetall-Futures und Kassakontrakte sowie Rohöl-Futures, Devisen-Futures, einschließlich einiger Währungen der G7- und BRICS-Staaten, und Aktien-Futures.

In der Kategorie Gold bietet DGCX eine Reihe von Kontrakten an, darunter physische Daily-Gold-Futures, einen Spot-Gold-Kontrakt, einen Shariah-Gold-Kontrakt, Gold-Futures mit Barausgleich und Indian-Gold-Quanto-Futures. Die täglichen Gold-Futures, der Spot-Gold-Kontrakt und der Scharia-Gold-Kontrakt werden alle physisch durch die Lieferung von Gold-Optionsscheinen auf in Tresoren verwahrte Goldbarren abgewickelt. Der Spot-Kontrakt wird in *UAE Good Delivery* 1-Kilo-Goldbarren mit 0,995 Feingehalt abgewickelt, [der Scharia-Gold-Kontrakt](#) in zugewiesenen und separat verwahrten Goldbarren mit einem Mindestfeingehalt von 99,5. Die Abwicklung des täglichen Gold-Futures-Kontrakts erfolgt in *UAE Good Delivery* 400-oz-Goldbarren.

Die DGCX leistet einen wichtigen Beitrag zum regionalen Goldmarkt, da sie die Preisermittlung während der Handelszeiten im Nahen Osten ermöglicht und den Teilnehmern des Goldsektors in der Region Hedging und Risikomanagement bietet.

Goldraffinerien

Die VAE verfügen über eine große Anzahl von Gold- und Edelmetallraffinerien, insbesondere in Dubai und im DMCC, aber auch in den Emiraten Sharjah und Fujairah. Diese Raffinerien sind ein wesentlicher Bestandteil des Goldsektors der VAE und verarbeiten sowohl Goldminendoré als auch Altgold zu Feingold für den internationalen und den heimischen Markt. Keine der Goldraffinerien der VAE findet sich allerdings auf der *LBMA Good Delivery List – Gold* wieder.

Zu den wichtigsten Goldraffinerien in den VAE gehören:

- **Emirates Gold DMCC**, gegründet 1992 von Mohamad Shakarchi. Emirates Gold ist als DMCC-Unternehmen tätig und die Raffinerie befindet sich auf dem JLT-Campus. Emirates stellt eine breite Palette von gegossenen und geprägten Goldbarren sowie eine Reihe von Silberbarren her.
- **Al Etihad Gold DMCC**, ebenfalls im DMCC-Bezirk gelegen; Al Etihad Gold wurde 2009 gegründet und verfügt über eine der höchsten Raffineriekapazitäten für Edelmetalle in den VAE. Das Unternehmen produziert eine Reihe von Goldbarren, von 1-Kilobarren über Zehn-Tolla-Barren bis hin zu 100-Gramm-Barren.
- **SAM Precious Metals** befindet sich im Bezirk *Dubai Production City*, etwa 15 km vom DMCC-Campus entfernt. SAM wurde 2018 von einem Team unter der Leitung von Sami Abu Ahmad gegründet, der zuvor General Manager von Al Etihad Gold war. SAM stellt eine breite Palette von gegossenen und geprägten Gold- und Silberbarren her und betreibt außerdem eine Edelmetallraffinerie in Kairo, Ägypten.
- **MTM&O Gold Refinery DMCC** hat ihren Sitz im DMCC in Dubai und ist Teil der Kaloti-Gruppe; historisch gesehen war Kaloti eine der ersten Goldraffinerien in den VAE. Sie wurde von **Munir Al-Kaloti** gegründet und befand sich im Emirat Sharjah, bevor die Raffinerie nach Dubai verlegt wurde. MTM&O ist den vier Mitbegründern Munir Kaloti, Tarek Medakka, Monzer Medakka und Osama Kaloti benannt und **behauptet von sich**, mit einer Produktionskapazität von bis zu 1.400 Tonnen Gold und 600 Tonnen Silber pro Jahr eine der größten Raffinerien weltweit zu sein.
- **Gulf Gold Refinery** befindet sich im Emirat Sharjah innerhalb der *Sharjah Airport Free Zone (SAIF)*. Sie wurde 2012 gegründet und stellt unterschiedliche Goldbarren her.
- **International Precious Metal Refiners (IPMR)**, eine Gold- und Silberraffinerie in der Khalifa Industrial Zone (KIZAD) in Abu Dhabi mit einer Niederlassung in der Freihandelszone des Flughafens Sharjah.
- **Fujairah Gold**, eine in der *Fujairah Free Zone* im Emirat Fujairah angesiedelte Edelmetallraffinerie, die dem Rohstoffunternehmen *Vedanta Resources* gehört. Sie produziert eine Reihe von gegossenen und geprägten Goldbarren, von 1-Kilobarren bis hin zu Zehn-Tolla- und 100-Gramm-Barren, sowie Silberbarren.

Edelmetalltresore und Sicherheitstransporte

Als weltweit größte Drehscheibe für den physischen Goldhandel und -transport ist es nicht verwunderlich, dass Dubai auch über zahlreiche Edelmetalltresore und über Sicherheitslogistikunternehmen verfügt, darunter Brinks, Transguard, Loomis und Ferrari.

- **Brinks Global Services UAE**: Auf dem DMCC-Campus in JLT besitzt DMCC den **größten nichtstaatlichen Tresor im Nahen Osten**, der sich im Untergeschoss des Almas-Turms befindet und 2009 eröffnet wurde. Dieser Tresor ist zwar Eigentum des DMCC, wird aber von Brinks betrieben. Brinks betreibt Tresore im Dubai Gold Souk und in der Dubai Airport Free Zone.
- **Transguard**, eines der größten Sicherheitsunternehmen im Nahen Osten und ein Teil der Emirates Group, bietet Tresorräume am Flughafen Dubai, im Dubai Gold Souk, im DMCC und am Dubai International Airport an. Das Wertfrachtterminal des Flughafens Dubai wird von Transguard betrieben, und Transguard ist das einzige Unternehmen, das befugt ist, wertvolle Fracht zu und von Flugzeugen und den Tresoren des Flughafenterminals zu eskortieren.
- **Loomis International** betreibt einen Tresorraum in der Dubai Airport Free Zone.
- **Ferrari Logistics** betreibt einen sicheren Tresor im DMCC und ist in der Freihandelszone des Dubai Airport Free Zone vertreten.

Goldhandelsunternehmen und Banken

In den VAE, insbesondere in Dubai, ist eine erstaunlich große Zahl von Unternehmen im Goldhandel tätig. **Einem Bericht** des *Dubai Department of Economic Development* (DED) aus dem Jahr 2019 zufolge waren 4.086 Unternehmen im Goldsektor Dubais tätig, von denen 2.498 eine Lizenz für „Schmuck und Juwelen aus Gold und Silber“ und 1.184 eine Lizenz für den „Handel mit Gold und Edelmetallen“ hatten.

Insgesamt umfasst die Goldhandelsbranche Unternehmen, die Gold zum Raffinieren in Dubai beschaffen – von Minenunternehmen, z. B. in Afrika, und von Goldschrott-Aggregatoren in den VAE und im Ausland –, Unternehmen, die raffinierte Goldbarren aus Märkten wie der Schweiz und Istanbul verschiffen, sowie Unternehmen, die Gold aus den VAE in andere Märkte in der ganzen Welt exportieren.

Von den vielen in der Goldhandelsbranche tätigen Unternehmen, die auf dem Goldmarkt in Dubai tätig sind, sind als wichtigste zu nennen:

- Goldraffinerien in Dubai: SAM Precious Metals, Al Etihad Gold DMCC, Emirates Gold DMCC und MTM&O Gold Refinery DMCC (Kaloti-Gruppe)
- In den VAE ansässige Mitglieder der London Bullion Market Association (LBMA): **Peekay Intermark DMCC**, **Vintage Bullion DMCC**, **Gold Standard DMCC**, **Ashoka Global.ae DMCC**
- Große regionale Schmuckunternehmen: Malabar Gold and Diamonds, Joyalukkas und Damas
- DMCC-Unternehmen, die berechtigt sind, Gold aus den VAE nach Indien einzuführen: **AgaOne Commodities DMCC**, **DSV Trading DMCC**, **Kairos International DMCC**, **IGR Metals Trading DMCC**, **Aurum International DMCC**, **Mazyood Jewellery DMCC**, **Al Bogari DMCC** und **Krishi International DMCC** sind nur einige davon.
- Sonstige: **MAH Gold and Jewellery**, **Swiss Gold DMCC**, **Met Gold DMCC**.

Neben dem Goldsektor in Dubai verfügen die VAE auch über einen großen Bankensektor mit inländischen und internationalen Banken, darunter inländische Banken, die im Goldsektor tätig sind, wie die Rakbank, die Emirates NDB und die National Bank of Fujairah, sowie viele führende internationale Banken wie Standard Chartered, ICBC, HSBC und Citi.

Konsumenten-Goldnachfrage in den VAE

The UAE is a pivotal market for the gold industry, acting as a major hub for trade, investment, and innovation. Through our presence in the Middle East and our collaborative initiatives with key stakeholders such as the DMCC, we aim to enhance the gold market's integrity, transparency, and efficiency.

Andrew Naylor, WGC

Auf Grundlage der Daten des World Gold Councils (WGC) verzeichnete der Nahe Osten im Jahr 2023 eine Gesamtnachfrage nach Konsumenten-/Einzelhandelsgold in Höhe von 285 Tonnen, wovon 171 t auf die Nachfrage nach Goldschmuck und 114 t auf die Nachfrage nach Goldbarren und -münzen entfielen. Die Länder mit der höchsten Nachfrage nach Goldschmuck waren die VAE mit 40 t, Saudi-Arabien mit 38 t sowie der Iran und Ägypten mit jeweils 27 t. In der Kategorie Goldbarren und -münzen gab das WGC an, dass der Iran im Jahr 2023 eine Nachfrage nach Goldbarren und -münzen von 44 t verzeichnete, gefolgt von Ägypten mit 30 t, Saudi-Arabien mit 14 t und den VAE mit 11 t.

Es ist zwar unklar, wie das WGC und *Metals Focus* diese Daten berechnen, doch scheinen diese Zahlen zur Goldbarren- und Münznachfrage der Konsumenten in den Vereinigten Arabischen Emiraten angesichts der enormen Größe des Einzelhandelsmarktes für Gold in Dubai eher gering. Beobachter des Goldsektors in Dubai geben an, dass die Zahlen für die Einzelhandelsnachfrage nach Goldbarren und -münzen aufgrund von Untererfassung dreimal höher sein könnten als die WGC-Daten.

Scharia-konformes Gold

Da es sich um eine überwiegend islamische Region handelt, ist es für viele Menschen im Nahen Osten wichtig, dass Investitionen und Transaktionen in Gold im Rahmen des islamischen Finanzwesens zulässig sind und dass Finanzprodukte, -dienstleistungen und -transaktionen Scharia-konform sind. In Bezug auf Finanzprodukte und -transaktionen würde Scharia-Konformität beispielsweise bedeuten, dass diese Produkte und Transaktionen unverzinst sind, keine Spekulationen zulassen, durch Sachwerte unterlegt sind und ethisch und sozial verantwortlich sind.

In jüngster Zeit hat eine Reihe von Scharia-Bestimmungen für mehr Sicherheit bei der Investition in und dem Handel mit Gold im Rahmen des islamischen Finanzwesens gesorgt. Dazu gehört ein 2016 von der in Bahrain ansässigen *Accounting and Auditing Organization of Islamic Finance Institutions* (AAOIFI) in Zusammenarbeit mit dem WGC herausgegebener Scharia-Standard, der laut WGC die Entwicklung von Goldanlagekonten, physischen Gold-ETFs, Spotkontrakten und regelmäßigen Goldsparplänen ermöglicht.

2018 wurde **der weltweit erste Scharia-konforme Spot-Goldkontrakt** an der DGCX lanciert, der von der islamischen Finanzberatung *Amanie Advisors* zertifiziert wurde und der dem von der AAOIFI herausgegebenen Standard entspricht. Da Dubai den Status eines globalen Finanzzentrums anstrebt und gleichzeitig Investoren aus dem Nahen Osten ansprechen möchte, dürfte die Möglichkeit, Scharia-konforme Goldprodukte und -dienstleistungen anzubieten, dazu beitragen, Dubais Position im islamischen Finanzsegment des Marktes zu stärken.

Staatliche Goldpolitik in den VAE

The federal gold policy will enhance the UAE's position as a leading hub in the global gold and precious metal trading landscape, in addition to maximizing the sector's contribution to increasing the non-oil GDP and driving the national economic growth.
Abdulla Bin Touq, Minister für Wirtschaft der VAE

In den letzten Jahren haben die VAE die Infrastruktur und das regulatorische Umfeld des Goldhandels durch eine vom Wirtschaftsministerium der VAE verwaltete staatliche Goldpolitik (engl. *UAE Federal Gold Policy*) aktiv gestärkt.

Diese staatliche Goldpolitik zielt darauf ab, den Beitrag des Goldsektors zum Wirtschaftswachstum weiter zu erhöhen, indem das Volumen der Gold- und Schmuckexporte der VAE gesteigert wird. **Im Rahmen dieser staatlichen Goldpolitik wurde Ende 2021 ein neuer internationaler Goldstandard mit der Bezeichnung *UAE Good Delivery (UAEGD)* eingeführt.**

Ähnlich wie der *Londoner Good-Delivery-Standard* der LBMA ist der *UAE-Good-Delivery-Standard* für Gold und Silber ein qualitativer und technischer Rahmen, der die technische Kompetenz der Edelmetallraffinerien bei der Herstellung von Standardspezifikationen für handelbare Edelmetallbarren mit guter Lieferfähigkeit fördert. Wie der LBMA-Good-Delivery-Standard beruht auch der UAEGD-Standard auf der Akkreditierung von Good-Delivery-Raffinerien, die der UAEGD als *akkreditierte Mitglieder* bezeichnet.

Der UAE-Good-Delivery-Standard wird vom *Emirates Gold Bullion Committee* des Wirtschaftsministeriums verwaltet, dessen Vorsitzender der Staatsminister für Außenhandel, Thani Al Zeyoudi, ist. Laut Al Zeyoudi wird der UAE-Good-Delivery-Standard durch die Stärkung der Unternehmensführung und Regulierung des VAE-Goldsektors die Position der VAE als globales Schmuckhandels- und Goldbarrenzentrum festigen und den internationalen Märkten mehr Vertrauen in UAE-Good-Delivery-Barrenprodukte geben, wodurch der VAE-Goldsektor wettbewerbsfähiger wird.

Der UAE-Good-Delivery-Standard legt zum einen **Produktspezifikationen** für 1-kg-Goldbarren mit einem Feingehalt von 99,5% oder 99,99% und 400-oz-Goldbarren mit einem Feingehalt von 99,5% oder mehr fest, zum anderen definiert er Standards für 100-g-Goldbarren mit einem Feingehalt von 99,5%, 99,9% oder 99,99%, für 1-kg-Silberbarren und für 900-oz-Silberbarren sowie Spezifikationen für Gold- und Silberkorn.

Derzeit sind fünf Edelmetallraffinerien auf der *Active UAE Good Delivery List for Gold* aufgeführt, von denen zwei in Dubai ansässig sind, nämlich Al Etihad und SAM Precious Metals. Die anderen drei aktiven Raffineriemitglieder sind Valcambi

aus der Schweiz, die türkische Raffinerie Ahlatci und die Perth Mint aus Australien.

Parallel zum Good-Delivery-Standard der VAE hat das Wirtschaftsministerium der VAE **risikobasierte Sorgfaltspflichten** für die verantwortungsvolle Beschaffung von Gold eingeführt. Diese Vorschriften zielen darauf ab, Risiken bei der Einfuhr von Gold aus Konflikt- und anderen Hochrisikogebieten zu erkennen und zu minimieren. Sie basieren auf den OECD/FATF-Richtlinien zur Sorgfaltspflicht für verantwortungsvolle Lieferketten von Mineralien und sind für alle in den VAE tätigen Goldraffinerien und nicht nur für die vom UAEGD akkreditierten Raffinerien verbindlich.

In Zusammenarbeit mit dem WGC, dem *UAE Bullion Market Committee* und den Banken in den VAE steht DMCC auch an der Spitze einer neuen Initiative, die sich der Einführung verantwortungsvoller Unternehmenspraktiken entlang der gesamten Lieferkette von Gold verschrieben hat. An dieser Initiative sollen sich auch alle anderen Unternehmen des Goldsektors in den VAE beteiligen.

In Anbetracht der geographischen Lage der VAE und der enormen Goldhandelsströme aus den umliegenden Regionen in die VAE sollen diese Vorschriften zur Sorgfaltspflicht in der Goldlieferkette nach Angaben des Wirtschaftsministeriums der VAE internationale Best-Practice-Standards für die Regulierung des Goldhandels in den VAE gewährleisten, um das Image und die Position der VAE als globales Goldzentrum zu stärken.

So zielt auch **ein neues, bahnbrechendes Projekt des DMCC und des WGC** darauf ab, Empfehlungen sowohl für die Art des Goldes als auch die Höchstgrenzen, die für die Mitnahme von Gold per Hand nach Dubai gelten, zu erarbeiten, um einige der Bedenken auszuräumen, die bei der Einfuhr von Gold aus einigen afrikanischen Ländern bestehen.

Goldimporte und -exporte der VAE

The UAE has established itself as a critical link to every gold market in the world.

**Thani bin Ahmed Al Zeyoudi,
Handelsminister der VAE**

Nach Angaben des DMCC werden jedes Jahr zwischen 20 und 30% des weltweit gehandelten Goldes über Dubai abgewickelt, womit Dubai neben der Schweiz und London zu den drei wichtigsten Goldhandelsplätzen der Welt gehört. Als einer der größten Goldtransitknotenpunkte der Welt sind die VAE daher auch einer der größten Goldimporteure und -exporteure der Welt, wobei der Großteil des in die VAE eingeführten Goldes weiterverarbeitet und raffiniert wird, bevor es in andere Länder re-exportiert wird.

Der Aufstieg der VAE/Dubai zu einem der größten Goldimporteure und -exporteure der Welt vollzog sich mit erstaunlicher Geschwindigkeit.

Einem Bericht der Carnegie Endowment for International Peace aus dem Jahr 2020 zufolge waren die VAE noch im Jahr 1996 nicht einmal unter den hundert größten Goldimporteuren der Welt zu finden. Zwei Jahrzehnte später rangierten die VAE unter den Top-4, noch vor Hongkong und den USA. Diese vier wichtigsten

Goldimportländer waren 2018 die Schweiz, China, Indien und eben die Vereinigten Arabischen Emirate.

Nach Angaben des DMCC entfallen inzwischen 25% des weltweiten Handels mit physischem Gold auf Dubai. Der Großteil des Handels wird dabei über das DMCC abgewickelt. Ebenso gab der Wirtschaftsminister der VAE im Jahr 2020 bekannt, dass die VAE für 11% der globalen Goldexporte verantwortlich zeichnen.

Nach Angaben des *Observatory of Economic Complexity* (OEC) war Gold im Jahr 2022 die größte Importkategorie der VAE und die drittgrößte Exportkategorie hinter Rohöl und raffiniertem Erdöl. Damit waren die VAE laut OEC im Jahr 2022 der drittgrößte Goldexporteur der Welt, nur hinter der Schweiz und den USA und knapp vor dem Vereinigten Königreich. Gleichzeitig waren die VAE im Jahr 2022 der weltweit drittgrößte Goldimporteur, nur hinter der Schweiz und China, aber vor dem Vereinigten Königreich und Indien.

Im Jahr 2022 waren die fünf größten Zielländer für Goldexporte aus den VAE die Schweiz (25,3%), Hongkong (18,1%), die Türkei (10,4%), Indien (9,8%) und Kuwait (8,0%). Auf diese fünf Länder zusammen entfielen im Jahr 2022 mehr als 70% der Goldexporte der VAE. Dies macht die VAE zu einem Vertriebszentrum für alle anderen GCC-Goldmärkte, insbesondere für Kuwait und Saudi-Arabien, aber auch für Bahrain, Katar und Oman, wobei der Goldmarkt in Dubai die anderen fünf GCC-Mitgliedsmärkte mit Goldschmuck und Goldbarren versorgt.

VAE-Goldexporte nach Ländern, in Mrd. USD, 2022



Quelle: UN, Incrementum AG

Was die Goldimporte betrifft, so importieren die VAE Gold aus über 100 Ländern weltweit. Die wichtigsten Herkunftsländer im Jahr 2022 waren Mali (9,7%), Russland (9,4%), Ghana (8,3%), das Vereinigte Königreich (7,9%) und Simbabwe (7,8%).

VAE-Goldimporte nach Ländern, in Mrd. USD, 2022



Quelle: UN, Incrementum AG

2022, also in jüngster Zeit, wurde Russland als direkte Folge der G7-Sanktionen zum größten Goldlieferanten der VAE. Laut Bloomberg, das sich auf Daten von UN Comtrade stützt, haben im Jahr 2022 die VAE 96,4 Tonnen Gold aus Russland importiert. Im Jahr 2021 machten die Einfuhren aus Russland nur 0,2% der Einfuhren der VAE aus. Diese russischen Goldströme in die VAE waren jedoch nur von kurzer Dauer, da die Kontrollen in den VAE verschärft wurden, was dazu führte, dass russische Goldexporte im Laufe des Jahres 2023 immer mehr nach Hongkong umgeleitet wurden. Laut Bloomberg wurde Hongkong im Jahr 2023 mit einem Import von 68 Tonnen zum wichtigsten Ziel für russisches Gold.

Insgesamt sind die VAE das führende Ziel für afrikanisches Gold. Einer der Gründe dafür ist, dass die VAE starke Handelsbeziehungen und zahlreiche Handelsabkommen mit afrikanischen Ländern entwickelt haben. Zu den wichtigsten afrikanischen Handelspartnern der VAE gehören Kenia, Nigeria, Südafrika, Tansania, Angola und Äthiopien. 2020 zählten die VAE zu den wichtigsten Importeuren von Waren und Gütern aus zehn afrikanischen Ländern.

Speziell im Goldsektor arbeiten Dubai und das DMCC aktiv mit afrikanischen Bergbauländern und deren Regierungen zusammen, um diese Länder zu ermutigen, ihr Gold über Dubai auf den Markt zu bringen. So veranstaltet das DMCC beispielsweise das *Africa Dubai Precious Metals Forum* (ADPMF), das 2015, 2016 und 2022 in Ghana stattfand. Ghana ist ein wichtiges Goldhandelszentrum für die *Wirtschaftsgemeinschaft der westafrikanischen Staaten* (ECOWAS). Ziel des ADPMF ist es nach eigenen Angaben, engere Beziehungen zwischen Regierungen, Minenbetreibern und Händlern auf dem afrikanischen Kontinent und Interessenvertretern der Branche in Dubai zu etablieren.

In der Praxis sind indische Goldhändler, die eine wichtige Rolle im weltweiten Goldhandel spielen und von denen einige in Dubai ansässig sind, ständig damit beschäftigt, Gold aus Afrika für die VAE zu beschaffen. Diese indischen Händler unterhalten etablierte Netzwerke mit Goldproduzenten und -händlern in

afrikanischen Ländern und sind an der Logistik für die Einfuhr von Gold aus Afrika nach Dubai beteiligt.

Umfassendes Wirtschaftspartnerschafts- abkommen zwischen den VAE und Indien (CEPA)

This decision by the Indian government means that everyone gets an equal opportunity to bid for the annual gold import quota from the UAE. It will definitely create higher demand for UAE gold at a lower import duty.

**Shamlal Ahamed von
Malabar Gold & Diamond**

With over 3,700 Indian businesses in our free zone, DMCC has been fundamental in facilitating bilateral trade and investment between the UAE and India. Opening a representative office in Mumbai is the next pivotal step in this relationship's evolution, demonstrating our deep commitment to business in India and across the subcontinent.

**Ahmed Bin Sulayem,
Executive Chairman and
CEO, DMCC**

Das Inkrafttreten eines *umfassenden Wirtschaftspartnerschaftsabkommens* (engl. *Comprehensive Economic Partnership Agreement, CEPA*) zwischen den VAE und Indien im Mai 2022 hat sich ebenfalls positiv auf den Goldmarkt der VAE ausgewirkt. Dieses bilaterale Abkommen zwischen den VAE und Indien ist ein weitreichendes Freihandels- und Zollsenkungsabkommen, das auch den Goldsektor umfasst. **Den Einfuhrzoll von 5%** auf indischen Goldschmuck heben die VAE vollständig auf, während Indien im Gegenzug den Einfuhrzoll auf Gold, das aus den VAE nach Indien eingeführt wird, um 1% reduziert.

Die VAE sind der drittgrößte Handelspartner Indiens, wobei Gold, Goldschmuck und Edelsteine nach Erdöl die am zweithäufigsten zwischen Indien und den VAE gehandelten Waren sind. Indien hat mit 15% einen der höchsten Goldeinfuhrzölle der Welt, der nun um 1% auf 14% reduziert wurde. Für Goldimporte aus den VAE nach Indien wurde diese Ermäßigung von 1% auf die Einfuhrzölle im Jahr 2022 schrittweise eingeführt, beginnend mit 120 Tonnen Goldimporten im ersten Jahr. Diese Quote wird anschließend fünf Jahre lang um je 20 t pro Jahr bis auf 200 t im Jahr 2026 erhöht. Beim im Rahmen der CEPA zugelassenen Gold handelt es sich um **zertifizierte Good-Delivery-Goldbarren aus den VAE bzw. in verschiedenen Stückelungen**.

Da Indien der zweitgrößte Goldimporteure der Welt ist – offiziell importiert es **etwa 800 t Gold pro Jahr**, bedeutet dies, dass die VAE nun garantiert 25% dieser indischen Goldimporte liefern werden und die VAE als Quelle für Indiens unstillbaren Appetit auf Gold ebenso wichtig werden wie die Schweiz. Dies wiederum wird der Gold-Infrastruktur von Dubai in den Bereichen Goldbeschaffung, Goldhandel, Logistik und Raffination garantierte Aktivität und Wachstum beschere. **Das erste Exportgeschäft** von VAE-Gold nach Indien im Rahmen der CEPA wurde im Dezember 2022 abgewickelt, als 100 kg Gold aus der Raffinerie Emirates Gold an IIBX geliefert wurden.

Wenn man bedenkt, dass die Goldimportkontingente im Rahmen des CEPA sowohl 2022 als auch 2023 mit 120 bzw. 140 t Gold vollständig ausgeschöpft wurden, war dieses CEPA bisher ein Erfolg für beide Länder. Das DMCC hält den indischen Markt sogar für so wichtig, dass sie im Mai 2023 die Eröffnung einer DMCC-Repräsentanz in Mumbai ankündigte, **um die Beziehungen zwischen den VAE und Indien zu fördern**.

Die VAE als Teil der BRICS+

Das wirtschaftliche Wachstumspotenzial der VAE wurde auch durch die Aufnahme in die BRICS Anfang 2024 gestärkt. Der südafrikanische Außenminister erklärte, dass **weitere 34 Länder** gegenüber dem BRICS-Vorsitzland Russland ihr Interesse an einem künftigen Beitritt bekundet haben.

Mit einer Gesamtbevölkerung von 3,6 Mrd. Menschen, d. h. 45% der Weltbevölkerung, und einem gemeinsamen BIP von 26 Bill. USD ist diese erweiterte BRICS-Gruppe nun auch eine Größe im globalen Goldsektor.

BRICS+ Bevölkerung und Goldbestände, in Tonnen

Land	Bevölkerung (2022)	Goldbestände (2023)
Brasilien	215,3 Mio.	129,7
Russland	144,2 Mio.	2.332,7
Indien	1,42 Mrd.	803,6
China	1,41 Mrd.	2.235,4
Südafrika	59,9 Mio.	125,4
Äthiopien	123,4 Mio.	n/a
Ägypten	111,0 Mio.	126,0
Iran	88,6 Mio.	n/a
Saudi-Arabien	36,4 Mio.	323,1
VAE	9,4 Mio.	73,6

Quelle: Weltbank, World Gold Council, Incrementum AG

*Der World Gold Council veröffentlicht keine Daten über die Goldreserven Äthiopiens

**Iran hält Goldreserven, legt diese aber nicht offen

BRICS+ und Gold

Die Mitgliedschaft in den BRICS+ bietet den VAE/Dubai nun eine echte Chance, ihre Position auf dem globalen physischen Goldmarkt zu stärken, indem sie die Goldhandelsströme mit anderen BRICS+-Mitgliedern erhöhen und die VAE de facto zum Goldhandels- und Transitzentrum für die BRICS+ machen.

Aus Sicht der anderen BRICS+-Mitglieder ergeben sich ebenfalls Synergien, da auch sie von einem bevorzugten Zugang zu einer kostengünstigen und zugänglichen Golddrehscheibe an den Knotenpunkten der Welt profitieren würden.

Alle fünf BRICS+-Gründungsmitglieder sind führend auf dem globalen Goldmarkt. China ist der größte Goldproduzent der Welt, Russland steht an zweiter Stelle, Südafrika liegt unter den ersten zehn und Brasilien unter den ersten fünfzehn. Indien ist der weltweit größte Nettoimporteur von Gold, China liegt an zweiter Stelle. China und Indien sind auch hinsichtlich der Konsumentennachfrage die beiden größten Absatzmärkte der Welt. Da Saudi-Arabien auf dem Weg ist, ein wichtiges Goldförderland zu werden, könnten die VAE sofort davon profitieren, indem sie Goldraffinationsgeschäfte für die saudische Goldproduktion aushandeln.

Angesichts der in jeder Hinsicht großen Ambitionen könnte den VAE in Saudi-Arabien aber auch ein ernsthafter Konkurrent erwachsen, zumindest langfristig.

Die VAE importieren bereits in erheblichem Umfang Gold aus Südafrika, etwas Gold aus Brasilien und gelegentlich Gold aus Russland, aber diese Ströme, z. B. aus Brasilien und den übrigen Ländern des Mercosur in den USA, könnten unter der Schirmherrschaft der BRICS ausgeweitet und formalisiert werden. Die VAE sind zwar ein bedeutender Goldexporteur nach Indien und nach Hongkong, doch die Mitgliedschaft in den BRICS sollte den VAE das Potenzial bieten, den Marktzugang nach China zu erweitern und mehr Gold direkt nach China zu exportieren, indem die Logistik- und Lieferketten des Emirats in die chinesische *Belt and Road Initiative* (BRI) integriert werden.

Interessant ist, dass die VAE – sowie vier weitere GCC-Länder – bereits *Dialogpartner* in der von China geführten *Shanghai Organisation für Zusammenarbeit* (SOZ) sind, deren Mitglieder die vier BRICS-Staaten China, Indien, Russland und Iran sowie Pakistan, Kasachstan, Kirgisistan, Tadschikistan und Usbekistan sind.

Goldpreisgestaltung und -handel

Als führende Drehscheibe für den außerbörslichen physischen Goldhandel (OTC) mit einer Goldderivat- und Spotbörse (DGCX) bietet die BRICS-Mitgliedschaft den VAE nun neue Möglichkeiten zur Zusammenarbeit mit China, Russland und Indien beim physischen Goldhandel und bei der Goldpreisermittlung.

China betreibt sowohl die größte physische Goldbörse der Welt, die *Shanghai Gold Exchange* (SGE), als auch den Handel mit Gold-Futures-Kontrakten an der *Shanghai Futures Exchange* (SHFE). Indien hat die kürzlich eingerichtete *India International Bullion Exchange* (IIBX). Und Russland plant über die Eurasische Wirtschaftsunion (EAEU) einen neuen Preisbildungsmechanismus für Spot-Gold mit der Bezeichnung *Moscow World Standard* (MWS) und eine neue *Moskauer Internationale Edelmetallbörse*.

Als Kollektiv ist die BRICS+-Gruppe nun wirtschaftlich und geopolitisch mächtig genug, um ihren eigenen Goldpreis auf der Grundlage des physischen Goldmarktes zu bestimmen und goldbezogene Richtlinien und Vorschriften zu formulieren, die in ihrem eigenen Interesse und nicht unbedingt im Interesse der LBMA in London liegen.

Monetäres Gold

Am wichtigsten ist vielleicht, dass die Erweiterung der BRICS signalisiert, dass physisches Gold in Zukunft eine Rolle in einem neuen multilateralen Währungs- und Handelssystem spielen wird, um zu versuchen, vom US-Dollar als Reservewährung unabhängiger zu werden.

Aus diesem Grund erhöhen die meisten BRICS+-Mitgliedsländer ihre Goldreserven. Die BRICS+-Länder verfügen jedoch nicht über ein zentrales System für die Beschaffung oder Abwicklung ihrer Goldbestände, es sei denn, sie

entscheiden sich für die traditionellen Standorte bei der Bank of England, der BIZ und der Banque de France, die alle für die BRICS+-Länder ein Sanktionsrisiko darstellen.

Würden sich die VAE als Markt und Drehscheibe für die Beschaffung von Zentralbankgold für die BRICS+-Mitglieder positionieren, wäre dies ein Gewinn für alle Beteiligten, denn sie würden unabhängig von der Überwachung und Kontrolle durch westliche Zentralbanken sein.

Die offiziellen Goldreserven der neun BRICS+-Länder plus Saudi-Arabiens belaufen sich zusammen auf beachtliche 6.150 Tonnen, doch die tatsächliche Zahl ist vermutlich deutlich höher. Dies liegt daran, dass die Zentralbanken verschiedener BRICS+-Länder, wie die PBoC, aber auch die *Saudi Arabian Monetary Authority*, ihre Goldbestände vermutlich zu niedrig angeben, während die iranische Zentralbank ihre Goldbestände überhaupt nicht offenlegt.

Fazit

We are so used to looking at America and China that we sometimes dare to forget the rest of the world.

Louis-Vincent Gave

Die Vereinigten Arabischen Emirate sind durch „die Stadt des Goldes“ Dubai, heute eines der Epizentren des globalen Goldmarktes. Der rasche Aufstieg Dubais zu einem bedeutenden Akteur in der Welt des Goldes ist beeindruckend. Von der Größe des Dubai Gold Souks bis hin zur schier großen Größe der DMCC-Freihandelszone mit ihrer Vielzahl von Goldhandelsunternehmen, Goldraffinerien und der DGCX – Dubais Gold-Infrastruktur hat viel zu bieten.

All dies wird durch riesige Goldströme angetrieben, die aus goldproduzierenden Ländern kommen und in goldnachfragende Länder fließen. In gewisser Weise ist der Goldmarkt in Dubai wie ein Orchester, in dem die Musiker die Goldraffinerien, Goldhändler, Tresorräume und Sicherheitsunternehmen sind und die Regierungen der VAE und Dubais den Taktstock schwingen.

Die Regierung der VAE spielt nun auch eine Rolle bei der Förderung einer verantwortungsvollen Goldproduktion und der Stärkung internationaler Kooperationen für den Goldmarkt in Dubai durch Handelsabkommen wie das CEPA zwischen den VAE und Indien sowie durch das enorme Potenzial der VAE als Mitglied der BRICS+, wo sie nun Einfluss auf die internationale Golddynamik nehmen können.

The spirit of Dubai is about dreams, vision, innovation, and achievement.

Ahmed Bin Sulayem

Da **Saudi-Arabien bedeutende Goldfunde** gemacht hat und nun plant, ein globales Goldminen-Machtzentrum zu werden, indem es den Mineraliensektor zur dritten Säule der saudischen Wirtschaft macht, fügt dies auch eine faszinierende goldene Perspektive hinzu, die noch weitere Goldströme in die VAE von einem ihrer nächsten Nachbarn liefern könnte.

Die Bedeutung Dubais als Goldhandelszentrum wurde auch vom World Gold Council bestätigt, das **vor kurzem ein neues Büro in Dubais DMCC** als regionalen Hauptsitz für den Nahen Osten eröffnet hat. Diese Eröffnung ist eine weitere

Bestätigung dafür, dass Dubai und die Vereinigten Arabischen Emirate heute ein bedeutender und einflussreicher Akteur auf dem globalen Goldmarkt sind, falls es überhaupt je eines Beweises bedurfte.

Die wichtigste Erkenntnis in Bezug auf Dubai, die Stadt des Goldes, lautet daher: Die Augen sollten auf Dubai gerichtet bleiben, wenn sich das nächste Kapitel von Dubais goldener Zukunft entfaltet.

DMCC

SHAPE THE FUTURE OF GLOBAL TRADE WITH DMCC

Join over **24,000** companies at DMCC in Dubai, the ultimate hub for global business. Connect with leading precious metal dealers, refiners, and jewellery wholesalers in a vibrant marketplace!



100% business ownership,
0% personal income tax



Wide range of
insurance options



Secure your family legacy
with DMCC's Single
Family Office (SFO)



Thriving ecosystem
for gold traders in
Dubai & beyond



Gain exclusive access to our
cutting-edge underground
vault for safeguarding
precious metals and valuables



Utilise DMCC's Tradeflow
platform to maximise the
value of your physical
precious metals

SET UP YOUR BUSINESS IN DUBAI TODAY!

Learn more:



**MADE
FOR
TRADE**

Die ökonomische Lage Chinas und ihre Folgen für die Goldnachfrage

„The Chinese nation is the most patient in the world; it thinks of centuries as other nations think of decades. It is essentially indestructible, and can afford to wait. ... If China can avoid being goaded into war, her oppressors may wear themselves out in the end.“

Bertrand Russell

- Die Immobilienkrise im Reich der Mitte ist nach wie vor ungelöst.
- Die sinkende Nachfrage, die Abwanderung der Industrie, die Entkoppelung von den westlichen Volkswirtschaften und die demographische Perspektive stellen weitere Belastungsfaktoren für die chinesische Wirtschaft dar.
- Eine Ähnlichkeit zu Japan ab 1990 besteht jedoch allenfalls nur auf den ersten Blick.
- Aufgrund der relativ geringen Löhne und der niedrigen wirtschaftlichen Effizienz existiert im chinesischen Hinterland nach wie vor ein enorm großes Entwicklungspotenzial.
- Die chinesische Goldnachfrage privater Haushalte war trotz des wirtschaftlich schwachen Jahres 2023 robust, entsprechend positiv ist der Ausblick für 2024.

Erstmals seit der Weltfinanzkrise 2008/2009 ist China mit einer wirklich schweren Krise konfrontiert. Die Corona-Maßnahmen, die in China nahezu doppelt so lange andauerten wie im Rest der Welt, waren ebenso planlos wie schädlich. Ihre lange Dauer führte auch dazu, dass die danach einsetzende Erholung deutlich schwächer ausfiel als erwartet. Erschwerend kam hinzu, dass zeitgleich die seit Jahren schwelende Immobilienkrise wieder aufflammte, nicht zuletzt befeuert durch die steigenden US-Zinsen, was die Refinanzierung der auf US-Dollar lautenden Auslandsverschuldung der Immobilienentwickler plötzlich deutlich erschwerte.

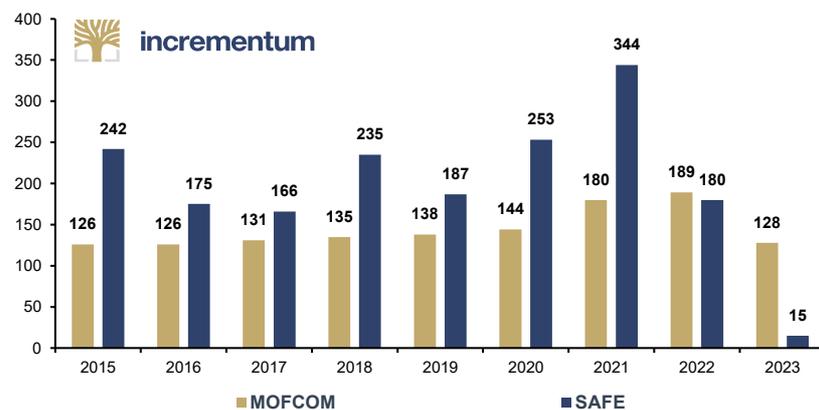
The collapse is fundamentally due to the unstable position; the instantaneous cause of the crash is secondary.

Didier Sornette

Bisheriger Höhepunkt im chinesischen Immobiliendrama war die Anordnung eines Hongkonger Gerichts, den zweitgrößten Entwickler des Landes, Evergrande, zu liquidieren. Und als ob das alles nicht genug wäre, gesellen sich weitere Probleme wie die markante Alterung der chinesischen Gesellschaft, die zunehmende Entkoppelung vom Westen und damit einhergehend die teilweise Abwanderung der Industrie in Richtung Südostasien dazu.

Die Zinsanhebungen im Westen wirken als Investitionsbremse in China. Wozu riskante Auslandsinvestments in einem aus westlicher Sicht immer weniger rechtsstaatlich agierenden Land tätigen, wenn man im größten, liquiden und sichersten Markt der Welt ohne Aufwand und Risiko 5% verdienen kann? Die Antwort auf diese Frage spiegelt sich deutlich in den ausländischen Direktinvestments in China wider. Im Jahr 2021 lagen diese noch bei deutlich über 300 Mrd. USD, im Vorjahr sind sie auf 33 Mrd. USD kollabiert – ein Rückgang um fast 90%.

FDI-Investments in China, in Mrd. USD, 2015–2023



Quelle: Handelsministerium China (MOFCOM), Staatliches chinesisches Devisenamt (SAFE), Incrementum AG

Die Jugendarbeitslosigkeit wirkt auf viele gut ausgebildete und motivierte Millennials desillusionierend. Lohnkürzungen sind sogar bei Beamten üblich geworden. Entsprechend wächst die Unzufriedenheit: Die Non-Profit-Organisation China Labour Bulletin registrierte **im Jahr 2023 mit 1.794 Streiks** mehr als doppelt so viele gegenüber dem Vorjahr mit 831. Auch hierin mag ein Grund zu suchen sein, weshalb Unternehmen erstmals seit den 1970er-Jahren wieder **Werksmilizen aufzustellen** beginnen.

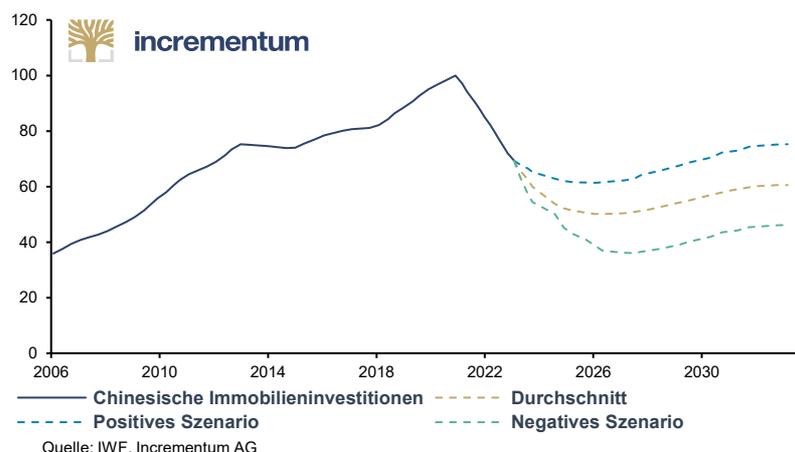
The greatest danger in times of turbulence is not the turbulence. It is to act with yesterday's logic.
Peter Drucker

Entsprechend düster ist das Bild und völlig unabhängig von den vorgeblich 5% Wachstum im Jahr 2023, die die CCP verkündete: Nahezu jeder Unternehmer und Geschäftsmann, mit dem man spricht, zeichnet ein wenig optimistisches Bild der Lage. Kurzum: Um die Wirtschaft steht es schlecht.

Nicht wenige Auguren sehen China daher auf dem Weg Japans.⁵⁷ Sie fürchten für das Reich der Mitte eine langanhaltende Phase mit niedrigem Wachstum, wenn nicht sogar ein Abgleiten in die Stagnation. **Die Japanisierung Chinas** ist ein Schlagwort, das die Schlagzeilen dominiert.

Auf den ersten Blick erscheinen derartige Überlegungen nicht verkehrt, denn Parallelen sind zweifelsohne vorhanden: Die Immobilienkrise ist noch lange nicht ausgestanden. Der IWF sieht in seinem pessimistischsten Szenario einen Rückgang der Immobilieninvestments auf das Niveau von 2006. In Japan war seinerzeit das Platzen der Blase am völlig überhitzten Immobilienmarkt der entscheidende Grund, der für das Ende der Dekade Japans sorgte. Auch in China scheint sich der **Wolkenkratzer-Fluch** zu bestätigen. In zahlreichen Städten sind im wahrsten Sinne des Wortes höchst ambitionierte Hochhausprojekte zum Stehen gekommen.

Chinesische Immobilieninvestitionen, 100 = 2021, 2006–2033



Of course, China will not follow Japan's economic trajectory perfectly, or even vaguely. They're very different countries, and these are very different times.

Robin Wigglesworth,
Financial Times

Aber sowohl von einer Japanisierung als auch von einer Subprimekrise Marke USA ist China weit entfernt. Der Urbanisationsgrad Chinas beträgt lediglich 60%, gegenüber 80% damals in Japan Ende der 1980er-Jahre. Die **Sparquote ist in China mit über 40%** deutlich höher als damals in Japan (11%). Noch ist auch das chinesische Hinterland wenig entwickelt. Auf der Suche nach besseren Chancen ziehen weiterhin Menschen in die Städte. Eine stete Nachfrage nach Immobilien wird also bestehen bleiben. Zudem sind die allermeisten Käufer keinesfalls „Ninjas“ („no income, no job“) wie damals in den USA, sondern in erster Linie solvente Käufer aus der Mittelschicht, die (normalerweise) mindestens 30% Eigenkapital mitbringen müssen, eine Quote, von der man im Westen weit entfernt ist. Die wenigsten Immobilienkäufer sind überschuldet. Auch können Zinsen meist aus den Vermietungseinkünften bedient werden.

⁵⁷ Siehe das Kapitel „Der Akuma-Afterglow: Eine Japanisierung des Westens?“ in diesem *In Gold We Trust*-Report.

Zudem: Solange die Kapitalmärkte Chinas nicht frei und offen sind, bleiben wenige Anlagealternativen. Die Aktienmärkte werden, nicht zu Unrecht, als reine Spekulationsspielwiese wahrgenommen. Während sich Chinas BIP in den letzten 30 Jahren verdreißigfacht hat, bewegten sich die chinesischen Aktienmärkte kaum. Der Shanghai Composite Index stieg beispielsweise im gleichen Zeitraum gerade einmal um rund 300%. Der MSCI China verlor im gleichen Zeitraum 20%. Daran wird deutlich, dass sich die chinesische Regierung sehr viel weniger als ihre westlichen Pendanten verpflichtet fühlt, Anleger und Investoren zu retten beziehungsweise die Finanzmärkte überhaupt zu pflegen.



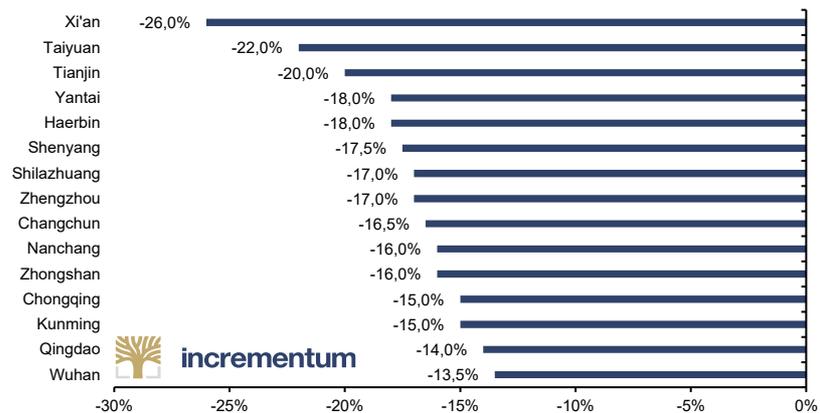
*I'm an ordinary guy
Burning down the house.*
Talking Heads

Dies gilt auch für die Immobilienmärkte: Wohnungen sollten keine Spekulationsobjekte sein, machte Präsident Xi mehr als einmal deutlich. Dies bedeutet im Zweifelsfall, dass Immobilieninvestoren und -entwickler (!) nicht gerettet werden. Der Fokus wird darauf liegen, Projekte fertigzustellen, damit der durchschnittliche Chinese seine Wohnung als Alterswohnsitz beziehen kann. Insbesondere ausländische Geldgeber sollten nicht darauf setzen, von der Regierung mit Steuergeldern gerettet zu werden, wie das seinerzeit beispielsweise mit deutschen und französischen Großbanken zur Eurokrise in Griechenland geschah.

No one's coming to save you.
David Goggins

Dies bedeutet aber eben auch, dass China die Fehler der Japaner und Europäer vermeiden wird: Marode oder überschuldete Unternehmen werden nicht mit Staatsgeldern gerettet beziehungsweise als Zombies am Leben gehalten. Dies mag kurzfristig Schmerzen verursachen, führt aber mittel- bis langfristig dazu, dass die Unternehmenslandschaft insgesamt gesünder wird. Für private Wohnungskäufer, die eine Wohnung erwerben, um darin zu wohnen, ist es zunächst nachrangig, ob der Preis des Objekts fällt. Das gilt insbesondere dann, wenn der Kauf mit hinreichend Eigenkapital erfolgte.
Entsprechend widersteht Peking bislang dem Druck der Immobilieninvestoren, große Rettungspakete zu schnüren.

Hauspreise in chinesischen Großstädten, 11/2018-06/2023



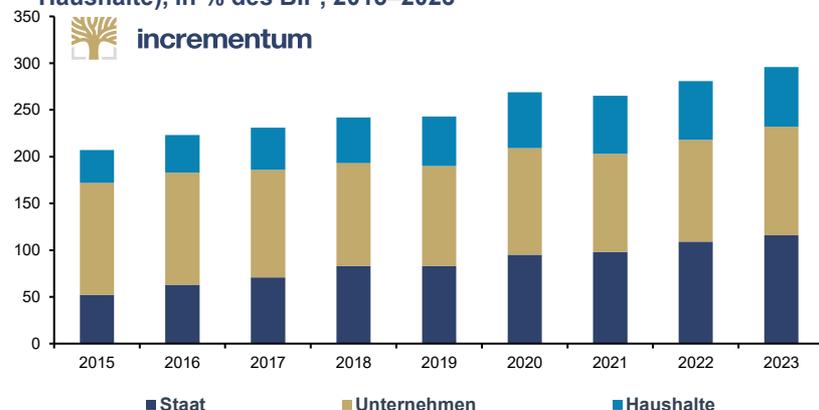
Quelle: Bloomberg, Goulian Securities, KE Holdings Data, Incrementum AG

China's monetary policy toolbox is still abundant and there is still plenty of room for monetary policy.

Pang Gongsheng
PBOC Gouverneur

Nichtsdestotrotz wird Peking weiter stützend eingreifen müssen, wenn es nicht gelingt, die Immobilien- und allgemeine Wirtschaftskrise einzudämmen und zu lösen. Zwar wurde der chinesischen Wirtschaft Anfang des Jahres mit einer Herabsetzung der Mindestreserve für Banken um 0,5% und damit einer Liquiditätsfreigabe von ca. 140 Mrd. USD sowie einer Leitzinssenkung um 0,25% erstmal die klassische Medizin verabreicht. Pan Gongsheng, seit Juli 2023 der Chef der PBoC, betonte zudem, dass die Zentralbank noch über genug Spielraum für weitere Stimuli verfügt. Allerdings lehrt die Vergangenheit, dass ohne weitere Maßnahmen so die Probleme nur in die Zukunft verlagert und nicht gelöst werden. Auf dem *China Development Forum* in Peking im März machte Premierminister Li jüngst deutlich, dass China nicht kurzfristiges Wachstum unter Inkaufnahme langfristiger Risiken anstrebt. Insofern erscheint ein alleiniger Fokus auf „klassische“ Lösungswege eher unwahrscheinlich, zumal die Verschuldung sowohl der Haushalte als auch des Staates längst ungesund hoch ist. Insbesondere die Verschuldung der Gemeinden ist besorgniserregend, zumal den Gemeinden durch die Immobilienkrise eine der wichtigsten Einnahmequellen, die Landverpachtung für Bauprojekte, verloren gegangen ist.

Chinesische Gesamtverschuldung (Staat, Unternehmen, Haushalte), in % des BIP, 2015–2023



Quelle: BIZ, Incrementum AG

Vielmehr könnte Peking versuchen, anderweitig eine Lösung herbeizuführen, nämlich durch eine Reihe echter systemischer

Understanding that China plays the long game is one of the most important insights you can have about what lies ahead. China's leaders know where they want to be five and ten years out.

Stephen Leeb

山高皇帝远 – Die Berge sind hoch und der Kaiser fern.

Chinesisches Sprichwort

Wars, like the currently unfolding economic war, are about control. The control of technologies (chips), commodities (gas), production (zero-Covid), and straits – chokepoints like the Taiwan Strait, the Strait of Hormuz, or the Bosphorus Strait.

Zoltan Pozsar

Reformen. Dafür gibt es bereits einige Indizien: Seit dem 1. Jänner 2024 und vorerst auf ein Jahr beschränkt gewährt Peking Bürgern anderer Staaten – zumeist EU-Mitgliedern, aber nicht nur – eine **visafreie Einreise**. Das ist insofern beachtlich, als das bisher stets auf Reziprozität bei derartigen Maßnahmen abgestellt wurde. Insofern deutet dieser Schritt darauf hin, dass man vielleicht auch in anderen Bereichen für das Beschreiten neuer Wege zumindest offen ist.

Ein solcher könnte eine Reform des Hukou-Systems sein. Hukou ist eine Art „Familienbuch“ und immer an einen bestimmten Ort gebunden, der zumeist der Geburtsort und Wohnort der Eltern ist. In der Folge aber liegt besagtes Hukou meist nicht an dem jeweiligen Wohnort. Shenzhen beispielsweise hat 14 Millionen Einwohner, aber nur 2 Millionen Hukou. Das Hukou spielt im Leben der Chinesen eine elementare Rolle und erleichtert beispielsweise den Zugang zu medizinischer Versorgung, Bildung und – in sehr begrenztem Maße – staatlicher Fürsorge. Aber eben immer nur in jenem Ort, auf den es sich bezieht. Dies ist einer der Gründe für die hohe Sparrate der Chinesen. Mit einer fundamentalen Reform, die bereits **mehr als einmal** angestrebt wurde und stets am Widerstand der Gemeinden scheiterte, kann zumindest ein Teil des Kapitals dieser hohen Sparrate gehoben und für den Konsum „gewonnen“ werden.

Allerdings haben in jüngster Zeit bereits einige Provinzen wie beispielsweise das ökonomische Kraftzentrum im Süden des Landes, Guangdong, bereits auf eigene Faust Reformen am Hukou-System durchgeführt. **Das ist auch ein kleiner Fingerzeig darauf, dass China bei weitem nicht der monolithische Block ist, als der es im Westen wahrgenommen wird.** Nichtsdestotrotz würde eine solche Reform durch die Nivellierung der Unterschiede zwischen Land- und Stadtbevölkerung wirtschaftliche Impulse setzen, zudem stünde sie sehr im Einklang mit dem so oft von Präsident Xi formulierten Ziel des **allgemeinen Wohlstands**, das einen bescheidenen Wohlstand für breite Bevölkerungsschichten propagiert, also eine Abkehr von Deng Xiaopengs Mantra „**Lasst einige zuerst reich werden**“ darstellt.

Die in West und Ost oft geforderte und formulierte Entkoppelung und damit verbunden die Abwanderung von Unternehmen stellt zweifelsohne ein weiteres Problem dar, aber eher kurz- als mittel- und langfristig. Eine vollständige Entkoppelung vom Westen können sich beide Seiten ohnehin nicht leisten: Der **bilaterale Handel zwischen den USA und China** betrug 2023 rund 575 Mrd. USD, davon entfielen 148 Mrd. USD auf den Import aus den USA und 427 Mrd. USD auf den Export in die USA, trotz des seit 5 Jahren herrschenden Handelskriegs. Weder kann China diese enormen Gütermengen irgendwo anders absetzen, noch können die USA eben diese Güter anderswo erwerben. Für die meisten übrigen Staaten des Westens sieht es ähnlich aus. Alleine aus dieser Sicht ist eine vollständige Entkoppelung also auch auf längerfristige Sicht mehr als unwahrscheinlich und auch nicht im beiderseitigen Interesse. Zudem sind längst in vielen Branchen im Westen weder das Know-how noch die Fachkräfte vorhanden, als dass man einfach so beschäftigungsintensive Industriezweige zurückholen könnte. 35% beträgt der Anteil Chinas inzwischen an der weltweiten Fertigung. **Diesen lang etablierten Trend einfach auf Knopfdruck umzukehren ist so gut wie unmöglich.**

Zweifelsohne werden die schmerzhaften Sanktionen weiter bestehen oder noch ausgebaut werden, wie beispielsweise jene, die die USA im Halbleiterbereich verhängt haben, aber diese werden Chinas weiteren Aufstieg eher nicht stoppen, allenfalls verlangsamen. Sie führen mittelfristig dazu, dass sich China auf die eigenen Stärken besinnt und selber innovativer wird. Dass es beispielsweise *Semiconductor Manufacturing International Corporation* (SMIC) trotz besagter Sanktionen gelang, in die **7nm-Prozesstechnologie vorzustoßen** und kommerziell verwertbare Chips zu produzieren, ist ein bereedtes Beispiel dafür.

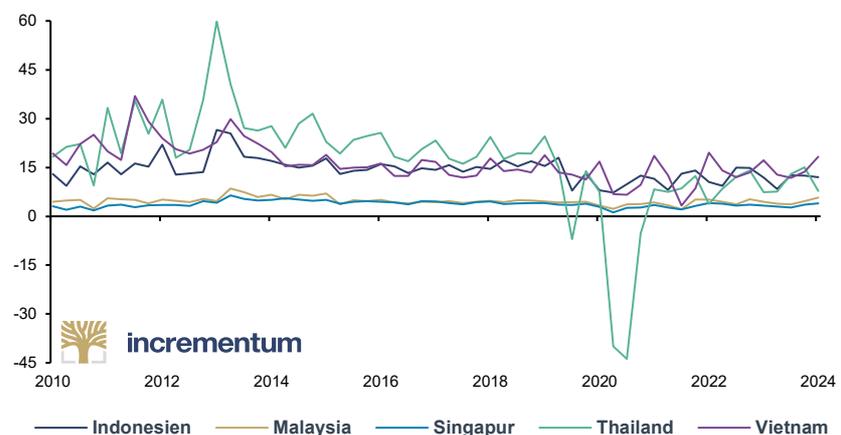
Und was die Abwanderung betrifft, so sind es auch chinesische Unternehmen selbst, die diesen Trend befeuern. Mehr und mehr Konzerne, nicht nur im Automobilbereich, aber gerade dort, wollen „Global Player“ werden. Dazu braucht es mehr als einen Standort. Die Expansion von Unternehmen wie Nio oder BYD nach Europa, die mit Standortgründungen in der EU einhergeht, belegt das nachhaltig. Huawei, Chinas Vorzeigeunternehmen Nr. 1, bietet seine Technologie und Dienstleistungen längst weltweit an. Mehr als 207.000 Menschen arbeiten in 170 Ländern für das Unternehmen. Huawei ist Vorreiter, aber längts kein Einzelfall mehr. **Chinas „Entdeckung der Welt“ hat aus dieser Perspektive gerade erst begonnen.**

90% of toys are made in China, which technically makes the Chinese elves.

Sean Lock

Zudem sind inzwischen die Umweltvorschriften strenger und die Behörden weniger lax geworden. Auch verlangen bzw. benötigen chinesische Arbeiter höhere Löhne als beispielsweise Vietnamesen. Auch die chinesischen Unternehmen haben unter den strengen Corona-Maßnahmen Pekings gelitten und wissen nur zu gut, dass Diversifikation ein Pluspunkt ist. Zumal der Konflikt mit Taiwan nach wie vor ungelöst ist. Unter Umständen könnten Waren „Made in China“ einmal schwerverkäuflich sein. Ist aber das Herkunftsland Malaysia oder Vietnam, wäre zumindest dieses Problem gelöst. Entsprechend ist Südostasien eine der Boomregionen, die von den Trends Standortdiversifizierung chinesischer Unternehmen sowie den „China + 1“-Strategien westlicher Unternehmen doppelt profitiert. **Auf die Goldnachfrage könnte sich dieser durch die chinesische Diversifikationsstrategie ausgelöste Wirtschaftsboom in Südostasien positiv auswirken, gelten doch die meisten südostasiatischen Ländern als ausgesprochen goldaffin.**

Südostasiatische Konsumentengoldnachfrage, Q1/2010–Q1/2024



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Demographics are the single most important factor that nobody pays attention to, and when they do pay attention, it's often too late.

Peter Drucker

Mit dem Thema Standortverlagerung wird auch ein weiterer Dauerbrenner in der Liste der drückendsten Probleme Chinas adressiert: die Demographie.⁵⁸ Dass China alt wird, bevor es reich wird, ist längst zu einer Binsenweisheit geworden. Mit dem Problem der Überalterung sind zwar nahezu alle entwickelten Länder konfrontiert, aber in China entwickelt sich bei einer durchschnittlichen Geburtenrate von nur noch 1,07 Kindern pro Frau der Trend besonders schnell. **Zudem gibt es einen deutlichen Männerüberschuss**, der zunimmt, je jünger die betrachtete Alterskohorte ist. 2021 kamen auf 100 weibliche Geburten 112 männliche. Insgesamt leben in China 30 Millionen mehr Männer als Frauen. Das ist die Basis für künftige Unzufriedenheiten, denn so wird es einem beträchtlichen Teil der chinesischen Männer, insbesondere jenen aus wenig begüterten Familien, nicht möglich sein, eine Familie zu gründen.

Andererseits hat China keine überbordenden und vor allem umlagefinanzierten Sozialsysteme. Damit ist die Altersvorsorge ein privates und kein staatliches Problem und muss und wird ebenso gelöst werden. Nichtsdestotrotz bedeutet es gerade für die urbane Mittelschicht, die in den 1980er- und 1990er-Jahren als Einzelkinder groß geworden ist, eine enorme Belastung, in absehbarer Zeit alleine für die Eltern sorgen zu müssen. Dies ist ein weiterer Grund für die hohen Sparquoten. Zudem sind Wirtschaft wie Gesellschaft trotz – oder gerade wegen? – des gewaltigen Wachstums der vergangenen Jahrzehnte immer noch relativ ineffizient organisiert. Zahllose, häufig aber nur wenig anspruchsvolle und staatlich subventionierte Tätigkeiten sind völlig überflüssig. Bei einer stark schrumpfenden Bevölkerung werden diese einfach entfallen, ohne dass irgendwer sie vermisst. Auch in Unternehmen gibt es noch viele Potenziale, die bei einem deutlichen Absinken der zur Verfügung stehenden Arbeitskräfte schnell gehoben werden könnten.

I think one of the biggest risks to civilization is the low birth rate and the rapidly declining birthrate.

Elon Musk

Dennoch wird der Fachkräftemangel zu einem Problem. 2022 war die Gesamtbevölkerungszahl Chinas erstmals rückläufig und in den kommenden Dekaden werden den Fabriken Millionen von Fachkräften fehlen. Dem wird aber bereits jetzt durch die Verlagerung der Produktion nach Südostasien, wo es immer noch eine junge und zunehmend gut ausgebildete Bevölkerung gibt, begegnet. Zudem wird dank KI und weiter voranschreitender Automatisierung die Produktivität gesteigert und so der Bedarf an Arbeitskräften sinken. Einer der Gründe, weshalb China bisher so sehr auf Wachstum oberhalb von 5% fokussiert war, lag darin begründet, dass erst oberhalb dieser Schwelle neue Arbeitsplätze entstehen.

I believe that children are our future. Unless we stop them now.

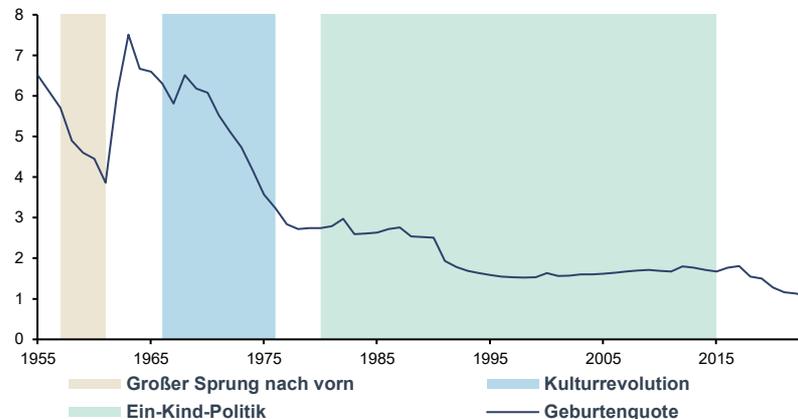
Homer Simpson

Ebenfalls beginnt sich China als attraktiver Arbeitsort für gut ausgebildete Fachkräfte zu positionieren, die bereits erwähnten Visareformen geben einen entsprechenden Hinweis in diese Richtung. Schließlich ist keineswegs gesagt, dass dieser demographische Trend anhält: Autoritären Staaten fällt es durchwegs leichter, derartige Trends umzukehren. **Unter Kaiser Augustus wurde beispielsweise in Rom die Ehe zur Pflicht und kinderreiche Familien wurden rechtlich und wirtschaftlich bessergestellt als solche ohne.**

⁵⁸ Siehe „Die Demographie als Inflationstreiber“, In Gold We Trust-Report 2021

Wer eine 1-Kind-Politik durchsetzt, könnte auch versuchen, eine 3-Kind-Politik durchzusetzen.

Geburtenquote in China, 1955–2023



Quelle: Weltbank, Incrementum AG



China's reform and opening-up will continue to move on. The Yellow River and Yangtze River will not flow backward.

Li Keqiang

Bei allen aktuellen Schwierigkeiten sollte darüber hinaus nicht vergessen werden, dass China einer der wettbewerbsintensivsten Märkte der Welt ist. Nirgendwo sonst wird so hart um Marktanteile gerungen wie im Reich der Mitte. Jeder Fehler wird gnadenlos von der Konkurrenz bestraft, während im Westen die Claims abgesteckt werden und unflexibel gewordene Großunternehmen fast jede Agilität vermissen lassen, herrscht in China die Schumpeter'sche kreative Zerstörung fast ungezügelt. Das führt zu einem ungeheuren Anpassungsdruck und zeitgleich dazu, dass Innovation, Kostenbewusstsein und Leistungsbereitschaft hochgehalten werden. Das Ergebnis sieht man in der gewaltigen Dynamik, die sich auf dem chinesischen Markt in den letzten 20 Jahren entwickelt hat. Daran wird sich so schnell nichts ändern. Wettbewerb ist einer, wenn nicht gar der wichtigste Faktor für Innovationen, Wohlstandsentstehung und langfristiges Wachstum.

Falls Peking unter Xi nicht in die ideologischen Fallstricke des Kommunismus zurückfällt und dem grundsätzlichen Bekenntnis zu freien Märkten abschwört, wird sich am grundlegenden Pfad nichts ändern. Hierin liegt die eigentliche Gefahr und Bedrohung Chinas. Zwar stellte der im Oktober 2023 verstorbene ehemalige Premier Li Keqiang auf seiner Abschiedspressekonferenz fest, dass **der Reformkurs Chinas so unumkehrbar wie der Wasserfluss des Gelben Flusses und des Jangtze sei**, aber seit Xis zweiter Amtszeit kann man eine deutliche Rückwendung zu Zentralplanung und Staatswirtschaft erkennen.

The road to success is paved with mistakes well handled.

Daniel Coyle

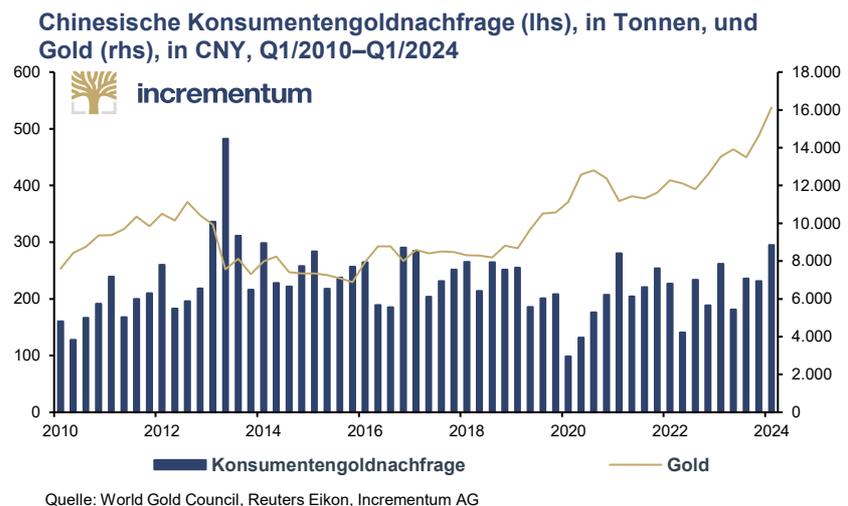
Zusammenfassend lässt sich feststellen: Die hohen Zinsen im Westen, das in Teilen verlorengegangene Vertrauen, die sich verschärfenden Konfliktlinien, nicht nur in Sachen Taiwan, die Demographie und natürlich die Immobilienkrise sowie die wachsenden Verschuldungsgrade sind schwer lastende Hypothesen auf Chinas wirtschaftliche Entwicklung. China wird nicht von heute auf morgen zu alter Wachstumsstärke zurückfinden. **Zeitgleich aber ist die Lage nicht ganz so düster, wie sie teilweise gezeichnet wird.** Zudem wäre es das erste Mal in der Geschichte der Menschheit, wenn einem Land der wirtschaftliche, kulturelle

und militärische Aufstieg zur Weltmacht ohne schwere Krisen und Verwerfungen gelänge. Der Aufstieg der USA zur globalen Supermacht ging mit einem Bürgerkrieg, zwei Weltkriegen und wenigstens vier großen Wirtschaftskrisen – die **lange Depression**, die **Wirtschaftskrise von 1893**, die **Panik von 1907**, die **Weltwirtschaftskrise aka Große Depression** – einher.



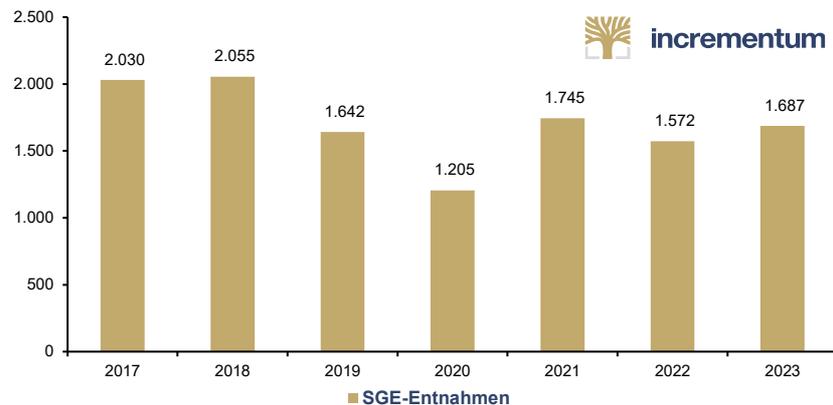
Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Doch was bedeutet dies für Gold? Überraschenderweise zeigten die chinesischen Konsumenten keine Zurückhaltung. Im vergangenen Jahr erholte sich der Konsum deutlich und dies, obwohl das Jahr 2023 sicherlich wirtschaftlich ein bitteres für die Chinesen war. Die großen Hoffnungen auf einen deutlichen Aufschwung nach der abrupten Beendigung aller Corona-Beschränkungen im Jänner 2023 hatte sich nicht erfüllt. Trotzdem wuchs die Goldnachfrage der Verbraucher um mehr als 8%. Über 1.000 Tonnen kauften die Chinesen. Bemerkenswerterweise boomt im Augenblick Gold, auch **in Form von Goldbohlen**, gerade bei der **jungen Generation**, die vor Corona ihr Geld lieber in iPhones, Modeaccessoires und dem angesagtesten *Bubbletea* „anlegte“. **Der Anteil der 25- bis 34-Jährigen an den privaten Goldkäufen stieg von 17% im Jahr 2022 auf 59% im vergangenen Jahr.**



Für chinesische Investoren war Gold in Renminbi bewertet mit einem Plus von 15,7% mit das beste Investment des Jahres 2023. Am anderen Ende der Skala lagen hingegen chinesische Aktien, mit denen man durchschnittlich mehr als 11% verlor. Der positive Trend von Gold in Renminbi scheint sich im laufenden Jahr fortzusetzen. Im Jänner wurden satte 271 Tonnen Gold durch die *Shanghai Gold Exchange* (SGE) ausgeliefert. Der stärkste Monat in der Geschichte der Börse. Zwar fiel daraufhin der Februar deutlich schwächer aus, dies erklärt sich aber durch die Feiertage zum chinesischen Neujahrsfest sowie der damit verbundenen nachlassenden Nachfrage. Doch auch die Februarnachfrage lag immer noch über dem langjährigen Durchschnitt des Monats.

SGE (Shanghai Gold Exchange) Entnahmen, in Tonnen, 2017–2023



Quelle: Shanghai Gold Exchange, Incrementum AG

Diversification is an established tenet of conservative investment.

Benjamin Graham

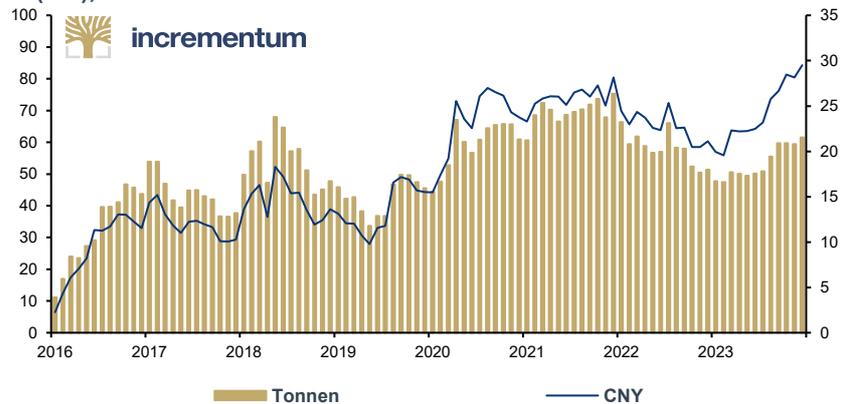
Die Gründe für den Goldhunger sind vielschichtig. Die Immobilienkrise lehrt gerade junge Anleger, sich breiter aufzustellen, und da die Anlageoptionen im Reich der Mitte nach wie vor limitiert sind, ist Gold eine attraktive Option. Auch orientieren sich Gold- und Schmuckhändler inzwischen stärker am Geschmack der Kundschaft und sorgen damit für mehr Transparenz: Traditionell wurde bei Schmuck einfach der Stückpreis ausgewiesen, inzwischen bezieht sich bei etwa zwei Drittel der Stücke der Preis auf das Gewicht.

Auch die Astrologie mag eine Rolle spielen. 2024 steht in China im Jahr des Drachen und Drachenjahre gelten in China als besonders. Der Drache steht für Glück, Stärke und Gesundheit. In Drachenjahren kommen traditionell auch besonders viele Kinder zur Welt.

An Bedeutung für Privatkäufer gewinnt auch die SGE. Dank ihr wird es für die chinesischen Bürger zudem immer einfacher, Gold zu kaufen, was erst seit 2004 wieder möglich ist. Zumindest Großbanken wie die Bank of China, HSBC oder die Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) bieten ihren Kunden inzwischen die Möglichkeit, Gold online und direkt an der SGE zu kaufen. Der etwas umständliche und vor allem mit hohen Aufschlägen behaftete physische Goldkauf ist für reine Goldinvestoren nicht mehr notwendig. Die physische Auslieferung von Bankseite ist nun schnell und unkompliziert möglich.

Aber nicht nur direkte physische Produkte stehen hoch im Kurs. Auch die chinesischen Gold-ETFs sehen seit Monaten deutliche Zuflüsse. Im Jahr 2023 flossen rund 5 Mrd. CNY in die entsprechenden Anlagevehikel und allein im Jänner 2024 wurden rund 830 Mio. CNY investiert. In Verbindung mit dem schwachen Yuan trieb dies die in Gold-ETFs verwalteten Vermögen auf rund 30 Mrd. CNY und damit auf Allzeithochs. Besonders bemerkenswert an der starken Nachfrage ist der Umstand, dass Chinesen normalerweise antizyklische Käufer sind. 2023 kauften sie jedoch in die steigenden Preise hinein.

Chinesische Gold-ETF-Bestände, in Tonnen (lhs), und Mrd. CNY (rhs), 01/2016–12/2023



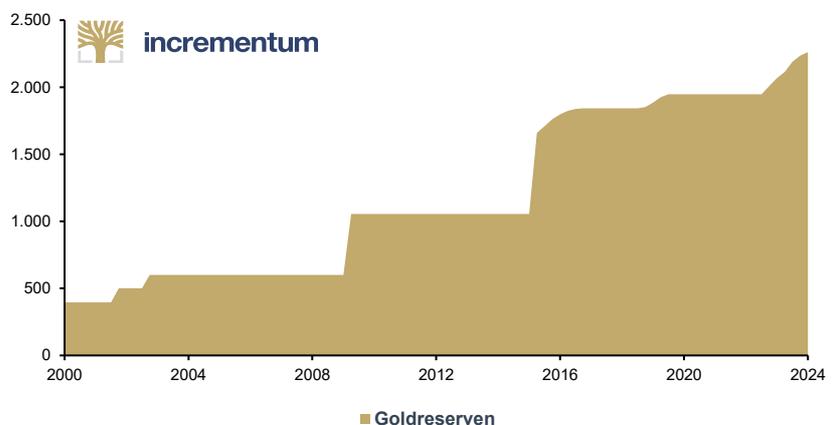
Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

If I was in charge of Chinese foreign reserves...I'd probably double my holdings each year. Or at least I would try to.

Kevin Muir

Ebenso verhält sich die People's Bank of China. Rund 225 Tonnen kaufte die chinesische Zentralbank 2023 – offiziell. Im ersten Quartal des neuen Jahres kamen weitere 33 Tonnen dazu. **Das 18. Monat in Folge hat Peking nun seine Goldreserven erhöht. Trotzdem machen die offiziellen Goldreserven nach wie vor weniger als 5% der gesamten Währungsreserven aus.**

Chinesische Goldreserven, in Tonnen, Q1/2000–Q1/2024



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Die Liberalisierung des Goldmarktes in China wird weiter vorangehen, mit einer großen Ausnahme: Das Exportverbot für Gold wird noch lange Zeit Bestand haben. Denn Peking sieht in den privaten Goldkäufen seiner Bürger zweifelsohne auch die Möglichkeit, sich insgesamt Zugriff auf deutlich größere Mengen Gold als nur den Zentralbankanteil zu verschaffen. Quasi in allen Krisen unterstützten „patriotische“ Bürger mit Goldverkäufen an den Staat eben jenen – wir haben dies im 1. Weltkrieg in Deutschland und Österreich gesehen („Gold gab ich für Eisen“) – und auch während der Asienkrise spendeten koreanische und taiwanische Bürger ihre privaten Goldreserven. **Dass dies auch der Perspektive der chinesischen Zentralbank entspricht, bestätigt ihr aus dem Juli 2015 stammendes Statement: „China holds Gold through its people“.**

China wants to change the currency standard and if that happens it will be like losing a world war.

Donald J. Trump

We, together with you, and with our sympathizers will move towards a multipolar, just, democratic world order.

Sergej Lawrow

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

Charles Gave

Zu den offiziellen Goldreserven müssen aus dieser Perspektive auch die Goldreserven der Privatpersonen gehören und natürlich jene Reserven, die Peking nicht auf offiziellen Wegen erworben hat und vor allem nicht direkt kommuniziert. **So betrachtet belaufen sich die chinesischen Goldreserven vermutlich insgesamt auf mehr als 30.000 Tonnen.**⁵⁹

Gold ist ein zentraler Baustein Pekings bei der Internationalisierung des Renminbi, durch die mittel- bis langfristig die Dominanz des US-Dollars als Weltleitwährung erschüttert werden soll. Die Ablösung des US-Dollars ist seit 15 Jahren einer der zentralen Bausteine in Pekings Finanzstrategie, seit der damalige Chef der PBoC, Zhou Xiaochuan, laut über **ein neues globales Währungssystem** auf der Basis der Sonderziehungsrechte des IWF nachdachte. Seit damals arbeitet China konsequent an einer **Internationalisierung des Yuan**, wie Gouverneur Yi Gang anlässlich des 70. Gründungstages seiner Zentralbank im Jahr 2018 ausführte: „**RMB internationalization is an inevitable trend and natural result of the deepening of reform and opening-up in China's economic and financial sector.**“

In den letzten zwei Jahren hat dieser „unvermeidliche Trend“ Formen angenommen, die deutlich über Investmenterleichterungen für institutionelle Anleger wie das **RMB Qualified Foreign Institutional Investor program (RQFII)** hinausgehen und viel mehr dazu geeignet sind, den US-Dollar als Weltleitwährung zu unterminieren: Mehr und mehr Handelsverträge werden in Yuan abgeschlossen, insbesondere mit „nicht-westlichen“ Staaten, vor allem Russland und Brasilien. Die willkommene Folge hiervon ist, dass die entsprechenden Handelspartner vermehrt in China einkaufen und folglich die Produktion in China, gerade von Gütern mit größerer Fertigungstiefe, stärken. Zudem investieren sie die eingenommenen Renminbi in chinesische Staatsanleihen und stärken so die Kreditaufnahmefähigkeiten Chinas. Bemerkenswerterweise ist Indien als BRICS-Staat hier sehr viel zögerlicher und **rät seinen Banken sogar davon ab**, beispielsweise Geschäfte mit russischem Öl in Yuan abzuwickeln und empfiehlt stattdessen Dirham.

Für die weitere Internationalisierung sowie die dauerhafte Etablierung des Renminbis als Leitwährung – oder zumindest als ernstzunehmende Alternative zum US-Dollar – braucht es weiter wachsendes Vertrauen in die Stabilität der chinesischen Währung, der chinesischen Wirtschaft und der chinesischen Regierung.

Eine große Hürde stellt dabei der Umstand dar, dass in China nach wie vor scharfe Kapitalverkehrskontrollen bestehen. Jedes

Auslandsinvestment muss erst in einem langen, aufwendigen und intransparenten Prozess freigegeben werden. Für ausländische Investoren sind Gewinnausschüttungen ins Ausland ein bürokratischer Alptraum. An sich banale Auslandsüberweisungen können einen ganzen Tag auf der Bank beanspruchen, selbiges gilt auch für eine profane Kontoeröffnung. Chinesische Bürger selbst dürfen kumuliert maximal 100.000 CNY im Ausland abheben. Daran wird sich auch in der näheren Zukunft wenig ändern. Denn so patriotisch die chinesischen

⁵⁹ Siehe „Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten“, In Gold We Trust-Report 2023

Bürger auch sein mögen, Peking ist sich bewusst, dass es ohne besagte Kapitalverkehrskontrollen leicht zu einer gewaltigen Kapitalflucht kommen könnte, insbesondere in die USA, Australien und Kanada, inklusive einer Immobilienpreisexplosion in den entsprechenden Regionen.

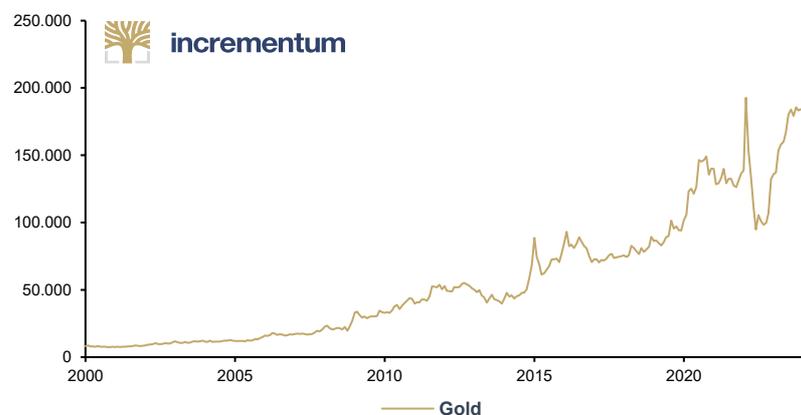
Dementsprechend sehen Peking und die PBoC in Gold eine alternative Möglichkeit, das internationale Vertrauen in den Yuan zu stärken. Man muss sich hierbei vor Augen führen, dass Peking dabei in Jahren und Jahrzehnten denkt und plant. Insofern deuten die seit rund anderthalb Jahren offen und konsequent kommunizierten Goldkäufe auch darauf hin, dass die Internationalisierung nun aus der Phase der Planung und Vorbereitung in die Phase der Implementierung übertritt.

If you have two baskets, and we create the new currency as an index of commodities and national currencies, and we have a mechanism for reserves, according to the mathematical model that will be very stable.

Sergey Glazyev

Natürlich sind große Goldreserven auch ein Schutz gegen Kapitalmarktsanktionen. Das Beispiel Russlands im Ukrainekrieg hat dies deutlich gezeigt: Der Rubel war im freien Fall, bis Moskau seiner Währung einen goldenen Rettungsanker verlieh. Indem Russland über einige Monate des Jahres 2022 hinweg einen Abnahmepreis für eine Unze Gold von 5.000 RUB garantierte, zog es zeitgleich einen Boden für den Rubelpreis ein. Nicht nur wurde der Abverkauf so gestoppt, der Trend kehrte sich um.

Gold, in RUB, 01/2000–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

To a certain extent, the price of gold is going to tell you who is going to win that effort to de-dollarize Asia. If gold goes up, it's China. If gold goes down, it's the US.

Charles Gave

Auch Peking könnte drohenden Kapitalmarktsanktionen der westlichen Welt mit ähnlichen Manövern begegnen. Dass es zu solchen kommen könnte, ist nicht ausgeschlossen. Natürlich ist der „Taiwan-Faktor“ stets Teil bei solchen Überlegungen. Die „Wiedervereinigung“ mit der Republik China ist in der Verfassung der Volksrepublik vorgegeben und Präsident Xi sieht diese auch als elementares Ziel seiner Präsidentschaft an. Hinzu kommt der Aspekt des internen Krisenmoments, das nur allzu oft in der Geschichte zu dem Versuch führte, die Überwindung eben jener Krise in einer aggressiveren Außenpolitik zu suchen. Die Möglichkeit einer militärischen Konfrontation in der StraÙe von Taiwan ist also durchaus gegeben. Aber schon allein die voranschreitende Internationalisierung des Renminbis wird in den USA zweifelsohne als aggressiver Akt gewertet, insbesondere wenn er mit deutlich steigenden Goldpreisen einhergeht, und dürfte entsprechende Gegenreaktionen, beispielsweise in Form von Kapitalmarktsanktionen, hervorrufen.

Mit hinreichend großen Goldreserven dürfte sich Peking für diesen Fall zumindest hinsichtlich der Reaktion der Finanzmärkte deutlich sicherer fühlen. Insgesamt dürfte daher die Goldnachfrage aus China weiter eine gute Unterstützung für den Preis des Edelmetalls liefern. Die Währungspläne Chinas stärken zudem auf Sicht der nächsten Jahre die Phantasie für deutlich steigende Goldpreise. **Wie der Erfolg der Goldbohnen zeigt, scheint Gold für die Jugend wieder attraktiv zu werden, zumindest in China.**



IT'S NOT JUST ANOTHER SHINY METAL.

Silver has the highest electrical conductivity of all metals. With its widespread use in solar panels, it's critical for the world's transition to clean energy.

And we're not just another mining company.

Hecla is the oldest precious metal mining company in the U.S. and the fastest growing established silver producer in the world. We're ready to deliver the silver the world needs for generations to come.

NYSE: HL
hecla.com
800.432.5291
Coeur d'Alene, Idaho
Vancouver, British Columbia
Val d'Or, Québec



Der Akuma-Afterglow: Eine Japanisierung des Westens?

*„It feels the same /
But time takes a toll on this buried flame /
Lift me up, say my name.“*

Soilwork

- Entgegen der landläufigen Meinung begannen die ökonomischen Probleme Japans bereits vor dem Crash von 1987, da sich die Probleme in einem tief verwurzelten, quasi zentralisierten Kreditvergabesystem bereits häuften.
- Während die Eurozone und die USA durchaus Ähnlichkeiten mit der japanischen Wirtschaft aufweisen, ist es wichtig, zu beachten, dass die Eurozone und Japan mehr produzieren als konsumieren, während die USA mehr konsumieren als produzieren. Folglich könnten die USA im Falle eines Wiederauflebens der lockeren Geldpolitik stärker mit inflationären Folgen konfrontiert sein.
- Die Umsetzung einer möglichen Zinskurvensteuerung und ein Comeback der quantitativen Lockerung mit dem Ziel, die Produktion anzukurbeln, wird voraussichtlich zu einer längeren Phase erhöhter Inflation führen. Ein Japanification-Szenario findet bei genauerer Analyse keine solide Grundlage.
- Ein Wiederaufleben der lockeren Geldpolitik dürfte den jüngsten Trend der steigenden Nachfrage nach Gold als Absicherung gegen die Inflation aufrechterhalten. In diesem Umfeld dürften auch Sachwerte begünstigt werden, was zu einem realen Verlust für Anlagen in Staatsanleihen führen könnte.



Fabian Wintersberger

Fabian Wintersberger ist ausgebildeter Ökonom und arbeitet als Zinsderivatehändler für eine österreichische Regionalbank. In seinem wöchentlichen Newsletter *The Weekly Wintersberger* analysiert er die Finanzmärkte und wirtschaftliche Ereignisse in der Tradition der Österreichischen Schule.

In der japanischen Folklore gibt es eine Figur namens Akuma. Es handelt sich dabei um einen Dämon, mit einem riesigen flammenden Kopf und leuchtenden Augen, der Menschen Schaden und Unglück bringt. Die Japaner führen psychische Erkrankungen auf die Anwesenheit von Akuma zurück. Eine Person, die sich in einem solchen Geisteszustand befindet und impulsive, riskante Verhaltensweisen zeigt, sei daher von Akuma umgeben.

Manchmal erscheint eine Handlung nicht sofort als verrückt, und offenbart sich erst im Laufe der Zeit als solche. Selbiges gilt für die subtilen Auswirkungen bestimmter geldpolitischer Maßnahmen der Zentralbanken. Hinsichtlich der weiteren Entwicklung der Volkswirtschaften und der Geldpolitik in der Eurozone und den USA wird oftmals hitzig diskutiert, ob die westliche Welt nun der Entwicklung Japans nachfolgen wird.

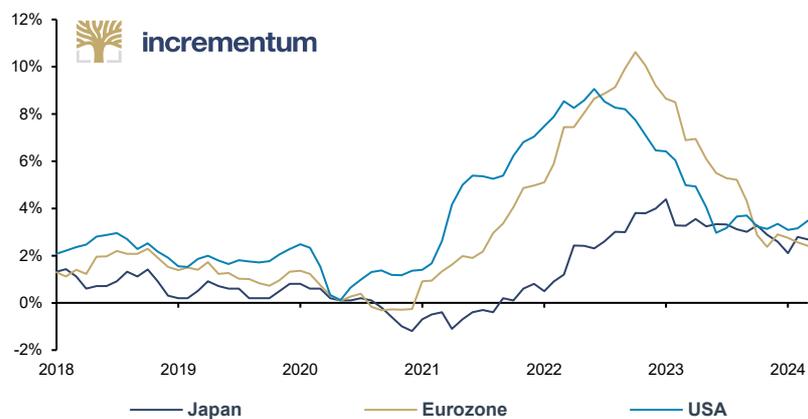
I remember straightening my hair because I wanted to be like everybody else, and now the fact that anybody would emulate what I do? It's just funny...

Taylor Swift

Nach 2008 haben die Federal Reserve und die EZB inmitten der lange anhaltenden wirtschaftlichen Stagnation Japans ebenfalls auf QE gesetzt. In den letzten zehn Jahren haben sich einige Parallelen zwischen dem wirtschaftlichen Weg der Eurozone, der USA und Japans herauskristallisiert.

Das Bild änderte sich 2020, als die Regierungen bei Ausbruch der Corona-Pandemie Rekordbeträge in die Wirtschaft pumpften, begleitet von einer lockeren Geldpolitik, was für viele überraschend zu einem Wiederaufleben der Inflation in der Eurozone und den USA führte, während die Inflation in Japan relativ anämisch verlief.

CPI/HICP, yoy, Japan, Eurozone und USA, 01/2018–03/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Obwohl die Inflation aufgrund der restriktiven Geldpolitik in der Zwischenzeit deutlich zurückgegangen ist, stellt sich die Frage, ob die Zeit der höheren Inflationsraten wieder vorbei ist und ob die Eurozone und die USA zu wirtschaftlicher Stagnation und Deflation zurückkehren werden. **Werden die Eurozone und die USA Akuma begegnen, den bösen Geistern, denen Japan begegnet ist, oder wird die Geschichte eine unerwartete Wendung nehmen?**

Das Beispiel Japan

...first is that we are now in the world of pervasive economic weakness. In many ways, we are all Japan now. This complicates policy for everyone, including Japan.

Paul Krugman

The more the government intervenes to delay the market's adjustment, the longer and more grueling the depression will be, and the more difficult will be the road to complete recovery.

Murray Rothbard

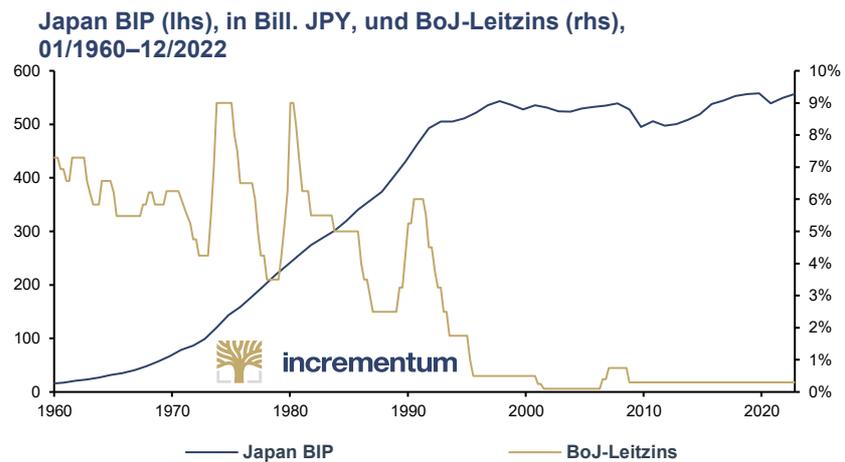
Japan is not the epic money printer people think it is. Their money supply grew more slowly than just about any other country over the past two decades and counting.

Lyn Alden

In den frühen 1980er-Jahren galt Japan als das Aushängeschild der Weltwirtschaft und erfreute sich hohen Wirtschaftswachstums, einer soliden industriellen Basis und Vollbeschäftigung. **Es wurde erwartet**, dass Japan die USA überholen und die dominierende Wirtschaftsmacht der Welt werden würde. Doch die Geschichte nahm einen anderen Verlauf.

Während die japanische Wirtschaft in den 1990er-Jahren zu stagnieren begann, wird übersehen, dass das japanische Wirtschaftswunder bereits vor dem Platzen der Börsenblase im Niedergang begriffen war. Von den 1950er-Jahren bis 1991 griff die japanische Regierung stark in die Kreditmärkte ein. Die Bank of Japan kontrollierte die Geschäftsbanken. Wurden die Quoten für bestimmte Wirtschaftszweige nicht erreicht, setzte es Strafen.

Einerseits half dies Japan, seine industrielle Basis auszubauen. Andererseits hat diese Strategie zu einer enormen Fehlallokation von Kapital und Ressourcen geführt, da die zentrale Planung unter einem Informationsasymmetrieproblem leidet, wie Friedrich A. Hayek ausführlich dargelegt hat.



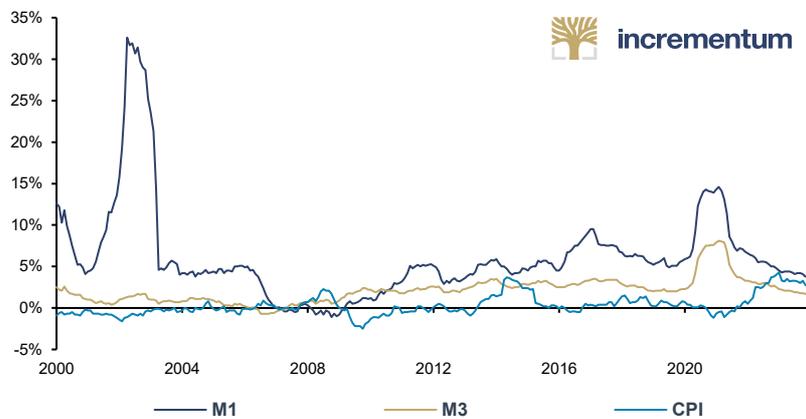
Diese Kreditquoten hatten noch einen weiteren Nebeneffekt. Wie in Professor Werners „Princes of the Yen“ erläutert, gingen die Banken, um diese Kontingente zu erfüllen, dazu über, die Kreditvergabe auch dann zu erhöhen, wenn es keinerlei Nachfrage nach Krediten gab. Dies wurde durch die Vergabe risikoreicherer Kredite erreicht, was die Geldmenge erhöhte und in Japan zu den großen Blasen auf den Finanzmärkten und am Immobilienmarkt führte.

Nach der Rezession lag die durchschnittliche Verbraucherpreis-inflation in Japan zwischen 1990 und 2023 bei 0,6%. Obwohl die Bank of Japan **die erste Zentralbank war**, die in den frühen 2000er-Jahren QE einführte und 2013 die Renditen langfristiger Staatsanleihen deckelte, zog das Wachstum nicht wieder an.

Der Grund für die niedrige Inflation war, dass trotz der Bilanzausweitung der Bank of Japan das Wachstum der weiten Geldmenge in diesem Zeitraum gedämpft blieb. Während die enge Geldmenge M1 zwischen 2000 und 2023 im

Jahresdurchschnitt um 6,1% zunahm, wuchs die breite Geldmenge M3 im Durchschnitt nur um 2,1%, was zu einer durchschnittlichen jährlichen Verbraucherpreis-inflation von 0,3% führte.

Japan M1, M3 und CPI, yoy, 01/2000–12/2023



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

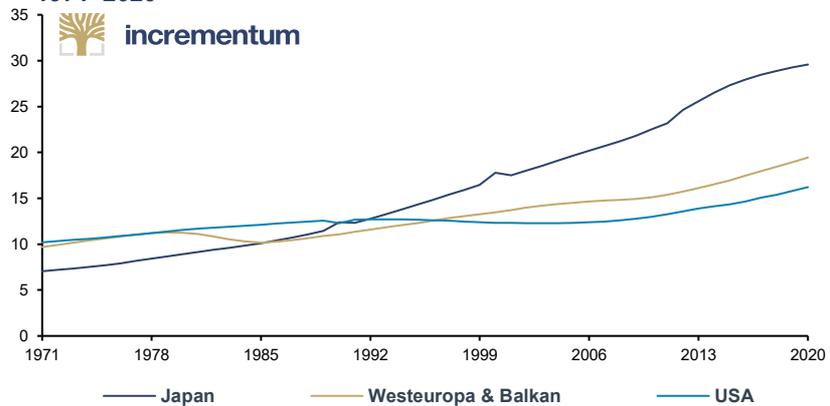
Das geteilte Schicksal einer alternden Bevölkerung

Hope, ladies and gentlemen, is the most important factor for growth. A country ageing CAN still grow as a "hope-driven economy."

Shinzo Abe

Betrachtet man die Ähnlichkeiten zwischen Japan, der Eurozone und den USA, so ist die offensichtlichste Ähnlichkeit die Demographie. 2023 waren **fast 30% der japanischen Bevölkerung** über 65 Jahre alt. Betrachtet man die demografische Entwicklung, so altert Europa deutlich schneller als die USA, aber nicht ganz so extrem wie Japan. Derzeit liegt der Anteil der über 65-Jährigen in Europa bei 19% und in den USA bei 16%.⁶⁰

Bevölkerung 65 Jahre und älter in % der Gesamtbevölkerung, 1971–2020



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Keynesianer haben argumentiert, dass die Alterung der Bevölkerung automatisch zu niedrigerer Inflation, niedrigeren Zinssätzen und

⁶⁰ Siehe „Die Demographie als Inflationstreiber“, In Gold We Trust-Report 2021

With rare exceptions, every businessman and every ordinary person tends to think that the reason why prices go up is because they are pushed up because costs go up...It is perfectly natural that people should think this way because to each individual separately that is the way it looks. But the fact is that this has almost never been the source of inflation. It's the external manifestation of inflation, but not its source.

Milton Friedman

Manche glauben, wir schwimmen im Geld. Wir schwimmen aber nicht im Geld; wir ertrinken allenfalls in Schulden und versuchen, uns dagegen zu wehren.

Wolfgang Schäuble

wirtschaftlicher Stagnation führt.⁶¹ Die Empirie stützt diese Theorie jedoch nicht.⁶²

Man könnte argumentieren, dass eine alternde Bevölkerung das Risiko eines Inflationsanstiegs birgt, weil das Angebot an Arbeitskräften schrumpft, was die Löhne aufgrund der besseren Verhandlungsposition ceteris paribus nach oben treiben sollte. Das wirft die Frage auf, ob dies die gefürchtete Lohn-Preis-Spirale auslösen könnte.

Obwohl sie offensichtlich erscheint, hat die Theorie einige Probleme.

Erstens bieten höhere Löhne den Unternehmen einen Anreiz, in die Verbesserung der Automatisierung zu investieren, wodurch die Nachfrage nach Arbeitskräften und damit die Löhne sinken könnten. Zweitens könnten höhere Preise die Nachfrage verringern und die Gewinne senken, was zu mehr Entlassungen führen würde.

Wenn die Geldmenge nicht steigt, sollten höhere Löhne zu relativen Preisanpassungen führen, die die Nachfrage nach anderen Produktionsmitteln senken und somit zu niedrigeren Preisen führen. Eine Lohn-Preis-Spirale kann nur entstehen, wenn der Wirtschaft ständig neue Währungseinheiten zufließen.

Eine Lohn-Preis-Spirale oder ein sonstiger Anstieg der Produktionskosten kann für sich genommen nicht die Quelle der Inflation sein. **Milton Friedman beschrieb sie korrekt** als eine beobachtbare Auswirkung der Ursache, d. h. einer steigenden Geldmenge.

Verschuldung

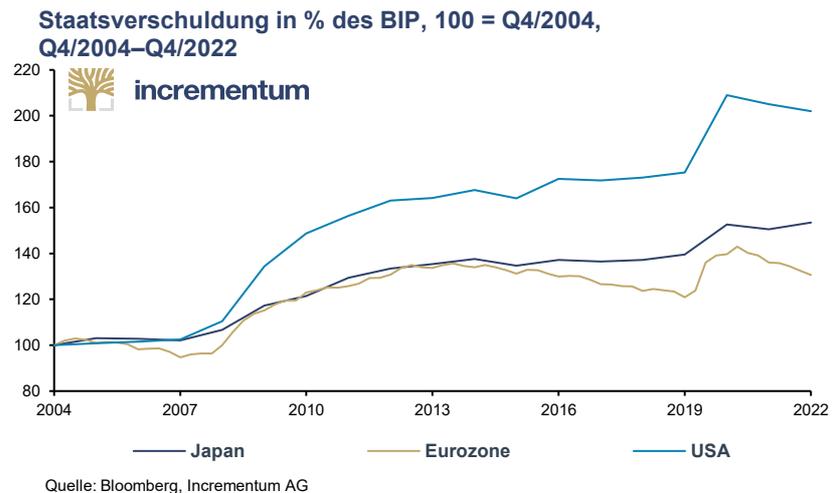
Die Schuldenstände deuten darauf hin, dass die Eurozone und die USA in der Lage sein könnten, den Weg Japans zu beschreiten. Ende 2022 lag die Staatsverschuldung Japans bei 260% des BIP, während die Eurozone eine Schuldenquote von rund 91% und die USA eine Staatsverschuldung von 123% des BIP aufwies.⁶³

Blickt man jedoch etwas genauer auf die Entwicklung der Staatsschuldenquoten in den vergangenen 20 Jahren, sieht die Situation ganz anders aus. Von 2005 bis 2023 hat sich der öffentliche Schuldenstand im Verhältnis zum BIP in den USA verdoppelt, in Japan um 50% und in der Eurozone um lediglich 30% erhöht.

⁶¹ Rachel, Lukas und Summers, Lawrence H.: „On Secular Stagnation in the Industrialized World“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Frühjahr 2019

⁶² Mayer, Thomas und Schnabl, Gunther: „Reasons for the Demise of Interest: Savings Glut and Secular Stagnation or Central Bank Policy?“, CESifo Working Paper, No. 7954, 2019; *siehe auch* „Die Demographie als Inflationstreiber“, *In Gold We Trust-Report* 2021

⁶³ *Siehe* „Status quo der Verschuldungsdynamik“ in diesem *In Gold We Trust-Report*



War die jüngste Inflationswelle nur ein Ausrutscher?

Die jüngste Inflationswelle führte – spät aber doch - zu deutlich höheren Zinssätzen in der Eurozone und den USA. Nach der vorherrschenden Mainstream-Meinung, wie sie von EZB-Volkswirten formuliert wurde,⁶⁴ ist der Anstieg in erster Linie auf Unterbrechungen der Lieferkette zurückzuführen. Weitere Argumente sind, dass der Preisanstieg auf den russisch-ukrainischen Krieg oder auf gierige Unternehmen, die ihre Preise anheben, zurückzuführen ist und nichts mit der expansiven Geldpolitik zu tun hat.

...to anyone who's not a central banker it has become increasingly clear that inflation targeting is a policy of great stupidity.

Richard Cookson

Das wirft die Frage auf, ob die Ergebnisse die gleichen sein werden, wie in Japan und ob der jüngste Anstieg der Verbraucherpreisinflation lediglich ein Ausrutscher war, wie keynesianische Ökonomen behaupten würden.

Wenn es Unterschiede zwischen der Eurozone und den USA im Vergleich zu Japan gibt, würde das darauf hindeuten, dass eine *Japanisierung* zu anderen Ergebnissen führen wird, wenn die westlichen Zentralbanken zu QE zurückkehren oder eine Zinskurvensteuerung umsetzen.

Die Eurozone ist Japan ähnlicher als die USA

We give him (Messi) the ball and stand back and watch.

Thiago Alcantara

Wie Japan sind auch viele europäische Volkswirtschaften auf ein exportorientiertes Wachstumsmodell ausgerichtet, während die US-Wirtschaft eher konsumorientiert ist. Daher spielt der Binnenkonsum in den USA eine viel größere Rolle für das Wirtschaftswachstum als in der Eurozone und Japan.

⁶⁴ De Santis, Roberto A.: "Supply chain disruption and energy supply shocks: impact on euro area output and prices", ECB Working Paper Series, Nr. 2884, Jänner 2024

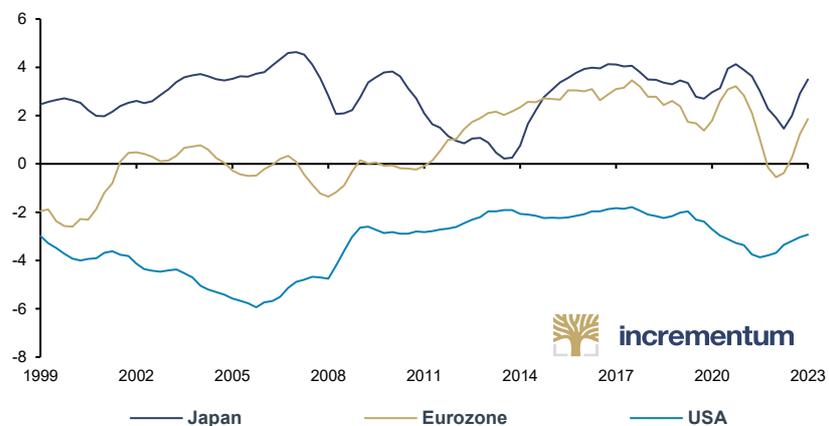
I'm lucky to be part of a team who help to make me look good, and they deserve as much of the credit for my success as I do for the hard work we have all put in on the training ground.

Lionel Messi

Um eine Analogie aus der Welt des Fußballs zu verwenden: Japan und die Eurozone sind die fleißigen Spieler, ähnlich wie Xavi, Iniesta oder Dani Alves früher bei Barcelona, oder Angél DiMaria, Sergio Agüero oder Nicolás Otamendi in der argentinischen Nationalmannschaft, während die USA Lionel Messi repräsentieren, der die Pässe bekommt, die er braucht, um ein Tor zu erzielen.

Zum Beispiel haben beide, Japan und die Eurozone, kontinuierlich Leistungsbilanzüberschüsse erzielt. Im Dezember 2023 wies die Eurozone ein Plus in Höhe von 1,9% ihres BIPs auf, während Japans Leistungsbilanzüberschuss bei 3,5% lag. Auf der anderen Seite weisen die USA kontinuierlich Leistungsbilanzdefizite auf.

Leistungsbilanz in % des BIP, Q4/1999–Q4/2022



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

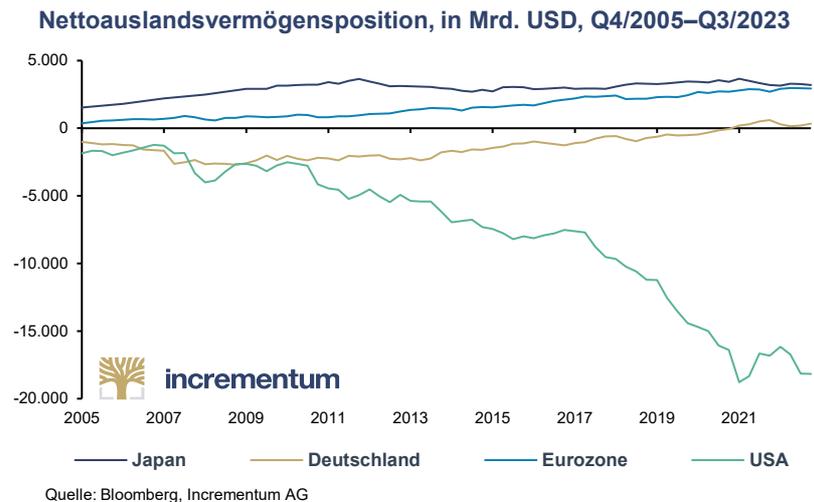
Der Zins ist das Zünglein an der Waage des wirtschaftlichen Gleichgewichts und zeigt genau an, ob die Schale der Produktion oder die des Konsums entlastet werden muß.

Argentarius

Während die USA ständig mehr konsumieren, als sie produzieren, produzieren die Länder der Eurozone und Japan mehr, als sie konsumieren. Leser unseres Reports wissen natürlich, dass dies auf das exorbitante Privileg der USA zurückzuführen ist, dass die Federal Reserve die Reservewährung der Welt druckt. Grob gesprochen exportieren die USA US-Dollar im Austausch für physische Importe aus Europa und Asien und umgekehrt.

Das nominale BIP in der Eurozone folgte Japan in dem Sinne, dass es seit der Weltfinanzkrise 2008 stagniert, ähnlich wie das nominale BIP Japans seit der asiatischen Finanzkrise Mitte der 1990er-Jahre.

Vor allem Deutschland ist in Bezug auf seine Nettoauslandsvermögensposition (NIIP) Japan sehr ähnlich. Beide Länder haben im Laufe der Zeit eine positive NIIP angehäuft, was bedeutet, dass sie mehr Vermögenswerte im Ausland besitzen, als sie Ausländern im Inland schulden. In der Eurozone insgesamt war die NIIP im Jahr 2000 nur leicht negativ, verschlechterte sich dann bis 2010, bevor sie sich in den letzten Jahren deutlich verbesserte und schließlich 2021 ins Positive drehte.



The bad economist pursues a small present good, which will be followed by a great evil to come, while the true economist pursues a great good to come, at the risk of a small present evil.

Frédéric Bastiat

Three things ruin people: drugs, liquor and leverage.

Charlie Munger

The world's biggest casino owner is none other than Japan.

Sunny Ralli

Nach 2010 könnte man sagen, dass die Eurozone etwas Ähnliches getan hat wie Japan. Beide Regionen sind exportorientiert und haben konstant Handelsüberschüsse erzielt, die in ausländische Vermögenswerte investiert wurden, während die USA sich Geld vom Ausland geliehen haben, um ausländische Waren und Dienstleistungen zu erwerben. **Seit 1985 weisen die USA durchgehend eine negative NIIP auf.**

An dieser Stelle muss ein wesentlicher Unterschied zwischen Japan und Ländern der Eurozone wie Deutschland erwähnt werden. Staatsanleihen von Euro-Mitgliedsländern werden auch von ausländischen Anlegern gehalten, während japanische Staatsanleihen überwiegend im Inland gehalten werden.

Aufgrund der extrem niedrigen Zinssätze begannen japanische Anleger in den 1990er-Jahren, sich intensiv am sogenannten *Yen-Carry-Trade* zu beteiligen, bei dem sie Yen zu niedrigen Zinssätzen leihen und in höherverzinsten Fremdwährungsanlagen wie US-Staatsanleihen oder Aktien investieren. Wertet der US-Dollar gegenüber dem Yen auf, erhöhen sich die Renditen noch weiter. Im Laufe der Zeit haben die Anleger ihr Risiko bei diesem Handel durch den Einsatz von massivem Leverage erhöht. Vereinfacht könnte man sagen, dass Japan sich selbst verschuldet und dann riskante Investitionen im Ausland tätigt.

Auch die Aktienmärkte in Europa und Japan scheinen sich bemerkenswert ähnlich zu sein. Die Seitwärtsbewegung der europäischen Aktien deutet darauf hin, dass Europa seit Anfang der 2000er-Jahre bereits eine *Japanisierung* erfahren hat, während der US-Aktienmarkt den Anlegern kontinuierliche Erträge bescherte.

Vor kurzem brach der japanische Nikkei-Index aus seiner jahrzehntelangen Seitwärtsbewegung aus und erzielte nach 34 Jahren ein neues Allzeithoch. Trotz QE und YCC hat Japans Realwirtschaft jedoch weiterhin zu kämpfen, und das Land hat seine Position als drittgrößte Volkswirtschaft der Welt just an Deutschland verloren, das seinerseits in eine Rezession gerutscht ist. **Jüngsten Schätzungen zufolge** wird allerdings das aktuell fünftplatzierte Indien beide Länder bis 2027 überholt haben. Dies verdeutlicht die anhaltenden Herausforderungen, vor denen Japan steht.

Nikkei 225, Euro Stoxx 50 und S&P 500, 100 = 01/1987, 01/1987–04/2024



Der Unterschied zwischen QE und Zinskurvenkontrolle (YCC)

Sir, I can now understand the term “quantitative easing” but I realise that I no longer understand the meaning of the word “money”, please advise...

Gerald Hill

Die Hauptziele von QE waren die Senkung der langfristigen Renditen, die Anhebung der Verbraucherpreisinflation, die Förderung der wirtschaftlichen Stabilität und die Ankurbelung des Wachstums. Während QE-Programme eine nominale Menge an Anleihen festlegen, die die Zentralbank zu kaufen beabsichtigt, nimmt die Zinskurvenkontrolle die langfristigen Zinssätze direkt in den Blick. Die Zinskurvenkontrolle soll verhindern, dass diese über ein bestimmtes Niveau hinaus ansteigen, um den Markt für Staatsanleihen funktionsfähig zu halten.

Quantitative Lockerung und Zinskurvensteuerung in der Geschichte

Zum ersten Mal wurde die Zinskurvenkontrolle in den USA während des Zweiten Weltkriegs im Jahr 1942 eingeführt, nachdem die Inflation angestiegen war und die Besorgnis über die Ausweitung des Budgetdefizits zunahm.⁶⁵ Der Grundgedanke wurde jedoch bereits von John Maynard Keynes in einem Brief an Präsident Roosevelt während der Großen Depression im Jahr 1933 ausgeführt:⁶⁶

„I see no reason why you should not reduce the rate of interest on your long-term Government Bonds to 2½ per cent or less with favourable repercussions on the whole bond market, if only the Federal Reserve System would replace its present holdings of short-dated Treasury issues by purchasing long-dated issues in exchange. Such a policy might become effective in the course of a few months, and I attach great importance to it.“

1947 führte die Bank of England ebenfalls eine Zinskurvenkontrolle ein und deckelte die langfristigen Zinssätze auf 2,5%. Solche Operationen

⁶⁵ Siehe auch „Einleitung“, In Gold We Trust-Report 2021; „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, In Gold We Trust-Report 2021; „Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far! – Exklusivinterview mit Russell Napier“, In Gold We Trust-Report 2021

⁶⁶ Amamiya, Masayoshi: „History and Theories of Yield Curve Control“, Keynote Speech at the Financial Markets Panel Conference to Commemorate the 40th Meeting, 11. Jänner 2017, S. 3

They knew [QE] didn't work in Japan... but it is just that the Japanese used it the wrong way... They just blow your mind how they say this does not work but then they come to the conclusion that it must work... they know that it does not work, but they keep on claiming: 'QE did not fail we just cannot identify the benefits'... I am paraphrasing, but I am not paraphrasing that much.

Jeff Snider

後悔先に立たず

Reue kommt immer zu spät.

Japanisches Sprichwort

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

Roland Baader

wurden zwar nicht systematisch, aber immer wieder für kurze Zeiträume bis 1971 durchgeführt und trieben den Bestand an Staatsanleihen der Bank of England kontinuierlich nach oben.⁶⁷

Im Vergleich zur Steuerung der Zinskurve ist die quantitative Lockerung (QE) ein relativ neues politisches Instrument der Zentralbanken. Sie wurde erstmals 2001 von der Bank of Japan mit dem Ziel eingeführt, das Wachstum zu fördern und die Inflationsrate anzuheben. Trotz aller Bemühungen gelang es der Bank of Japan nicht, die angestrebten Ziele zu erreichen. Diese QE-Programme wurden von 2001 bis 2006 umgesetzt, gefolgt von weiteren Ankaufsprogrammen in den Jahren 2010, 2013 und einem weiteren im Jahr 2014, in dem die Bank of Japan plante, jährlich Anleihen im Wert von 80 Bill. JPY zu kaufen. Im Juli 2020 hielt die Bank of Japan mehr als 50% aller ausstehenden japanischen Staatsanleihen.

Nach der Weltfinanzkrise war die Federal Reserve die erste Notenbank, die Japan folgte und zwischen 2008 und 2015 drei Programme zur quantitativen Lockerung initiierte. 2011 sprang die Bank of England auf den QE-Zug auf und die EZB folgte im Jahr 2015. **Alle drei Zentralbanken erzielten dieselben Ergebnisse wie Japan, denn es gelang nicht, Wachstum und Inflation nachhaltig anzukurbeln.** Alle Notenbanken standen vor demselben Problem. Theoretisch sollte QE die Banken dazu ermutigen, ihre Kreditvergabe zu erhöhen, doch die Banken waren dazu nicht bereit. **Schließlich kann man ein Pferd zum Wasser führen, trinken muss es aber selbst.**

2019 fügte die Bank of Japan die Zinskurvenkontrolle als geldpolitisches Instrument in Kombination mit QE, besser bekannt als QQE, hinzu. Auf dem Höhepunkt der Corona-Pandemie im Jahr 2020 nahmen die Bank of England, die EZB und die Federal Reserve alle QE-Programme wieder auf, um die Stabilität der Finanzmärkte zu gewährleisten. Abgesehen von der Bank of Japan versuchen alle anderen genannten Zentralbanken derzeit aktiv, ihre Bilanzen zu reduzieren, besser bekannt als *Quantitative Tightening* (QT).

Wie die Zinskurvenkontrolle umgesetzt wird

Die Analyse der potenziellen Auswirkungen einer Rückkehr zu QE und einer Zinskurvenkontrolle in der Eurozone und den USA hängt davon ab, wie und wo sie zuerst umgesetzt wird. Im Falle Japans kauft die Bank of Japan aktiv Staatsanleihen, um die Zinssätze zu drücken. **Russell Napier hat jedoch darauf hingewiesen**, dass finanzielle Repression die andere Möglichkeit wäre, und er nimmt an, dass die Zentralbanken auf diese Weise vorgehen werden.

Wenn man davon ausgeht, dass Zinskurvenkontrolle mittels finanzieller Repression durchgeführt wird, könnte es dazu kommen, dass die politischen Entscheidungsträger private Investoren zwingen, Staatsanleihen aufzukaufen, um die Renditen notfalls per Gesetz zu begrenzen. Außerdem kann man davon ausgehen, dass die Zinskurvenkontrolle im Anschluss zu einer Wiederaufnahme von QE umgesetzt wird, wenn sich herausstellt, dass die gewünschten Effekte nicht

⁶⁷ Amamiya, Masayoshi: „History and Theories of Yield Curve Control“, Keynote Speech at the Financial Markets Panel Conference to Commemorate the 40th Meeting, 11. Jänner 2017, S. 3f.

eintreten. Aufgrund des US-Dollar-Privilegs und der Federal Reserve unter Jerome Powell, die versuchen wird, eine Rückkehr so lange wie möglich zu vermeiden, ist die Wahrscheinlichkeit höher, dass QE und Zinskurvenkontrolle zuerst in der Eurozone umgesetzt werden.

Folgen einer Rückkehr von QE und einer möglichen Zinskurvenkontrolle in der Eurozone

Vor der Pandemie und dem Ausbruch des Ukraine-Krieges war ein japanisches Szenario das wahrscheinlichste Szenario für die Eurozone.

Die jüngsten geopolitischen Ereignisse und die Wirtschaftspolitik haben dies geändert. Schließlich verfügt Japan über eine starke industrielle Basis und einen soliden Produktionssektor und ist in den Bereichen Forschung und Entwicklung sowie neue Technologien äußerst effizient und wettbewerbsfähig. Im Gegensatz dazu hat die Eurozone vor allem von einer soliden Industrie profitiert, die sich hauptsächlich auf Deutschland konzentriert.

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

Russell Napier

Die derzeitige Wirtschaftspolitik und die hohen Energiepreise haben jedoch zu einem Rückgang der Industrieproduktion geführt und viele Unternehmen dazu veranlasst, ihre Produktion in andere Teile der Welt, wie die USA und Asien, zu verlagern. In Zukunft werden die Regierungen der Eurozone wahrscheinlich versuchen, dieser Entwicklung entgegenzuwirken und die Industrie zu subventionieren, um sie an der Abwanderung zu hindern.

Doubt is the origin of wisdom.

René Descartes

Abgesehen von einem Anstieg der Staatsverschuldung ist es zweifelhaft, ob dies zu einer wesentlichen Belebung des Wirtschaftswachstums führen würde, und zwar aufgrund mehrerer Faktoren. Erstens fehlen in der Eurozone qualifizierte Arbeitskräfte, um diesen wirtschaftlichen Wandel zu vollziehen, und es ist bisher nicht gelungen, qualifizierte Migranten anzuziehen, weil andere Länder für qualifizierte Arbeitskräfte oftmals attraktiver sind.

Zweitens ist Europa ein rohstoffarmer Kontinent, es mangelt gerade auch an den Rohstoffen für die grüne Wende. Und drittens ist die Eurozone bereits weit hinter China zurückgefallen, das derzeit bei der Produktion von Solarzellen, Batterien und Elektrofahrzeugen führend ist. Ende Februar hat das erste chinesische Schiff mit 3.000 Elektrofahrzeugen seine Ladung in Deutschland gelöscht, und China plant den Bau von 200 Schiffen dieser Größe, um den Export von Elektrofahrzeugen massiv anzukurbeln.

Um diese Probleme zu lösen, müssten die Länder der Eurozone hohe Defizite akzeptieren, um die heimischen Unternehmen zu subventionieren. Die EZB wird – eher früher als später – vermutlich zu QE zurückkehren müssen und wird höchstwahrscheinlich die Renditekurve steuern, um die Schuldenlast erträglich zu halten. Es ist jedoch höchst zweifelhaft, ob das Ergebnis ein höheres Wachstum sein wird. Die offensichtlichsten Folgen sind wahrscheinlich ein abgewerteter Euro und eine geringere Produktion für den inländischen Konsum aufgrund einer Fehlallokation von Arbeitskräften.

Financial repression moves wealth from savers to debtors, and from old to young people.

Russell Napier

Höhere Importpreise, geringere Produktion und höhere Verschuldung könnten die Inflation in der Eurozone in die Höhe treiben. Wenn wir uns an dieser Stelle erneut **Russell Napier in Erinnerung rufen**, könnten die Regierungen Kreditgarantien bereitstellen, um die Geldmenge weiter auszuweiten. Es ist jedoch schwer vorstellbar, dass dies abgesehen von höheren Inflationsraten zu einem nachhaltigen Wachstum führen würde. Hinzu kommt, dass die Eurozone ständig an mehr statt an weniger Regulierung arbeitet.

Die Federal Reserve wird sich den politischen Zielen beugen

Wenn die EZB und die Regierungen der Eurozone all diese Maßnahmen umsetzen und die Federal Reserve zur Seite tritt, könnte dies eine markante Aufwertung des US-Dollars bewirken. Dies begünstigt zwar die Importe, steht aber diametral zu den erklärten Zielen der beiden US-Präsidentschaftskandidaten, die die Industrie in die USA zurückholen wollen.

In a world of quantitative easing, the old adage of “don’t fight the Fed” needs to be rewritten as “don’t trust the Fed.”

Russell Napier

Um dies zu erreichen, bräuchten die USA einen schwächeren und nicht einen stärkeren US-Dollar, denn eine stärkere heimische Währung macht die Produktion im Ausland im Vergleich zur heimischen Produktion billiger, was auch bedeutet, dass es den US-Exporten schadet. Aktuelle Daten deuten darauf hin, dass die anhaltende Stärke des US-Dollars die US-Industrieproduktion bereits beeinträchtigt.

DXY und US-Industrieproduktion, 01/2019–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Darüber hinaus befürworten beide US-Präsidentschaftskandidaten höhere Defizite, um ihre Ziele zu erreichen, was in Zeiten, in denen die Zinssätze bereits deutlich höher sind als im letzten Jahrzehnt, problematisch ist. Dies treibt die US-Zinsausgaben und damit das Defizit noch weiter in die Höhe. Abgesehen von der hohen Wahrscheinlichkeit, dass das derzeitige Zinsniveau der US-Wirtschaft irgendwann schadet, liegt es auf der Hand, dass diese politischen Ziele den politischen Druck auf die Federal Reserve erhöhen und irgendwann eine Änderung bewirken werden.

Wenn die Federal Reserve dem vorgeschriebenen Szenario nachgibt, wird das neu gedruckte Geld seinen Weg in die Realwirtschaft durch

Staatsausgaben zur Subventionierung von Industrien finden. Dies wird die Verbraucherpreisinflation anfachen und damit auch die Zinsausgaben und die Staatsverschuldung. Man sollte jedoch nicht ausschließen, dass die Regierung die derzeit gesetzlich vorgeschriebene Anpassung der Sozialversicherungsleistungen an die Inflation irgendwann beendet. **Da Joe Biden und Donald Trump jeweils ihre letzte Amtszeit antreten würden, könnten sie die Bevölkerung in dieser Hinsicht überraschen.**

Guess there's nothing like the element of surprise.

Alex Turner

Ehrlich gesagt ist es schwer vorstellbar, dass diese Maßnahme allein die Zinskurvenkontrolle verhindern wird. **Wie der US-amerikanische Gitarrist und Sänger John Mayer in seinem Lied „Stop this Train“ treffend singt, weiß man, dass man nicht aussteigen kann, auch wenn man es möchte:**

*„Stop this train
I want to get off and go home again
I can't take the speed it's moving in
I know I can't
But honestly, won't someone stop this train?“*

Die Auswirkungen dieser Maßnahmen auf die Anlageklassen

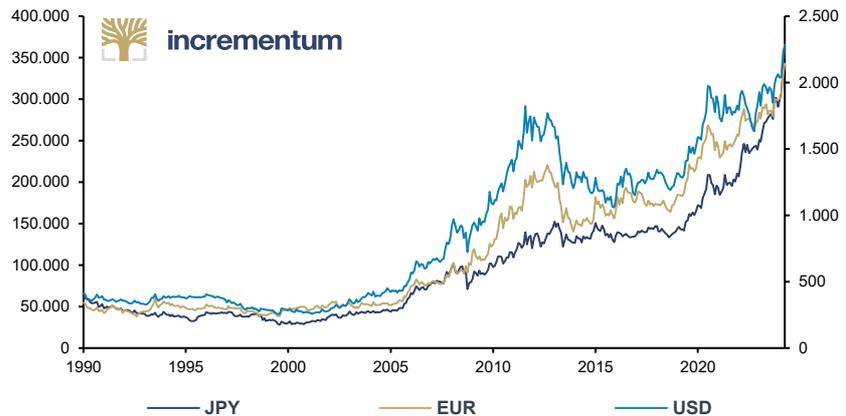
Die drängende Frage lautet nun natürlich: „Was bedeutet das für die Vermögenswerte?“ und, da es sich um den In Gold We Trust-Report handelt, „Was bedeutet das für Gold?“

It is no use trying to sum people up. One must follow hints, not exactly what is said, nor yet entirely what is done.

John Greenleaf Whittier

Wenn die EZB und die Federal Reserve ihre Geldpolitik wieder lockern und Japan folgen, dann könnte die Entwicklung des Goldpreises in Yen einen Hinweis darauf geben, wohin sich der Goldpreis in Euro und US-Dollar entwickelt. Seit der Einführung von QQE in Japan im Jahr 2019 brach der Goldpreis in Yen aus und es begann ein solider Aufwärtstrend, der von einem Allzeithoch zum nächsten führte. Im Herbst 2023 wurde dann zum ersten Mal die Marke von 300.000 JPY durchbrochen. **Selbst die erste Erhöhung der Zinsen** durch die BoJ seit 2007 am 19. März und die damit einhergehende Beendigung der seit 2016 andauernden Phase mit negativem Leitzins konnte dem Goldpreis in Yen nichts anhaben.

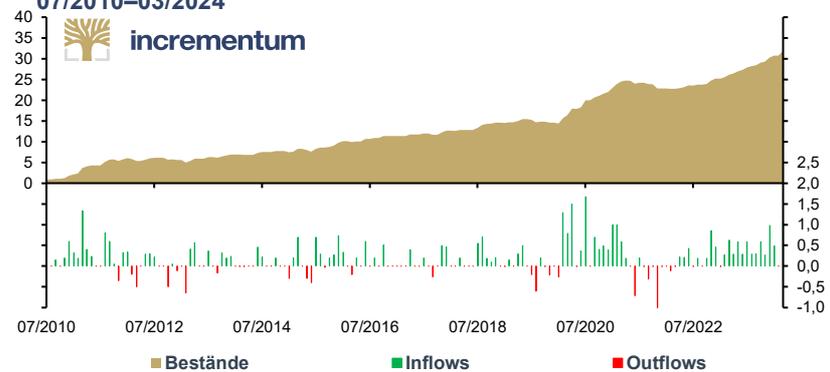
Gold, in JPY (lhs), und USD, EUR (rhs), 01/1990–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Nachdem die Federal Reserve begann, die Zinssätze zu erhöhen, und die Bank of Japan beschloss, die Geldpolitik locker zu halten, verlor der Yen gegenüber anderen wichtigen Währungen an Wert. Infolge des Wertverlusts **erhöhten japanische Anleger** ihre Nachfrage nach Gold und börsengehandelten Goldfonds. Interessanterweise stiegen die asiatischen ETF-Bestände ab 2022 weiter an, während die ETF-Bestände in Europa und den USA zurückgingen.

Japanische Gold-ETF-Bestände (lhs), und Flows (rhs), in Tonnen, 07/2010–03/2024

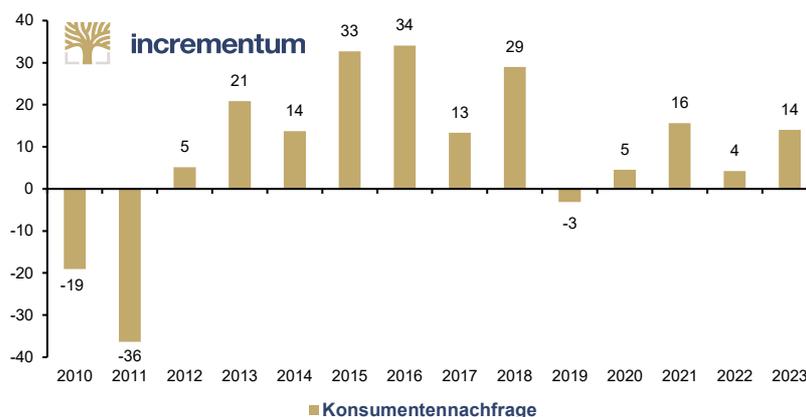


Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Wisdom shines when polished.
Japanisches Sprichwort

Betrachtet man die Konsumentennachfrage, so waren die japanischen Konsumenten vor 2012 auf der Verkäuferseite zu finden. Seit 2013 sind sie auf der Käuferseite, nur 2019 überstiegen die Verkäufe die Käufe leicht.

Japanische Konsumentengoldnachfrage, in Tonnen, 2010–2023



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Historisch gesehen hält die Bank of Japan im Vergleich zur Federal Reserve und den Zentralbanken der Eurozone nur einen kleinen Teil ihrer Aktiva in Gold. Seit dem Jahr 2000 hat die Bank of Japan ihre Goldbestände um rund 90 Tonnen aufgestockt, wodurch der Anteil der Goldreserven an den Gesamtreserven von 0,4% auf 4,3% gestiegen ist, ein Niveau, das seit Anfang der 1980er-Jahre nicht mehr erreicht worden ist. In US-Dollar ausgedrückt, sind die Goldreserven seit Anfang der 2000er-Jahre stetig gestiegen und befinden sich derzeit auf einem Allzeithoch.

Japanische Goldreserven, in % der Gesamtreserven (lhs), und in Mrd. USD (rhs), 01/1980–12/2023



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

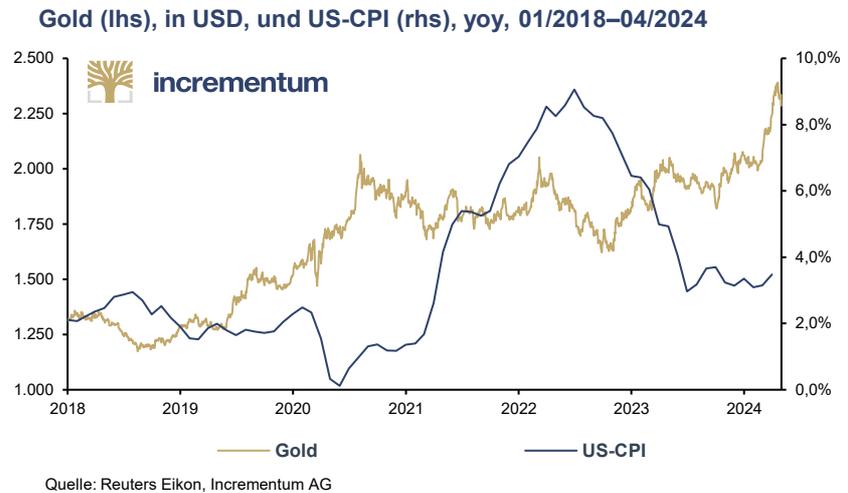
In inflationären Zeiten dient Gold in der Regel als Absicherung, auch wenn Finanzfachleute immer wieder spötteln, dass die jüngste Inflationswelle gezeigt habe, dass Gold keine gute Inflationsabsicherung sei, weil sich Gold trotz einer stark anziehenden Inflation bewege.

I've never lost a game, I just ran out of time.

Michael Jordan

Dabei wird übersehen, dass der Goldmarkt die Inflation bereits vorweggenommen hat und seitwärts tendierte, als sich eine Straffung der Geldpolitik abzeichnete. Ähnlich wie Michael „Air“ Jordan Situationen antizipierte, um zu punkten, zahlt es sich aus, eine solche Transaktion vorab auszuführen, um Marktverschiebungen vorwegzunehmen. Nehmen wir an, jemand investiert in Gold, um sich gegen die Inflation abzusichern, nachdem diese bereits

in die Höhe geschneit ist, und er kann das Eingreifen der Zentralbank vorhersehen.



Human reason can neither predict nor deliberately shape its own future. Its advances consist in finding out where it has been wrong.

Friedrich August von Hayek

Alle diskutierten Maßnahmen lassen vermuten, dass die Eurozone und die USA in den nächsten Jahren mit strukturell höheren Inflationsraten konfrontiert sein werden, was für einen höheren Preis für Gold (und Bitcoin) spricht. Sachwerte würden in einem solchen Umfeld ebenfalls profitieren, insbesondere Rohstoffe und verwandte Industrien, die für die angestrebte grüne Wende benötigt werden. Da die traditionellen Energiesektoren in den letzten Jahren unter chronischer Unterinvestition gelitten haben, sollten sie aus unserer Sicht ebenfalls profitieren.

Obwohl Investitionen in Staatsanleihen in diesem Szenario nominal verlockend wirken, führen sie in solchen Phasen hoher

Inflationsvolatilität meist zu realen Verlusten. Was die Währungen betrifft, so dürfte der US-Dollar jedoch im Vergleich zu den meisten Fiat-Währungen der König bleiben, abgesehen vom japanischen Yen und wahrscheinlich dem Schweizer Franken, da die Bank of Japan nicht mehr lockern kann und die Schweizerische Nationalbank nicht mehr lockern wird als die Federal Reserve oder die EZB. In diesem Szenario würde der Yen-Carry-Trade aufgrund der raschen Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar unter Druck geraten. Unser Gefühl ist, dass Japan im Szenario der *Japanisierung des Westens* profitieren wird.

The greatest trick the Devil ever pulled was convincing the world he didn't exist.

Charles Baudelaire

Der größte Trick, den der Teufel je vollbracht hat, war es, die Welt davon zu überzeugen, dass es ihn nicht gibt. Symbolisch betrachtet könnte Japans monetäres Experiment als ein ähnlicher Trick angesehen werden, der darauf hindeutet, dass eine lockere Geldpolitik nicht so schädlich ist wie befürchtet.

Allerdings waren die Auswirkungen vielleicht weniger offensichtlich, und die Dinge erschienen besser, als sie es tatsächlich waren. Es ist möglich, dass Japans Geldpolitik die ganze Zeit von Akumas Schatten umgeben war. Wenn die Geldpolitiker in der Eurozone und den USA einen ähnlichen Ansatz verfolgen, könnten wir einen *Akuma Afterglow* erleben, der die versteckten Folgen dieser Politik offenbart, mit ganz anderen wirtschaftlichen Folgen.

Ein geldschöpfendes
Multi-Asset-
Goldproduzent und -
Erkundungsunternehmen
mit einem starken
Wachstumsprofil in
Simbabwe



**Blanket
Gold Mine:**

Bedeutende
Produktionssteigerung
+75 koz pa



**Neue Asset-
Akquisitionen**

legen den Grundstein
für eine Multi-Asset-
Strategie und ein
erhebliches
Wachstumspotenzial



Verpflichtung,
**Liquidität an unsere
Aktionäre
zurückzuführen**

Dividendenauszahlung
vierteljährlich, seit 2012



Wichtiger
Arbeitgeber in
Simbabwe mit großen
sozialen und
wirtschaftlichen
Beiträgen

Strategie und Ausblick

Wachstum gefördert durch Geldschöpfung aus der Produktion der Blanket Gold Mine

Beginn der Weiterentwicklung der neuen Assets in Simbabwe

Gleichgewicht zwischen Aktionärsrendite und Investitionen in Wachstum

Fortsetzung der Strategie, eine Multi-Asset-Goldproduktion in Simbabwe aufzubauen

The Golden Constant von Roy Jastram – „Inflationary Deflation“

„Could we better understand what was going on in the present if we knew more about the historical relationship of gold to other prices? Might we find something systematic in its history to give us a more perceptive appreciation of current monetary events.“

Roy Jastram

- *The Golden Constant* von Roy Jastram hilft dabei, die Portfolioeigenschaften von Gold besser zu verstehen. Das Buch lieferte den ersten statistischen Beweis dafür, dass Gold seine Kaufkraft über lange Zeiträume – in diesem Fall fünf Jahrhunderte – beibehält.
- Die meisten Anleger sehen Gold als Absicherung gegen Inflation. Die überraschendste Erkenntnis von Jastram war, dass Gold in einer Deflation noch besser abschneidet.
- Historisch gesehen endet ein Schuldenzyklus, wenn Schulden das Wirtschaftssystem überfordern. Die Überschuldung wird durch eine deflationäre Schuldenkrise beseitigt – die *Große Depression* ist das letzte Beispiel.
- Der aktuelle Zyklus dauert wesentlich länger als frühere Zyklen, weil die politischen Entscheidungsträger Zugang zu beinahe unbegrenzter Schuldenschöpfung haben. Die Welt ist mit über 300 Bill. USD verschuldet, und wir befinden uns in der letzten Phase dieses Zyklus.
- Angesichts der Fähigkeit der politischen Entscheidungsträger, unbegrenzten Kredit zu schaffen, könnte das Ende dieses Schuldenzyklus etwas anders aussehen. Wir erwarten eine „*Inflationary Deflation*“. Gold sollte zu den Gewinnern zählen, egal ob im Rahmen eines deflationären oder eines inflationären Endgames.

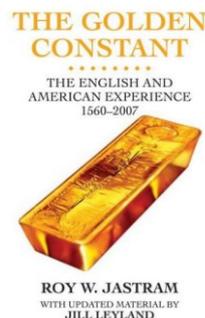
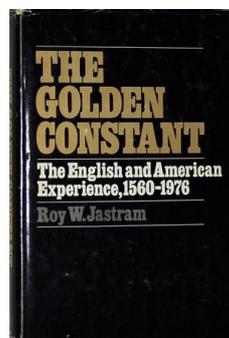
Wie kann ein wenig bekanntes, altes und sehr schwer zu beschaffendes Buch über Gold dabei helfen, die Anlagemöglichkeiten für Gold heute und die globalen makroökonomischen Aussichten insgesamt zu verstehen?⁶⁸

„The Golden Constant“ von Roy Jastram

Roy Jastram has produced a systematic study of the purchasing power of gold over the longest consistent datasets available.

Saifedean Ammous

Professor Roy Jastrams bahnbrechendes Werk „The Golden Constant“ (TGC) trug den Untertitel „The English and American Experience, 1560–1976“ und wurde 1977 veröffentlicht. Gebrauchte Exemplare von TGC wechselten vor der Veröffentlichung einer aktualisierten Ausgabe im Jahr 2009 für mehrere hundert Euro den Besitzer. Nach unseren jüngsten Recherchen sind gebrauchte Exemplare der ersten Auflage nicht mehr erhältlich.



Quelle: Paul Mylchreest

Roy Jastram wurde 1915 in Kalifornien geboren und erwarb seinen Dokortitel an der Stanford University. Nach Stationen beim *National Resources Planning Board* und beim *National Bureau of Economic Research* diente er im Zweiten Weltkrieg bei der Marine. Nach dem Krieg wechselte Jastram an die University of California in Berkeley und wurde dort Professor für Betriebswirtschaftslehre. 1982 zog er sich aus der Lehre zurück und verstarb 1991. Neben „The Golden Constant“ schrieb Jastram ein zweites Buch mit dem Titel „Silver: The Restless Metal“, das 1981 veröffentlicht wurde.

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

Gerald M. Loeb

1936 arbeitete Jastram für das Ökonomie-Institut der Stanford University. Jastram wurde mit einem Forschungsprojekt beauftragt, das folgende Frage beantworten sollte: „War Geld in vergangenen Jahrhunderten mehr wert als heute?“ Man muss bedenken, dass die Welt zu dieser Zeit fast die gesamte bekannte Geschichte über eine Art von Hartgeldstandard hatte – ungeachtet der regelmäßigen unglücklichen Versuche, ihn zu umgehen, oft aufgrund von Kriegen und imperialer Überdehnung –, sodass diese Frage legitim war.

Die daraus resultierende Forschungsarbeit, die von einem Industriellen finanziert worden war, wurde nie veröffentlicht. In der Folge ruhte Jastrams Interesse an Gold bis 1968, als der Goldpreis mit dem Zusammenbruch des Londoner Goldpools explodierte, was sich als Katalysator für den Übergang zum heutigen

⁶⁸ Dieser Artikel wurde unter der maßgeblichen Federführung unseres Freundes Paul Mylchreest verfasst. Paul verfügt über 30 Jahre Analystenerfahrung (ua. Warburg, Schroders und Citibank). Neben einem kurzen Abstecher in den Öl- und Gassektor war er mehrere Jahre lang als Global Macro & Cross Asset Strategist tätig, zunächst selbstständig und später beim US-Frohstoffhändler Archer Daniels Midland. Im Jahr 2005 begann er mit der Analyse von Minenaktien bei Crédit Agricole Chevreux. Derzeit arbeitet er bei Hardman & Co.

globalen System der ungedeckten Fiat-Währungen erwies. Wie Jastram gleich zu Beginn seines Buches feststellt:

„Able scholars and inquisitive laymen have conjectured for centuries about the economic role of gold and the causes of its fluctuations in value and purchasing power. My aim is to crystalize these speculations by the use of quantitative evidence ...“

Die Kaufkraft von Gold seit 1560

There is, however, one common way the value of all forms of assets, fixed or liquid, and all kinds of income, earned or otherwise, can be evaluated.

That common denominator is a precious metal, usually, gold.

Roy Jastram

Gold will be around, gold will be money when the dollar and the euro and the yuan and the ringgit are mere memories.

Richard Russell

Jastrams Werk ist im Wesentlichen eine Geschichte der Kaufkraft des Goldes und lieferte den ersten statistischen Beweis dafür, dass Gold seine Kaufkraft über sehr lange Zeiträume – in diesem Fall mehr als fünf Jahrhunderte – erhalten konnte, daher auch der Buchtitel *The Golden Constant*.

Der erste Chart gibt die Kernaussage der Forschungen von Jastram wieder. Er zeigt einen Index für die Kaufkraft von Gold, der die Daten des Vereinigten Königreichs für den Goldpreis und einen Index der Großhandels-/Produzentenpreise für die Jahre 1560–1800 sowie die US-Daten ab 1800 verwendet.

Der Chart belegt, dass die Kaufkraft von Gold immer wieder auf ein Niveau zurückkehrt, das man als „Gleichgewichtsniveau“ bezeichnen könnte. Dies geschieht in der Regel, nachdem der Goldpreis über Jahrzehnte hinweg dieses „Gleichgewichtsniveau“ sowohl nach unten als auch nach oben hin deutlich überschießt.



Unserer Meinung nach ist es bezeichnend, dass die Kaufkraft des Goldes in den letzten sechzig Jahren – ein Zeitraum, der durch eine beispiellose Anhäufung von Schulden auf globaler Ebene gekennzeichnet war – übermäßig nach unten geschossen ist. **Ein ähnliches Überschießen nach oben käme folglich nicht überraschend.**

Gold in Zeiten von Inflation und Deflation

As the centuries passed, this trust in the metal was reinforced again and again.

Roy Jastram

Jastram definierte Inflation als eine Periode schnell steigender Preise und Deflation als eine Phase schnell fallender Preise. Bis zu einem gewissen Grad sind diese Definitionen subjektiv, wie er in *The Golden Constant* festhält: „*Since I cannot hope to argue my way through to any common agreement on such subjective matter, I simply adopt an arbitrary schema and state my considered selection of terminal dates...*“.

In seinem Buch definiert Jastram inflationäre und deflationäre Perioden wie folgt:

Inflationäre und deflationäre Perioden

Inflationär	Deflationär
1623–1658	1658–1669
1675–1695	
1702–1723	1723–1738
1752–1776	
1792–1813	1813–1851
1897–1920	1873–1896
1934–1976	1920–1933

Quelle: The Golden Constant, Incrementum AG

Bei näherer Betrachtung der Schlussfolgerungen von Jastram zeigt sich, dass Gold zumindest in der Anfangsphase eine relativ schlechte Absicherung gegen die Inflation sein kann. Wir haben im ersten Chart mehrere Inflationsperioden in Rot hervorgehoben. Der Chart zeigt jedoch auch, dass Gold während der Napoleonischen Kriege, des US-amerikanischen Bürgerkriegs und des Zweiten Weltkriegs eine wirksame Inflationsabsicherung darstellte.

In this book we discover the stability of gold in yet another context. Its price has been remarkably similar for centuries at a time. Its purchasing power in the middle of the twentieth century was very nearly the same as in the midst of the seventeenth century.

Roy Jastram

Die Tatsache, dass Gold in manchen Inflationsperioden schlecht abschnitt, lässt sich rational erklären. In der Mitte des sechzehnten bis zur Mitte des siebzehnten Jahrhunderts führten Goldimporte aus der Neuen Welt nach Europa, allen voran nach Spanien, zu einer drastischen Erhöhung der Geldmenge. Auch hier ist zu bedenken, dass Gold während des größten Teils der Geschichte entweder Geld war oder eng mit Geld verbunden war, sodass ein Anstieg des allgemeinen Preisniveaus manchmal vorübergehend zu einer geringeren Kaufkraft in Gold führte.

Es gab noch einen weiteren Faktor, der die Fähigkeit von Gold einschränkte, als Absicherung gegen Inflation zu fungieren. Dies wurde von Jastram nicht bemerkt, oder er zog es vor, dies nicht zu kommentieren. Während des größten Teils des Zeitraums seit 1560 gab es keinen freien Markt für Gold. Der Preis wurde von den Königen bzw. Regierungen festgelegt und diese Preisfixierung konnte relativ lange Zeiträume überdauern, bis sie sich schließlich den Marktkräften beugen musste.

Die heutige Situation ist natürlich eine gänzlich andere. Politiker und Zentralbanker haben ihr Bestes getan, um Gold aus dem Währungssystem zu

eliminieren, auch wenn die Bedeutung von Gold bei den Zentralbankreserven seit mehr als einem Jahrzehnt wieder zunimmt. Da die politischen Entscheidungsträger jedoch weiterhin die Flexibilität des gegenwärtigen Geldsystems (miss)brauchen, haben sie Gold standardmäßig als Alternative zu ungedecktem Geld definiert. Die letzte Periode hoher Inflation, die im Buch behandelt wird, war 1966–1980, als die durchschnittliche jährliche Inflationsrate in den USA 6,9% betrug und der Goldpreis von 35 USD/Unze auf 850 USD/Unze anstieg.

In the absence of a gold standard, there is no way to protect savings from the confiscation through inflation. There is no safe store of value.

Alan Greenspan

The first panacea for a mismanaged nation is inflation of the currency.

Ernest Hemingway

Betrachten wir nun aber die Zeiten der Deflation. Die überraschendste Schlussfolgerung von Jastram war, dass sich der Goldpreis „*very well during periods of deflation*“ entwickelt. Wir haben einige dieser Deflationsperioden im obigen Chart in schwarzer Farbe hervorgehoben. Nur wenige professionelle Anleger würden heutzutage behaupten, dass Gold in deflationären Zeiten gut abschneidet, da sie es in erster Linie als Absicherung gegen die Inflation sehen. Dennoch ergibt es Sinn.

In Zeiten der Deflation sinken die Warenpreise in Geld, d. h., der reale Wert des Geldes steigt. Wie J. P. Morgan einst bekanntermaßen sagte: „Gold ist Geld. Alles andere ist Kredit.“ In Zeiten der Deflation ist zu erwarten, dass der Wert des Goldes gegenüber den Warenpreisen und den Preisen von Vermögenswerten, die durch ökonomische Stärke gestützt werden, wie z. B. Aktien, andere Rohstoffe und Immobilien, ansteigt.

Das Verständnis von Jastrams Arbeit hebt eine Schlüsseleigenschaft hervor, durch die sich Gold von allen anderen Finanzanlagen einschließlich Rohstoffen unterscheidet: Gold ist der einzige finanzielle Vermögenswert, der sowohl bei Inflation als auch bei Deflation überdurchschnittlich gut abschneidet.

Die folgende Tabelle zeigt, welche Anlageklassen in inflationären und deflationären Zeiten über- bzw. unterdurchschnittliche Erträge erzielen. Gold und Rohstoffe schneiden in inflationären Zeiten besser ab, Gold und Anleihen dagegen in deflationären Zeiten.

Wertentwicklungen der Anlageklassen während Inflation und Deflation

	Inflation	Deflation
Outperform	Gold Rohstoffe Immobilien	Gold Anleihen
Underperform	Aktien Anleihen	Aktien Rohstoffe Immobilien

Quelle: Paul Mylchreest, Incrementum AG

Auf die relative Performance von Gold im Vergleich zu anderen Anlageklassen werden wir noch näher eingehen. Zunächst ist es hilfreich, wenn wir uns einen Rahmen schaffen.

Der Rahmen: langfristige Verschuldungszyklen

Es gibt eine Reihe von Gründen, warum das derzeitige Anlageumfeld chaotisch erscheint:

- Unsicherheit über die Politik der Zentralbanken und darüber, wann die Zinsen gesenkt werden;
- Volatile Inflationserwartungen;
- massive staatliche Defizit Ausgaben;
- Risse in Chinas Immobilienblase;
- regionale Bankenkrise in den USA und
- geopolitische Risiken in der Ukraine und im Nahen Osten.

In fact, as Prof Roy W. Jastram demonstrated clearly in his seminal work The Golden Constant, gold acted as a better hedge against deflation than inflation, both in absolute terms and relative to other assets. This can be seen to be so through detailed price records over seven centuries.

Leserbrief an die Financial Times, 30.10.2010

Western culture is prejudiced for we think everything is a straight line. My introduction to cycles was actually in high school. The teacher brought in a movie we were to watch in class the Toast of New York. This was about the Jim Fisk manipulation of gold in 1869... Suddenly the world was not a straight line.

Martin Armstrong

Unserer Meinung wird die undurchsichtige Gemengelage klarer, wenn man diese im Kontext der langfristigen Schuldenzyklen betrachtet. Die Grundlage unseres Rahmens bildet der *Kondratieff-Zyklus* (K-Zyklus) bzw. die „lange Welle“. Der sowjetische Wirtschaftswissenschaftler Nikolai Kondratieff (1892–1938) identifizierte lange Zyklen in seinem 1925 erschienenen Buch „The Major Economic Cycles“. Kondratieff konzentrierte sich hauptsächlich auf Preise und Zinssätze, obwohl es eine Reihe von weiteren Faktoren gab, darunter den technischen Fortschritt und die Kapitalakkumulation.

Die primäre treibende Kraft ist die Ausweitung der Verschuldung und in der Endphase das Streichen von Schulden (via Schuldenschnitt, finanzieller Repression, etc.). Überraschenderweise wissen Analysten den Rahmen der langen Wellen kaum zu schätzen, und Ökonomen meiden ihn. Nathan Mager, der Autor von „The Kondratieff Waves“, erklärt dies wie folgt:

„There is a general reluctance to accept the fact that economic forces run in preordained mechanistic cycles, particularly those forces involving the actions of intelligent humanity. The doctrines of free will and the human capacity for self-determination is as deeply ingrained in us as religious belief.“

In einem *The New Yorker*-Artikel mit dem Titel „The Secret Cycle“ über Martin Armstrong, einen anderen Zyklus-Analysten, stellte der Journalist Nick Paumgarten 2009 fest: *„The writer was told repeatedly that some of the biggest investors out there view even the wackier cycle theories with respect.“*

Auch Ray Dalio von Bridgewater Associates hat in den letzten Jahren ausführlich über Zyklen geschrieben. Am 7. Juni 2023 merkte Dalio auf *Bloomberg TV* an: *„In my opinion, we are at the beginning of a very classic late, big cycle debt crisis ...“*

Unsere Analyse zeigt, dass ein typischer langfristiger Schuldenzyklus einen Zyklus von Wiedergeburt, Wachstum, Reifung und Tod durchläuft, der die Voraussetzungen dafür schafft, dass sich der Prozess wiederholt, wenn auch jedes Mal auf etwas andere Weise und in etwas anderer Länge. Jeder Zyklus lässt sich in

vier Hauptphasen unterteilen, bezeichnet nach den Jahreszeiten, also Frühling, Sommer, Herbst und Winter.⁶⁹

Inflation is unjust and deflation is inexpedient.

John Maynard Keynes

Cycles exist because there MUST always be two opposing forces in everything. We are awake by day sleep by night (most of us anyhow). Hold your hand straight up in the air. No problem for most. Now keep it there. You will suddenly see that you run out of energy...This is why markets cannot go up forever nor down forever.

Martin Armstrong

Die Preise und Zinssätze steigen vor allem im Frühling und Sommer, während sie im Herbst und Winter fallen. Die durchschnittlichen Inflationsraten liegen im Frühling bei 2–3% oder weniger und im Sommer bei 4–5% oder mehr. Der Herbst ist im Allgemeinen durch eine mäßige Deflation oder Disinflation im aktuellen Zyklus und der Winter durch eine stärkere Deflation gekennzeichnet.

Bei der Verschuldung ist der Trend etwas anders. Im Herbst steigt die Verschuldung rasant an und führt in Verbindung mit sinkenden Zinssätzen und Disinflation/Deflation typischerweise zu Vermögensblasen bei Aktien, Anleihen und Immobilien. Am Ende der Herbst-Phase bricht das System wegen Überschuldung zusammen.

Der Übergang in den Winter wird in der Regel durch einen Börsencrash eingeleitet. In den ersten drei Schuldenzyklen waren dies:

- die Panik von 1825;
- die Panik von 1873; und
- der Wall Street Crash 1929.

In der letzten Phase wird das System schließlich von enormer Verschuldung, verschwenderischem Konsum, fehlgeleitetem Kapital und Vermögenspreisblasen befreit. Die verschiedenen Phasen und ihre typischen Merkmale in einem langfristigen Schuldenzyklus lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Zusammensetzung eines typischen langfristigen Schuldenzyklus

	Frühling	Sommer	Herbst	Winter
Wesentliche Merkmale	Wiedergeburt	inflationärer Überfluss	Verschuldungsbedingte Vermögensblasen	Abrechnung
Verschuldung	steigend	rasch ansteigend	rasch ansteigend	fallend
Inflation oder Deflation	leichte Inflation	Hohe Inflation	leichte Deflation oder Disinflation	Deflation
Zinssätze	Langsam ansteigend	rasch ansteigend	langsam fallend	rasch fallend
BIP-Wachstum	hoch	hoch	sinkende Wachstumsraten	negativ/niedrig
Outperform	Aktien Immobilien Rohstoffe	Gold Immobilien Rohstoffe	Aktien Anleihen Immobilien	Gold Anleihen
Underperform	Gold Anleihen	Aktien Anleihen	Gold Rohstoffe	Aktien Anleihen Rohstoffe

Quelle: Paul Mylchreest, Incrementum AG

Unsere Schätzungen für den Zeitpunkt dieser langfristigen Kondratieff-Zyklen sind in der nachstehenden Tabelle aufgeführt.

⁶⁹ Siehe „Der langfristige Schuldenzyklus“, In Gold We Trust-Report 2021

Kondratieff-Zyklen seit der industriellen Revolution

Kondratieff-Zyklen	Zeitraum	Dauer (Jahre)
K-1	1788–1843	56
K-2	1844–1896	53
K-3	1897–1933	37
K-4	1934–?	90

Quelle: Paul Mylchreest, Incrementum AG

However, in such a highly-leveraged system at the peak of a long-term debt cycle, with debt that was only able to reach such extreme levels in the first place due to consistent policy intervention during the preceding decades, a series of initial defaults would start triggering a tidal wave of more defaults, and it all would collapse like a Jenga tower.

Lyn Alden

Der derzeitige Schuldenzyklus zählt bereits 90 Jahre und ist der mit Abstand längste. Er ist mehr als 30 Jahre länger als der nächstkürzere von 56 Jahren, der von 1788 bis 1843 dauerte. Der Grund dafür steht in direktem Zusammenhang mit dem Unterschied zwischen dem aktuellen Fiat-Geldsystem mit seiner – nennen wir es – „Flexibilität“ und den Goldstandards früherer Zyklen.

Die Finanzkrisen nach der Lehman-Pleite im Jahr 2008 und nach dem Ausbruch von Covid-19 im Jahr 2020 brachten die Weltwirtschaft an den Rand des wirtschaftlichen Zusammenbruchs. Beide Male antwortete die Politik mit einer starken Ausweitung der Verschuldung infolge hoher Defizite, Bankenrettungen und quantitativer Lockerung. In den drei vorangegangenen Schuldenzyklen war dies nicht möglich, da die Politik durch verschiedenste Ausprägungen des Gold- und Silberstandards eingeschränkt war.

Ohne Eingriffe hätte die Weltwirtschaft eine Schuldendeflation erlebt, vielleicht ähnlich wie bei der Großen Depression von 1929 bis 1933. Es hätte schmerzhaft Jahre der wirtschaftlichen Anpassung gegeben. Diese hätten jedoch den Boden für einen neuen Aufschwung bereitet. Genau das haben wir bei früheren langfristigen Schuldenzyklen erlebt. Wir haben zuvor postuliert, dass die Verschuldung die Hauptursache für diese Zyklen ist, und es lohnt sich, die Mechanismen der Verschuldung genauer zu betrachten, als es die große Mehrheit der keynesianisch gesinnten Ökonomen gewohnt ist.

The way you create deflation is you create an asset bubble.

Stanley Druckenmiller

Schulden haben eine zeitliche Funktion; sie verlagern den Konsum von Waren und Dienstleistungen aus der Zukunft in die Gegenwart. Es ist wahrscheinlich nicht allgemein bekannt, dass die drei früheren Schuldenzyklen alle auf dieselbe Weise endeten. Im Anschluss an eine Finanzkrise wurden die überschüssigen Schulden mit „Resets“ aus dem System entfernt als Folge der Schuldendeflationen in den Jahren 1825–1843, 1873–1896 bzw. 1929–1933. In diesen drei Zeiträumen stieg der Goldpreis real um 26%, 20% bzw. 122%, während die Aktienkurse stark rückläufig waren.

Performance von Aktien gegenüber Gold in der Endphase langfristiger Schuldenzyklen

Schuldenzyklus	Winterphase	Aktien*	Gold (nominal)	Gold (real)
K-1	1825–1843	-78%	0%	26%
K-2	1873–1896	-22%	-10%	20%
K-3	1929–1933	-89%	69%	122%

Quelle: Paul Mylchreest, Incrementum AG
*Höchststand bis Tiefststand

Der aktuelle Schuldenzyklus

The pattern of borrowing, spending more than you make, and then having to spend less than you make very quickly resembles a cycle. This is as true for a national economy as it is for an individual. Borrowing money sets a mechanical, predictable series of events into motion.

Ray Dalio



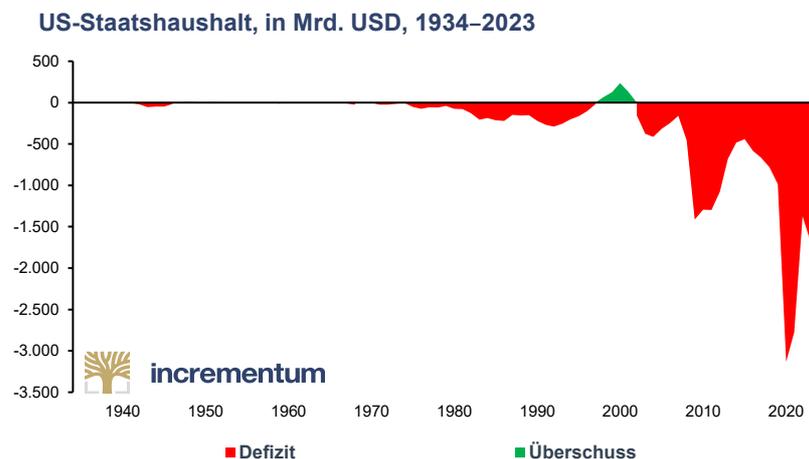
Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Die Welt wird von Schulden überflutet. Das *Institute of International Finance (IIF)* schätzt, dass die Gesamtverschuldung im dritten Quartal 2023 weltweit 307 Bill. USD erreicht hat. Dies entspricht fast 300% des globalen BIP. Aus der Perspektive der globalen Verschuldung haben wir *Terra incognita* betreten.

Betrachten wir die USA. Da Gold in US-Dollar notiert und der US-Dollar die Weltreservewährung ist, sind die Aussichten für das US-Währungssystem kritisch. Vom Anstieg der weltweiten Schulden in Höhe von 143 Bill. USD im Zeitraum 2008–2023 entfielen allein auf die USA mehr als 23 Bill. USD, wobei die Staatsverschuldung von 10 Bill. USD auf mehr als 33 Bill. USD stieg.

Wir sollten betonen, dass der aktuelle Schuldenstand die Lage der US-Regierungsfinanzen erheblich unterbewertet, denn er schließt den aufgelaufenen Wert der ungedeckten Verpflichtungen für Sozialversicherung und Medicare aus. Der jüngste „*Financial Report of the United States Government*“ des *Bureau of the Fiscal Service* schätzt diese auf 79,5 Bill. USD.⁷⁰

Der folgende Chart zeigt den Überschuss bzw. das Defizit des jährlichen US-Bundshaushalts seit dem Ende der Großen Depression im Jahr 1934 und dem Beginn dieses langfristigen Schuldenzyklus. Sie veranschaulicht, in welchem Ausmaß sich die US-Staatsfinanzen in den letzten Jahren im Gefolge von Lehman weit über historische Niveaus hinaus entwickelt haben. Das Defizit im Jahr 2023 betrug 1,7 Bill. USD.



Haushaltsdefizite unter einer Billion US-Dollar werden wohl so bald nicht wieder vorkommen. Nach den Prognosen des *US Congressional Budget Office (CBO)* wird das Defizit in den nächsten zehn Jahren tendenziell ansteigen und im Jahr 2033 2,7 Bill. USD erreichen.

⁷⁰ Siehe Kapitel „Status quo der Verschuldungsdynamik“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Die Abwicklung dieses Schuldenkreislaufs

*Stop being a horse with blinders.
There is a big world around you.
You have to see the world in its
entirety or else you will fail.*

Martin Armstrong

*Exponential curves have the
tendency to slap you in the face
way before you see them coming.*

Gigi

*Politicians and central bankers
of monetary sovereign nations
simply don't have an incentive to
go down that Jenga-tower
deflationary collapse route,
especially since it was in part
due to their policy in the first
place that debt was able to get so
high.*

Lyn Alden

Sollten die politischen Entscheidungsträger die Kontrolle verlieren, könnte die Abwicklung dieses Schuldenzyklus erneut in einer Schuldendeflation resultieren. In diesem Fall wären wir vertrauensvoll, dass Gold wieder zu den „Gewinnern“ zählen wird.

Wir haben jedoch im Rahmen der letzten Krisen (Große Finanzkrise, Corona-Krise) gesehen, dass bei jeder Krise das Ausmaß der inflationären Gegenmaßnahmen entsprechend größer sein musste. Obwohl die große Mehrheit der Weltbevölkerung dies nicht wahrnimmt, geschweige denn die meisten Finanzexperten, haben die politischen Entscheidungsträger die ultimative Finanzblase geschaffen. **Die derzeitige Finanzblase liegt im (Fiat-)Geld selbst.**

Wir sind davon überzeugt, dass sich bei der Abwicklung dieses Schuldenzyklus die Hauptthemen wiederholen werden, die in den Endphasen der drei vorangegangenen Schuldenzyklen eine Rolle gespielt haben: Schuldenabbau und Deflation. Da die politischen Entscheidungsträger jedoch eine unbegrenzte Kreditschöpfung in Anspruch nehmen können, haben sie die Winterphase dieses Zyklus hinausgezögert, indem sie den „Zahltag“ immer weiter aufschieben.

In Anbetracht der Verzerrungen, die seit Lehman im Spiel waren, ist es unsere beste Vermutung, dass das „Endgame“ dieses Mal etwas anders ablaufen wird:

- Schuldenabbau durch Inflation; und
- Deflation bei den Preisen für fast alles, was in „echtem Geld“, d. h. Gold, gemessen wird.

Dies ist das Paradoxon der gleichzeitigen Inflation und Deflation. Das hat uns dazu veranlasst, den Begriff „inflationäre Deflation“ zu kreieren. Aus der Anlageperspektive ist die wichtigste Schlussfolgerung, dass Gold sowohl in der Schuldendeflation als auch in der Inflation – „inflationäre Deflation“ – im Endspiel dieses aktuellen Schuldenzyklus gewinnt, wie Jastrams Werk „The Golden Constant“ nahelegt.

Die Zentralbanken bewegen sich auf einem schmalen Grat, zwischen den Risiken von Inflation und Deflation. Die Inflation erweist sich als zäher als erwartet und könnte sich nun wieder beschleunigen. Andererseits besteht die Gefahr, dass weitere Zinserhöhungen oder die Beibehaltung eines hohen Zinsniveaus über einen längeren Zeitraum hinweg zu einer Schuldendeflation führen, da die Weltwirtschaft mit mehr als 300 Bill. USD verschuldet ist.

In Anbetracht der Flexibilität, die das heutige Geldsystem den politischen Entscheidungsträgern einräumt, halten wir eine "inflationäre Deflation" für das bei weitem wahrscheinlichste Ergebnis, da dem Beginn einer Schuldendeflation mit einer unbegrenzten Schulden-/Kreditschöpfung begegnet werden wird, d. h., es würde wieder einmal heißen: „Whatever it takes“.

Unserer Meinung nach gibt es Anzeichen dafür, dass wir in die Endphase der Winterphase dieses Schuldenzyklus eingetreten sind und sein Ende – ob durch Deflation oder Inflation – am Anlagehorizont näher rückt. In der Tat werden die Schwächen des globalen Finanzsystems immer deutlicher.

Nach dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank am 9. März 2023 standen wir am Rande einer weiteren US-Schuldenkrise. Die raschen Zinserhöhungen der Federal Reserve führten zu enormen, nicht realisierten Verlusten in den Anleiheportfolios, die auf der Aktivseite der Bilanzen der Regionalbanken gehalten wurden. Dies führte zu einem Kreditereignis in Form eines klassischen Bank-Runs, bei dem die Kunden ihre Einlagen, eine Finanzierungsquelle auf der Passivseite der Bankbilanz, abzogen. Die Regionalbanken waren gezwungen, Anleihen zu verkaufen, und es wurden Verluste realisiert, die einige von ihnen rasch zahlungsunfähig machten. Auf den Zusammenbruch der Silicon Valley Bank folgten kurz hintereinander die Zusammenbrüche von zwei weiteren US-Regionalbanken, der Signature Bank und der First Republic.

More specifically, someone's liability is someone else's asset. When you default on a liability, you destroy someone else's asset.
Lyn Alden

Eine ernsthafte Bankenkrise konnte nur durch die 400 Mrd. USD an Rettungsmaßnahmen der *Federal Home Loan Banks* (FHLB) und mehr als 100 Mrd. USD aus dem rasch eingerichteten *Bank Term Funding Program* (BTFP) der Federal Reserve abgewendet werden. Dadurch wurde ein Flächenbrand verhindert, da sonst viele Regionalbanken zusammengebrochen wären.

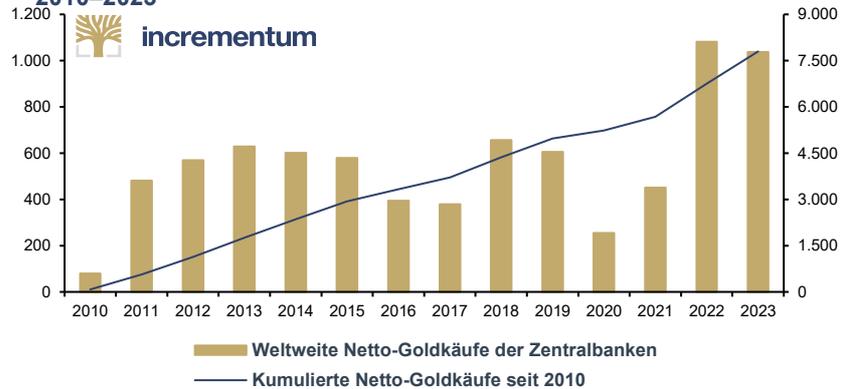
Die US-Regionalbanken wurden zwar gestützt, doch die Probleme sind keineswegs gelöst. Das Gleiche gilt für die Immobilienkrise in China. Einige Kommentatoren schätzen, dass der chinesische Wohnimmobilienmarkt vielleicht die größte Anlageklasse weltweit ist. Mit einer Bewertung in der Größenordnung von 60 Bill. USD ist er vergleichbar mit der gesamten Marktkapitalisierung von US-Aktien.

People often blame policymakers for printing money and other dovish things when a long-term debt cycle starts to go awry, but that's not where the key mistakes are made. Instead, the key mistakes were made in the decades that led up to the peak, with over-use of monetary policy... Once it's built up to that extreme level, including it the sovereign level, the options to deal with it are limited.
Lyn Alden

Anzeichen dafür, dass wir uns in der Endphase dieses Schuldenzyklus befinden könnten, sind auch auf dem Goldmarkt zu erkennen. Der Goldpreis hat im Frühling zahlreiche neue Allzeithochs markiert. Gold ist nicht nur der einzige finanzielle Vermögenswert, der sich bei Inflation und Deflation besser entwickelt hat, sondern auch der einzige, der kein Gegenparteirisiko aufweist. Mit anderen Worten: Für Gold haftet niemand anderes. Dasselbe kann man von Anleihen, Aktien und Bargeld nicht behaupten.

Der nächste Chart zeigt die Aktivitäten der Zentralbanken auf dem Goldmarkt. Seit 2022 sind die Zentralbanken zu den größten Käufern von Gold geworden. Der nachstehende Chart des *World Gold Council* vergleicht die gemeldeten Käufe in den Jahren 2022–23 mit denjenigen seit 2010.

Weltweite Netto-Goldkäufe der Zentralbanken (lhs), in Tonnen, und kumulierte Netto-Goldkäufe seit 2010 (rhs), in Tonnen, 2010–2023



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

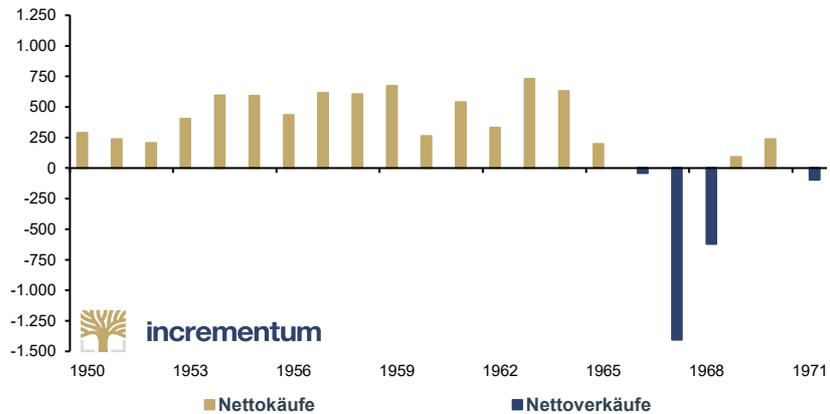
If inflation is the genie, then deflation is the ogre that must be fought decisively.

Christine Lagarde

Mit mehr als 1.000 Tonnen pro Jahr liegen die Goldkäufe höher als in den späten 1960er-Jahren, bevor der Londoner Goldpool 1968 aufgelöst wurde.

Dieses Ereignis wirkte als Katalysator für eine Goldhaushausse, die mehr als ein Jahrzehnt andauerte. Ist ein weiterer Goldbullenmarkt von ähnlicher Dauer in Sicht? **Wir sind der Auffassung, dass die Chancen dafür gut stehen.**

Weltweite Netto-Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 1950–1971



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Auf dem Weg zu einem neuen, goldenen Währungssystem?

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

Es lohnt sich auch, über diese Goldkäufe der Zentralbanken aus einem anderen Blickwinkel nachzudenken. Worauf bereiten sich diese Notenbanken vor? Es war die Politik der Zentralbanken, die maßgeblich zur Entstehung dieser globalen Schuldenblase beigetragen hat. Die Ironie liegt natürlich darin, dass die Zentralbanken zweifelsohne die Aufgabe haben werden, diese Blase aufzulösen.

Wir gehen davon aus, dass – früher oder – später eine Neuordnung des globalen Währungssystems erforderlich sein wird. In der Zwischenzeit haben wir Reden und Artikel von Mainstream-Quellen gesehen, die das Gleiche erörtern. So sprach die geschäftsführende Direktorin des IWF, Kristalina Georgieva, im Oktober 2020 von einem „**New Bretton-Woods moment**“. Ein Artikel der Financial Times sprach im März 2021 von „**Time for a great reset of the financial system**“.

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

“Another”

Wir sind der festen Überzeugung, dass Gold bei diesem Neustart eine wichtige Rolle spielen wird, vermutlich zu einem wesentlich höheren Preis. Abschließend möchten wir anmerken, dass Roy Jastram auch die Notwendigkeit einer grundlegenden Währungsreform unter Einbeziehung von Gold in Betracht gezogen hat.

Im Jahr 1981, ein Jahr vor seiner Pensionierung, hielt Roy Jastram vor der *Security Analysts Society of San Francisco* einen Vortrag mit dem Titel „**The Gold Standard**“. In diesem Vortrag fasste er seine Ansichten über die Notwendigkeit einer Währungsform in den folgenden fünf Punkten zusammen:

1. „There must be a discipline over the money supply.
2. Attempts at monetary discipline when managed by men have not worked.
3. Therefore, I believe there must be management by law, not by men.
4. Those monetary laws that worked best throughout history have been based upon the discipline of the precious metals.
5. The precious metal that has had the most successful experience in stabilizing price levels is gold.“

You can't rule out deflation, just because you've never seen it in your lifetime.

Greg Mankiw

Es sei daran erinnert, dass die Inflationsrate in den USA in den Jahren 1978–1981 zweistellig war. Die aggressiven Zinserhöhungen von Paul Volcker zügelten die Inflation, aber die Wirtschaft war so wenig verschuldet, dass eine ernsthafte Schuldendeflation abgewendet werden konnte. **Jastrams abschließende Worte in seinen Ausführungen vor der Security Analysts Society of San Francisco waren damals verfrüht, sollten aber unter den heutigen Umständen erneut gelesen werden:**

„We are certainly aware by now of the tremendous concern in this country for the return of a trustworthy currency. A gold Commission has been formed by an Act of Congress and I have testified before it. Economists in and out of government are working on a gold solution. The prestigious National Bureau of Economic Research is holding a four-day conference in March devoted solely to the gold standard. All this ferment leads me to believe that a way toward trustworthy currency will be found. It is my personal opinion that gold will play an important part in the solution.“

VGCX

exceptional exploration
 excellence expression exact
 extraordinary experts excel
 extra experienced executives
 expert explorer exhilarating
 excavation examine

VICTORIA GOLD CORP

BUILDING A MINING COMPANY FOCUSED ON THE YUKON



INTEGRATED MINING COMPANY

PRODUCER
 Eagle Gold Mine

DEVELOPMENT
 Brewery Creek, Raven

EXPLORATION
 Lynx, Clear Creek, Gold Dome



Das Imageproblem von Gold im Westen

*„Because gold is honest money
it is disliked by dishonest men.“*

Ron Paul

- Gold hat in der westlichen Hemisphäre ein wachsendes Imageproblem.
- Die *Narrative Machine* (Ben Hunt) versucht Gold in der Öffentlichkeit zu diffamieren, sie hat ein ureigenes Interesse daran, Gold als monetäre Alternative zum Fiat-System zu diskreditieren.
- Viele Menschen haben nur ein sehr oberflächliches Verständnis davon, was Gold ist. Sie verstehen auch nicht wirklich, warum sie eine solche Abneigung gegen Gold haben. Ihre Ablehnung beruht eher auf emotionalen Gründen als auf rationalen Argumenten.
- Inzwischen sind sich die Zentralbanken der Vorteile von physischem Gold voll bewusst und setzen ihre Käufe fort, erst recht infolge des Sanktionskrieges zwischen dem Westen und Russland.
- Ein gewisser Wandel in der öffentlichen Wahrnehmung ist im Gange: Der Verkauf von Goldbarren durch große US-Supermarktketten wie Costco und Walmart erfreut sich sehr großer Nachfrage.

Trotz fabelhafter Zugewinne wird Gold von der Mehrheit der (westlichen) Bevölkerung nach wie vor skeptisch betrachtet – sowohl von professionellen Anlegern als auch von der breiten Öffentlichkeit. Allzu oft werden Investitionen in Gold als angeblich unseriös, nicht nachhaltig, zu riskant und spekulativ bezeichnet. Zunehmend werden sogar explizite politische Schlüsse gezogen. **Warum aber leidet ein seit Jahrtausenden zuverlässiger, sicherer Hafen an einem so schlechten Ruf und wird eher verachtet als gesucht?**

Bevor wir uns der eigentlichen Frage zuwenden, ist zunächst festzustellen, dass diese negative Assoziation mit Gold in der westlichen Hemisphäre vorherrscht, während Länder wie die Türkei, Russland, China, Indien oder der Nahe Osten eine weitaus positivere Einstellung zu Edelmetallen haben.

Wer Gold mag und es besitzt, ist ein Nazi mit Substanz – und diese Substanz ist Gold.

**Jan Böhmermann,
ZDF-Moderator**

Und auch im Westen ist die Ablehnung des Goldes nicht pauschal, sondern eher als ein in der Bevölkerung vorherrschendes Gefühl zu bezeichnen. So besitzen **allein die deutschen Privathaushalte** mehr als 4% des weltweiten Goldes, was in etwa 9.098 Tonnen entspricht. Die Medienlandschaft spiegelt jedoch ein anderes Bild wider: Die Schlagzeilen reichen von „Goldnarren“ über „Auch in der Krise: Gold ist mit Vorsicht zu genießen“, „Der ‚sichere Hafen‘, der Anleger 30 Prozent ihres Geldes kostet“ bis hin zu „50 Kilo Gold und Edelmetalle bei Reichsbürger-Razzia gefunden“. Vor gut einem halben Jahr widmete das Satiremagazin *ZDF Magazin Royale*, moderiert von Jan Böhmermann, eine ganze Folge dem Gold und seinen angeblichen Verbindungen zur rechtsextremen Szene. Höhepunkt war Böhmermanns Aussage: „Wer Gold mag und es besitzt, ist ein Nazi mit Substanz – und diese Substanz ist Gold.“ Man kann sich fragen, ob eine derartige Aussage tatsächlich als satirisch gelten kann.



Quelle: ZDF Magazin Royale vom 1. September 2023

Physical gold is a generational idea - no one cares until everyone will. The best ideas are those, which everyone embraces... afterwards.

Simon Mikhailovich

Warum also diese Verachtung speziell unter Meinungsführern gegenüber Gold? Eine Antwort findet sich in der allgemeinen gesellschaftlichen Verschiebung hin zum Progressivismus, dem raschen Aufkommen der *Woke-Kultur*, die nach immer mehr Regeln und staatlicher Kontrolle ruft. Da das große sozialistische Experiment im 20. Jahrhundert sowohl in der Theorie als auch in der Praxis grandios gescheitert war, bestand die Strategie der akademischen Linken im Umgang mit dieser Niederlage darin, einfach noch einen draufzusetzen: Anstatt die Schlappe einzugestehen und ihre tief verwurzelten Überzeugungen zu revidieren, flüchteten sie sich in Skepsis, Relativismus und dekonstruktiven Nihilismus. Wenn sie mit Beweisen für die Realität konfrontiert werden, erhält man zur Antwort: „That is only logic and evidence; logic and evidence are

When the cycles align, the tectonic plates of history shift.

Ray Dalio

The flight into false security is a logical consequence of the psychological inability to deal with the uncertainty and risk, an inability that has been building up in society for decades, perhaps even centuries.

Mattias Desmet

We are all susceptible to the pull of viral ideas. Like mass hysteria. Or a tune that gets into your head that you keep humming all day until you spread it to someone else.

Ben Hunt

There is a mysterious cycle in human events. To some generations much is given. Of other generations much is expected. This generation has a rendezvous with destiny.

Franklin Roosevelt

subjective; you cannot really prove anything; feelings are deeper than logic; and our feelings say socialism.“⁷¹

Aber auch in der breiteren Bevölkerung konnte gerade in den letzten Jahren eine Verschiebung hin zu einer sozialistischeren Grundhaltung beobachtet werden, vorangetrieben durch das Aufgehen der gesellschaftlichen Wohlstandsschere sowie immer tieferen gesellschaftlichen und politischen Gräben. Das ist kein ungewöhnlicher Trend in den späteren Phasen der großen Wirtschaftszyklen, die die Gesellschaft in regelmäßigen Abständen durchläuft.⁷² In der Regel führt dies zu politisch extremeren Positionen, die sich in Links- und Rechtspopulismus manifestieren. Die Vertreter des linken Spektrums streben eine Umverteilung des Wohlstands an, während die Vertreter des rechten Spektrums versuchen, den (eigenen) Status quo zu erhalten.

Die Narrativ-Maschine in Bezug auf Gold

Da die Gesellschaft durch den sozialen und wirtschaftlichen Zerfall geschwächt wird, steigt das Bedürfnis der Menschen nach Sicherheit. So sucht die sozial zersplitterte Gesellschaft nach Einheit in der Gruppe. **Der Gruppendruck nimmt zu. Der Meinungskorridor, das Overton-Fenster, verengt sich.** Dies hat zur Folge, dass sich die Menschen auf Kosten ihrer persönlichen Neugier stärker an das Glaubenssystem der Gruppe binden. Oder wie Mattias Desmet es beschreibt: „The masses believe in the story not because it’s accurate but because it creates a new social bond.“⁷³

Gold ist das perfekte Beispiel für diese Dynamik. Trotz seines historischen Erbes und seiner hervorragenden Performance in den letzten Jahren wird es von vielen Menschen abgelehnt. Eigenartigerweise haben die meisten von ihnen nur ein sehr oberflächliches Verständnis davon, was Gold ist. Sie verstehen selbst nicht wirklich, warum sie eine solche Abneigung, eine *Aurophobie*, gegen Gold hegen. Daher basiert die Ablehnung eher auf emotionalen Regungen als auf überzeugenden Argumenten. Und wenn ihre Haltung zu Gold in Frage gestellt wird, fällt die Reaktion in der Regel etwas übertrieben aus, indem der Mangel an stichhaltigen Argumenten mit Ad-hominem-Angriffen kompensiert wird.

Das mangelnde Verständnis für Gold deckt sich in der Tat mit dem oben erwähnten Overton-Fenster. Gold gehört derzeit nicht zum Spektrum „erlaubter Meinungen“ in dem Sinne, dass Gold im breiten Mainstream nicht in Mode ist, sondern im öffentlichen Diskurs mit negativen Konnotationen verbunden ist. Dies wird in medialen Schlagzeilen wie der oben erwähnten Sendung von Jan Böhmermann im deutschen öffentlich-rechtlichen Rundfunk sichtbar.

Wer also bestimmt die Richtung und die Dynamik der zulässigen Meinungen? Die Antwort lautet: öffentliche Meinungsmacher. Dabei

⁷¹ Hicks, Stephen R. C.: „Explaining postmodernism“, 2004, S. 90

⁷² Siehe Ray Dalio, *The Changing World Order*, 2021; siehe auch „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“, In *Gold We Trust-Report 2019*, „Populismus und dessen wahre Wurzeln“, In *Gold We Trust-Report 2017*

⁷³ Desmet, Mattias. *The Psychology of Totalitarianism*, 2022

kann es sich um Hollywood-Stars, Politiker, Wissenschaftler, Think-Tanks oder Influencer in den sozialen Medien handeln. Ben Hunt prägte den Begriff „Narrative Machine“, um genau dieses Phänomen zu beschreiben. Während ein Narrativ im Allgemeinen die übergreifenden Ideen und Geschichten beschreibt, die den Rahmen der Gesellschaft für das Verständnis und die Einordnung neuer Informationen bilden, ist die Narrativmaschine ein allumfassendes System strategischer Kommunikation und Spiele, das die Art und Weise, wie wir das Wort wahrnehmen, prägt.

Es wird für Kabarettisten immer schwieriger, die Realität zu übertreffen.

Konrad Paul Liessmann

Im Unterschied zur öffentlichen Meinungsmacherei sind die eigentlichen Vordenker jene, die abseits der öffentlichen Zustimmung ihre Forschungen vorantreiben, so wie beispielsweise viele Vertreter der *Österreichischen Schule der Nationalökonomie*. Dieses Erkenntnisstreben um der Erkenntnis, nicht der öffentlichen Zustimmung willen, erfolgt oft gegen den erbitterten Widerstand dieser Meinungsmacher, ja sogar gegen die Mehrheit der Wissenschaft oder dem Zerrbild eines wissenschaftlichen Diskurses. **Der österreichische Philosoph Konrad Paul Liessmann hat vor kurzem in einem lesenswerten Essay mit dem vielsagenden Titel „Weg mit dem Bekenntniszwang!“ ein Plädoyer gegen den Konformismus und den Aktivismus der Wissenschaft und für die Wissenschaftsfreiheit formuliert.**

Demokratisch-politische Kategorien wie die Zustimmung oder Ablehnung einer Mehrheit sind keine wissenschaftlichen Kriterien.

Gold gets dug out of the ground in Africa or someplace. Then we melt it down, dig another hole, bury it again and pay people to stand around guarding it. It has no utility. Anyone watching from Mars would be scratching their head.

Warren Buffett

Im Bereich der öffentlichen Meinungsbildung spielen im Falle von Gold Politiker und politische Entscheidungsträger sicherlich eine wichtige Rolle. Angesichts des schwierigen wirtschaftlichen Umfelds und der kontinuierlichen Entwertung der Währung haben sie ein ureigenes Interesse daran, Gold als monetäre Alternative zum Fiat-Geldsystem zu diskreditieren. Ein breiteres Bewusstsein für die Gegenüberstellung von Gold und Papiergeld würde den inflationären Verfall des Letzteren bestätigen. Stattdessen werden restriktive Maßnahmen und Vorschriften gefördert, um die Kontrolle über das Geschehen zu behalten und das Vertrauen der Gesellschaft in das System aufrechtzuerhalten.

Diffamierungsfall Gold

We want what other people want because other people want it, and it's penciled-in eyebrows all the way down, down to the depths of the nth circle of hell where we all die immediately of a Brazilian butt lift, over and over again.

Dayna Tortorici

Während in der Vergangenheit der Besitz von Gold per Gesetz mitunter vollständig verboten war,⁷⁴ kommen heutzutage die häufigsten Einschränkungen für Gold in Form der oben beschriebenen gesellschaftlichen Diffamierungen. Diese ähneln jenen, denen die Kryptowährungen, allen voran Bitcoin als ihr prominentestes Mitglied derzeit ausgesetzt sind. **Die häufigsten Anschuldigungen** gegen Kryptowährungen sind der massive Energieverbrauch und die vermeintliche Umweltverschmutzung sowie die Erleichterung illegaler Aktivitäten durch ihre angebliche Anonymität. Parallel dazu und weitaus subtiler haben die westlichen Regierungen unter Führung der USA auch bereits damit begonnen, **gegen die Kryptowährungsbranche vorzugehen**. Um nur ein aktuelles Beispiel zu nennen: Nach dem Konkurs der *Signature Bank*, die drittgrößte Bankpleite in der US-Geschichte im März 2023, verkaufte die US-Einlagensicherung die verbleibenden

⁷⁴ Siehe „Eine kurze Geschichte der Goldkonfiszierungen“, In Gold We Trust-Report 2021

Seeing how Russia's overseas assets were frozen after its invasion of Ukraine, anti-Western countries are eager to accumulate gold holdings on hand.

Emin Yumurazu

Vermögenswerte und Einlagen mit Ausnahme derjenigen von Kryptounternehmen. Laut Nachrichtenberichten wurde von jedem Käufer verlangt, alle Kryptogeschäfte von über 4 Mrd. USD aufzugeben. Dies bestätigt den Verdacht des Wall Street Journals, wonach „Signature's seizure was motivated by regulators' hostility toward crypto.“

In einer zunehmend geopolitisch gespaltenen Welt und angesichts der Militarisierung des US-Dollars durch die US-Regierung gegen feindliche Nationen, die daraufhin unter anderem auf Gold zurückgreifen, um den US-Dollar zu umgehen, scheint ein ähnliches Vorgehen gegen Goldbesitzer nicht mehr allzu abwegig zu sein. **Doomberg hat den Ablauf einer möglichen**

Propagandakampagne gegen Gold wie folgt skizziert:

- Goldbesitzer sind reiche Steuerbetrüger
- Goldbesitzer sind Putin-Sympathisanten
- Goldbesitzer sind unpatriotisch
- Goldbesitzer werden für die Abgabe ihrer Goldbarren gut entschädigt
- Goldbesitzer stellen ein Risiko für die nationale Sicherheit dar
- Goldbesitzer ermöglichen das organisierte Verbrechen.

Praktische Hürden beim Goldkauf

Eine detaillierte und differenzierte Analyse zeigt, dass viele dieser Angriffe auf Edelmetalle und Kryptowährungen unbegründet sind. Dennoch werden jedoch sowohl für Kryptowährungen als auch für Edelmetalle immer aufwendigere rechtliche Anforderungen eingeführt, wobei vor allem auch **Barzahlungen eingeschränkt werden**.

USA

You don't pay taxes, they take taxes.

Chris Rock

So müssen in den USA derzeit alle den Betrag von 10.000 USD übersteigenden Bargeldtransaktionen mit dem Formular 8300 an das IRS gemeldet werden. Dies umfasst Transaktionen mit US-Dollar-Münzen und Banknoten, in Fremdwährungen und in Bargeldäquivalenten wie Reiseschecks, Bankschecks und Zahlungsanweisungen. Beiden Parteien werden über die Meldung informiert. Das Formular 8300 ermöglicht auch die Meldung verdächtiger Bargeldtransaktionen, wenn dies der Empfänger für erforderlich hält, auch wenn der Schwellenwert von 10.000 USD nicht erreicht wird. In diesem Fall wird der Zahlende nicht über die Meldung informiert.

Kürzlich hat das US-Finanzministerium gemeinsam mit dem IRS im Rahmen des *US American Rescue Plan Act* die Herabsetzung der Meldeschwelle auf 600 USD für Zahlungsplattformen Dritter vorgeschlagen. Diese neue Vorschrift würde die Meldung aller Ein- und Auszahlungen ab 600 USD auf ein Bankkonto vorschreiben, wobei Lohn- und Gehaltszahlungen davon ausgenommen wären.

*They wanna get my
Gold on the ceiling
I ain't blind
Just a matter of time
Before you steal it
It's alright
Ain't no blood in my eye.*
**The Black Keys,
Gold on the Ceiling**

In der Zwischenzeit hat das IRS eine Verzögerung bei der Umsetzung dieser neuen Überwachungsvorschrift bekanntgegeben, um einen reibungsloseren Übergang zu ermöglichen und Klarheit für die Öffentlichkeit zu schaffen. Ein Vorschlag für eine höhere Meldegrenze von 10.000 USD ist ebenfalls im Gespräch. Die bereits bestehende Grenze von 20.000 USD bei mehr als 200 Transaktionen wird beibehalten und erfordert weiterhin die Einreichung des Formulars 1099-K. Erklärtes Ziel der Verschärfung der Überwachungsvorschriften ist es, die Einhaltung der Steuervorschriften zu verbessern und gleichzeitig die Steuergerechtigkeit zu erhöhen und das Zwei-Klassen-Steuersystem zu beenden, in dem „die Reichen“ bessere Möglichkeiten haben, sich der Besteuerung zu entziehen.

EU

In der gesamten Europäischen Union gab es bisher keine einheitliche Bargeldobergrenze. Anfang 2024 hat sich das Europäische Parlament jedoch mit dem Europäischen Rat auf die Einführung einer Bargeldobergrenze von höchstens 10.000 EUR geeinigt. Erklärtes Ziel ist die Bekämpfung von Terrorismus, Geldwäsche und Sanktionsumgehung. Diese neue Regelung für Barzahlungen ist Teil des Pakets zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung (AML/CFT).

Immer wenn jemand sagt: "Es geht nicht um das Geld", geht es immer ums Geld.

Simon Mikhailovich

Als Ergebnis der Verhandlungen über das AML/CFT-Paket haben sich das Europäische Parlament und der Europäische Rat auch auf die Einrichtung einer neuen Aufsichtsbehörde, der Anti-Geldwäsche-Behörde (AMLA), geeinigt. Die in Frankfurt ansässige AMLA wird nicht nur mit der Beaufsichtigung der risikoreichsten Finanzunternehmen betraut sein, sondern auch Aufsichtsaufgaben übernehmen und als zentrale Koordinierungsstelle für die EU-Mitgliedstaaten fungieren.

Die in dieser Woche erzielten Vereinbarungen sind ein wichtiger Meilenstein im Kampf gegen Schwarzgeld in der EU.

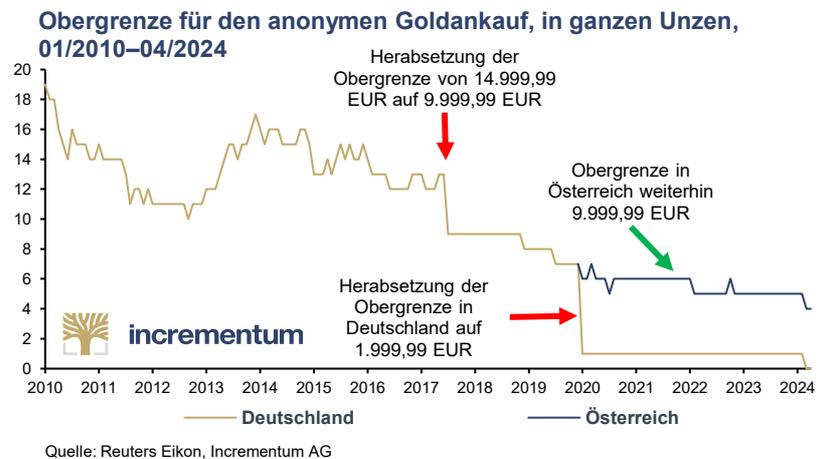
Mairead McGuinness

**EU-Finanzdienstleistungs-
kommissarin**

EU-Mitgliedstaaten, in denen auf nationaler Ebene bereits Obergrenzen bei Bargeldzahlung von unter 10.000 EUR gelten, können diese beibehalten. Derzeit gelten die niedrigsten Bargeldtransaktionsschwellen in Frankreich und Portugal in Höhe von 1.000 EUR pro Transaktion und in Griechenland in Höhe von 500 EUR pro Transaktion. In Italien wurde die Bargeldgrenze von der neuen Regierung unter Georgia Meloni per Anfang 2023 von 2.000 auf 5.000 EUR angehoben. Bereits 2016 wurde die Produktion der 500-Euro-Banknote eingestellt, während die übrigen Scheine mit niedrigerer Wertigkeit weiterhin im Umlauf sind. Zu erwähnen ist außerdem, dass das Einfrieren einer Obergrenze in Zeiten fortlaufender Geldentwertungen dazu führt, dass deren reale Höhe ohne jede Gesetzesverschärfung immer weiter sinkt, sie also fortlaufend strenger wird.

Dieser Effekt der Geldentwertung zeigt sich auch im Goldpreis. So liegt die Obergrenze für den anonymen Ankauf von Gold in Deutschland seit einigen Jahren bei nur mehr 2.000 EUR, weswegen man aktuell – und vermutlich nie mehr – nicht einmal eine Unze Gold anonym erwerben kann. Da Österreich und

die Schweiz eine höhere Grenze haben, können in der Alpenregion weiterhin einige Unzen anonym erworben werden.



Obwohl sich die politischen Entscheidungsträger auf schmutziges Geld, Terrorismusfinanzierung und die Schattenwirtschaft konzentrieren, ist die breite Verwendung von Bargeld in einer Volkswirtschaft kein zuverlässiger Indikator für eine entsprechende Schattenwirtschaft, **wie eine Untersuchung der Deutschen Bank bestätigt.**

*Wer durch des Argwohns Brille schaut,
Sieht Raupen selbst im Sauerkraut.*
Wilhelm Busch

Physisches Gold und Silber mit ihren physischen Eigenschaften wie Erkennbarkeit und Gewicht, die den Transport erschweren, sind für diese Aktivitäten noch weniger geeignet. Darüber hinaus bietet die Abschaffung des Bargelds und der Übergang zu einem rein digitalen Geldsystem nicht automatisch mehr Transaktionssicherheit für den Verbraucher, sondern setzt ihn vielmehr verschiedenen Risiken wie Datenlecks und Datenmissbrauch aus. In Anbetracht eines differenzierteren Verständnisses der Vor- und Nachteile der Verwendung von Bargeld stellt sich die Frage, inwieweit diese Regulierungsbemühungen durch ein allgemeines Misstrauen der Regierungen gegenüber der Bevölkerung und nicht durch eine gezielte Ausrichtung auf Kriminelle motiviert sind.

Nichtsdestotrotz lieben die Zentralbanken Gold

...we are navigating by the stars under cloudy skies. In such circumstances, risk management considerations are critical.
Jerome Powell

Notenbanken in den Emerging Markets sind sich im Unterschied zur breiten (westlichen) Öffentlichkeit der Vorteile von Gold bewusst. Allein im vergangenen Jahr haben die Zentralbanken weltweit ihre Goldbestände neuerlich um mehr als 1.000 Tonnen erhöht, wobei ein Viertel der Zentralbanken beabsichtigt, ihre Goldreserven auch in den kommenden 12 Monaten weiter aufzustocken. Das geht aus dem *2023 Central Bank Gold Reserves Survey* des WGC hervor.

In der Zwischenzeit sind die offiziellen ausländischen Käufe von US-Staatsanleihen zurückgegangen. Dies deckt sich mit den Ergebnissen der oben erwähnten Umfrage des World Gold Councils, in der eine Mehrheit der Zentralbanken die Ansicht vertritt, dass die USD-Währungsreserven in fünf Jahren nur noch zwischen 40 und 50% ausmachen werden. Die EZB beispielsweise **sichert**

The state cannot confiscate your gold by inflation or by bank failure. This is what gives gold most of its value.

BCA Research

nicht einmal ihre in ihr Anlageportfolio eingebrachten Rohstoffrisiken über ihre Goldbestände ab. Die Integration neuer Mitglieder in die Europäische Währungsunion erfordert nach wie vor die Übertragung von physischem Gold an die EZB, wie zuletzt im Fall der Aufnahme Kroatiens. Dennoch hat die EZB ihre Unterschrift unter das Central Bank Gold Agreement (CBGA) nicht erneuert und gleichzeitig bestätigt: „[G]old remains an important element of global monetary reserves, as it continues to provide asset diversification benefits and none of them currently has plans to sell significant amounts of gold.“

Angesichts der jüngsten Militarisierung des US-Dollars gegen Russland und des Einfrierens russischer Auslandsguthaben, wobei von einigen Protagonisten sogar eine Beschlagnahmung der Zinserträge diskutiert wird, hat sich eine neue Dynamik entwickelt. Schließlich wurde nicht bloß das Vertrauen von Einzelpersonen in das internationale Währungssystem erschüttert, sondern jenes der Zentralbanken. Ein „substantial percentage of central banks are concerned about the precedent set by the US freezing of Russian reserves“, so das Ergebnis einer Invesco-Umfrage aus dem Jahr 2023. Dies hat sicherlich dazu beigetragen, dass die Zentralbanken verstärkt Gold nachfragen, da physisches Gold, wenn es im Inland gelagert wird, weniger anfällig für Sanktionen ist als US-Dollar. Ergänzt wird diese Dynamik durch den Rückgang der ausländischen Goldreserven in den Tresoren der Bank of England infolge von Repatriierungen.

Jerome Powell hat sich in letzter Zeit auch sehr wortkarg verhalten, nachdem der Abgeordnete Alex Mooney eine Anfrage bezüglich der Rückführung ausländischer Goldbestände von der Federal Reserve ins Ausland gestellt hatte. Anfang 2024 befanden sich im Tresor der New Yorker Federal Reserve rund 507.000 Goldbarren mit einem Gesamtgewicht von 6.331 Tonnen.

Gold ist grüner als man denkt

Angesichts der beträchtlichen Goldkäufe der Zentralbanken verliert auch das grüne Argument an Gewicht. Oftmals heißt es, Gold sei ein nutzloses Metall im Vergleich zu Kupfer, Lithium, Kobalt und anderen, die in größerem Umfang für die Umsetzung der Energiewende benötigt werden. In absoluten Mengen mag Gold für diesen Zweck weniger gefragt sein, aber als Anlage ist es tatsächlich höchst nachhaltig und weitaus grüner, als man auf den ersten Blick vermutet.

We appear now to be trundling toward a polarized investment world where clients can choose between left- and right-wing money managers. It's a horrible prospect.

John Authers

Nicht nur, dass Gold praktisch unzerstörbar ist und Jahrtausende überdauern kann, da es weder mit der Luft noch mit ihren Bestandteilen wie Sauerstoff, Kohlendioxid und anderen Gasen chemisch reagiert, sondern auch, dass einmal gewonnenes Gold nur genutzt, aber nicht verbraucht werden kann. Mit anderen Worten: **Alles Gold, das jemals gefördert wurde, ist noch vorhanden und kann immer wieder recycelt werden.**

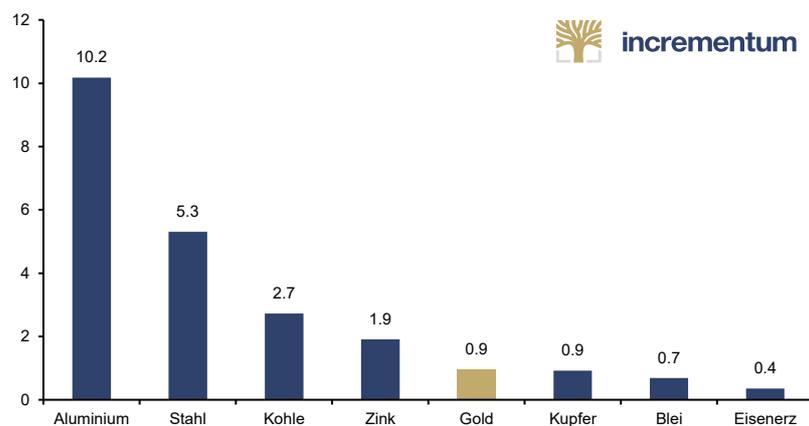
Wie wir im *In Gold We Trust*-Report 2022⁷⁵ detailliert analysiert haben, schneidet Gold im Vergleich zu anderen Metallen wie Eisenerz, Palladium, Zink oder Kupfer

⁷⁵ Siehe „Die neue emissionsarme Wirtschaft: Gold als Retter?“, *In Gold We Trust*-Report 2022

auch bei den CO₂-Emissionen, einem heute weit verbreiteten Maß für Nachhaltigkeit, hervorragend ab.

Darüber hinaus wurden bislang insgesamt nur etwa 210.000 Tonnen Gold gefördert, was der Größe von 3,5 olympischen Schwimmbecken entspricht. Die sozialen und ökologischen Kosten des Goldabbaus können somit auf einen fast unendlich langen Zeitraum abgeschrieben werden, sodass sie gegen Null tendieren. **In Kombination mit seiner Wiederverwertbarkeit kann Gold daher als das nachhaltigste aller Metalle angesehen werden.**

Emissionsintensität pro Einheitswert, in kg CO₂/USD, 2018



Quelle: Metals Focus, S&P Global Market Intelligence, World Steel Association & EIU, World Gold Council, Incrementum AG

Despite the importance of mined products to modern life, the reality is that industry has failed to earn the broad-based trust of society. Changing that is, first and foremost, the industry's responsibility, but it is in everyone's interest to see that happen, for never before has the world needed so much from an industry that is trusted so little.

Rohitsh Dhawan,
CEO International Council
on Mining & Metals

Auch im Vergleich zu Papierwährungen schneidet Gold in Bezug auf die Nachhaltigkeit weitaus besser ab. Der Wertverlust von Gold – also die „Inflationsrate“ von Gold – ist im Laufe der Zeit minimal, da Goldbestände nicht aufgefüllt werden müssen, um ihre Kaufkraft zu erhalten. Papierwährungen hingegen müssen ständig neu gedruckt und neu geprägt werden. Dies führt zu einer beträchtlichen Umweltbelastung. Weltweit sind etwa 1,5 Mrd. Münzen mit einem geschätzten Gewicht von 5,25 Mio. Tonnen im Umlauf, die hauptsächlich aus Nickel, Kupfer und Stahl bestehen. Darüber hinaus werden für die mehr als 200 Mrd. Papiergeldscheine, die immer wieder neu gedruckt werden, enorme Mengen an Baumwolle, Holz, Wasser, Tinte, Polymeren und Energie benötigt, die am Ende ihres Lebenszyklus als Müll entsorgt werden müssen.⁷⁶ Der ökologische Fußabdruck von Fiat-Papierwährungen sollte unbedingt weiter erforscht werden, um die Öffentlichkeit für die Auswirkungen unseres Geldsystems zu sensibilisieren.

Im Goldminensektor gibt es bereits zahlreiche Initiativen und Zertifizierungsstandards zur Gewährleistung von Sozial-, Menschenrechts- und Umweltstandards, wie z. B. die *Initiative for Responsible Mining Assurance* (IRMA), die *Responsible Gold Mining Principles* (RGMPs) und der *Conflict Free Gold Standard*.

Dennoch muss noch viel für das Image im universitären Sektor getan werden, da der Minensektor weiterhin mit einem schlechten Ruf und Vorurteilen zu kämpfen hat. **Wie in einem aktuellen Report von Ernst&Young hervorgehoben**

⁷⁶ Stöferle, Ronald-Peter: „Gold – das grüne Anlagemetall?“, NZZ-Der Markt, 25. Oktober 2022

wird, rangiert der Minensektor – trotz seiner entscheidenden Rolle für die Umsetzung der Energiewende – auf dem letzten Platz aller Sektoren. Dies ist vor allem auf ein mangelndes Verständnis und Vertrauen in der Gesellschaft zurückzuführen, sodass sogar einige Universitäten im Vereinigten Königreich **Minenunternehmen die Rekrutierung von Nachwuchs auf dem Universitätsgelände untersagt haben**, obwohl eigentlich der gegenteilige Ansatz verfolgt werden sollte.

Kommt Gold zu guter Letzt doch im Mainstream an?

Fear is a market... Fearful people are easier to govern.

Gerd Gigerenzer

Darüber hinaus ist die wirtschaftliche Lage in einem Land ein sehr wichtiger Faktor für die Goldnachfrage: Wenn Haushalte in ernsthafte finanzielle Schwierigkeiten geraten, bleibt kein Geld für Investitionen in sichere Anlagen übrig, auch nicht in Gold. **Wie Wolfgang Wrzesniok auf der vergangenen LBMA-Konferenz erläuterte**, ging der jüngste Goldpreisanstieg mit einer erhöhten Verbrauchernachfrage in allen fünf großen Märkten einher, d. h. in China, Indien, der Türkei, den USA und der EU, die alle mit den Herausforderungen eines weltweit gedämpften Wirtschaftswachstums zu kämpfen haben. Ein extremer Ausreißer ist Deutschland, wo die Verbrauchernachfrage im Jahr 2023 **um satte 75% eingebrochen ist**.

Make new friends, but keep the old. One is silver, the other is gold.

Joseph Parry

Betrachtet man den typischen Goldkäufer in Deutschland, lässt sich dieser Trend besser verstehen. Zunächst einmal wird die private Goldnachfrage in Deutschland nicht in erster Linie von vermögenden Privatpersonen getrieben, sondern von Durchschnittsbürgern mittleren Alters, die im internationalen Vergleich nicht übermäßig vermögend und häufig Immobilienbesitzer sind. **Es sind diese Käufer, die sich plötzlich vom Goldkauf abwenden. Aber warum?**

Obwohl der Goldpreis in der Vergangenheit gestiegen ist, sind auch die Opportunitätskosten in Form von deutlich höheren Zinsen angestiegen. Hinzu kommt, dass die anhaltend hohe Inflation die Kaufkraft schmälert und weniger Überschuss für Ersparnisse und Investitionen übrig lässt. Zudem haben die massiv gestiegenen Kosten sowohl für Strom als auch für Erdgas viele Haushalte vor ernsthafte Herausforderungen gestellt. Darüber hinaus hat die Ampelregierung privaten Hauseigentümern strenge Auflagen im Rahmen der politisch gewünschten Energiewende und des Klimaschutzes auferlegt.

I have no views as to where (gold) will be (in the next five years), but the one thing I can tell you is it won't do anything between now and then except look at you.

Warren Buffett

Gleichzeitig hat Costco, einer der größten Einzelhändler in den USA, damit begonnen, seinen Mitgliedern auch Goldbarren anzubieten. Im letzten Quartal 2023 wurden Goldbarren im Wert von mehr als 100 Mio. USD verkauft. Mittlerweile sollen die Goldverkäufe bereits **100 bis 200 Mill. USD pro Monat** betragen. Vor kurzem hat Costco auch mit dem Verkauf von Silbermünzen aufgenommen. Der Einzelhandelsriese **Walmart hat nachgezogen** und sogar einen eigenen Onlineshop für Edelmetalle eröffnet. Es überrascht nicht, dass dies in den Mainstream-Medien sofort Schlagzeilen über Weltuntergangsvorbereitungen auslöste. Der CNBC-Artikel „**How doomsday preppers made gold and silver precious end-of-the-world assets**“ bringt die Käufer von Edelmetallen sogar in

Verbindung mit der Leugnung des anthropogenen Klimawandels und ein Goldinvestment mit einer Hinwendung zum Autoritarismus zu vergleichen. So wurde Professor William Berger von der *Yale University* wie folgt zitiert: „*The turn toward gold is like the turn toward authoritarian leaders, toward the ideal of someone who knows what is true and right and who has the courage to return a nation to its former truth and greatness.*“

Fazit

People are looking for permanence in a crumbling world.

Timothy Morton

Modern propaganda is a consistent, enduring effort to create or shape events to influence the relations of the public to an enterprise, idea, or group.

Edward Bernays

Nothing influences people more than a recommendation from a trusted friend.

Mark Zuckerberg

Gold doesn't get the credit that it deserves. Despite having a 5,000-year history in finance, it remains a controversial asset and widely misunderstood.

Charlie Morris

Es stellt sich nun also die Frage, was getan werden kann, um das Image von Gold in der breiten Öffentlichkeit zu verbessern? Es sind häufig die Medien, die ein verzerrtes Bild von Gold zeichnen. Wie wir aber gesehen haben, ist der private Goldbesitz in der westlichen Gesellschaft nach wie vor bedeutend. Gleichzeitig haben die Zentralbanken ihre Käufe von physischem Gold erhöht – ein wichtiger Grund dafür ist der anhaltende Sanktionskrieg zwischen den USA und Russland und das daraus resultierende gestiegene Bewusstsein für die Anfälligkeit gegenüber der Bewaffnung und dem Einfrieren von Reserven. Mit anderen Worten: Die Vorteile von physischem Gold sind wieder einmal der überzeugende Faktor.

Die Schlagzeilen offenbaren aber auch die Arbeitsweise und die Ziele der Narrativmaschine, nämlich die gezielte Diffamierung des Goldes. Ob es sich nun um praktische Hindernisse beim Kauf von Gold handelt oder um die negative Assoziation von Gold und Goldbesitz im Allgemeinen – „Nazi-Narrativ“, „Gold ist schmutzig“ –, es gibt eine Kraft, die versucht, die breitere Akzeptanz von Gold in der Gesellschaft zu verhindern. Bei näherer Betrachtung erweist sich keine dieser Behauptungen als stichhaltig, aber da ein großer Teil der Gesellschaft tatsächlich nicht gut über Gold informiert ist, sondern eher auf emotionale Assoziationen reagiert, könnte dies der beste Ansatzpunkt sein, um das Image von Gold zu verbessern.

Eine breitere Diskussion und Aufklärung über die Geschichte des Goldes und seine Bedeutung als monetäres Gut ist dringend erforderlich. Eine Kampagne in Schulen mag zwar ein naheliegender Vorschlag sein, aber warum nicht auf zeitgemäßere Marketingstrategien zurückgreifen, z. B. auf Vordenker und Influencer? **Wie viel größer wäre die Markenwirkung für Gold, wenn plötzlich Taylor Swift und Travis Kelce ankündigen, einen Teil ihres Vermögens in Gold anzulegen?**

Darüber hinaus sollte der Minensektor seine Bemühungen um Nachhaltigkeit besser kommunizieren. Ebenso sollten Portfoliomanager die Diversifikationseigenschaften von Gold besser verstehen und nutzen. Weitere bedenkenswerte Punkte sind die Abgrenzung von Gold gegenüber Kryptoassets, seine politische Neutralität als Vermögenswert und seine geopolitische und sozioökonomische Rolle in der internationalen Währungslandschaft (Zentralbanken) sowie seine Nachhaltigkeit und Umweltaspekte.



VON GREYERZ

Globale Vermögens- Erhaltung

VON GREYERZ ist weltweiter Branchenführer im Erwerb und in der Lagerung von Edelmetallen und bietet Anlegern in über 90 Ländern direkten persönlichen Zugang zum größten und sichersten privaten Goldtresor der Welt, der sich in den Schweizer Alpen befindet.

- Egon von Greyerz | Gründer

VON GREYERZ AG.
BAHNHOFSTRASSE 43
CH 8001 ZÜRICH
SCHWEIZ

+41 44 213 62 45
WWW.VONGREYERZ.GOLD



Kalenderanomalien auf dem Goldmarkt

„Timing is everything in life and in golf.“

Arnold Palmer

- Unsere quantitativen Analysen zeigen, dass einige der bekanntesten Kalenderanomalien, die auf den Aktienmärkten festgestellt wurden, auch auf dem Goldmarkt zu beobachten sind.
- In den letzten zwanzig Jahren wirkten sich Kalenderanomalien wie der Wochentageffekt, der Monatswechsel-Effekt oder der Halloween-Effekt nicht nur auf die Aktienkurse von Goldminengesellschaften, sondern auch auf den Goldpreis selbst aus.
- In einigen Fällen kann man mit einer einfachen Anlagestrategie die Kalenderanomalien ausnutzen, um überdurchschnittliche Renditen zu erzielen.
- Man sollte jedoch vorsichtig sein und darf sich nicht vollständig auf die Kalenderanomalien verlassen, da ihre Intensität im Laufe der Zeit schwankt.

To be interested in the changing seasons is a happier state of mind than to be hopelessly in love with spring.

George Santayana

Observing that the market was frequently efficient, Efficient Market Theory adherents went on to conclude incorrectly that it was always efficient. The difference between these propositions is night and day.

Warren Buffett

*It's just another manic Monday
I wish it was Sunday
'Cause that's my fun day
My I don't have to run day
It's just another manic Monday.*

The Bangles

*I don't care if Monday's blue
Tuesday's grey and Wednesday
too. Thursday, I don't care about
you. It's Friday, I'm in love.*

The Cure

Zahlreiche Studien haben bestätigt, dass der Finanzmarkt von verschiedenen saisonalen Mustern und Kalenderanomalien beeinflusst wird. Eine Kalenderanomalie ist ein Muster in der Kursentwicklung von Vermögenspreisen, das mit einem bestimmten Kalenderereignis zusammenhängt. Sie äußert sich in der Regel in ungewöhnlich guten oder ungewöhnlich schlechten Renditen in einem bestimmten Zeitfenster.

Die Existenz von Kalenderanomalien steht in eklatantem Widerspruch zur Markteffizienzhypothese, der zufolge alle relevanten Daten bereits im aktuellen Preis reflektiert sind. Fundamentale und technische Analyse dürften daher eigentlich keine abnormalen Renditen liefern. Zahlreiche Studien haben jedoch gezeigt, dass Kalenderanomalien zur Erzielung überdurchschnittlicher Renditen genutzt werden können. Einige der Kalenderanomalien sind nur von kurzer Dauer, andere sind langfristiger und beziehen sich auf Zeiträume von mehreren Monaten. Ein weiteres wichtiges Merkmal der Kalenderanomalien ist, dass sie nicht von Dauer sind. Mehrere Studien haben gezeigt, dass sich die Häufigkeit ihres Auftretens und ihre Stärke im Laufe der Zeit ändern können.

In diesem Artikel werden wir einen genaueren Blick darauf werfen, ob und wie sich einige der bekanntesten Kalenderanomalien auf die beliebtesten Goldanlageinstrumente *SPDR Gold Shares ETF (GLD)*, *VanEck Gold Miners ETF (GDX)* und den *VanEck Junior Gold Miners ETF (GDXJ)* auswirken.

Der Wochentageeffekt

Nicht alle Tage sind gleich. Das zeigt eine der berühmtesten Kalenderanomalien: der Wochentageeffekt. Dieser beruht auf der Beobachtung, dass die Renditen von Vermögenswerten an einigen Wochentagen, in der Regel am Freitag, deutlich höher und an anderen Tagen, in der Regel am Montag, deutlich niedriger sind.⁷⁷ Keim und Stambaugh zufolge lässt sich die Tendenz zu außergewöhnlich niedrigen Renditen an einem Montag am US-Aktienmarkt bis in die späten 1920er-Jahre zurückverfolgen.⁷⁸ Nach Ansicht von Conine, Giacotto und Tamarkin lassen sich die hohen Freitags- und niedrigen Montagsrenditen durch den Optimismus der Anleger vor dem Wochenende, der die Performance am Freitag unterstützt, und durch die die Montagsmarktperformance drückende negative Gemütslage nach dem Wochenende erklären.⁷⁹

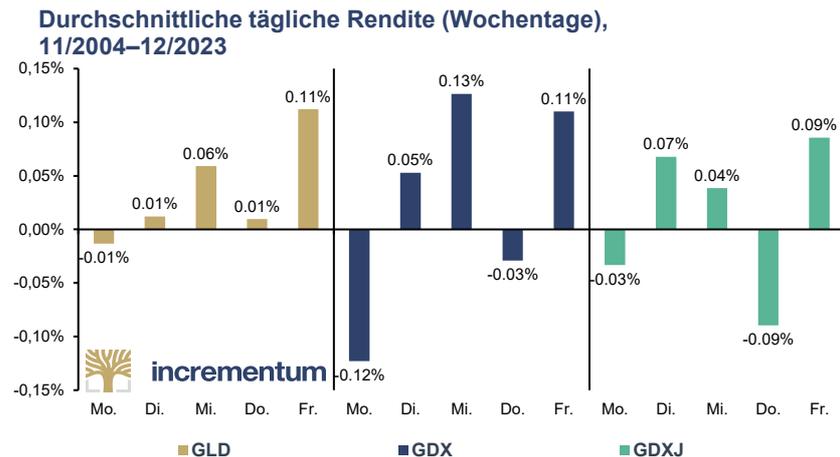
Der nächste Chart zeigt den Vergleich der durchschnittlichen Renditen von GLD, GDX und GDXJ seit ihrer Auflage bis Ende 2023. Wie zu sehen ist, verzeichnete der GLD über den untersuchten Zeitraum an jedem Wochentag mit Ausnahme des Montags eine positive Durchschnittsrendite. Die durchschnittliche Montagsrendite beläuft sich dagegen auf -0,01%. Die höchsten durchschnittlichen Renditen von 0,11% wurden dagegen an Freitagen verzeichnet.

⁷⁷ Cross, Frank: „The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays“, *Financial Analysts Journal*, Vol. 29, No. 6 (1973), S. 67-69; French, Kenneth R.: „Stock Returns and the Weekend Effect“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, No. 1, (1980), S. 55-69

⁷⁸ Keim, Donald B., & Stambaugh, Robert F.: „A Further Investigation of the Weekend Effect in Stock Returns“, *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3 (1984), S. 819-835

⁷⁹ Conine, T., Giacotto, C. und Tamarkin M.: „On Risk-adjusted Returns and the Weekend Effect“, vorgestellt auf der Financial Management Association Meetings, Toronto, Kanada, 1984

Eine noch negativere durchschnittliche Montagsrendite von -0,12% wurde beim GDX beobachtet. Im Gegensatz zum GLD verzeichnete der GDX jedoch auch negative durchschnittliche Donnerstagsrenditen (-0,03%). Die durchschnittliche Freitagsrendite war positiv (0,11%), wenn auch etwas niedriger als die durchschnittliche Mittwochsrendite (0,13%). Der GDXJ verzeichnete an Donnerstagen die niedrigsten Renditen (-0,09%) und an Freitagen die höchsten (0,07%). Auch in diesem Fall waren die durchschnittlichen Montagsrenditen negativ (-0,03%).



Quelle: Reuters Eikon, InCREMENTUM AG
*Startdatum: GLD = 11/2004, GDX = 05/2006, GDXJ = 11/2009

Man muss jedoch bedenken, dass aufgrund der unterschiedlichen Auflegungsdaten die untersuchten Zeiträume für die einzelnen ETFs verschieden sind. Das könnte zumindest teilweise die bemerkenswerten Unterschiede in den Ergebnissen erklären. Es lassen sich jedoch auch einige gemeinsame Merkmale feststellen. In allen drei Fällen waren die durchschnittlichen Montagsrenditen negativ und die durchschnittlichen Freitagsrenditen deutlich positiv. Der Wochentagseffekt tritt somit sowohl beim GLD als auch beim GDX und beim GDXJ auf.

*Your best work involves timing.
If someone wrote the best hip
hop song of all time in the Middle
Ages, he had bad timing.*

Scott Adams

Diese Erkenntnis ist für einige langfristige Anlagestrategien kaum von Bedeutung, kann jedoch für den kurzfristigen Handel nützlich sein. So hat der GLD seit seiner Auflegung bis Ende 2023 eine Rendite von 330,8% erzielt. Mit einer einfachen Strategie, die darin besteht, den Montag zu meiden, d. h. nur während der restlichen Woche in GLD investiert zu sein, ließe sich die Rendite auf 412,1% steigern. GDX und GDXJ verzeichneten seit ihrer Auflegung hingegen einen Verlust von 16,7% bzw. 62,8%. Würde man den Montag meiden, würde sich der Verlust von 16,7% in einen Gewinn von 204,2% verwandeln bzw. sich der Verlust von 62,8% auf 38,1% reduzieren.

Der Monatswechsel-Effekt

*Every new beginning comes
from some other beginning's end.*

Seneca

Das Hauptmerkmal des Monatswechsel-Effekts sind ungewöhnlich hohe Renditen rund um das Ende des vorhergehenden und den Beginn des nachfolgenden Monats. Es gibt jedoch keine einheitliche Regel für die genaue Länge dieses Zeitfensters rund um den Monatswechsel. Obwohl die Existenz dieser Kalenderanomalie durch zahlreiche Studien bestätigt wurde,

zeigen die Ergebnisse relativ große Unterschiede, je nachdem, welche Tage in das Monatswechsel-Fenster einbezogen werden. Die Autoren verwenden unterschiedlich lange Monatswechsel-Fenster.

Laut Ariel wurde zwischen 1963 und 1981 die Mehrheit der Zugewinne am US-Aktienmarkt während der Monatswechselformen verzeichnet.⁸⁰ Ogden ist der Ansicht, dass der Monatswechseleffekt auf die Standardisierung von Zahlungen zurückzuführen ist, die eine höhere Liquidität während des Zeitraums um das Monatsende herum mit sich bringt.⁸¹ Nikkinen führt diese Kalenderanomalie hingegen auf die Termine für die Bekanntgabe makroökonomischer Nachrichten in den USA zurück, die in der Regel um das Monatsende herum veröffentlicht werden.⁸²

Wie der nächste Chart zeigt, wirkt sich der Monatswechsel-Effekt auch auf den Goldmarkt und die Goldminenunternehmen aus. Da es, wie bereits erwähnt, keine allgemein akzeptierte Länge des Monatswechsel-Fensters gibt, werden im nächsten Chart die durchschnittlichen Renditen der letzten drei Tage eines alten Monats (Tag -3, Tag -2, Tag -1), der ersten drei Tage eines neuen Monats (Tag +1, Tag +2, Tag +3) und die durchschnittlichen Renditen der verbleibenden Tage (RoM; Rest des Monats) verglichen.

Far more money has been lost by investors preparing for corrections, or trying to anticipate corrections, than has been lost in corrections themselves.

Peter Lynch

Wie zu erkennen ist, verzeichnen alle drei ETFs am ersten Tag des Monats tendenziell deutlich höhere Renditen. Im Fall des GLD sind auch die durchschnittlichen Renditen von Tag +1 und Tag +2 höher als die RoM-Renditen. Andererseits sind die durchschnittlichen Renditen von Tag -3 und Tag +3 negativ. Im Fall des GDX liegen die durchschnittlichen RoM-Renditen nahe bei null. Und obwohl die durchschnittlichen Renditen für Tag -3 und Tag +3 negativ sind, fallen die durchschnittlichen Renditen für Tag -2, Tag -1, Tag +1 und Tag +2 positiv und damit deutlich höher als die durchschnittlichen Renditen des RoM aus. Für die Tage -1 und +1 betragen die durchschnittlichen Renditen sogar 0,0% bzw. 0,337%.

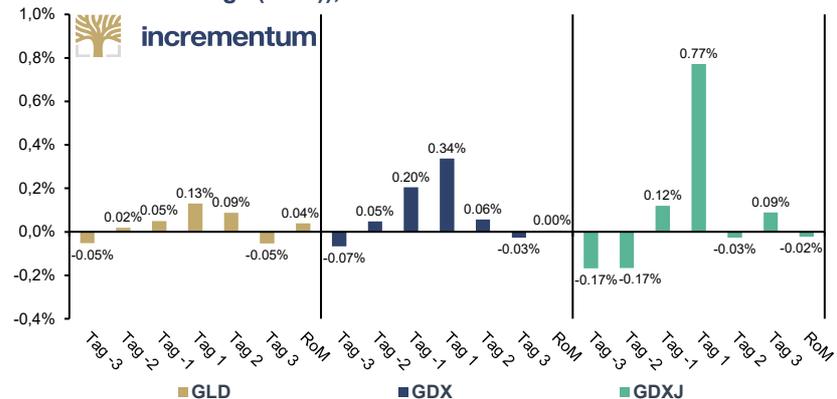
Noch größere Unterschiede sind beim GDXJ zu beobachten. Die durchschnittlichen Renditen für Tag -3, Tag -2 und Tag +2 sind niedriger als die durchschnittlichen Renditen des RoM von -0,022%. Die durchschnittlichen Renditen für Tag +1 und Tag +3 sind jedoch deutlich positiv. Und die durchschnittliche Rendite für Tag +1 liegt sogar bei 0,771%.

⁸⁰ Ariel, Robert A.: „A Monthly Effect in Stock Returns“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 18, No. 1 (1987), S. 621-628

⁸¹ Ogden, Joseph P.: „Turn-of-Month Evaluations of Liquid Profits and Stock Returns: A Common Explanation for the Monthly and January Effects“, *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4 (1990), S. 1259-1272

⁸² Nikkinen, Jussi, Sahlström, Petri et al.: „Turn-of-the-month and Intra-month Anomalies and US Macroeconomic News Announcements on the Thinly Traded Finnish Stock Market“, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 1, No. 2 (2009), S. 3-11

Durchschnittliche tägliche Rendite (Monatswechsel bzw. verbleibende Tage (RoM)), 11/2004*–12/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG
*Startdatum: GLD = 11/2004, GDJ = 05/2006, GDJX = 11/2009

Wie man sieht, gibt es ein klares Muster positiver Renditen an Handelstagen während des Monatswechsels bei GLD, GDJ und auch GDJX. Ähnlich wie bei der vorangegangenen Kalenderanomalie kann diese Erkenntnis vor allem für kurzfristig agierende Händler von Nutzen sein.

Der Monat-des-Jahres-Effekt (Jänner-Effekt)

In the depth of winter, I finally learned that within me there lay an invincible summer.

Albert Camus

What is the difference between a taxidermist and a tax collector? The taxidermist takes only your skin.

Mark Twain

If I had my way, I'd remove January from the calendar altogether and have an extra July instead.

Roald Dahl

Der Monat-des-Jahres-Effekt bedeutet, dass in einem bestimmten Monat des Jahres ungewöhnlich hohe oder niedrige Renditen zu verzeichnen sind. Zahlreiche Studien haben gezeigt, dass der Jänner typisch für ungewöhnlich hohe positive Renditen ist. Dieses Phänomen wird als Jänner-Effekt bezeichnet. Der Monat-des-Jahres-Effekt und der Jänner-Effekt stehen also in einem Zusammenhang. Der Jänner-Effekt wurde erstmals 1942 beschrieben.⁸³

Nach Keim sowie Moller und Zilca konzentriert sich der Großteil der Renditen im Jänner auf die erste Monatshälfte.⁸⁴ Nach Wachtel steht der Jänner-Effekt im Zusammenhang mit Verkäufen zur Erzielung steuerlich anrechenbarer Verluste.⁸⁵ Steuerliche Verlustverkäufe treten auf, wenn Anleger beschließen, Vermögenswerte mit Verlust zu veräußern, um die Belastung mit Vermögenszuwachssteuern aus anderen Investitionen auszugleichen. Dies kann dazu führen, dass Vermögenswerte, die im bisherigen Jahresverlauf Verluste verzeichnet haben, zum Jahresende noch weiter sinken.

Laut Klock und Bacon tendieren die unterdurchschnittlich abschneidenden Aktien dazu, in den Monaten November und Dezember überdurchschnittlich negative Renditen und im Jänner überdurchschnittlich positive Renditen zu erzielen.⁸⁶ Andererseits vertreten Lakonishok et al. sowie Park und Moskalev die Auffassung, dass der Jänner-Effekt durch Bilanzkosmetik verursacht wird, wenn die

⁸³ Wachtel, Sidney B.: „Certain Observations on Seasonal Movements in Stock Prices“, *The Journal of Business of the University of Chicago*, Vol. 15, No. 2 (1942), S. 184-193

⁸⁴ Keim, Donald B.: „Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence“, *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, No. 1 (1983), S. 13-32; Moller, Nicholas and Zilca, Shlomo: „The evolution of the January effect“, *Journal of Banking & Finance*, Bd. 32, Nr. 3 (2008), S. 447-457

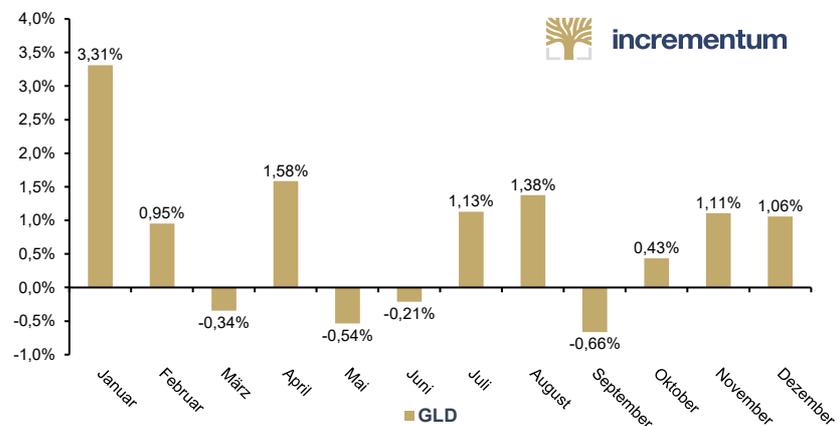
⁸⁵ Wachtel, Sidney B.: „Certain Observations on Seasonal Movements in Stock Prices“, *The Journal of Business of the University of Chicago*, Vol. 15, No. 2 (1942), S. 184-193

⁸⁶ Klock, Shelby und Bacon, Frank W.: „The January Effect: A Test of Market Efficiency“, *Journal of Business Behavioral Sciences*, Vol. 26, No. 3 (2014), S. 34-42

Portfoliomanager am Ende des Jahres versuchen, das Image ihrer Fonds zu verbessern, indem sie Verlustbringer verkaufen und Aktien mit positiver Kursentwicklung zukaufen.⁸⁷

Der nächste Chart zeigt die durchschnittlichen monatlichen Renditen des GLD. Es ist ein ausgeprägter Jänner-Effekt zu erkennen, denn die durchschnittliche Rendite im Jänner liegt bei 3,312%. Auch in Bezug auf die Wahrscheinlichkeit positiver Renditen ist der Jänner der erfolgreichste Monat, denn von 19 Jännern waren 13 positiv. Der am wenigsten erfolgreiche Monat über den untersuchten Zeitraum war der März mit 14 negativen Ereignissen in 19 Jahren. Allerdings ist die durchschnittliche Märzrendite von -0,344% nur die drittniedrigste, denn Mai und September weisen durchschnittliche Renditen von -0,537% bzw. -0,665% auf.

GLD, durchschnittliche monatliche Rendite, 12/2004–12/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wake me up when September ends...

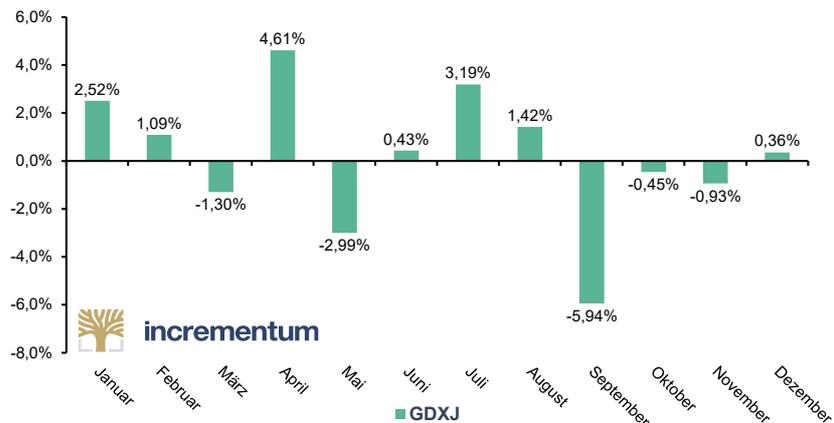
Green Day

Der nächste Chart zeigt die Auswertung für den GDJ. Dieser verzeichnet mit 2,74% die höchsten durchschnittlichen Monatsrenditen ebenfalls im Jänner. Die durchschnittliche Rendite im April von 2,72% ist jedoch nur geringfügig niedriger. Betrachtet man die Erfolgsquote, so waren 10 von 17 Jännermonaten und 9 von 17 Aprilmonaten positiv. Es ist auch wichtig, festzustellen, dass die negativen Monate bei GLD ähnliche Durchschnittsrenditen erzielten, während bei GDJ der September deutlich hervorsticht. In 18 Jahren gab es 12 negative September, und die durchschnittliche Septemberrendite für den 18-Jahres-Zeitraum beträgt -3,03%.

Die Ergebnisse für den GDJ sind im nächsten Chart dargestellt. Am auffälligsten ist die Tatsache, dass der Jänner mit 2,52% nur die dritthöchste durchschnittliche Rendite aufweist. Er wird vom Juli (3,10%) und vom April (4,61%) übertroffen. Die Erfolgsquote für den Jänner ist mit 6 positiven Renditen in 14 Jahren nicht auffällig.

⁸⁷ Lakonishok, Josef, Shleifer, Andrei et al.: „Window Dressing by Pension Fund Managers“, *American Economic Review*, Vol. 81, No. 2 (1991), S. 227-231; Park, Seung-Chan und Moskalev, Sviatoslav A.: „The 52-Week High and the January Effect“, *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 8, No. 3 (2010), S. 43-58

GDXJ, durchschnittliche monatliche Rendite, 12/2009–12/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Oh, what difference does it make?

The Smiths

October: This is one of the peculiarly dangerous months to speculate in stocks. The others are July, January, September, April, November, May, March, June, December, August and February.

Mark Twain

Damit stellt sich die Frage, inwieweit der Unterschied zwischen GLD, GDX und GDXJ durch unterschiedliche Zeiträume zu erklären ist. Im selben 14-Jahre-Zeitraum verzeichnete der GDX nur 8 und der GLD sogar 9 positive Jänner. Der schlechteste Monat für den GDXJ ist normalerweise der September. Ähnlich wie beim GDX gibt es hier nicht nur die niedrigste durchschnittliche Rendite (-5,94%), sondern auch die niedrigste Erfolgsquote, da GDXJ nur in 3 von 14 Jahren eine positive monatliche Septemberrendite verzeichnete.

Die in den Charts dargestellten monatlichen Muster zeigen ein gewisses Potenzial für die Entwicklung erfolgreicher Anlagestrategien.

Beispielsweise hätte eine Anlage in den GLD in jedem Monat mit Ausnahme des schwachen Viermonatszeitraums zwischen März und Juni zwischen Dezember 2004 und Dezember 2023 einen Gewinn von 327,1% erzielt. Eine einfache Buy-and-hold-Strategie hätte im gleichen Zeitraum einen Gewinn von 336,5% lukriert. Wäre man jedoch in der Lage gewesen, in der Zeit von März bis Juni auch nur sehr geringe Gewinne zu erzielen, indem man z. B. in Anleihen oder Geldmarktinstrumente investiert hätte, wäre die Buy-and-hold-Strategie geschlagen worden.

Beim GDX hätte die Strategie, die schwache 3-Monats-Periode zwischen August und Oktober zu meiden, im Zeitraum von Juni 2006 bis November 2023 zu einem theoretischen Gewinn von 180,3% geführt. Gleichzeitig hätte eine langfristige Buy-and-hold-Strategie einen Verlust von 20,2% eingebracht. In ähnlicher Weise ist der GDXJ-Aktienkurs im Zeitraum zwischen Dezember 2010 und November 2023 um 65,2% gesunken. Eine Strategie, die die Schwächephase zwischen September und November vermeidet, hätte dagegen 51,9% Gewinn gebracht.

Der Halloween-Effekt

I'll bet living in a nudist colony takes all the fun out of Halloween.

Charles S. Swartz

Der Halloween-Effekt, der auch als „Sell in May and Go Away“- oder „Sell in May and Return after Halloween“-Effekt bekannt ist, beruht auf der Beobachtung, dass die Märkte im Winterhalbjahr, d. h. etwa zwischen Ende Oktober und Anfang Mai, tendenziell besser abschneiden als im Sommerhalbjahr. Nach Bouman und

Jacobsen lässt sich der Halloween-Effekt bis zum britischen Aktienmarkt im späten 17. Jahrhundert zurückführen.⁸⁸ Obwohl sich die meisten Studien darauf konzentrierten, ob diese Kalenderanomalie auf den Aktienmärkten besteht, belegten einige Studien, dass diese Anomalie auch auf den Rohstoffmärkten existiert.⁸⁹ Es gibt eine alte Legende, die besagt, dass zu Halloween die Geister die schlechten Erträge verjagen. Erst wenn sechs Monate vergangen sind, wagen sie die Rückkehr. Aber auch Hong und Yu sind der Auffassung, dass der Grund für die Outperformance im Winterhalbjahr an den zahlreichen Feiertagen in diesem Halbjahr und der geringen Handelsaktivität in den Sommermonaten liegt.⁹⁰ Cao und Wei zufolge ist der Halloween-Effekt auf das Wetter zurückzuführen, da die Anleger in den kalten Wintermonaten aktiver und in den heißen Sommermonaten eher apathisch sind.⁹¹ Kamstra et al. vermuten als Ursache die saisonal bedingte Depression („Seasonal Affective Disorder“), wonach das Verhalten der Anleger durch die unterschiedliche Tageslichtmenge im Winter und im Sommer beeinflusst wird.⁹²

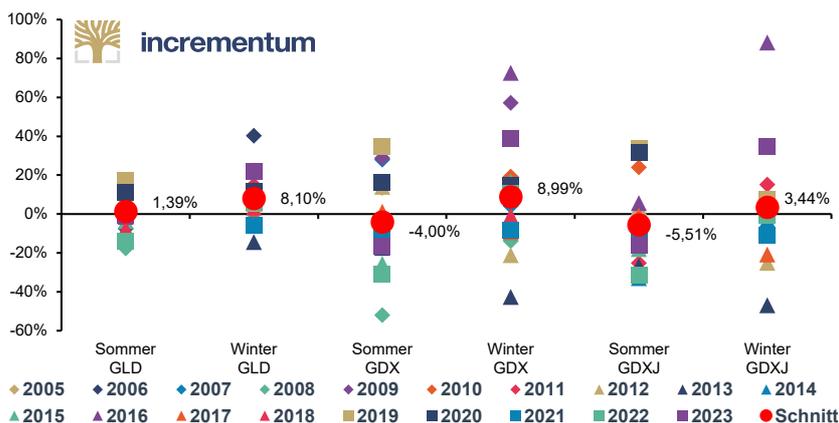
The oldest and strongest emotion of mankind is fear, and the oldest and strongest kind of fear is fear of the unknown.

H. P. Lovecraft

Die Ergebnisse der Untersuchung des Halloween-Effekts sehen

überzeugend aus. Die durchschnittlichen Renditen in den Wintermonaten (November–April) sind deutlich höher als die durchschnittlichen Renditen in den Sommermonaten (Mai–Oktober). Im Fall des GLD wurde in den Sommermonaten eine durchschnittliche Rendite von 1,39% verzeichnet, während in den Wintermonaten eine durchschnittliche Rendite von 8,10% erzielt wurde. Beim GDJ belief sich die Performance im Sommerzeitraum auf -4,00%, verglichen mit einer durchschnittlichen Rendite von 8,99% im Winterzeitraum. Beim GDJ lag die Rendite im Schnitt bei -5,51% bzw. 3,44%. Das bedeutet, dass die Unterschiede zwischen der Sommer- und der Winterperiode 6,71 (GLD), 12,99 (GDJ) und 8,95 (GDJ) Prozentpunkte betragen. **In allen drei Fällen fällt die Differenz zugunsten der Winterperiode aus.**

Halbjährliche Rendite (Sommer bzw. Winter), 05/2005*–10/2023



⁸⁸ Bouman, S. und Jacobsen, Ben: „The Halloween indicator, 'Sell in May and Go away': Another puzzle“, *US-American Economic Review*, Vol. 92, No. 5 (2002), S. 1618-1635
⁸⁹ Arendas, Peter: „The Halloween Effect on the Agricultural Commodities Markets“, *Agricultural Economics*, Vol. 63 (2017, zunächst online veröffentlicht)
⁹⁰ Hong, Harrison G. und Yu, J.: „Gone Fishin': Seasonality in Trading Activity and Asset Prices“, *Journal of Financial Markets*, Vol. 12, No. 4 (2008), S. 672-702
⁹¹ Cao, M. und Wei, J.: „Stock Market Returns: A Note on Temperature Anomaly“, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, No. 6 (2005), S. 1559-1573
⁹² Kamstra, Mark J., Kramer, Lisa A. und Levi, Maurice D.: „Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle“, *American Economic Review*, Vol. 93, No. 1 (2003), S. 324-343

I'd be a bum on the street with a tin cup if the markets were always efficient.

Warren Buffett

The average investor's return is significantly lower than market indices due primarily to market timing.

Daniel Kahneman

Das Wissen um den richtigen Zeitpunkt ist der halbe Erfolg.

Maurice Couve de Murville

Time is the apex predator.

Fallout

Hätte man nur im Winter in den GLD investiert und sich im Sommer vom Markt ferngehalten, hätte man im Zeitraum von Mai 2005 bis Oktober 2023 einen Gewinn von 263,9% verbucht. Wenn man den GLD während der gesamten Zeit gehalten hätte, hätte man einen Gewinn von 324,7% erzielt. Auf den ersten Blick sieht die Buy-and-hold-Strategie überlegen aus. Der Unterschied zwischen den beiden Strategien wäre allerdings nicht so deutlich, wenn man während der Sommerperioden zumindest mittelmäßige Renditen erzielen hätte können.

Deutlich besser sieht es beim GDX und beim GDXJ aus, wo die Strategie, während der Sommermonate dem Markt einfach fernzubleiben, eindeutig überlegen war. Im Zeitraum von Mai 2006 bis Oktober 2023 sank der GDX um 24,8%, während die Strategie, nur in den Wintermonaten zu investieren, einen Gewinn von 155,7% erzielt hätte. Und im Zeitraum von Mai 2010 bis Oktober 2023 verlor der GDXJ 71,4% seines Wertes, während die Strategie, seine Aktien nur in den Wintermonaten zu halten, nur einen Verlust von 9,5% zur Folge gehabt hätte.

Fazit

In manchen Märchen muss der Zauber zu einem bestimmten Zeitpunkt und unter ganz bestimmten Bedingungen ausgeführt werden, damit er wirkt. Bei Kalenderanomalien ist die Situation ähnlich. Glücklicherweise muss sich ein Anleger nicht mit seinem Laptop um Mitternacht bei Vollmond mitten in einen Wald begeben, um den Handelsauftrag zu bestätigen. Es genügt, einigen Mustern zu folgen, die im Laufe der Jahre beobachtet wurden – und obwohl der Grund für ihre Existenz nicht ganz klar ist, zeigen die Daten, dass sie durchaus ihre Berechtigung haben.

Kalenderanomalien können auch auf dem Goldmarkt beobachtet werden. Obwohl die Ergebnisse für die drei ETFs recht unterschiedlich ausfallen, lassen sich mehrere Muster finden, die als Teil von Anlagestrategien genutzt werden können. Insbesondere der Monat-des-Jahres-Effekt und der Halloween-Effekt bieten aufgrund ihres längerfristigen Charakters mehrere relativ einfache Möglichkeiten zur Erzielung überdurchschnittlicher Renditen, die die einfache langfristige Buy-and-hold-Anlagestrategie übertreffen.

Die wahrscheinlich einfachste Möglichkeit, eine Kalenderanomalie auszunützen, ist die Konzentration auf den Halloween-Effekt, also Gold oder Goldminenaktien Ende Oktober zu kaufen und sie Ende April zu verkaufen. In der restlichen Zeit kann das Geld auf dem Sparbuch gehalten werden, was eine gewisse zusätzliche Rendite bringt. Es wird von nur zwei Transaktionen pro Jahr ausgegangen, was bedeutet, dass die Transaktionskosten vernachlässigbar sein dürften.

Selbstverständlich ist es wichtig, an die bekannte Formel zu erinnern, dass die historischen Ergebnisse keine Garantie für die zukünftigen sind. Außerdem haben zahlreiche Studien gezeigt, dass sich die Ausprägung der Kalenderanomalien im Laufe der Zeit verändert.



2 MINING CAMPS
NELSON & GREENWOOD
+ ESTABLISHED EPITHERMAL GOLD DEPOSIT
& 2 PLACER GOLD SOURCE REGIONS



KENVILLE ESG
DEVELOPMENT READY
ENGINEERING UNDERWAY



GREEN MINING
CLEAN ELECTRICITY AGREEMENT
WITH ENERGY PLUG TECHNOLOGIES CORP.



+ TARGETING
8 MILLION OZ
IN BLUE SKY POTENTIAL



ADVANCING HIGH-GRADE GOLD ASSETS

— IN SOUTHERN BRITISH COLUMBIA CANADA —

ALL PROJECTS
100% OWNED

NOW FULLY PERMITTED

KENVILLE GOLD MINE

BRETT EPITHERMAL GOLD MINE

AMELIA GOLD MINE



LEARN MORE AT
XimenMiningCorp.com

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

Eine alternative Perspektive auf die Goldpreisbildung basierend auf Fundamentaldaten

„Get the fundamentals down and the level of everything you do will rise.“

Michael Jordan

- Wir stellen ein Modell für die Bewertungs-/Preisanalyse von Gold vor, das sich in erster Linie auf fundamentale Faktoren stützt, nämlich i) die Geldmenge, ii) die Inflationserwartungen und iii) die langfristigen Renditen.
- Der historische langfristige Gold-Zyklus hat einen ungefähren Zeitraum von 30 bis 45 Jahren, was darauf hindeutet, dass der endgültige Höchststand im aktuellen Zyklus noch in den nächsten 5 bis 10 Jahren erreicht wird.
- Die Divergenz zwischen Gold und den auf TIPS basierenden realen Renditen kann so interpretiert werden, dass Gold eine andere Meinung zu den Inflationserwartungen zum Ausdruck bringt.
- Es gibt einige Argumente für ein Goldpreisziel von 9.000–11.000 USD in den nächsten 5 bis 10 Jahren.



Chris Rutherglen

Chris Rutherglen ist promovierter Wissenschaftler/Ingenieur und Herausgeber von *Gold Investor Research*, das wöchentlich ausführliche, datengestützte Analysen für Goldanleger bereitstellt.

While some might mistakenly consider value investing a mechanical tool for identifying bargains, it is actually a comprehensive investment philosophy that emphasizes the need to perform in-depth fundamental analysis, pursue long-term investment results, limit risk, and resist crowd psychology.

Seth Klarman

Einführung

In der Welt des Value-Investings ist, wie der Name schon sagt, die Art und Weise der Bewertung eines Vermögenswerts von entscheidender Bedeutung. Die Übertragung auf den Goldmarkt gestaltet sich jedoch schwierig, da in Ermangelung von Cashflows Standardbewertungsmethoden nicht angewendet werden können. Es stellt sich also die Frage, wie man den Wert von Gold am besten ermitteln kann.

Viele Marktteilnehmer greifen auf die technische Analyse als primäres Mittel zur Wertermittlung zurück. Es mangelt der technischen Analyse jedoch ein Anker, der den Wert des Goldes über die Zyklen hinweg auf etwas anderes als sich selbst bezieht. Da Gold seit Tausenden von Jahren ein monetäres Asset ist, scheint es naheliegend, mit diesem monetären Rahmen zu beginnen. Wenn man von zwei einfachen Annahmen ausgeht, kann man eine umfassendere und grundlegendere Perspektive auf den Goldpreis gewinnen.

Annahme Nr. 1: Die Beziehung von Gold zur Geldmenge

Annahme 1: Der Marktwert der weltweiten für Investments verfügbaren Goldmenge (MV_{Au}) ist proportional zum Marktwert der USD-Geldmenge (MV_{M2}).

Auf Grundlage dieser einfachen Annahme lässt sich die Goldpreisentwicklung in ein Verhältnis zur Geldmengenentwicklung setzen, das den langfristigen Trend exakt wiedergibt. Mathematisch kann diese Beziehung wie folgt dargestellt werden:

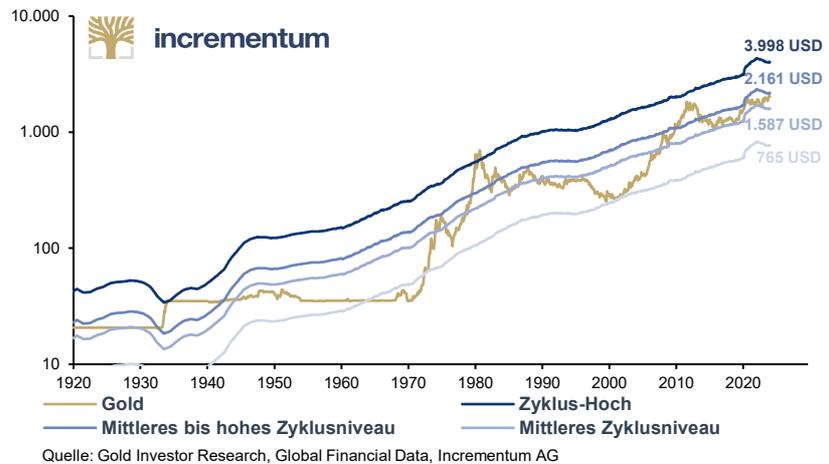
$$MV_{Au} \propto MV_{M2}$$

Das bedeutet, dass der mit der Geldmengenentwicklung ins Verhältnis gesetzte künftige Goldpreis, $G(t)$, wie folgt ausgedrückt werden kann:

$$G(t) = G(t_0) \frac{1 + g_{M2}}{1 + g_{Au}}$$

Mit dieser Methode kann ein historischer Goldpreis, $G(t_0)$, unter Heranziehung des M2-Geldmengenwachstums, g_{M2} , und der entsprechenden Abzinsung mit der Wachstumsrate des investierbaren Goldes, g_{Au} , in die Zukunft projiziert werden. Wir nehmen an, dass das Wachstum des investierbaren Goldangebots, g_{Au} , 1,5 % pro Jahr beträgt.

Goldpreis-Zyklusniveaus (log), in USD, 01/1920–01/2024

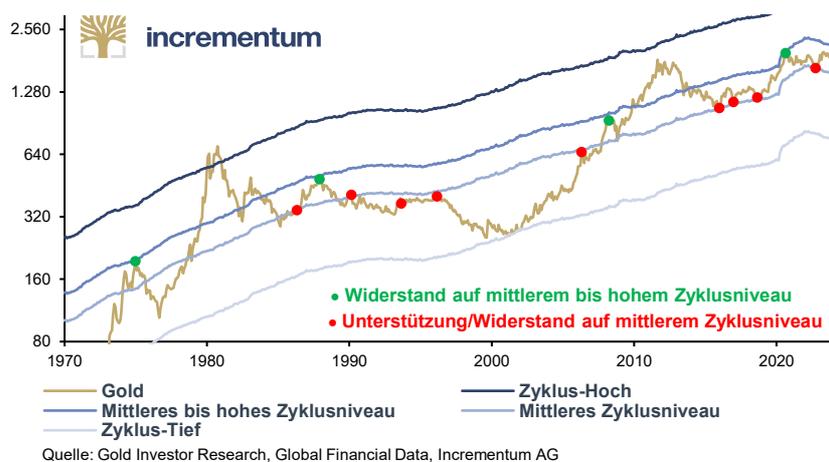


Gold was an objective value, an equivalent of wealth produced. Paper is a mortgage on wealth that does not exist, backed by a gun aimed at those who are expected to produce it.

Ayn Rand

Mithilfe dieser einfachen Methode lassen sich die verschiedenen Zyklusniveaus des Goldpreises abbilden, indem die historischen Höchst-, Mittel- und Tiefstände des Goldpreises unter Berücksichtigung der Inflation in die Gegenwart projiziert werden. Als Ausgangspunkt kann beispielsweise der Goldpreis von 35 USD pro Unze nach der Aufwertung von 1934 herangezogen werden. Dieser Goldpreis ist als *Zyklushöchststand* anzusehen, da er den tatsächlichen Goldpreis nur in der Nähe seiner langfristigen Höchststände, d. h. 1934 und 1980, schneidet. Andere historische Goldpreise, die Mittel- und Tiefstände des Zyklus darstellen, können in ähnlicher Weise definiert werden. Obwohl diese Methode keine Antwort auf die Frage liefert, wie viel Gold heute wert ist, ist sie doch eine einfache und fundamentale Methode, um zu bestimmen, wo sich der Goldpreis innerhalb seines langfristigen Zyklus befindet.

Goldpreis-Zyklusniveaus (log), in USD, 01/1920–01/2024

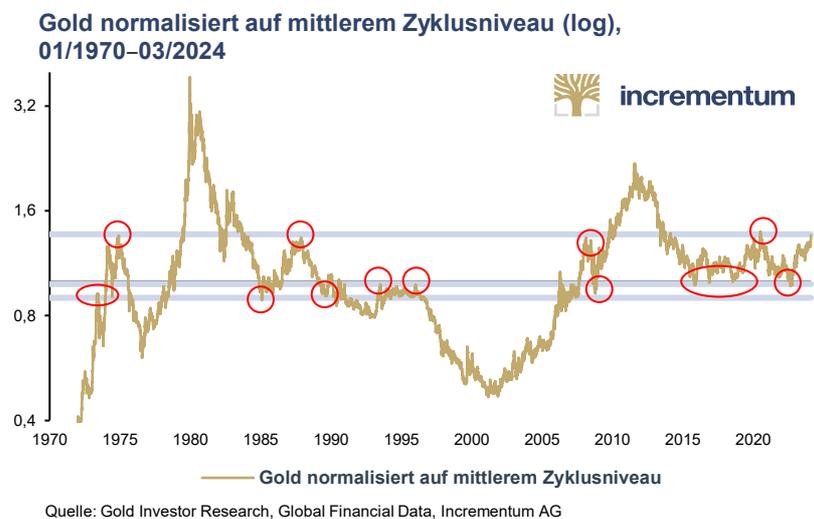


Cycles exist because it is so difficult to reverse them.

Coleen Hoover

Wiederkehrende Unterstützungs- und Widerstandslinien

Die Nützlichkeit der Analyse dieser langfristigen Zyklusniveaus ist damit noch nicht erschöpft. Es zeigt sich nämlich, dass einige Zyklusniveaus dazu neigen, fast 50 Jahre zurückreichende Unterstützungs- bzw. Widerstandszonen zu sein. Wie man im obigen Chart sieht, tritt dies noch deutlicher zutage, wenn man den Goldpreis normalisiert oder das Ratio des Goldpreises zu seinem mittleren Zyklusniveau heranzieht. Langfristig hat beispielsweise der normalisierte Goldpreis, der 38% über dem mittleren Zyklusniveau liegt, in den letzten 50 Jahren viermal als wichtiger Widerstand fungiert: beim Höchststand im Dezember 1974, beim Höchststand im November 1987 und zuletzt bei den Höchstständen im März 2008 und August 2020.



I believe in the resistance as I believe there can be no light without shadow; or rather, no shadow unless there is also light.

Margaret Atwood

Es können darüber hinaus auch noch feinere wiederkehrende Unterstützungs- bzw. Widerstandslinien identifiziert werden, indem man in kürzere Zeiträume hineinzoomt. Ein Beispiel hierfür ist das Niveau von 19% über der Zyklusmitte, das sich in den letzten zehn Jahren mehrfach als Unterstützungs- bzw. Widerstandslinie erwiesen hat. Die Identifizierung dieser wiederkehrenden Unterstützungs- bzw. Widerstandsniveaus kann für Goldanleger nützlich sein, um potenzielle Einstiegs- und Ausstiegspunkte anzusteuern. Sie können sogar auf den Chart des Goldpreises selbst übertragen werden, um traditionellere technische Analysemethoden wie gleitende Durchschnitte zu ergänzen. Das ist das, was wir bei *Gold Investor Research* tun.

Gold normalisiert auf mittlerem Zyklusniveau, 01/2014–03/2024



Quelle: Gold Investor Research, Global Financial Data, Incrementum AG

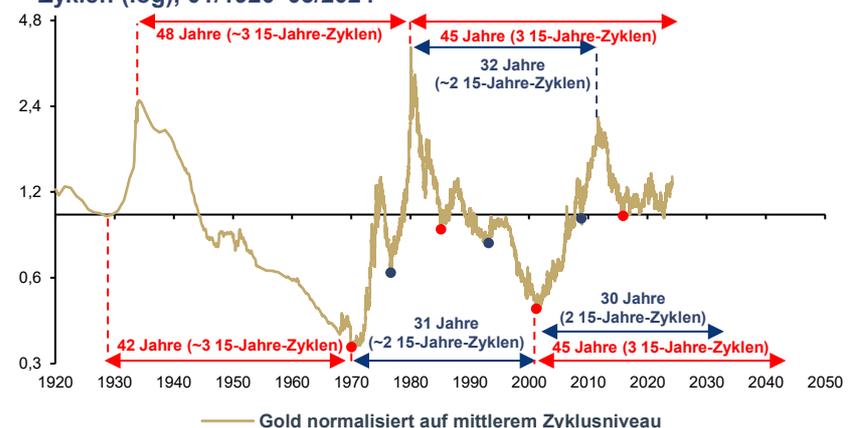
For every action, there is an equal and opposite reaction.

Isaac Newton

Wenn man auf die 100-Jahres-Skala hinauszoomt, erhält man

zusätzliche Informationen über den langfristigen Zyklus von Gold. Seit 1920 scheint der Goldpreis eine langfristige Zyklizität von etwa 30 oder 45 Jahren zu haben. Dazwischen liegen die bekannteren 7,5- oder 8-Jahres- und 15-Jahres-Zyklen, die als Teilzyklus des langfristigen Zyklus betrachtet werden können. Ein weiterer wichtiger Aspekt ist, dass in der Vergangenheit die Differenz, mit der der Goldpreis sein mittleres Zyklusniveau am langfristigen Zyklushoch überschritt, in etwa gleich groß war wie die Differenz, mit der er es am langfristigen Zyklustief unterschritt. Dies galt sowohl für den Zeitraum 1970 bis 1980 als auch für den Zeitraum 2001 bis 2012.

Gold normalisiert auf mittlerem Zyklusniveau: Langfristige Gold-Zyklen (log), 01/1920–03/2024



Quelle: Gold Investor Research, Global Financial Data, Incrementum AG

The best way to predict the future is to study the past, or prognosticate.

Robert Kiyosaki

Prognose des künftigen Goldpreises

Neben der Identifizierung potenzieller kurzfristiger Preisziele kann dieser Ansatz auch dafür verwendet werden, um langfristige Prognosen bezüglich des Niveaus zukünftiger Goldpreiszyklen zu erstellen. Wenn man sich die Beziehung zwischen Gold und Geldmenge zunutze macht und eine Meinung darüber hat, wohin sich die US-Geldmenge

wahrscheinlich entwickeln wird, dann ist es einfach, eine Bandbreite zu berechnen, in der das Goldpreisniveau zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft liegen könnte.⁹³

Ein Ansatz, um dies mit Hilfe einer Analyse erster Ordnung zu quantifizieren, ist die Beobachtung, dass das US-Gesamtverschuldung/M2-Ratio von 1915 bis 1978 relativ stabil um einen Gleichgewichtswert von 2,5 lag. **Mit anderen Worten: Sowohl in der Zwischenkriegszeit als auch in der Breton-Woods-Ära funktionierte die US-Wirtschaft gut, wenn eine Einheit der Geldmenge ~2,5 Einheiten an Schulden unterstützte.** Von den späten 1970er-Jahren bis zur Weltfinanzkrise 2007/2008 (GFC) wuchs die Verschuldung viel schneller als die Geldmenge und trieb das Ratio auf einen Spitzenwert von 7:1.

We must not let our rulers load us with perpetual debt.

Thomas Jefferson

Diese hohe relative Verschuldung war vermutlich nicht tragbar, da die Federal Reserve unmittelbar nach der Weltfinanzkrise ihre Geldpolitik radikal änderte. Sie begann, die Geldmenge mehr als doppelt so schnell wie die Verschuldung auszuweiten, vor allem durch einige Runden an quantitativer Lockerung (QE). Seitdem befindet sich das Gesamtverschuldungs/Geldmengen-Ratio in einem allgemeinen Abwärtstrend mit einem kleinen antizyklischen Aufschwung im letzten Jahr. Wenn man davon ausgeht, dass das Ratio seinen Weg in Richtung des Niveaus von ~2,5 fortsetzen wird, kann man eine Spanne berechnen, innerhalb der die Niveaus des Goldzyklus liegen dürften. Geht man beispielsweise davon aus, dass die Gesamtverschuldung weiterhin mit etwa 5% pro Jahr wächst, dann wäre eine M2-Geldmenge von 50 Bill. USD bzw. 65 Bill. USD erforderlich, damit das Ratio in den nächsten fünf bzw. zehn Jahren wieder die Marke von 2,5 erreicht. **Das bedeutet, dass der Goldpreis ein zyklisches Höchstniveau von etwa 9.000 USD bis 11.000 USD erreichen würde.**

Gesamte Schulden und Kredite aller US-Sektoren/M2-Ratio, Q4/1916–Q1/2024



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

⁹³ Siehe dazu auch unsere Goldpreisprognose auf Grundlage des Incrementum Goldpreismodells im Kapitel „Quo vadis, aurum? In diesem In Gold We Trust-Report sowie „Quo vadis, aurum?“, In Gold We Trust-Report 2020

Annahme Nr. 2: Die Beziehung von Gold zur realen Rendite

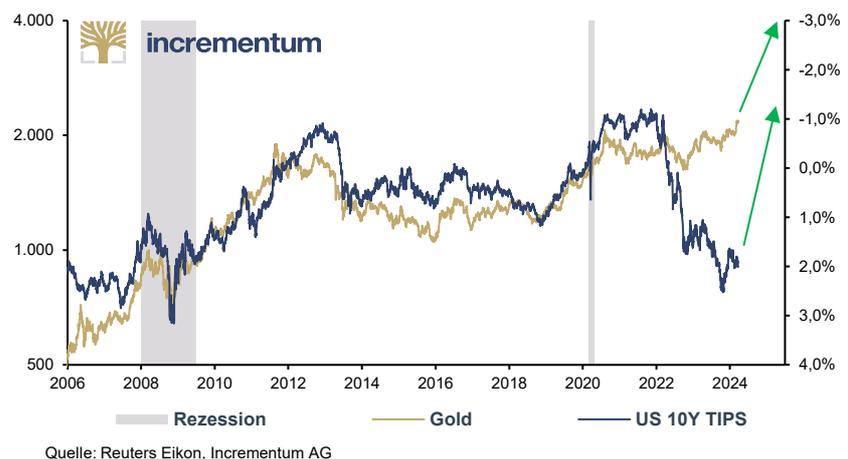
Unsere zweite Annahme lautet: *Der Goldpreis verhält sich umgekehrt proportional zu den realen Renditen.*

I like everyone to be on an equal footing.

Jack Nicholson

Obwohl die meisten Marktteilnehmer anerkennen, dass der Goldpreis und die auf inflationsgeschützten Staatsanleihen (TIPS) basierende 10-jährige Realrendite in einer konstanten inversen Beziehung zueinanderstehen, gehen nur wenige bei der Analyse über diesen Punkt hinaus, um die Beziehung auf einer fundamentalen Ebene zu verstehen. Wenn man tiefer gräbt, kann man auch eine Erklärung dafür finden, warum sich die allgemein beobachtete Divergenz entwickelt hat und was sie bedeuten könnte. Dazu ist es sinnvoll, den Goldpreis von seinem US-Dollar-Wert in ein reales Renditeäquivalent, $y_{real,Au}$, umzurechnen und damit Gold mit den Renditen vergleichbar zu machen.

Gold (lhs, log) und US 10Y TIPS (rhs, invertiert), 01/2006–03/2024



Die inverse Korrelation zwischen den realen Renditen und dem Goldpreis kann mathematisch als kontinuierliche Aufzinsung ausgedrückt werden:

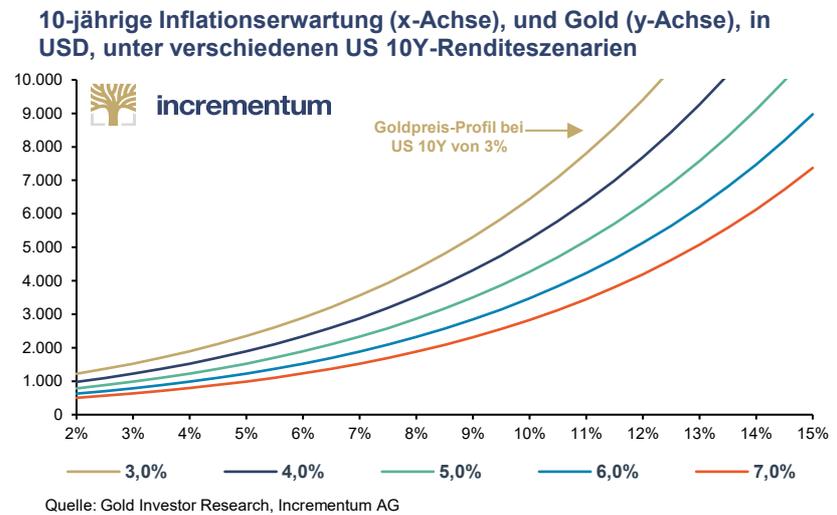
$$G = C \cdot e^{-T \cdot y_{real,Au}}$$

People who buy government debt deserve to be punished and taught a lesson.

Doug Casey

In diesem Rahmen verhält sich der Goldpreis, G , genau so wie eine Nullkuponanleihe mit einer Restlaufzeit, T , die mit einer realen Rendite, $y_{real,Au}$, aufgezinst wird, und mit einem Koeffizienten C , der dem Kapital einer Anleihe ähnelt. Aber anders als bei Anleihen ist dieser Koeffizient C nicht immer konstant, sondern unterliegt episodischen Anpassungen, die aufgrund der kumulativen Auswirkungen der Inflation höher ausfallen. Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass Gold kein Fälligkeitsdatum wie eine Anleihe hat, weshalb es angemessener ist, T als die reale Restlaufzeit von Gold zu bezeichnen, die auf der Grundlage der Anpassung etwa 22,6 Jahre beträgt. Bei einer Nullkuponanleihe sind Restlaufzeit und Duration identisch, da die einzige Cashflow-Zahlung bei Fälligkeit erfolgt. **In der Praxis bedeutet dies, dass der Goldpreis eine große Hebelwirkung – oder Konvexität – auf Veränderungen der**

Realrenditen hat, ähnlich wie Anleihen mit langer Restlaufzeit eine große Hebelwirkung auf Veränderungen der Nominalrenditen haben.



Von 2008 bis 2022 entsprach die auf Gold basierende reale Rendite, $y_{real,Au}$, in etwa der auf TIPS basierenden 10-jährigen realen Rendite, $y_{real,TIPS}$, weshalb die Korrelation recht stark war. **Ab Anfang 2022 begannen die beiden jedoch zu divergieren. Woran liegt das?**

Dafür gibt es wahrscheinlich zwei Gründe. Um diese darzulegen, ist es hilfreich, $y_{real,Au}$ in seine Bestandteile zu zerlegen.

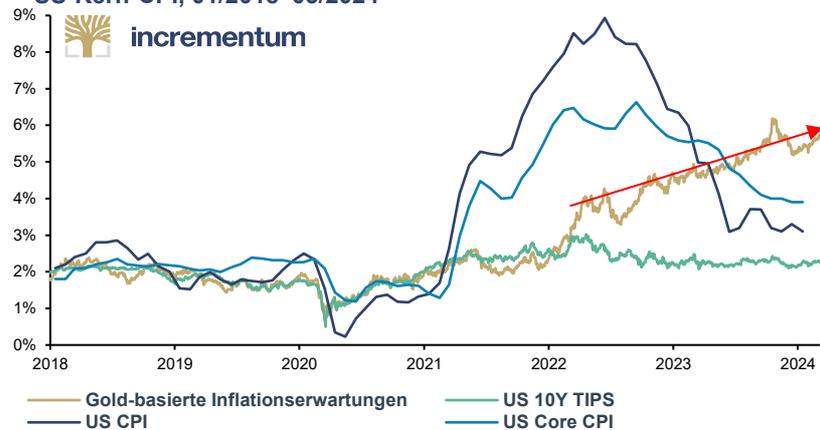
$$G = C \cdot e^{-22.6 \cdot \left(\frac{y_{10} - i_{Au}}{1 + i_{Au}} \right)}$$

Most of all, differences of opinion are opportunities for learning.

Terry Tempest Williams

Anstelle der Rendite von Nullkuponanleihen mit einer Laufzeit von ca. 23 Jahren wird die Rendite der 10-jährigen Treasury, y_{10} , verwendet, da diese sehr liquide ist, eine lange Zeitreihe aufweist und sie mit den 10-jährigen TIPS vergleichbar ist. Da sowohl der Goldpreis als auch die 10-jährige Rendite bekannt sind, ist die einzige Unbekannte die abgeleitete goldbasierte Inflationserwartung, i_{Au} . Mit anderen Worten, die Gesamtheit der Änderungen des US-Dollar-Goldpreises, die *nicht* auf die 10-Jahres-Rendite zurückzuführen sind, kann im Term i_{Au} erfasst werden. Dieser zeigt, dass die Divergenz zwischen den auf Gold basierenden Inflationserwartungen und den TIPS-10-Jahres-Breakeven im März 2022 begann, als sich der CPI seinem Höchststand näherte. **Seitdem ist der Goldpreis im Aufwärtstrend und drückt eindeutig eine andere Meinung zu den Inflationserwartungen aus als die TIPS-10-Jahres-Breakeven.**

Gold-basierte Inflationserwartungen, US 10Y TIPS, US-CPI, und US-Kern-CPI, 01/2018–03/2024



Over the last 18 months, its central bank buying that has been the main support – an overwhelmingly predominant support for gold.

Adrian Day

*Yeah, what's going on?
Tell me what's going on.*

Marvin Gaye

Die umfangreichen und zunehmenden Goldkäufe der Zentralbanken seit der zweiten Jahreshälfte 2022, als sich die Divergenz weiter vergrößerte, sind ein solider Beleg dafür, dass die großen Marktteilnehmer bereit waren, diese höhere Inflationserwartungsprämie zu zahlen, um in Gold investiert zu sein. Im Oktober 2023 ist die auf Gold basierende Inflationserwartung weiter gestiegen und impliziert einen Wert von knapp über 6%, während der CPI im Jahresvergleich auf knapp unter 4% sank. **Schießt Gold damit über seine Inflationserwartung hinaus oder ist etwas anderes im Gange?**

Es ist möglich, dass noch etwas anderes vor sich geht, worauf die zweite mögliche Ursache für die Divergenz hinweist, nämlich dass der Koeffizient C ebenfalls dabei ist, sich nach oben zu korrigieren. Im Zeitraum von 2008 bis 2022, als die Korrelation zwischen TIPS und goldbasierten Realrenditen hoch war, lag der Koeffizient C konstant bei etwa 1.525 USD. Im gleichen Zeitraum hat sich der Goldpreis in der Mitte des Zyklus auf Basis der Fundamentaldaten von 750 USD auf 1.600 USD mehr als verdoppelt. Das bedeutet, dass die langfristigen kumulativen Auswirkungen der monetären Inflation eine annähernde Verdoppelung des Goldpreises bewirkt haben. Da sich diese kumulativen Effekte weiter aufbauen, muss sich dies schließlich in einer Änderung des Koeffizienten niederschlagen.

In der ersten Hälfte der 1970er-Jahre war C beispielsweise viel niedriger und lag näher bei ~80 USD, um dem CPI und den abgeleiteten goldbasierten Inflationserwartungskurven zu jener Zeit am besten zu entsprechen. Mitte bis Ende der 1970er-Jahre dürfte er jedoch aufgrund der angenommenen Korrelation auf ~200 USD und mehr gestiegen sein. Im gegenwärtigen inflationären Umfeld könnte es sein, dass der Koeffizient C nicht mehr konstant ist und eine seiner episodischen Anpassungen nach oben durchläuft. In diesem Fall hätte man es mit zwei unbekanntem Variablen, C und i_{Au} , zu tun, was die Entflechtung ihrer individuellen Veränderungen erschwert, bis ein neuer Gleichgewichtszustand eintritt. Es gibt jedoch eine Methode, mit der diese Einschränkung überwunden werden kann, aber das würde den Rahmen dieses Artikels sprengen. Für weitere Informationen hierzu verweisen wir auf den Artikel „Towards a comprehensive framework for understanding the gold price: From 1971 to today“.

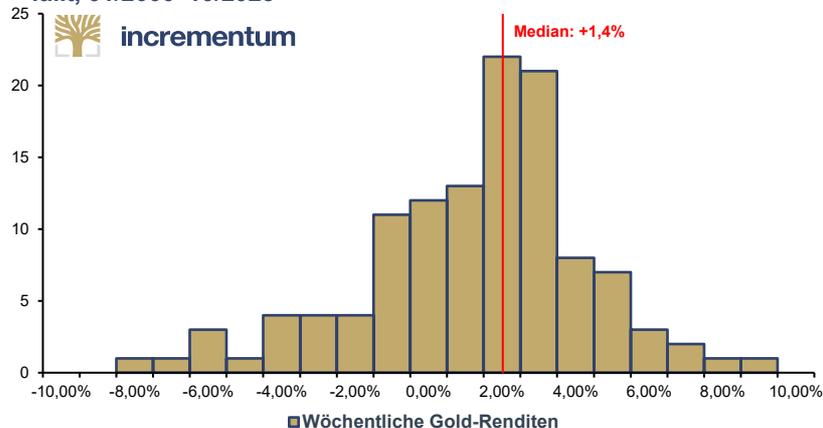
My, oh my, hit the sweet spot tonight.

Jennifer Lopez

Der Sweet Spot für Gold

Trotz der Mängel bei der Verwendung von marktbasiereten realen Renditen als langfristiges Bewertungsinstrument für Gold, ist dieses Modell für die Bestimmung des realen Renditeäquivalents von Gold immer noch nützlich, da es zwei Haupttreiber für den Goldpreis identifiziert, nämlich i) sinkende Renditen und ii) steigende Inflationserwartungen. Dies bedeutet nicht, dass jeder Rückgang der 10-jährigen Anleiherendite zu einem Goldpreisanstieg führt, da sich die beiden Faktoren auch gegenseitig aufheben können. Im Zeitraum von 2000 bis 2023 ergab sich jedoch in jenen Fällen, in denen die Rendite der 10-jährigen Treasury in der Woche um 15 Basispunkte oder mehr gesunken ist, eine Verteilung der wöchentlichen Goldpreisveränderungen, die mit einem Medianwert von 1,4% eindeutig positiv ist.

Verteilung wöchentlicher Gold-Renditen, wenn US 10Y um ≥ 15 bp fällt, 01/2000–10/2023



Quelle: Gold Investor Research, Global Financial Data, Incrementum AG

Rate cuts are likely on the way. That would be a good environment for gold.

Joe Cavatoni,
World Gold Council

Es überrascht nicht, dass Gold in Zeiten fallender Renditen traditionell stets am besten abschnitt. Diese Erwartungen treten in der Regel spät im Zinszyklus auf, wenn die Wirtschaft in eine Rezession abgleitet. So hat der Goldpreis beispielsweise in Zeiten von Kurssteigerungen, wie in der aktuellen Periode von 2000 bis heute und in den 1970er-Jahren, durchwegs einen wichtigen lokalen Höchststand in der Mitte der Zinssenkungsphase der Federal Reserve erreicht. Dies war bei den Goldpreis-Höchstständen im Dezember 1974, März 2008 und März 2020 der Fall und wird im Allgemeinen mit der ersten Hälfte einer Rezession in Verbindung gebracht.

*You get the best of both worlds
Chill it out, take it slow
Then you rock out the show.*

Hannah Montana

Die Federal Reserve Funds Rate ist zwar nicht formal an den Goldpreis gekoppelt, da sie, wie weiter oben ausgeführt, dem realen Renditeäquivalent des Goldes entspricht, aber im Allgemeinen sind sinkende kurzfristige Zinssätze ein Anzeichen für eine Abkühlung der Wirtschaft. Aufgrund der zeitlichen Verzögerung zwischen den Zinserhöhungen und ihren tatsächlichen Auswirkungen auf die Wirtschaft bleibt die Inflationsrate in der Regel erhöht, selbst wenn die kurzfristigen Zinsen gesenkt werden. Dadurch entstehen perfekte Bedingungen für den Goldpreis, die das Beste aus beiden Welten bieten i) erhöhte Inflationserwartungen und ii) sinkende langfristige Renditen, da niedrigere künftige Kurzfristzinsen eingepreist werden.

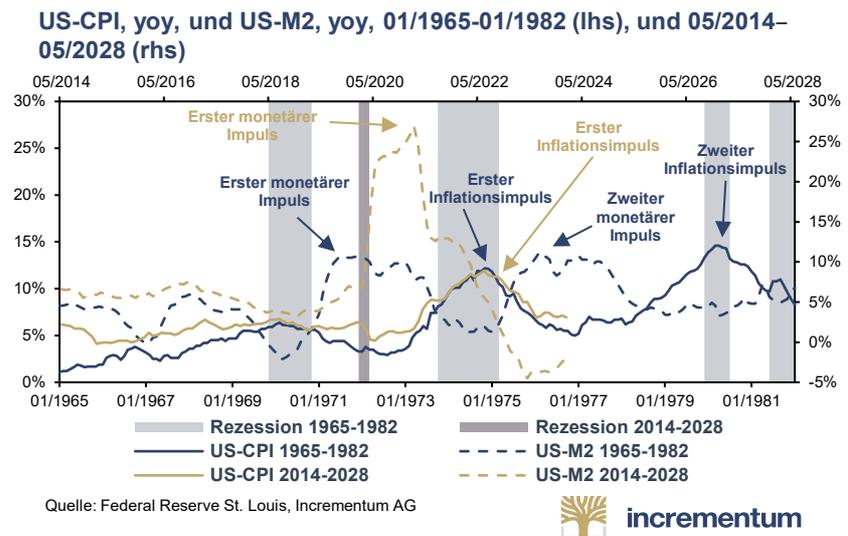
Dieser *Sweet Spot* für den Goldpreis, der letztendlich zu einem Hoch im Konjunkturzyklus führt, ist jedoch nur vorübergehend, da die mit den Zinserhöhungen verbundenen Zeitverzögerungen die Wirtschaft letztendlich einholen. In der Spätphase der Rezession beginnen die langfristigen Renditen ihren Rückgang zu verlangsamen, wodurch ein positiver Treiber für den Goldpreis wegfällt, während die Inflationserwartungen selbst zurückgehen, was den Goldpreis nach unten und schließlich auf ein Zyklustief drückt. Beispiele hierfür sind der Tiefststand im Oktober 2008 während der Weltfinanzkrise und das Low im März 2020 während des ersten Corona-Lockdowns.



The only thing that an increased money supply does then, is it dilutes the purchasing power of the preexisting dollar.

Murray Rothbard

Die jüngste Geschichte hat gezeigt, dass die Federal Reserve und das US-Finanzministerium in einem solchen Umfeld typischerweise mit aggressiven Stimulierungsmaßnahmen eingreifen, die dadurch die Voraussetzungen für einen noch höheren Goldpreis bereiten. Dieses sekundäre Zyklushoch für Gold wurde in der Vergangenheit durch eine Ausweitung der Geldmenge und steigende Inflationserwartungen angetrieben, wie im September 2011 und im August 2020 zu beobachten war. Ähnliches gilt für den Zeitraum Ende der 1970er-Jahre, als ein zweiter monetärer Impuls den Goldpreis im Jänner 1980 auf ~850 USD trieb. Sollten sich die inflationären Parallelen zwischen dem aktuellen Zeitraum und den 1970er-Jahren bestätigen und zu einer zweiten Inflationswelle führen, wäre der Auslöser wahrscheinlich ein weiterer Geldmengenimpuls gegen Ende der nächsten Rezession.



Zusammenfassend lässt sich sagen, dass eine ähnliche Dynamik während des aktuellen Zinszyklus ungefähr so aussehen könnte:

- Erstens bricht der Goldpreis aus seinem 3,5-jährigen Konsolidierungsmuster über 2.100 USD aus, was am 1. März passierte.
- Zweitens erreicht Gold in der Mitte der Zinssenkungsphase ein zyklisches Hoch von bis zu 3.000 USD, was auf eine erhöhte Inflationserwartung und/oder fallende Renditen der 10jährigen US-Treasuries zurückzuführen ist;
- Drittens fällt Gold danach auf ein Zyklustief und gibt einen Großteil des Zugewinns über das Niveau des Konsolidierungsdurchbruchs irgendwann in der Spätphase der Rezession wieder ab;
- Viertens: Ein aggressiver Anstieg auf ein noch höheres Zyklushoch Monate bis Jahre später, angetrieben durch eine mutmaßliche Konjunkturmaßnahme der Federal Reserve und des US-Finanzministeriums.

Fazit

Es wurde ein Modell für die Bewertungs-/Preisanalyse von Gold vorgestellt, das sich in erster Linie auf fundamentale Faktoren stützt, nämlich i) die Geldmenge, ii) die Inflationserwartungen und iii) die langfristigen Renditen. Wir haben gezeigt, dass es eine einfache Methode gibt, um den Goldpreis zu bestimmen und seine relative Positionierung innerhalb des langfristigen Zyklus zu ermitteln.

*And baby we're so high
Walking on cloud 9.*
John Legend

Darüber hinaus ist die Betrachtung des Goldpreises in einem der realen Rendite äquivalenten Rahmen nach wie vor aufschlussreich, um seine wichtigsten Treiber hervorzuheben. Mit Blick auf das Ende des aktuellen Zinszyklus deutet die Geschichte darauf hin, dass der Goldpreis im Jahr 2024, etwa in der Mitte der Zinssenkungsphase, ein neues lokales Hoch erreichen sollte. Der Goldpreis hat den ersten Schritt in diese Richtung getan, indem er aus seiner 3,5-jährigen Konsolidierungsphase über die Marke von 2.100 USD ausgebrochen ist und sich auf dem besten Weg zu einem möglichen Ziel von 3.000 USD befindet.

Building low-capital intensity **gold mines**

Why Minera Alamos?

- ✔ \$10-30 million initial capex projects
- ✔ Focused initially on Northern Mexico
- ✔ Clean balance sheet
- ✔ Strong insider alignment with shareholders
- ✔ Santana gold mine ramping up production in 2024/25
- ✔ Cerro de Oro our second planned Mine being permitted with expected construction decision in 2024

Das neue Bitcoin-Playbook

„I do believe the role of crypto is digitalizing gold, in many ways.“

Larry Fink

- Das neue Playbook für Bitcoin ist geprägt durch absolute Knappheit sowie durch Bitcoin-ETFs, mit deren Hilfe institutionellen Playern der Zugang zu Bitcoin erleichtert wird.
- Die Zulassung von Bitcoin-Spot-ETFs durch die SEC hat weitreichende, positive Konsequenzen. Hervorzuheben ist die damit verbundene erheblich gestiegene Rechtssicherheit. Ein Bitcoin-Verbot im Westen dürfte damit endgültig vom Tisch sein.
- Mit der steigenden Anzahl von in ETFs gehaltenen Bitcoins nimmt auch das Risiko eines *Megadrawdowns* zu. Im Falle einer Liquiditätskrise können ETF-Bestände nun rasch liquidiert werden. Bitcoin bleibt daher voraussichtlich weiterhin deutlich volatil als Gold.
- Bitcoin ist nach dem Halving Mitte April zum härtesten monetären Gut avanciert und hat nun ein etwa doppelt so hohes Stock-to-Flow-Ratio wie Gold. Das digitale Gold tritt damit zunehmend in eine Konkurrenzsituation mit dem analogen Gold, wobei die Gesamtnachfrage für nicht-inflationierbare Assets strukturell weiter steigen wird.
- Bitcoin nähert sich nun zügig der absoluten Knappheit: Fast 95% aller Bitcoins sind bereits geschürft worden. In nur 10 Jahren werden 99% aller jemals verfügbaren Bitcoins geschürft sein.
- Gemäß dem neuen Playbook für Bitcoin wird mit der Annäherung an die absolute Knappheit auch der Einfluss der Halving-Zyklen kontinuierlich abnehmen, da die neu geschöpfte Menge an Bitcoin sukzessive weniger ins Gewicht fällt.

Running bitcoin.

Hal Finney

I can't love stocks, but I love bitcoin and gold.

Paul Tudor Jones

Bitcoins have no dividend or potential future dividend, therefore not like a stock. More like a collectible or commodity.

Satoshi Nakamoto

Seit acht Jahren ist Bitcoin ein fester Bestandteil unseres In Gold We Trust-Reports. Seither widmen wir der dominierenden Kryptowährung jährlich ein eigenes Kapitel, da wir das dezentrale Netzwerk-Protokoll als eine potenziell revolutionäre monetäre Erfindung erachten. Diese Meinung wurde und wird im Bereich der Goldenthusiasten nicht immer vorbehaltlos geteilt oder teilweise auch kritisiert. Ohne uns selbst auf die Schultern klopfen zu wollen, können wir aus heutiger Sicht doch konstatieren, dass sich unser optimistischer Ausblick auf Bitcoin bis dato als *goldrichtig* herausgestellt hat.

Auch unsere vor fünf Jahren im Rahmen des damaligen *In Gold We Trust-Reports* zum ersten Mal **vorgestellte Anlagestrategie bestehend aus einer Kombination von Gold und Bitcoin erwies sich bislang nicht nur theoretisch, sondern auch praktisch als überaus erfolgreich.**⁹⁴ Dies belegen nicht zuletzt die Live-Track-Records unserer beiden Fonds, welche nunmehr seit über drei bzw. über vier Jahren derartige kombinierte Strategien umsetzen.



In den vergangenen Jahren haben wir umfänglich die Gemeinsamkeiten und Unterschiede von Gold und Bitcoin analysiert. Weiters haben wir uns mit Bewertungsmethoden sowie der Einordnung des Phänomens Bitcoin in das geldtheoretische Konzept der österreichischen Schule der Nationalökonomie auseinandergesetzt.

Lesern, die mehr zu diesen Themen wissen wollen, legen wir die Lektüre der folgenden Kapitel früherer In Gold We Trust-Reporte ans Herz, welche unserer Meinung nach auch heute noch von hoher Relevanz sind.

- *In Gold We Trust-Report 2023: „Showdown im Sound Money-Lager“*
- *In Gold We Trust-Report 2020: „Das „Plan B“-Modell: Der Heilige Gral der Bitcoinbewertung?“*
- *In Gold We Trust-Report 2019: „Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?“*

⁹⁴ Siehe „Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?“, *In Gold We Trust-Report 2019*

Auch dieses Jahr halten wir an unserer positiven Einstellung hinsichtlich der jungen Anlageklasse fest. Neben dem *Playbook für Gold* ist allerdings auch das *Playbook für Bitcoin* im Begriff, sich zu ändern. Die wesentlichen Änderungen des neuen *Playbooks für Bitcoin* sind die folgenden:

- Die ETF-Zulassung durch die SEC und Sicherstellung der langfristigen Rechtssicherheit als fundamentaler Game-Changer.
- Der Aufstieg von Bitcoin zum härtesten monetären Gut.
- Die Auswirkung des Halvings und die fortlaufende Annäherung an die maximal verfügbare BTC-Menge.

Auch dieses Jahr wollen wir ein neues theoretisches Konzept vorstellen, angelehnt an ein bereits vorgestelltes Konzept aus der Goldwelt: **Freebitcoin.**

Bitcoin-ETFs und Rechtssicherheit als Game-Changer

Es ist schon wieder was passiert.
Nikolaus Jilch

Bereits im Jahr 2013 wurde von den Winklevoss-Zwillingen ein Antrag auf die Zulassung eines Bitcoin-ETF an die US-Wertpapieraufsicht *Securities and Exchange Commission* (SEC) gestellt. Dieser wie weitere frühe Anträge stießen jedoch auf Ablehnung aufgrund von Bedenken bezüglich Marktmanipulation, mangelnder Marktüberwachung und der Volatilität von Kryptowährungen. Im Laufe der Zeit führte das wachsende institutionelle Interesse und die Verbesserung der Marktinfrastruktur zu einem Umdenken bei der SEC. Fortschritte in der Technologie, verbesserte Sicherheitsmaßnahmen und internationale Beispiele für Krypto-ETFs verstärkten den Druck auf die SEC, ihre Position zu überdenken.

We need to ensure that crypto markets are free from fraud and manipulation.
Gary Gensler

Am 10. Jänner 2024 war es schließlich so weit: Die SEC lässt 11 Bitcoin-Spot-ETFs zu. Diese Entwicklung wird von etlichen Marktteilnehmern als Ritterschlag für Bitcoin angesehen. Die Zulassung der Bitcoin-ETFs durch die SEC hat weitreichende Auswirkungen auf die Wahrnehmung von Bitcoin seitens klassischer Finanzinvestoren.

Spot Bitcoin ETF Übersicht, 04/30/2024

Emittent	Ticker	Marktanteil	Bestand (€)	Bestand (Mio. USD)	Gebühr
Grayscale	GBTC	35,8%	296.186	17.731	1,50%
BlackRock	IBIT	33,2%	274.459	16.431	0,25%
Fidelity	FBTC	18,3%	151.205	9.052	0,25%
21Shares	ARKB	5,2%	42.981	2.573	0,21%
Bitwise	BITB	4,1%	33.996	2.035	0,20%
Invesco	BTCO	0,8%	6.555	392	0,25%
VanEck	HODL	1,1%	9.279	555	0,25%
Valkyrie	BRRR	0,7%	6.192	371	0,25%
Franklin Templeton	EZBC	0,5%	4.437	266	0,19%
WisdomTree	BTCW	0,1%	1.227	73	0,30%

Quelle: hildobby, Incrementum AG

1. Regulatorische Klarheit und Rechtssicherheit: Durch die Klassifizierung von Bitcoin als Rohstoff und die Zulassung der ETFs ergibt sich eine veränderte regulatorische Landschaft. Bitcoin fällt unter die Aufsicht der *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) und wird anders reguliert als alle anderen Kryptowährungen, die möglicherweise als Wertpapiere unter der Aufsicht der SEC verbleiben. Die Eigenschaft von Bitcoin als *digitales Gold* wurde durch die Entscheidung der Aufsichtsbehörde bestätigt.

Spätestens mit der ETF-Zulassung ist das Damoklesschwert eines Bitcoin-Verbots – jedenfalls für die USA und wohl auch aufgrund der Vorbildwirkung für alle westlichen Länder – endgültig vom Tisch. Diese Rechtssicherheit ist insbesondere für institutionelle Investoren ein Game-Changer.

A Bitcoin ETF approval will signify a watershed moment for Bitcoin, likely propelling its price to new highs as institutional funds can more readily enter the market.

Mike Novogratz

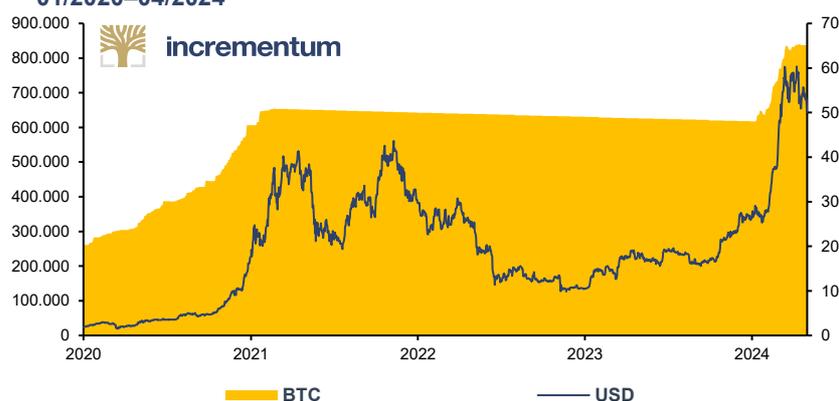
IBIT is the fastest growing ETF in the history of ETFs. Nothing has gained assets as fast as IBIT in the history of ETFs.

Larry Fink

2. Marktakzeptanz und Investoreninteresse: Die Einführung von Bitcoin-ETFs verstärkt die Akzeptanz von Bitcoin als legitime Anlageklasse und verringert das Karriererisiko von Vermögensverwaltern, welche bislang noch zögerten, Bitcoin-Positionen für ihre Kunden aufzubauen. **Die Verfügbarkeit von ETFs öffnet zudem den Weg für ein deutlich breiteres Spektrum an Anlegern.** ETFs ermöglichen eine deutlich vereinfachte Integration von Bitcoin in die bestehende Handels-, Verwahrungs- und Reporting-Infrastruktur von Vermögensverwaltern.

Bereits wenige Monate nach der Zulassung von Bitcoin-ETFs ist es evident, dass das Ereignis zu einer erhöhten Nachfrage und somit zu einer Preissteigerung von Bitcoin geführt hat. Seit der Zulassung der ETFs gab es in der Spitze Netto-Zuflüsse in Höhe von etwa 15 Mrd. USD. Inklusive dem Grayscale Bitcoin Trust, der in einen ETF umgewandelt wurde, weisen alle US-amerikanischen ETFs ein Volumen von etwa 50 Mrd. USD aus.

Spot-Bitcoin-ETF AuMs*, in BTC (lhs), und Mrd. USD (rhs), 01/2020–04/2024

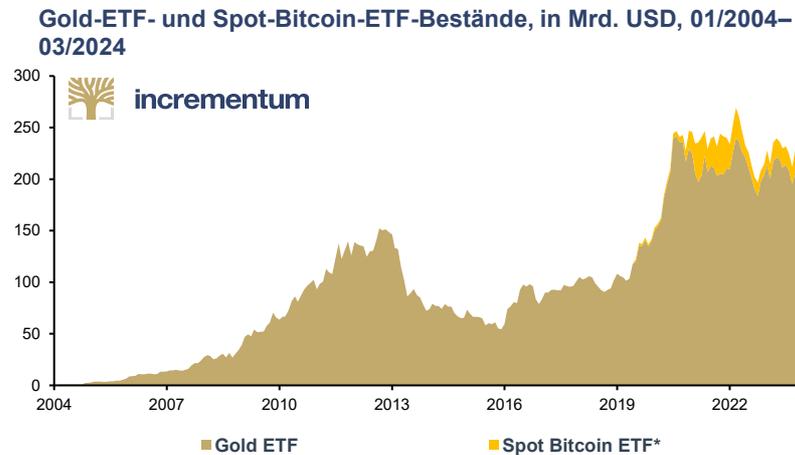


Quelle: hildobby, Reuters Eikon, Incrementum AG
*BTC-Bestände für den Zeitraum vor dem Spot Bitcoin ETF-Handel (11/01/2024)

3. Mögliche Auswirkung auf die Volatilität und Drawdowns:

Dass Spot-ETFs ein mächtiges Eingangstor für Finanzinvestoren sind, wurde von Bitcoin-Enthusiasten im Zuge der Zulassungs-Euphorie oftmals betont. Unter den richtigen Bedingungen wie etwa einem sich lockernden geldpolitischen Umfeld oder im Rahmen des Halvingzyklus kann eine Investitionswelle spürbare Kursgewinne bewirken. Dies wurde bereits in den ersten Monaten seit der

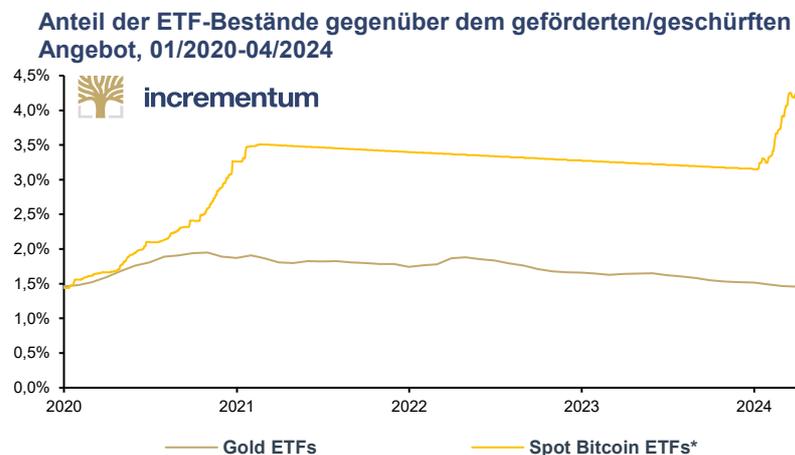
Zulassung der ETFs eindrücklich unter Beweis gestellt. **Das gesamte Volumen der Bitcoin-ETFs von 50 Mrd. USD entspricht etwa einem Viertel des Volumens aller Gold-ETFs.**



I prefer a volatile appreciating asset over a stable depreciating one.

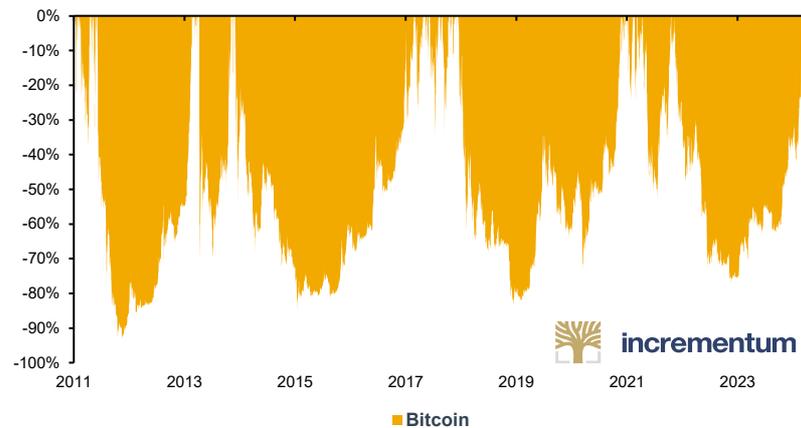
Michael Saylor

Allerdings sollte man beachten, dass dieses offene Tor auch rasche Abflüsse ermöglicht. Je höher die von den ETFs gehaltenen Bitcoin-Bestände sind, desto größer ist der potenzielle Verkaufsdruck, der von den ETFs im Falle einer Verkaufswelle ausgehen kann, da ETF-Halter mitunter taktischer agieren als typische Bitcoiner, welche ihre Bestände langfristig, oftmals in Selbstverwahrung ohne raschen Börsenzugang, halten.



Wir gehen daher nicht zwangsläufig davon aus, dass die ETFs die Volatilität von Bitcoin mittelfristig verringern. Womöglich passiert sogar das Gegenteil. **Sollten die ETFs in mittlerer Zukunft substanzielle Bitcoin-Bestände halten, wäre ein plötzlicher Abverkauf seitens Finanzinvestoren, beispielsweise aufgrund einer Liquiditätskrise, mitunter der Auslöser für einen massiven Drawdown.** Bitcoin wird von daher wohl weiterhin hoch volatil bleiben, was aus unserer Sicht in der Praxis weiterhin für den von uns vertretenen Multi-Asset-Ansatz in Kombination mit Edelmetallen spricht.

Drawdowns von Bitcoin, in USD, 01/2011–04/2024



Quelle: coinmarketcap.com, Reuters Eikon, Incrementum AG

Bitcoin's main benefit is not that it's fast or efficient, its main benefit is that it is decentralized.

Andreas Antonopoulos

A Bitcoin ETF would bring more liquidity, better price discovery, and legitimize Bitcoin in the eyes of many investors.

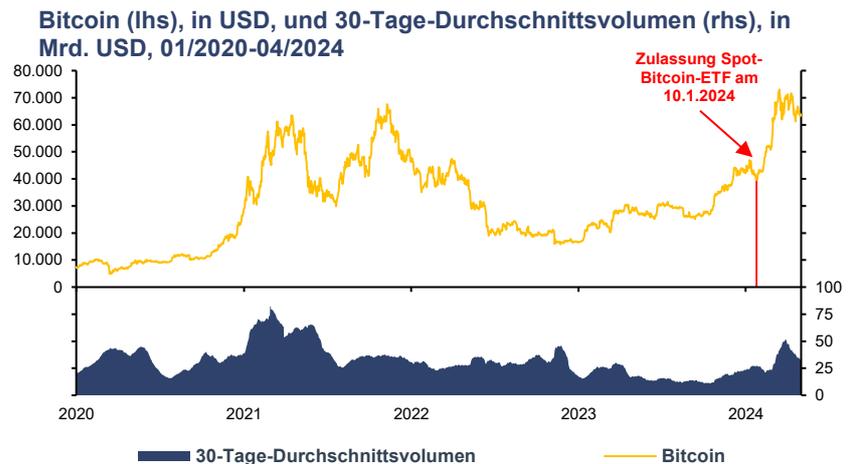
Tyler Winklevoss

4. Dezentralisierungsaspekte: Bei der aufsichtsrechtlichen Klassifizierung von Bitcoin als digitalem Rohstoff spielte der dezentrale Charakter von Bitcoin eine entscheidende Rolle. **Betont werden sollte, dass das zugrunde liegende Bitcoin-Protokoll bzw. dessen dezentrale Struktur nicht von den ETFs beeinträchtigt wird.** Im Zentrum dieser Dezentralisierung steht nicht nur der Proof-of-Work-Konsensmechanismus (PoW), sondern auch das Netzwerk der Nodes.

5. Liquidität und Markttiefe: Nach der Einführung der Bitcoin-ETFs und den damit verbundenen Entwicklungen an der *Chicago Mercantile Exchange (CME)* sowie in den Handelsvolumina der ETFs selbst zeigte sich eine deutliche Marktreaktion. Die gesamten Derivatehandelsvolumina an der CME stiegen im Jänner um 35% auf 94,9 Mrd. USD, was den höchsten Stand seit Oktober 2021 markiert.

Nur Minuten nach Börsenöffnung waren bereits rund 1,6 Mrd. USD in die neuen Bitcoin-Spot-ETFs geflossen, was die hohe Anfangsnachfrage nach diesen Produkten unterstreicht.

Auch die auf CoinMarketCap ausgewiesene Liquidität der Kryptobörsen hat deutlich angezogen. Diese liegt aber interessanterweise noch deutlich unter den Spitzenniveaus des letzten Bullenmarktes. Dies ist vermutlich auch aufgrund dessen der Fall, dass durch die Zunahme von derivativen Geschäften wie auch nun der ETF-Transaktionen – welche die Zu- und Abflüsse auf Ebene der ETFs saldieren – ein geringer werdender Anteil aller Transaktionen tatsächlich auf der Blockchain abgewickelt wird.



Certain commodities came to be money quite naturally, as the result of economic relationships that were independent of the power of the state.

Carl Menger

Wenn ein Gut Geld bleiben soll, darf die öffentliche Meinung nicht glauben, dass mit einer schnellen und unaufhaltsamen Vermehrung seiner Menge zu rechnen ist.

Ludwig von Mises

Whatever assumes a monetary role will have a reliably high stock-to-flow ratio.

Saifedean Ammous

Die Entwicklungen rund um die Zulassung von Bitcoin-ETFs und die damit verbundene gestiegene Liquidität wollen wir auch im Kontext der Theorien von Carl Menger betrachten. Menger, der Begründer der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, argumentierte, dass das absatzfähigste Gut zu Geld wird. Auch in diesem Sinne ist die Einführung der ETFs für die Entwicklung von Bitcoin zu einem breit genutzten Geld jedenfalls hilfreich. Wir gehen zwar nicht davon aus, dass Bitcoin innerhalb der näheren Zukunft zum universellen Geld aufsteigt, aber im Hayek'schen Sinne hilft die höhere Absatzfähigkeit jedenfalls, die „Geldigkeit“ von Bitcoin zu steigern. An dieser Stelle verweisen wir gerne auf die tiefergehenden Ausführungen im Kapitel „Showdown in Sound Money“ im *In Gold We Trust Report 2023*.⁹⁵

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der aus unserer Sicht wichtigste Faktor im Zusammenhang mit den ETF-Zulassungen ist, dass es zu einer erheblichen Reduktion der rechtlichen Risiken kam. Die Rechtsunsicherheit wurde von vielen Investoren lange Zeit als zentraler Risikofaktor angesehen. **Die Wahrscheinlichkeit eines oftmals gefürchteten Bitcoin-Verbots ist nun für die gesamte westliche Hemisphäre signifikant gesunken.**

Bitcoins Aufstieg zum härtesten monetären Gut

Das Bitcoin-Halving ist ein fundamentaler Mechanismus, der alle 210.000 Blöcke – und damit ungefähr alle vier Jahre – eintritt. Die Belohnung, die Miner etwa alle 10 Minuten für das Schürfen eines neuen Blocks erhalten, wird dabei halbiert. Zu Beginn war dieser bei 50 Bitcoins pro Block angesetzt. Mit jedem vollzogenem Halving schwächt sich das Angebotswachstum der neu verfügbaren Bitcoins ab. Nach dem letzten, vierten Halving im April hat sich der sogenannte *block reward* auf 3,125 Bitcoins pro Block reduziert.

⁹⁵ Siehe „Showdown im Sound Money-Lager“, *In Gold We Trust-Report 2023*

Halving-Effekte

Halving	Reduzierung der neuen Angebotsmenge pro Block	Gesamtreduktion über 480 Tage (Mio.)	Bestehendes Bitcoin-Angebot (Mio.)	Reduzierung der neuen Angebotsmenge als Prozentsatz des im Umlauf befindlichen Angebots	Reduzierung der neuen Angebotsmenge als Prozentsatz des vorherigen Halvings
2012	25 BTC	1,7	10,5	16,5%	
2016	12,5 BTC	0,9	15,8	5,5%	33,0%
2020	6,25 BTC	0,4	18,4	2,4%	43,0%
2024	3,125 BTC	0,2	19,7	1,1%	47,0%

Quelle: Glassnode, Incrementum AG

...we can say that bitcoin is behaving like a leveraged-up and digital version of gold.

Alternatively, we can say that gold is behaving like a leveraged-down and physical version of bitcoin.

Either way, to understand bitcoin, we must understand gold. And to understand gold, we must understand bitcoin.

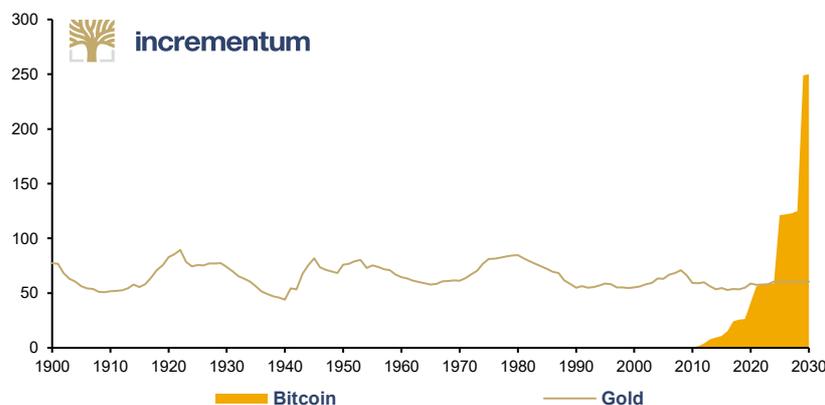
BCA Research

Das Halving ist aber nicht nur ein technischer Vorgang, sondern auch ein ökonomisches Ereignis, das tiefgreifende Auswirkungen auf die Bitcoin-Ökonomie, die Mining-Industrie und den Markt als Ganzes hat.

Das Halving hat direkte Auswirkungen auf das Stock-to-Flow-Ratio (S2F) von Bitcoin, da sich der *Flow* – also die Rate, mit der neue Bitcoin erzeugt werden – halbiert und der Bestand, der *Stock*, langsamer wächst. Das S2F-Verhältnis von Bitcoin hat sich mit dem Halving erneut verdoppelt. Diese erhöhte Knappheit kann theoretisch den Preis von Bitcoin erhöhen, vorausgesetzt, die Nachfrage bleibt konstant oder steigt.

Gold hat langfristig ein relativ stabiles S2F-Verhältnis, da seine jährliche Produktion im Verhältnis zur vorhandenen Menge relativ konstant bleibt. Bitcoins S2F-Verhältnis hingegen ist nach dem Halving 2024 höher als jenes von Gold, was Bitcoin zum härtesten monetären Gut macht, zumindest nach dieser Metrik.

Stock-to-Flow Ratio für Gold und Bitcoin, 1900–2030e



Quelle: blockchain.com, USGS, World Gold Council, Incrementum AG
*Goldproduktion (2024–2030) = durchschnittliche Wachstumsrate (2004–2023)

Im Gegensatz zu Bitcoin wird das Stock-to-Flow-Ratio von Gold relativ stabil bleiben, da die jährliche Produktion und das vorhandene Angebot von Gold weltweit nur geringfügigen Schwankungen unterliegen.

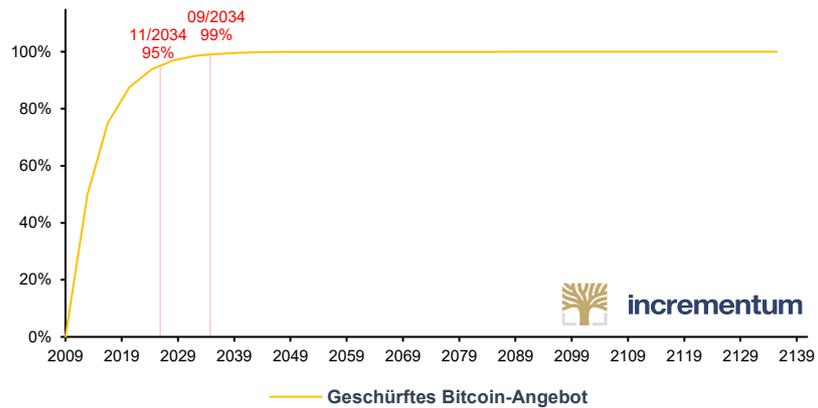
Das Halving und das Erreichen der absoluten Knappheit

One day, you wake up and see bitcoin at \$100k, without any important news or event. Then \$200k and more. Some will say it's a bubble, others realize bitcoin transitioned to the next phase.

PlanB

Aktuell sind bereits knapp 95% der insgesamt jemals verfügbaren 21 Millionen Bitcoins geschürft worden. In den kommenden Jahren bewegen wir uns auf einen Wert von 99% im Jahr 2033 zu. Wir betreten somit in rund 8 Jahren ein neues Zeitalter für Bitcoin – eine Ära, die durch absolute Knappheit gekennzeichnet ist.

Geschürftes Bitcoin-Angebot, 01/2009–12/2140

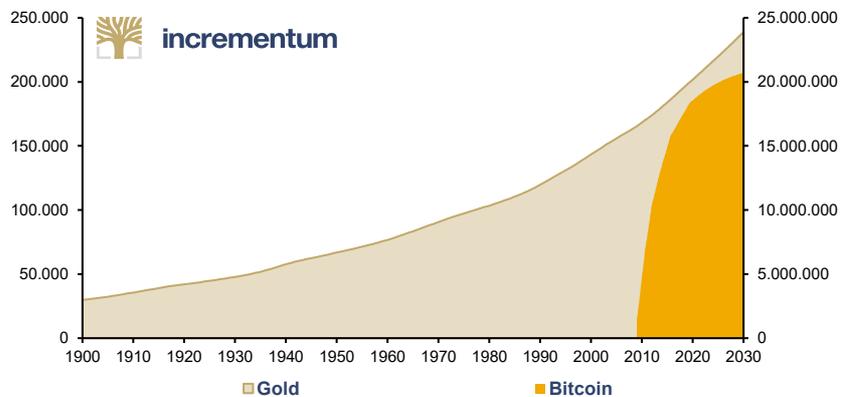


There are remarkably few financial assets in the world that you can hold for a long time without trusting a centralized counterparty to hold it for you.

Lyn Alden

Bitcoin wird oft als *digitales Gold* bezeichnet, eine Beschreibung, die aus unserer Sicht eine hilfreiche Analogie darstellen kann. Die Annäherung an die maximale Umlaufmenge von 21 Millionen Coins verstärkt jedoch Bitcoins Position als ultimative knappe Ressource im digitalen Zeitalter. Diese Knappheit könnte die Wahrnehmung von Bitcoin als Wertspeicher weiter verfestigen und möglicherweise zu einer Neubewertung führen. Besonders eindrücklich wird die absolute Knappheit von Bitcoin relativ zur Knappheit von Gold in der langfristigen Betrachtung.

Goldbestand (lhs), in Tonnen, und Bitcoin-Bestand (rhs), in Coins, 1900–2030e



Halvings have significant impacts on Bitcoin's economics but their effects may diminish as Bitcoin matures.

Adam Beck

Für Investoren bedeutet das nur mehr marginale Wachstum der neu geschürften Bitcoins eine Veränderung in der Investitionsdynamik. Das Näherrücken des Zeitalters der absoluten Knappheit bei Bitcoin könnte sich auf die zukünftige Entwicklung des Bitcoin-Marktes, insbesondere hinsichtlich des Einflusses der Halving-Zyklen, spürbar auswirken. Bislang folgte der Bitcoin-Preis einem erkennbaren Muster, das stark von den Halvings beeinflusst wurde. Der Bitcoin-Kurs erlebte in den ersten 350 bis 500 Handelstagen nach dem Halving jeweils starke Anstiege.



If you ... owned all of the bitcoin in the world and you offered it to me for USD 25, I wouldn't take it.

Warren Buffett

Die fortschreitende Annäherung an die maximale Menge von 21 Millionen Bitcoins wird dieses Playbook verändern. Da bereits ein Großteil aller Bitcoins geschürft wurde, könnte der relative Einfluss der Halvings auf das Gesamtangebot immer geringer werden. In der Anfangsphase von Bitcoin hatten die Halvings einen enormen Einfluss, weil sie einen signifikanten Anteil des noch zu schürfenden Volumens betrafen. Da wir uns dem Limit nähern, wird jeder weitere Schnitt in der Belohnung einen immer kleineren Prozentsatz des verbleibenden Gesamtangebots ausmachen. Dies könnte dazu führen, dass die Preiseffekte der Halvings weniger intensiv ausfallen als in früheren Zyklen.

Both force and money are impotent against ideas.

Ludwig von Mises

Der bisherige Vier-Jahres-Zyklus von Bitcoin wirkte sich performancetechnisch so aus, dass auf drei Kalenderjahre mit positiven Erträgen ein Jahr mit negativen Erträgen folgte. Dieses Muster ist naheliegenderweise eng mit den Erwartungen und Spekulationen rund um die Halvings verknüpft. Wenn jedoch die Halvings die Wachstumsrate von Bitcoin abnehmend beeinflussen, könnten auch die damit verbundenen Zyklen an Bedeutung verlieren.

Bitcoin-Performance in den wichtigsten Währungen, 2011–2024 YTD

Jahr	USD	EUR	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Durchschnitt
2011	1.473,3%	1.526,8%	1.479,7%	1.474,9%	1.509,0%	1.402,6%	1.391,7%	1.480,2%	1.765,8%	1.500,5%
2012	186,2%	180,7%	173,9%	181,4%	178,6%	183,3%	222,7%	179,5%	196,9%	187,0%
2013	5.481,1%	5.257,9%	5.373,3%	6.404,5%	5.874,4%	5.323,1%	6.675,3%	5.342,7%	6.172,3%	5.767,2%
2014	-57,4%	-51,6%	-54,7%	-53,5%	-53,4%	-56,4%	-51,6%	-52,6%	-56,6%	-54,2%
2015	33,8%	49,1%	41,4%	50,1%	59,4%	40,0%	34,5%	34,9%	40,6%	42,7%
2016	124,9%	132,3%	168,7%	127,1%	118,3%	140,6%	118,5%	128,5%	130,9%	132,2%
2017	1.385,6%	1.202,1%	1.256,3%	1.274,1%	1.291,2%	1.292,2%	1.332,2%	1.322,1%	1.295,6%	1.294,6%
2018	-73,5%	-72,2%	-71,9%	-70,6%	-71,2%	-71,9%	-74,2%	-73,3%	-71,1%	-72,2%
2019	87,8%	92,1%	80,6%	88,7%	78,9%	90,2%	86,2%	85,2%	92,7%	86,9%
2020	305,0%	271,7%	292,9%	269,5%	297,0%	279,6%	285,0%	270,4%	314,6%	287,3%
2021	59,8%	71,6%	61,5%	69,3%	58,6%	55,5%	78,1%	64,6%	62,9%	64,6%
2022	-64,3%	-62,1%	-60,1%	-61,9%	-61,7%	-61,2%	-59,3%	-63,8%	-60,3%	-61,6%
2023	157,0%	149,3%	144,2%	157,1%	151,2%	164,5%	176,5%	133,9%	158,5%	154,7%
2024 YTD	40,8%	45,7%	43,6%	48,2%	46,5%	43,7%	57,6%	53,9%	41,3%	46,8%
CAGR	149,8%	154,1%	154,0%	158,5%	155,9%	151,6%	162,6%	149,5%	161,8%	155,3%

Quelle: Glassnode, Reuters Eikon (per 30/04/2024), Incrementum AG

Es ist daher erwartbar, dass sich der Markt in Richtung anderer, weniger vorhersehbarer Muster entwickelt, die stärker von globalen makroökonomischen Faktoren beeinflusst werden.

Bitcoins möglicher Pfad zur globalen Akzeptanz

It might make sense just to get some in case it catches on.
Satoshi Nakamoto

Während viele Kritiker argumentieren, dass Bitcoin aufgrund seiner langsamen Akzeptanz als Währung „gescheitert“ ist, ist es wichtig, die bedeutenden Erfolge von Bitcoin hervorzuheben. Wir müssen bedenken, dass sich die globale Implementierung von Netzwerkütern wie Autos und Straßen, Telefonnetzen, Stromnetzen, Eisenbahnen und Internet oft über Jahrzehnte erstreckt, insbesondere wenn sie darauf abzielen, bereits bestehende Systeme zu ersetzen.

Bitcoin is valuable because it has a fixed supply and it is also volatile for the same reason.
Parker Lewis

Bei Geld, dem ultimativen ökonomischen Netzwerkut, ist es eine gewaltige Herausforderung, mit einem etablierten Geldsystem zu konkurrieren. Bitcoin begann 2009 mit nur zwei Enthusiasten, die eine neue Art von Code auf ihren Computern laufen ließen. Heute ist dieser Code ein Billionen-US-Dollar-System. Bitcoin hat zahlreiche Hindernisse überwunden, darunter regulatorische und steuerrechtliche Hürden, Spaltungen innerhalb der Bitcoin-Community und verschiedene betrügerische Machenschaften, die die mangelnde Vertrautheit der Öffentlichkeit mit dieser innovativen Technologie ausnutzen und mitunter noch immer ausnützen.

Der nächste Chart zeigt die verschiedenen Stufen der Akzeptanz. Mit der Einführung der ETFs wurde ein Meilenstein erreicht. Die nächste Stufe sind

große Unternehmen und Pensionsfonds, die in Bitcoin investieren, gefolgt von der (weiteren) Einführung durch Nationalstaaten. Es ist erwähnenswert, dass es bereits ein großes Unternehmen und einen Nationalstaat gibt, die sich Bitcoin zu eigen gemacht haben.

- Microstrategy hat seine Bitcoin-Strategie am 10. August 2020 eingeführt. Seitdem ist der Aktienkurs des Unternehmens um mehr als 1.000% in die Höhe geschnellt.
- El Salvador erklärte Bitcoin zum gesetzlichen Zahlungsmittel und entschied sich 2021, Bitcoin als Reservewährung zu verwenden, was von den Medien und Finanzinstitutionen wie dem IWF und der Weltbank belächelt bzw. auch scharf kritisiert wurde. Doch seitdem hat sich El Salvador wirtschaftlich bemerkenswert gut entwickelt, mit einem weit überdurchschnittlichen BIP-Wachstum und der Rückzahlung eines 800-Millionen-US-Dollar-Kredits im Jänner.

Adoptionskurve von Bitcoin



Quelle: Finoa, Incrementum AG

Andere Unternehmen und Nationalstaaten beobachten diese Entwicklung und warten an der Seitenlinie, während Bitcoin immer mehr zum Mainstream wird.

Lassen Sie uns einige Aussichten in dieser Hinsicht untersuchen.

Der Großteil der Nachrichten zu diesem Thema dreht sich um das Bitcoin-Mining. Länder und auch Unternehmen sind in der Lage, überschüssige Energie durch das Mining von Bitcoin zu Geld zu machen. Ein Beispiel dafür ist Bhutan, das 2023 eine Partnerschaft mit *Bitdeer Technologies* einging, um Bitcoin mit Hilfe von überschüssigem Wasserkraftstrom zu schürfen. Ein weiteres Beispiel ist die Vereinbarung der äthiopischen Regierung mit 21 Bitcoin-Minern, hauptsächlich aus China, um Bitcoin mit Energie aus dem *Grand Ethiopian Renaissance Dam* zu schürfen.

Verschiedene Öl- und Gasunternehmen gehen ebenfalls Partnerschaften mit Bitcoin-Minern ein, um „gestrandetes“ abgefackeltes Gas für das Bitcoin-Mining zu nutzen. Dies ist ein bemerkenswertes Unterfangen für alle Beteiligten, da „gestrandetes“ Gas und abgefackeltes Gas in der Öl- und Gasindustrie als Abfallprodukte gelten und oft verbrannt oder kostenpflichtig entsorgt werden müssen, hauptsächlich aus Sicherheits- und Umweltgründen.

Bitcoin is a compelling asset for institutions seeking diversification and inflation protection, and I expect adoption to accelerate in 2024.

Paul Tudor Jones

It is irrational to love gold and hate bitcoin on purely financial or economic grounds. You might disapprove of bitcoin's environmental impact or have doubts about the technology or infrastructure, but the economics between gold and bitcoin have much in common. That statement will become increasingly obvious over the coming decade.

Charlie Morris

Dies gilt auch für Staaten. *Marathon Digital* kündigte 2023 eine Vereinbarung mit *Zero Two* an, einem Unternehmen, das vom Staatsfonds von Abu Dhabi, ADQ, unterstützt wird, um zwei Minen für digitale Vermögenswerte mit einer Gesamtkapazität von 250 Megawatt zu entwickeln und zu betreiben.

Andere Golfstaaten ziehen nach. Der Oman kündigte an, das Bitcoin-Mining zu unterstützen, nachdem man nach langen Diskussionen Bitcoin als mit dem islamischen Recht vereinbar befunden und dessen beabsichtigte Verwendung akzeptiert hatte. Es wird spekuliert, dass auch Katar auf den Bitcoin-Zug aufspringt, da der Emir von Katar letztes Jahr den Präsidenten von El Salvador, Bukele, besuchte und ein Privatjet mit katarischen Insignien auf dem Flughafen von Madeira während der *Bitcoin Atlantis Conference* gesichtet wurde.

Auch der stellvertretende irakische Ministerpräsident Muhammad Ali Tamim brachte die Gerüchteküche zum Brodeln, nachdem er *in einem kürzlich geführten Interview* erwähnt hatte, dass die irakische Regierung Partnerschaften ausbaut und Vereinbarungen trifft, um Technologien zum Auffangen von abgepacktem Gas zu nutzen.

Auch in der Schweiz gibt es inzwischen eine spannende politische Initiative von Bitcoin-Befürwortern. Diese setzen sich dafür ein, dass Bitcoin von der SNB als Währungsreserve akzeptiert wird. Die Kampagne wird von der gemeinnützigen Organisation *2B4CH* angeführt, die 2017 gegründet wurde, um Bitcoin und die Blockchain-Technologie zu fördern. Das erklärte Ziel ist die Verabschiedung einer Verfassungsänderung, damit Bitcoin neben Gold als Reservewährung von der SNB gehalten werden darf. Die Initiative gewinnt an Dynamik und plant, mehr als 100.000 Unterschriften von Schweizer Bürgern zu sammeln, um ein bindendes Referendum zu diesem Thema einleiten zu können.

Auch Paraguay hat kürzlich einen Gesetzesentwurf in den Kongress eingebracht, der die Einführung von Bitcoin als experimentelles gesetzliches Zahlungsmittel vorschlägt und damit dem Beispiel von El Salvador folgt.

Wie zu erwarten war, sind die Regierungen bei der Einführung langsam, wobei kleinere Staaten aufgrund ihrer direkten Kontrolle schneller vorankommen. Was würde passieren, wenn die Zentralbanken Bitcoin auf breiter Front als Reservewährung einführen? Wir dachten, es wäre interessant, ein Gedankenexperiment durchzuführen, das auf dem Freegold-Konzept basiert.

Addendum: Ein Gedankenexperiment – Freegold vs. Freebitcoin

When I further investigated how central banks operate, I realized that in the absence of their self-imposed accounting rules, Gold Revaluation Account entries can be moved to a central bank's Capital with the stroke of a keyboard.

Jan Nieuwenhuijs

The DNA of Bitcoin and the role it plays in an increasingly volatile world, may actually serve as a reserve currency as we move forward.

Cathie Woods

Bitcoin is the people's money, gold is God's money, and fiat is fake money.

Robert Kiyosaki

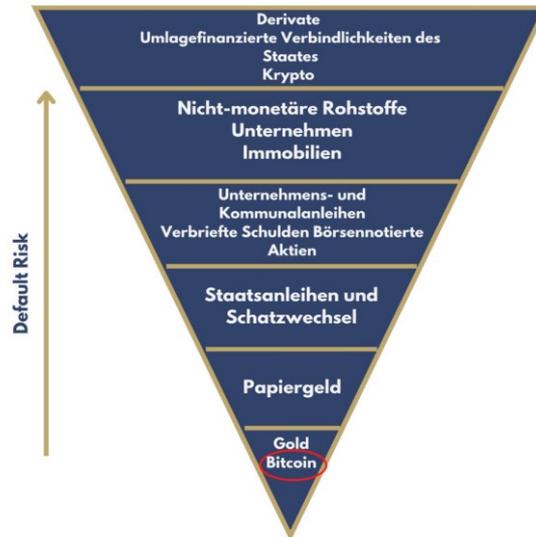
Das Zitat von Antal Fekete, „Gold is the ultimate extinguisher of debt“, und die Freegold-These, wonach die Goldreserven der Zentralbanken eine Rekapitalisierung des Fiat-Systems durch Preissteigerungen ermöglichen, bieten eine interessante Grundlage, um ein hypothetisches *Freebitcoin-System* zu konzipieren. Ein solches System würde Bitcoin in eine ähnliche Rolle wie Gold in der Freegold-These bringen, jedoch mit einigen Anpassungen an die digitale Natur und die spezifischen Eigenschaften von Bitcoin.

Die Grundprinzipien eines *Freebitcoin-Systems* mit Bitcoin als ultimativem Schuldenlöscher: In Anlehnung an Feketes Aussage über Gold würde Bitcoin in einem Freebitcoin-System als ultimatives Mittel zur Schuldenbereinigung fungieren. Dies bedeutet, dass Bitcoin zunehmend als globales Wertaufbewahrungsmittel angesehen wird, dessen Wert unabhängig von nationalen Fiat-Währungen besteht und das zur Tilgung von Schulden auf internationaler Ebene verwendet werden kann.

Systemische Integration in Fiat-Währungssysteme: Ähnlich der Freegold-These, würde ein Freebitcoin-System vorsehen, dass Zentralbanken neben herkömmlichen Staatsanleihen teilweise auch Bitcoin als Währungsreserven halten. Diese Reserven könnten in Zeiten hoher Bilanzverluste zur Rekapitalisierung herangezogen werden. Durch die Akkumulation von Bitcoin könnten Zentralbanken von dessen Preissteigerungen profitieren, was ihnen hilft, ihre Bilanzen zu stärken und das Fiat-System vor allem in Zeiten von starker Überschuldung und Inflation zu stabilisieren.

Preisflexibilität: Ein Schlüsselaspekt des Freegold-Konzepts ist die Idee, dass der Goldpreis flexibel und frei sein sollte, um seine Rolle als Rekapitalisierungsinstrument zu erfüllen. Übertragen auf ein Freebitcoin-System würde dies bedeuten, dass der Bitcoinpreis frei am Markt bestimmt wird, ohne feste Bindungen oder Preislimits, sodass seine Bewertung als echter Marktindikator für Angebot und Nachfrage dient.

Weiterführend kann man dieses Gedankenexperiment auf ein kombiniertes *Freegold-Freebitcoin-System* ausweiten. Dieses stellt möglicherweise eine innovative Synthese traditioneller und digitaler Wertaufbewahrungsmittel dar, die die Stärken beider Assets nutzt, um ein robustes, widerstandsfähiges und dynamisches Finanzsystem zu schaffen. In diesem Modell ergänzen sich Gold und Bitcoin, um die Ziele der Schuldenreduktion, der Wertaufbewahrung und der Rekapitalisierung globaler Finanzsysteme zu erreichen. Die Schlüsselemente und Mechanismen eines solchen Systems:



I think the real bogey, when you talk about, if the status quo continues, the real interesting thing is not Bitcoin eating gold, it's Bitcoin eating the bond market.

Luke Gromen

The world ultimately will have a single currency, I personally believe that it will be Bitcoin.

Jack Dorsey

Wenn die Menschen nur über das sprächen, was sie begreifen, dann würde es sehr still auf der Welt sein.

Albert Einstein

Doppelte Sound-Money-Reserven: Zentralbanken und Finanzinstitutionen halten sowohl Gold als auch Bitcoin als Teil ihrer offiziellen Reserven. Diese Diversifizierung ermöglicht es, das Beste aus beiden Welten zu nutzen: die stabile, physische und zeitlose Wertanlage Gold und die digitale, grenzenlose und effiziente Wertaufbewahrung durch Bitcoin. In Zeiten hoher Überschuldung und negativem Eigenkapital ist „eine sanftere Rekapitalisierung“ über einen Teil der Reserven in Bitcoin möglich, relativ zu einem Szenario mit einer sprunghaften Aufwertung des Goldpreises.

Schuldenlöschung und Rekapitalisierung: Beide Assets, Gold und Bitcoin, dienen in einem derartigen System aufgrund ihrer Eigenschaft als reine Vermögenswerte ohne Gegenpartei als *ultimate Schuldenslöcher*, indem sie zur Tilgung und Absicherung gegenüber globalen Schulden verwendet werden können. Ihre Akzeptanz und ihr Wert bieten eine solide Grundlage für die Rekapitalisierung von Banken und Staaten in Krisenzeiten. **Eine schnell aufwertende Reservewährung wie Bitcoin kann zu einer schnelleren Rekapitalisierung des überschuldeten Systems beitragen.**

Wertaufbewahrung: Durch die Kombination von Gold und Bitcoin kann das System die traditionelle Sicherheit von Gold mit der modernen Effizienz und dem Potenzial von Bitcoin verbinden, was zu einer diversifizierten und robusten Wertaufbewahrungsstrategie führt. Auch aus Risiko-Ertragsüberlegungen der Zentralbank kann die Kombination von einem Portfolio aus Bitcoin und Goldreserven durchaus attraktiv erscheinen.

Herausforderungen und abschließende Überlegungen: Eine der größten Herausforderungen wäre die Schaffung eines regulatorischen Rahmens, der sowohl digitale als auch physische Wertaufbewahrungsmittel auf internationaler Ebene umfasst. Dies würde eine Kooperation zwischen Regierungen, Zentralbanken und internationalen Finanzinstitutionen erfordern.

Aktuell scheint es unvorstellbar, dass die maßgeblichen Institutionen wie die BIZ oder der IWF ein derartiges System forcieren und fördern würden. Dennoch sollte man die Möglichkeit nicht ganz außer Acht lassen, dass Bitcoin womöglich über die Hintertüre in die Architektur des aktuellen

Währungssystems eingegliedert werden könnte. Schließlich könnte das auch für das bestehende, teilweise von negativem Eigenkapital geplagte System vorteilhaft sein.

Nichts hat mich so misstrauisch gegen den Bitcoin gemacht wie die Rasanz, mit der ich von ihm überzeugt war.

Ijoma Mangold

We always overestimate the change that will occur in the next two years and underestimate the change that will occur in the next ten.

Bill Gates

Es bleibt abzuwarten, ob die anhaltenden Entwicklungen und die zunehmende Akzeptanz dieser Vermögenswerte zu einer nachhaltigen Integration in das globale Finanzsystem führen können, insbesondere in einem Umfeld, das von traditionellen Institutionen dominiert wird. **Die Integration von Bitcoin könnte als ein evolutionärer Schritt in Richtung einer diversifizierteren und resilienteren monetären Zukunft dienen.**

Die Vision einer solchen Synthese aus Gold und Bitcoin mag für einige noch in weiter Ferne liegen, doch die potenziellen Vorteile einer solchen Kombination könnten die Art und Weise, wie wir über Wertaufbewahrung und monetäre Sicherheit denken, revolutionieren. Daher sollte die Möglichkeit einer Integration von Bitcoin in das bestehende Währungssystem nicht vorschnell abgetan werden, sondern als ein potenzieller Weg zur Stärkung der globalen Finanz- und Währungsarchitektur ernsthaft in Betracht gezogen werden.

GLÄNZENDE Wachstumsaussichten



Endeavour Silver ist ein mittelgroßes Edelmetallbergbauunternehmen, das zwei hochgradige Untertage-Silberminen in Mexiko betreibt. Das Unternehmen treibt den Bau des Projekts Terronera voran und erkundet sein Portfolio an Explorationsprojekten in Mexiko, Chile und den Vereinigten Staaten, um sein Ziel zu erreichen, ein führender Silberproduzent zu werden.

TSX:EDR NYSE:EXK FSE:EJD

Darüber hinaus bieten die Aktien von *Endeavour Silver* ein branchenführendes Beta zum Silberpreis, da mehr als 60 % der Einnahmen auf Silber und nicht auf Basismetalle entfallen.

Weitere Informationen unter:
edrsilver.com

Breakout oder Fake-out: Der goldene Moment für Silber?

*„I think Silver is the biggest bargain
on planet earth.“*

Robert Kiyosaki

- Die Gesamtnachfrage nach Silber fiel 2023 um 7%, da die Nachfragekategorien Schmuck, Silberwaren und physische Nettoinvestitionen gegenüber den Höchstständen von 2022 zurückgingen. Dies glich den Anstieg der PV-Nachfrage nach Silber um 64% gegenüber dem Vorjahr aus.
- Bei einem Anstieg des Recyclings um 1% und einem Rückgang der Minenproduktion um 1% reichte das Angebot nicht aus, um die Gesamtnachfrage im Jahr 2023 zu decken, was – zum dritten Mal in Folge – zu einem Angebotsdefizit führte, 2023 in der Höhe von 184,3 Moz.
- Das Angebotsdefizit bei Silber wird sich 2024 auf 215,4 Moz ausweiten, da die von China dominierte Photovoltaik mit einem Verbrauch von 232 Moz die größte Nachfragekategorie für Silber darstellt. Dies wird die oberirdischen Lagerbestände weiter aushöhlen.
- Silber hat sich in 6 der letzten 7 Bullenmärkte seit 1967 besser entwickelt als Gold, ist aber neben dem anhaltenden Anstieg des Goldpreises auch auf Zinssenkungen angewiesen, um die Investitionsnachfrage anzusprechen.

Einleitung

Take hold of that golden moment. For once it's gone, it never comes back. You cry, still it won't come back. It's gone and never comes back again.

Frank Sinatra

Zu gewissen Zeiten verdichten sich Entwicklungen so sehr, dass sich einzigartige Anlagemöglichkeiten ergeben. Silber hatte immer wieder solche „goldenen Momente“, die explosive Rekordläufe auslösten. Doch diese Rekordläufe wurden immer wieder von langen Durststrecken der Enttäuschung unterbrochen. Letzteres war im Jahr 2023 der Fall, als sich der Silberpreis trotz seiner ausgezeichneten Fundamentaldaten, man denke beispielsweise an drei aufeinanderfolgende Jahre mit einem Angebotsdefizit, deutlich schwächer entwickelte als erwartet. **2024 könnte sich das Blatt nun aber wenden.**



The silver price has deviated considerably from its supply-demand fundamentals. A recalibration of this dynamic is long overdue.

David Morgan

Die Jubelmeldungen waren ab Februar dieses Jahres beim Silberpreis deutlich zu vernehmen, als nach einem Jahrestief von 22,11 USD ein steiler Anstieg auf ein Dreijahreshoch von 28,89 USD im April erfolgte. Dennoch könnte die anstehende „goldene Ära“ des Silbers, die wir im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report⁹⁶ mit einem Fragezeichen im Titel versehen diskutiert hatten, nun tatsächlich beginnen.

Die Energiewende als Nachfrageboost für Silber

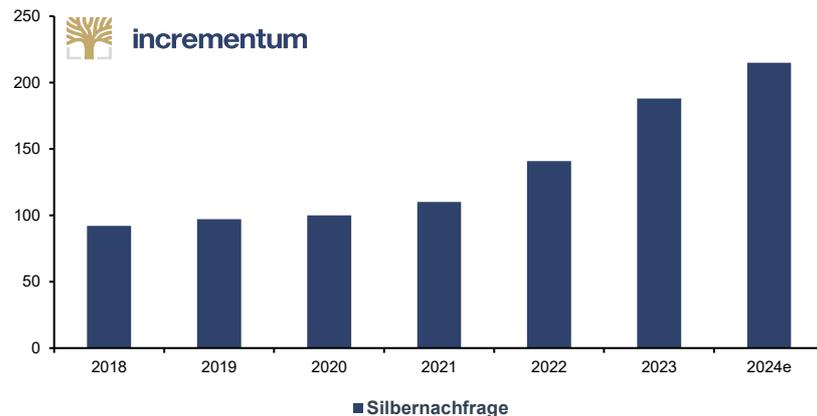
As solar becomes the largest source of energy, indispensable silver is the new oil. Yet, it's so undervalued, it will act like the next uranium.

Peter Krauth

Fangen wir mit dem Segment an, das 2024 die größte Nachfrage nach Silber aufweisen wird: die Photovoltaik. Im Vorjahr belief sich die Nachfrage aus der Photovoltaik-Branche insgesamt auf **193,5 Moz Silber**, was einem Anstieg von 64% gegenüber 2022 und einer Vervierfachung im letzten Jahrzehnt entspricht. Dieses beispiellose Wachstum fand vor dem Hintergrund eines Anstiegs der **weltweit installierten PV-Nennleistung** um 32,2% im vergangenen Jahr statt. Schließlich war 2023 das Jahr, in dem mit 345,5 GW fast drei Viertel der weltweit hinzugefügten Kapazitäten im Bereich der erneuerbaren Energien auf die Solarenergie entfielen.

⁹⁶ Siehe „Silbers goldene Ära?“, *In Gold We Trust*-Report 2023

Globale PV-Silbernachfrage, in Moz, 2018–2024e



Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

The IRA is supercharging solar deployment.

Abigail Ross Hopper

Das astronomische Nachfragewachstum durch die Photovoltaik haben wir im *In Gold We Trust*-Report 2023 sinngemäß mit „Silber performt, wenn die Unterstützung durch die Politik gegeben ist“⁹⁷ zusammengefasst. In den USA zeigt sich dies im *Inflation Reduction Act* der Biden-Regierung, der eine **Steuergutschrift von 30%** für diejenigen vorsieht, die von 2022 bis 2032 eine PV-Anlage installieren. Infolgedessen wurde 2023 ein Rekordzubau von 32,4 GW an PV-Paneele in den USA verzeichnet, was einen **Anstieg von 37% gegenüber dem vorherigen Rekord von 2021** bedeutet.

Trotzdem schwächelten die USA im Vergleich zu China. Nach einem Zuwachs von 87,4 GW im Jahr 2022 baute China 2023 seine Vormachtstellung durch die Erweiterung seiner PV-Kapazitäten um den Rekordwert von 216,9 GW weiter aus. Das entspricht **einem Anteil von 63%** am weltweiten Zubau von PV-Paneele im Jahr 2023 und ist mehr als die gesamte in den USA installierte PV-Nennleistung von 175,2 GW. Dabei sind die USA der zweitgrößte Solarmarkt der Welt.

The great rejuvenation of the Chinese nation is no walk in the park or mere drumbeating and gong-clanging.

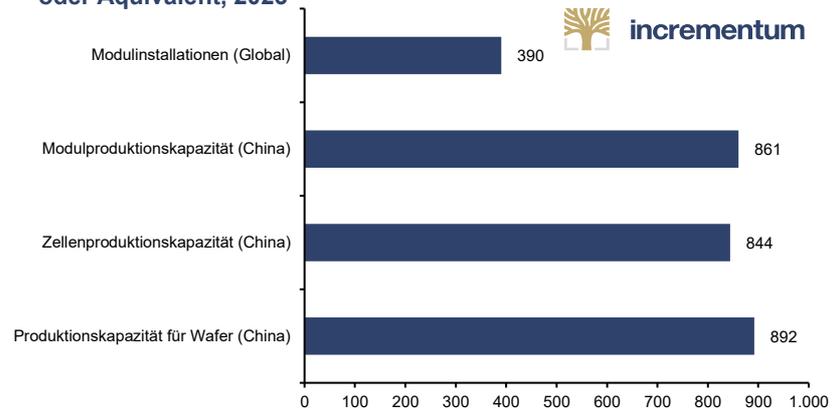
Xi Jinping

Dies macht die chinesische Solarindustrie zweifelsfrei zu einem entscheidenden Faktor für die künftige Entwicklung des Silberpreises. Ein weiterer Beleg dafür ist der **80–95%ige Anteil Chinas** an den weltweiten PV-Lieferketten, der es China ermöglicht, die Preise für chinesische Solarpaneele aufgrund der Skalenerträge **um 50% niedriger als in Europa und um 65% niedriger als in den USA zu halten.**

Im Gegensatz dazu produziert Europa – die vermeintliche Bastion des Netto-Null-Zieles – **weniger als 3% der notwendigen Solarmodule**, um sein Ziel eines Anteils der erneuerbaren Energieträger von 42,5% bis 2030 zu erreichen. Wenn es China nicht gelingt, die **rekordverdächtig niedrigen Preise für Solarpaneele** aufrechtzuerhalten, um einen potenziellen Anstieg des Silberpreises auszugleichen, könnte sich die Einführung von silberhaltigen Solarpaneele verlangsamen.

⁹⁷ „Silbers goldene Ära?“, *In Gold We Trust*-Report 2023

Produktion und Installationsprognosen für Solaranlagen, in GW oder Äquivalent, 2023



Quelle: China Photovoltaic Industry Association, Incrementum AG

Three things cannot be long hidden: the moon, the sun, and the truth.

Siddharta

Im März erklärte *Longi*, einer der weltweit größten Hersteller von Solarmodulen mit Sitz in China, dass 5% der insgesamt 80.000 Mitarbeiter aufgrund von Kapazitätsreduktionen entlassen werden müssen. Die fünf größten chinesischen Solarfirmen sollen ein „hohes“ oder „sehr hohes“ Engagement in der Region Xinjiang haben. Westliche Regierungen drängen darauf, dass angesichts der vom Westen vermuteten Menschenrechtsverletzungen gegenüber der muslimischen Minderheit in dieser Region, die Produktionskapazitäten in den Westen zu verlegen, wie die Verabschiedung des Gesetzes zur Verhinderung der Zwangsarbeit von Uiguren in den USA im Jahr 2023 zeigt.

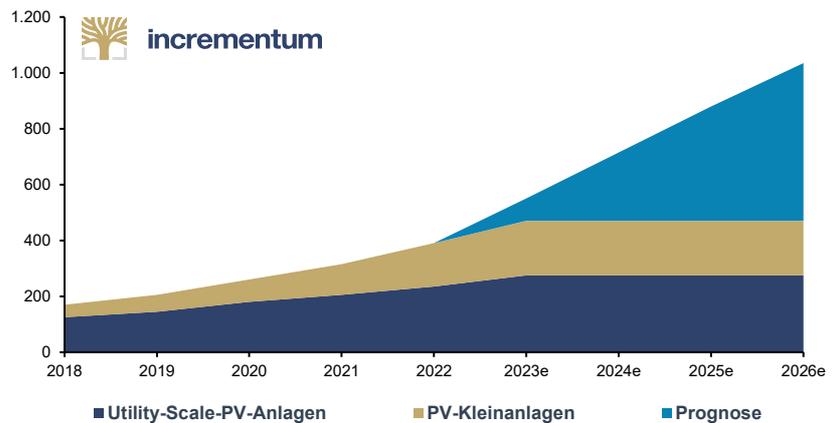
Dessen ungeachtet beschränkt sich die Sorge um eine Reduktion der PV-Produktionskapazitäten in China weitgehend auf kleinere Hersteller. Dieser Trend erleichtert die Konsolidierung der Branche, wie das chinesische Solarunternehmen *Tongwei* zeigt, das im Dezember Pläne für eine 4 Mrd. USD teure PV-Fabrik vorstellte. Gleichzeitig umgehen chinesische Firmen wie *Jinko Solar* und *Longi* die Bedrohung durch den westlichen Protektionismus, indem sie Produktionsketten in Vietnam, Malaysia, Indien und sogar in den USA aufbauen.

Beijing is expected to resist growing market pressure for much stronger stimulus to spur China's economic recovery... Xi Jinping focuses on turning the country into an advanced manufacturing superpower.

Joe Leahy, Financial Times

Daher weicht China die Reduktion seiner Produktionskapazitäten auf, indem es seine Produktion geschickt in andere Länder verlagert und sich darauf verlässt, dass seine größten Solarhersteller den wirtschaftlichen Zusammenbruch kleinerer Firmen ausgleichen. Gleichzeitig verzichtet Präsident Xi auf ökonomische Anreize und verlässt sich stattdessen auf das Wachstum von Branchen wie der Solarindustrie, um das sich abkühlende Wirtschaftswachstum wieder anzufachen. **Diese Alles-oder-nichts-Strategie ist genau der Grund, warum die in China installierte PV-Nennleistung bis 2026 auf 1 TW ansteigen wird.**

Installierte PV-Leistung in China, 2018–2026e



Quelle: Rystad Energy, Incrementum AG

Folglich sollten sich Silberanleger ermutigt fühlen: Sollte China tatsächlich bis 2026 1 TW an PV installiert haben, hätte das Reich der Mitte einen beachtlichen Bedarf von 685 Moz Silber, basierend auf Berechnungen von *First Majestic*, die besagen, dass 685.000 Oz Silber benötigt werden, um PV-Paneele mit einer Leistung von 1 GW herzustellen. Und selbst in einem Szenario, in dem das Va-Banque-Spiel von Präsident Xi scheitert, stehen die Schwellenländer bereit, die verminderte chinesische Silbernachfrage zu kompensieren.

Mein Entschluss wurde weiter gefestigt, dass die Menschen in Indien ihre eigene Solaranlage auf dem Dach ihres Hauses haben sollten.

Narendra Modi

Die IEA erwartet, dass Indien in den nächsten 30 Jahren weltweit das größte Wachstum bei der Energienachfrage erleben wird. So wollte Premierminister Modi, der sich in diesen Wochen der Wiederwahl stellt, mit Hilfe der verstärkten Installation von PV-Paneele auf Hausdächern die installierte Nennleistung von 1,8 GW im März 2019 auf 10,4 GW im November 2023 erhöhen.

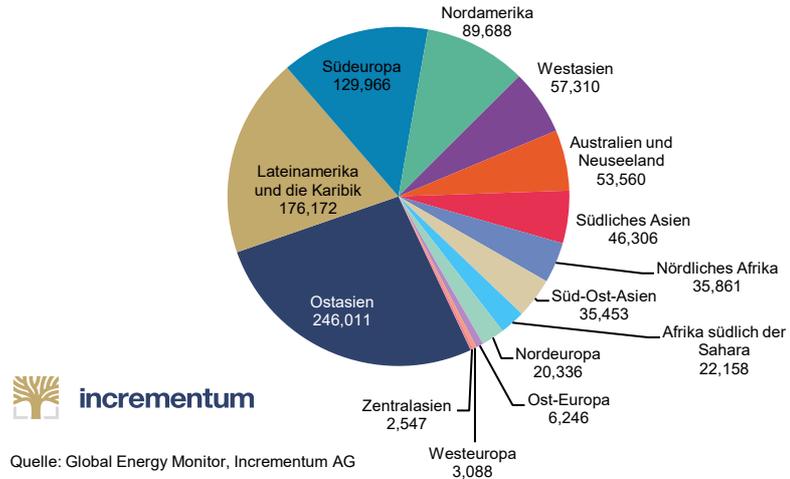
Darüber hinaus hat *Adani Green Energy* gerade die weltweit größte Anlage für erneuerbare Energien in Indien eingeweiht: **Sie ist mit unglaublichen 500 Quadratkilometern fünfmal so groß wie Paris (!) und besteht größtenteils aus Solarpaneelen.** Die Kapazität soll jedes Jahr um mindestens 5 GW steigen. Dies erklärt zum Teil die Rekordmenge von 70,7 Moz Silber, die Indien im Februar 2024 importiert hat. Sie entspricht 64% der jährlichen Silberimporte des Landes im Jahr 2023 und ist mehr Silber, als die US-Amerikaner in den letzten drei Jahren zusammengenommen an Silver-Eagle-Münzen produziert haben.

In Brazil, they don't care what you do. They just want the beach, the sun and the fun.

Candice Swanepoel

Gleichzeitig erwartet die IEA, dass die installierte PV-Nennleistung in Brasilien, die 2023 einen Rekordwert erreichte, durch die Ablösung des staatlichen Auktionssystems durch bilaterale Abkommen auf Grundlage des freien Marktes weiter gesteigert werden wird. 65% der Solarkapazitäten befinden sich in der Vorbauphase, und falls die PV-Anlagen tatsächlich errichtet werden – was laut Reuters eine Verfünfachung der installierten PV-Nennleistung in Lateinamerika bedeutete –, würde auch hier Silber zu den Nutznießern gehören.

Solarenergiekapazität im Bau nach Region, in MW, 2023



Entscheidend für Silberanleger ist, dass der erwartete Anstieg der weltweit installierten PV-Nennleistung eine deutlich erhöhte Silbernachfrage zur Folge haben wird.

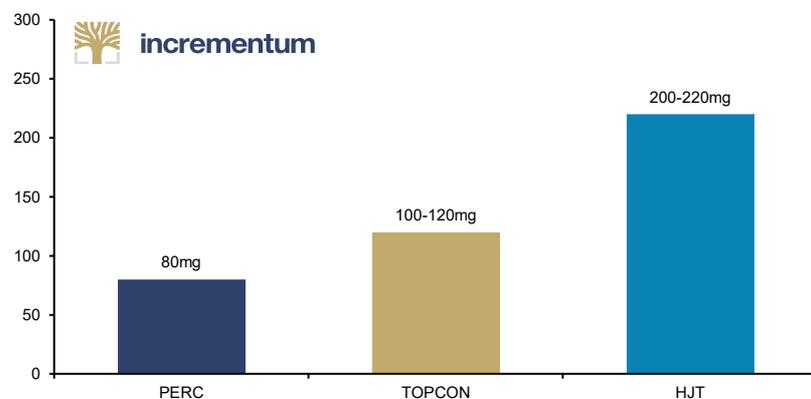
Dies wird dafür sorgen, dass Solarmodule weiterhin erschwinglich bleiben und der Silberpreis steigen kann, ohne die Silberabnahme zu gefährden. Und selbst wenn sich das Wachstum der Neuinstallationen in China von 217 GW auf 190 GW im nächsten Jahr verlangsamen sollte, wird der Silberverbrauch in der Solarbranche bis 2024 um 20% auf den Rekordwert von 232 Moz steigen.

And its high ho silver lining. And away you go, now baby. I see your sun is shining.

Jeff Beck

Dies ist umso bemerkenswerter, weil mehr Silber pro Solarmodul verwendet wird. Für eine ausführlichere Erklärung dieser Dynamik verweisen wir auf unser Silber-Kapitel im *In Gold We Trust*-Report 2023.⁹⁸ Kurz gesagt, die bisher bevorzugte Solarmodultechnologie PERC benötigt 80 mg Silber pro Modul und wird zunehmend von Solarmodulinnovationen verdrängt, die einen höheren Silberanteil aufweisen. Bei diesen Innovationen handelt es sich um TopCon und HJT, die 100–120 mg bzw. 200–220 mg Silber pro Solarmodul enthalten.

Silberbedarf pro Solarmodul, in mg



Nach Angaben der Bank of America wird TopCon seinen Marktanteil an den Silber-PV-Technologien von etwas mehr als 20% im Jahr 2023

⁹⁸ Siehe „Silbers goldene Ära?“, *In Gold We Trust*-Report 2023

You do your due diligence, you read as much as you can... it's about bringing as much truth and honesty to the portrayal as possible.

Cillian Murphy

Silver markets may be set up as the most exciting trade in the energy transition theme across the entire commodities complex.

Daniel Ghali

*Baby, you can drive my car
Yes, I'm gonna be a star.*

The Beatles

auf mehr als 50% im Jahr 2024 erhöhen. Bei einer weiteren Extrapolation wird TopCon im Jahr 2025 voraussichtlich einen Marktanteil von 80% erreichen, bevor es im Jahr 2026 den verbleibenden Anteil von PERC endgültig verdrängt haben wird und schließlich mit einem Marktanteil von 90% die Monopolstellung auf dem Markt erreichen könnte. **Wichtig ist, dass diese zusätzlichen 20–40 mg Silber pro Solarmodul der Schlüssel dafür sein könnten, dass der Silberpreis seinen Erholungspfad beibehält.**

Dennoch würde man den Anlegern einen schlechten Dienst erweisen, wenn man technologischen Effizienzgewinn und Substitution nicht berücksichtigt. So heißt es in einer für die Fachzeitschrift *Progress in Photovoltaics*⁹⁹ veröffentlichten Studie: „Plating is an alternative silver-lean metallization solution for industrial silicon solar cells by mainly using copper to form metal contacts.“ **Dies lässt zunächst vermuten, dass Silber durch Kupfer ersetzt werden könnte.** Die Autoren Yuan-Chih Chang und Yuchao Zhang weisen jedoch darauf hin, dass es noch Herausforderungen gibt.

„The material cost of copper is about 1% of that of silver... However, despite the promising performance benefits of plating, the major deviation away from industrially preferred printing technology, the added complexity of manufacturing, waste management and high capex make the implementation of plating technology in mass production challenging and have yet to obtain any significant market share.“

Da kupferbeschichtete Solarmodule die wahrscheinlichste Alternative zu Silber bleiben, aber derzeit noch einen weiten Weg bis zur Marktreife vor sich haben, wird TopCon wahrscheinlich die Prognosen erfüllen und die bevorzugte Wahl der Industrie werden. Infolgedessen scheint der Silberpreis in der Solarbranche eine solide erste Verteidigungslinie gefunden zu haben, die – ähnlich wie der legendäre Franz Beckenbauer – für Stabilität sorgen wird.

Zusätzliche industrielle Nachfrage

Darüber hinaus wird die industrielle Silbernachfrage von der Umstellung auf Hybrid- und Elektrofahrzeuge profitieren. Wie wir im *In Gold We Trust*-Report 2023 ausgeführt haben,¹⁰⁰ enthalten Elektrofahrzeuge im Vergleich zu Verbrennermotoren 10–35 Gramm mehr Silber und 16–32 Gramm mehr Silber als Hybridfahrzeuge. Das *Silver Institute* geht davon aus, dass dieser Anteil in Zukunft weiter steigen wird, da Silber „the metal with the highest electrical conductivity“ ist.

Was die genauen Mengen anbelangt, so prognostizierte das *Silver Institute* im **Oktober 2022**, dass sich die Silbernachfrage des globalen Automobilsektors bis 2025 auf 88 Moz (2.500 Tonnen) belaufen wird. Dies ist nahezu deckungsgleich mit den Prognosen der *Bank of America* und von Bloomberg aus dem Jahr 2023, wonach die Automobilhersteller bis 2025 rund 3.100 Tonnen Silber verbrauchen

⁹⁹ Chang, Yuan-Chih et al.: „Silver-lean metallization and hybrid contacts via plating on screen-printed metal for silicon solar cells manufacturing“, *Progress in Photovoltaics*, 22. März, 2024

¹⁰⁰ Siehe „Silbers goldene Ära?“, *In Gold We Trust*-Report 2023

werden, wobei zu diesem Zeitpunkt mehr als 50% der Silbernachfrage auf die Verwendung außerhalb des Verbrennermotoren-Segments entfallen dürften.

Bevor dieser Schwellenwert erreicht ist, wird die Silbernachfrage der Automobilhersteller zwischen 2023 und 2024 voraussichtlich noch **um rund 250 Tonnen steigen**. S&P Global schätzt, dass die EV-Verkäufe um 3,6 Millionen auf insgesamt 13,3 Millionen ansteigen werden. Damit würde der Anteil der BEV an den weltweiten PKW-Verkäufen von 12% auf 16,2% steigen.

Geschätzter BEV-Marktanteil, 2024

Region	BEV-Anteil Schätzungen (2024)	yoy (2024 vs. 2023)
Europa (Mittel-/Westeuropa)	22,2%	+41,0%
USA	13,2%	+66,4%
China	28,6%	+28,0%
Indien	4,1%	+39,0%
Weltweit	16,2%	+39,5%

Quelle: S&P Global Mobility, Incrementum AG

Tesla is here to stay and keep fighting for the electric car revolution.

Elon Musk

Sollten sich diese Prognosen bewahrheiten, wird die Nachfrage im Automobilssektor zusammen mit der Solarbranche auf ein schwächelndes Silberangebot treffen. Es ist jedoch erwähnenswert, dass die BEV-Verkäufe mit Gegenwind zu kämpfen haben: **Die Verkäufe von Chinas größtem Elektroautohersteller BYD** fielen in Q1/2024 im Vergleich zum vierten Quartal 2023 um 43%, während Tesla mit einem Verkaufsrückgang um 9% ebenfalls den **ersten Quartalsrückgang** seit fast vier Jahren verzeichnete.

Dennoch gibt es neu entstehende industrielle Anwendungen, die die Nachfrage nach Silber langfristig steigern könnten. **2023 entdeckten Forscher der Universität Oxford**, dass morphologisch kontrollierte Silbernanopartikel als Ersatz für Platin in PEM-Elektrolyseuren verwendet werden können. Der Studie zufolge führte dies zu höheren Wasserstoffproduktionsraten bei höheren angelegten Potenzialen und gleichzeitig zu einer erheblichen Senkung der Kosten von PEM-Elektrolyseurelektroden.

A nuclear power plant is infinitely safer than eating because 300 people choke to death on food every year.

Dixie Lee Ray

Darüber hinaus sind **Steuerstäbe mit einer Legierung** aus 80% Silber, 15% Iridium und 5% Cadmium die bevorzugte Wahl für Druckwasserreaktoren, die 64% der in Betrieb befindlichen und 84% der im Bau befindlichen Kernreaktoren ausmachen. Da für jedes zusätzliche GW an Kernenergie schätzungsweise 56.000 Unzen Silber benötigt werden, würde die auf der COP28 eingegangene Verpflichtung, die Kernenergiekapazität bis 2050 von 413 GW auf 1.239 GW zu verdreifachen, einen Silberverbrauch von 23 Mio. Unzen bedeuten.

Letztlich ist die oben beschriebene Vielfalt der industriellen Nachfrage genau der Grund, warum eine Gruppe von Interessenvertretern der Silberminer vor kurzem zusammenkam, um zu fordern, dass Silber in die nächste Runde von Kanadas Liste kritischer Mineralien aufgenommen wird. Damit würde man in die Fußstapfen Frankreichs treten, das Silber bereits im Jahre 2021 als kritisches Mineral eingestuft hat. Damit dies

You miss 100% of the shots you don't take.

**Michael Scott,
The Office**

auch in Kanada der Fall ist, muss jedoch **eine Reihe von Kriterien** entsprechend erfüllt werden.

Die ESG-Direktorin von First Majestic, Jillian Lennartz, hat einen offenen Brief an den kanadischen Minister für Energie und natürliche Ressourcen, Jonathan Wilkinson, verfasst, um diese Kriterien zu erfüllen. Mit den Unterschriften des *Silver Institutes* sowie von 19 Vorstandsvorsitzenden von Minenunternehmen ist der Brief ein überzeugendes Plädoyer für die Aufnahme von Silber in die Liste der kritischen Mineralien Kanadas, die *Natural Resources Canada* voraussichtlich bis zur Sitzung des Parlaments im Juni veröffentlichen wird.

Ein grünes Licht aus Kanada würde die bestehenden multilateralen Anerkennungen von Silber als kritisches Mineral ergänzen. Wie in dem offenen Brief dargelegt, gehören dazu die Weltbank, die OECD, die IEA und IRENA, die alle Silber als einen wesentlichen Bestandteil CO₂-armer Technologien ansehen. Folglich könnte die industrielle Nachfrage nach Silber weiter steigen, wenn die Politik entsprechende Maßnahmen setzt.

Gold-Silber-Dynamik

Even „Darth Silver“ is bullish on silver... (However) I do think that it's material and relevant that silver's industrial side is taking on a greater role.

Lobo Tiggre

Als Folge der stärkeren industriellen Nutzung von Silber haben einige Experten die Ansicht geäußert, Silber würde sich von seiner historischen monetären Nutzung und damit auch von Gold abkoppeln. Der geschätzte und in einigen Kreisen als „Darth Silver“ bezeichnete Analyst Lobo Tiggre ermutigte die Anleger, diese Möglichkeit in Betracht zu ziehen, indem er feststellte, dass **„silver looks more like copper than gold“**.

Gold, Silber und Kupfer, 100 = 01/11/2023, 11/2023–04/2024



Raw materials increasingly ,dance to their own tune'.

Bank of America

Es ist unbestreitbar, dass Silber in den letzten sechs Monaten der Kursentwicklung von Gold eng gefolgt ist, aber auch Hand in Hand mit Kupfer getanzt hat. Diese Korrelation hat sich in den letzten Jahrzehnten verstärkt, da die **Silber- und Kupferpreise** von 1998 bis 2020 in jedem einzelnen Jahr in die gleiche Richtung stiegen und fielen, während dies von 1985 bis 1997 nur **5 von 13 Mal** der Fall war.

So zeigt eine Bloomberg-Analyse, dass der Kupferpreis seit 1992 bei jedem Anstieg des Verbraucherpreisindex um 1% um 18% gestiegen ist. Tatsächlich übertraf Kupfer in diesem Zeitraum alle anderen wichtigen Anlageklassen mit Ausnahme von Energie. Vor kurzem hat **eine Analyse von Global X ETFs gezeigt**, dass sich dies auch im stark inflationären Umfeld des Jahres 2022 fortsetzte, da Kupfer eine Korrelation von 0,75 mit der 10-jährigen Breakeven-Inflationsrate seit 2001 aufwies.

In a commodities reflationary boom, the fear factor goes away, and gold the bid goes down, but silver's industrial demand holds it up... there's a scenario where silver outperforms gold because of its increasingly industrial side.
Lobo Tiggre

Wenn Silber also zusammen mit Kupfer von einem reflationären Rohstoffboom profitiert, braucht es möglicherweise seine monetäre Komponente nicht, um sich besser zu entwickeln als Gold. Der Haken an der Sache ist jedoch, dass eine Rezession die industrielle Nachfrage nach Silber und Kupfer dämpfen könnte: Auf der Grundlage unserer Analyse im *In Gold We Trust*-Report 2023 auf Basis des *Incrementum Rezessionsphasen-Modells* zeigt sich, dass Silber in den acht Rezessionen von 1970 bis 2000 durchschnittlich 9% verloren hat, auch wenn Silber in den späteren Phasen (Phase 5) einer Rezession mit einer durchschnittlichen Rendite von 17,4% tendenziell wieder anzieht.¹⁰¹

Unabhängig davon, ob man Silber als das Kupfer des reichen Mannes oder als das Gold des armen Mannes betrachtet; der Anstieg der industriellen Silbernachfrage ist nicht unbedingt gleichbedeutend mit dem Ende seiner monetären Nutzung. Die Geschichte spricht nämlich für die Fähigkeit von Silber, als Reaktion auf die Preisführerschaft von Gold zu steigen – ein Nebenprodukt der starken historischen Korrelation zwischen Gold- und Silberpreisen, die seit 1988 im Durchschnitt 0,92, seit 2000 0,87, seit 2010 0,55 und seit 2021 0,82 beträgt.

Gold/Silber-Korrelation, 01/1971–04/2024



Quelle: SD Bullion, Reuters Eikon, Incrementum AG

Wie im *In Gold We Trust*-Report 2023 beschrieben, hat diese Korrelation bei Goldpreissteigerungen häufig zu einem verzögerten Silber-Schleudereffekt geführt.¹⁰² Genauer gesagt hat Silber in 3 der letzten 7 Goldbullenmärkte, die sich von 1967–68 bis 2015–2020 erstreckten, besser abgeschnitten als Gold. Dies waren die Jahre 1976–1980, 1993–1995 und 2001–

¹⁰¹ Siehe „Der geldpolitische Showdown“, *In Gold We Trust*-Report 2023

¹⁰² Siehe „Silver's Time to Shine?“, *In Gold We Trust*-Report 2023

Strong fundamentals will support its (silver's) price. This in large part also underpins our expectation that silver will outperform gold in the second half of 2024 and into next year.
Silver Institute

2011. In 6 der letzten 7 Silberhaussen von 1967–2021 übertraf Silber jedoch den Goldpreis, nur 1971–1974 war das nicht der Fall.

Zugegeben, dem letzten Silberbullenmarkt, der zu Jahresbeginn 2021 mit einem Silberpreis von 29,42 USD endete, ging ein Rückgang des Silberpreises auf 11,77 USD im März 2020 voraus. Dies ließ das Gold/Silber-Ratio auf einen historischen Höchststand von 123,4 explodieren, woraufhin viele Experten den Investment Case von Silber in Frage stellten. Dennoch legte der Silberpreis von März 2020 bis Februar 2021 um 250% zu, als die Federal Reserve die Zinsen senkte. **Dies trug dazu bei, dass Silber in den letzten drei Zinssenkungszyklen eine durchschnittliche Rendite von 332% erzielte.**



I think silver will serve as a monetary metal for the masses.
Luke Gromen

So wie Gold in Zeiten einer durch Zinssenkungen ausgelösten Inflation als monetärer Zufluchtsort für Finanzinvestoren dient, kann Silber die gleiche Aufgabe für die breite Bevölkerung erfüllen. Ein Beweis dafür ist, dass sich die türkischen Silberimporte von rund **400 Tonnen im Jahr 2021 auf 1.100 Tonnen im Jahr 2023** fast verdreifachten, als die Zinssätze in der Türkei von 19% im September 2021 auf 8,5% im Juni 2023 gesenkt wurden, während die Inflation von 19,5% im September 2021 auf 85,5% im Oktober 2022 anstieg.

Gleichzeitig wird die Federal Reserve früher oder später ihren Zinssenkungszyklus starten, der eine zweite Inflationswelle auslösen könnte. Dies würde vor dem Hintergrund eines finanziell angeschlagenen US-Konsumenten geschehen, denn **die Säumigkeitsraten bei Kreditkartenschulden erreichten in Q4/2023 ein Rekordniveau.** Außerdem kommt dies zu einer Zeit, in der Costco, den Zeitgeist erkennend, im Dezember 2023 mit dem **Verkauf von Silver-Eagle-Münzen** begann, **nachdem in Q3/23 bereits Goldbarren im Wert von 100 Mio. USD verkauft wurden.**

Nach Angaben des *Silver Institute* hat Costco „sales have been brisk for the 20-coin silver eagle tubes“. Natürlich könnte die leichtere Verfügbarkeit von Silber und – was noch wichtiger ist – sein im Vergleich zu Gold deutlich günstigerer Preis die Privatnachfrage der US-Bürger mit niedrigem bis mittlerem Einkommen ankurbeln. In der Tat ist dies ein Trend, der sich bereits auf die Nachfrage nach Silberschmuck in Ländern wie Ägypten gezeigt hat.

A small 18-carat (gold) earring weighing less than a gram is more than 3,000 pounds. I can't afford that as a gift anymore, so I bought a silver necklace for around 1,900.

Eman Mahmoud, ägyptische Mutter

So ist der Preis für ein Gramm 21-karätiges Gold zwischen diesem und dem letzten Jänner um über 120% auf 3.875 ägyptische Pfund (126 USD) gestiegen. In einem Land, in dem schätzungsweise 60% der 105 Millionen Einwohner unter oder nahe der Armutsgrenze leben, hat dies viele Ägypter dazu veranlasst, Gold durch Silber zu ersetzen. Während die Nachfrage nach Silberschmuck im Jahr 2023 um 13% auf 203,1 Mio. Pfund gegenüber dem Höchststand von 234,5 Mio. Pfund im Jahr 2022 zurückging, wird für 2024 ein Anstieg um 4% erwartet.

Silber ist im Gegensatz zu Gold, Kupfer, Blei, Nickel, Zink, Eisen, Platin, Rhodium und Palladium das einzige Metall, das seine Höchststände von 1980 nicht übertroffen hat. Eine Rückkehr zum historischen Median des Gold/Silber-Ratios von 30:1 würde einem Silberpreis von 80 USD entsprechen, basierend auf einem Goldpreis von 2.400 USD.

Silberpreis-Matrix, in USD, Gold/Silber-Ratio (x-Achse) und Gold (y-Achse), in USD

	120	110	100	90	80	70	60	50	40	30	20	10
2.700	23	25	27	30	34	39	45	54	68	90	135	270
2.600	22	24	26	29	33	37	43	52	65	87	130	260
2.500	21	23	25	28	31	36	42	50	63	83	125	250
2.400	20	22	24	27	30	34	40	48	60	80	120	240
2.300	19	21	23	26	29	33	38	46	58	77	115	230
2.200	18	20	22	24	28	31	37	44	55	73	110	220
2.100	18	19	21	23	26	30	35	42	53	70	105	210
2.000	17	18	20	22	25	29	33	40	50	67	100	200
1.900	16	17	19	21	24	27	32	38	48	63	95	190
1.800	15	16	18	20	23	26	30	36	45	60	90	180
1.700	14	15	17	19	21	24	28	34	43	57	85	170
1.600	13	15	16	18	20	23	27	32	40	53	80	160

Quelle: Incrementum AG

I've never seen a secular bull market in gold that didn't cause other metals to follow.

Tavi Costa

Während eine Rückkehr zu einem Gold/Silber-Ratio von 70:1 eine konservative Schätzung darstellt, geht der Medianwert von 30:1 auf die 1800er-Jahre zurück und ist konservativer als das Gold/Silber-Ratio in der Erdkruste von 19:1. Die Möglichkeit einer Rückkehr zu dem im Jahr 2020 erreichten Gold/Silber-Ratio von 123:1 kann nicht naturgemäß ausgeschlossen werden.

When can their glory fade? O the wild charge they made!

Alfred Lord Tennyson

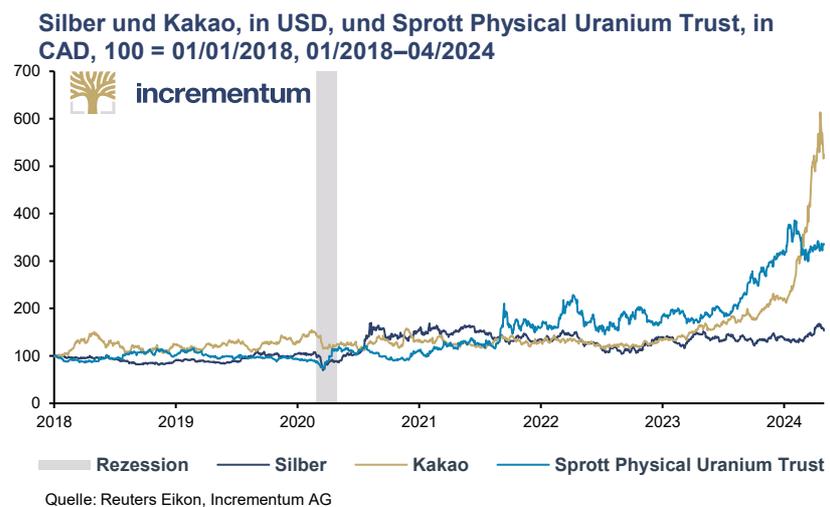
Aufgrund des historischen Gold/Silber-Ratios wird der Silberpreis daher nicht nur wahrscheinlich dem Goldpreis folgen, wenn dieser sich auf unbekanntes Terrain begibt, sondern er hat basierend auf den Daten seit 1967/68 auch eine 85,7-%ige Chance, Gold in einer Silberhaube zu übertreffen. Dabei wird die Investitionsnachfrage nach Silber einen wesentlichen Beitrag leisten. **Im nächsten Zinssenkungszyklus könnte die Investmentnachfrage nach Silber daher deutlich anziehen und den Silberpreis in lichte Höhe treiben.**

Versorgungsengpässe bei Silber

Five years ago, we became uranium bulls... the market had quietly slipped into a structural deficit, with reactor demand outstripping mine supply. Fuel buyers used so-called „secondary supplies“ to fill the gap.

Goehring & Rozencwajg

Alles in allem wird die Silbernachfrage das Silberangebot bis Ende 2024 das vierte Jahr in Folge überstiegen haben. Das Ergebnis eines solchen strukturellen Defizits ist in der Regel ein höherer Preis für den betreffenden Rohstoff, wie in letzter Zeit auf den Uran- und Kakaomärkten zu beobachten war. Bis vor kurzem entging Silber demselben Schicksal, da die oberirdischen Lagerbestände die Nachfrage deckten, die durch die Förderung und das Recycling nicht gedeckt werden konnte. Nun beginnt sich jedoch die Auffassung durchzusetzen, dass diese Lösung nicht nachhaltig ist.



While the silver market is currently in a structural deficit, above-ground stocks of silver will be mobilized to meet the demand.

Phillips Baker

CEO von Hecla,

Vorsitzender Silver Institute

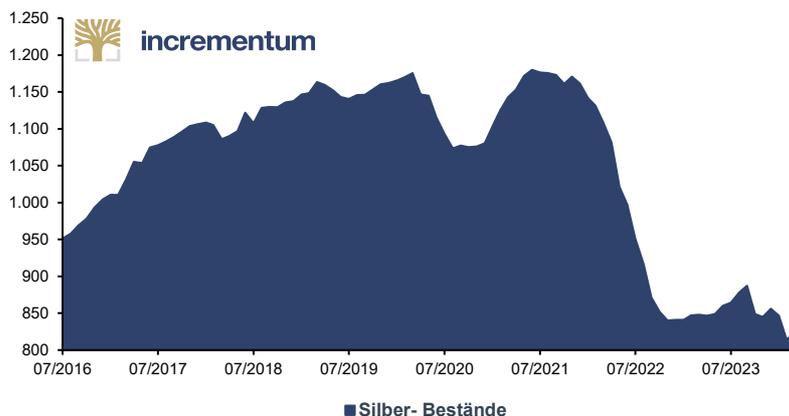
Oberirdische Bestände sind der Oberbegriff für Silberbestände, die von Terminbörsen, ETFs und privaten Eigentümern gehalten werden.

Von Peter Krauth als *Sekundärangebot* bezeichnet, sind die oberirdischen Bestände praktisch unmöglich zu quantifizieren. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die privaten Eigentümer dazu neigen, ihre Silberbestände nicht öffentlich zu deklarieren. Sie werden erst wieder in den offiziellen Statistiken erfasst, wenn diese Silberbestände recycelt oder an eine Börse wieder verkauft werden.

Dennoch ist der Rückgang der Silbervorräte an den Terminmärkten seit Anfang 2021 sichtbar: An der COMEX erreichten die Silberbestände im **Jänner 2021** einen Höchststand von **knapp 400 Moz** und sind **seither um fast 30% auf 291 Moz** (Stand: 15. April) gesunken. Wichtig ist, dass die registrierten Silberbestände, d. h. das tatsächlich zur Lieferung verfügbare Silber, ebenfalls von **150 Moz Anfang 2021** auf **46,7 Moz** (Stand: 15. April) zurückgegangen sind, was zeigt, dass es immer schwieriger wird, Silber zu beschaffen.

Die Silberbestände an der Shanghai Futures Exchange weisen eine ähnliche Entwicklung auf: Sie erreichten im **Jänner 2021** einen Höchststand von **knapp 3.100 Tonnen (99,7 Moz)**, bevor sie bis zum **16. April 2024** um **68% auf 993,6 Tonnen (31,9 Moz)** zurückgingen. Wie an der COMEX fielen auch die **registrierten Bestände** an der **Shanghai Gold Exchange** um **73%** von **167 Moz Mitte 2020** auf **45 Moz im Jänner 2024**. **Dessen ungeachtet ist die LBMA der wichtigste Faktor für eine potenzielle Silberknappheit.**

LBMA London Vault Silberbestand, in Moz, 07/2016–03/2024



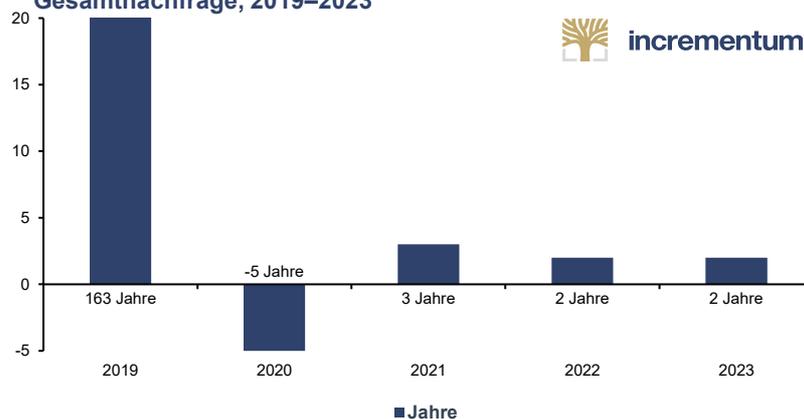
Source: LBMA, Incrementum AG

All it takes is for one big consumer to say... „I want my silver.“ And for the exchange to say, „oops, sorry, we’re out of silver.“

Peter Krauth

Die LBMA-Silberbestände, die etwa 75% der Silberbestände an den größten globalen Handelsplätzen ausmachen, erreichten im Juni 2021 einen Höchststand von 1.180 Moz und sind seitdem um etwa 30% auf 823 Moz gefallen. Wie bei den registrierten Beständen an der COMEX und dem SFE entspricht diese Zahl jedoch nicht vollständig dem Silber, das zur Lieferung verfügbar ist. Stattdessen liegt die Zahl der LBMA-Silberbestände rund 260% über dem, was TD Securities als „Streubesitz“ von nur 311 Moz Silber angibt.¹⁰³ Unter diesen Annahmen stellt TD Securities fest, dass der LBMA-Silberstreubesitz innerhalb von zwei Jahren erschöpft wäre, wenn man das derzeitige Tempo des Wachstums der Silbernachfrage mit einer jährlichen Wachstumsrate von drei Jahren zugrunde legt.

Jahre bis zum Free-Float-Abbau aus dem Wachstum der Gesamtnachfrage, 2019–2023



Quelle: TD Securities, WSS, Metals Focus, LBMA, Incrementum AG

Stockpiles are finite... eventually this draw-down will create tight physical market conditions and ultimately fuel price rallies.

Silver Institute

Schockierenderweise wären 163 Jahre Nachfragewachstum erforderlich gewesen, um den LBMA-Streubesitz im Jahr 2019 zu erschöpfen. Da jedoch die Defizite der Jahre 2021 und 2022 zusammengenommen die kumulierten Überschüsse der letzten 11 Jahre mehr als ausgleichen, ist Silber im Jahr 2024 so knapp wie nie zuvor. Daher müsste die Kaufaktivität der börsengehandelten Silberfonds nicht beträchtlich sein, um in einer bereits wackeligen Liquiditätssituation einen Silver Squeeze herbeizuführen.

¹⁰³ Siehe TD Securities: „Market Musings“, 2. April 2024

As the liquidity buffer is ground lower, the risk of a substantial spike in silver prices appears severely underpriced. This is an extreme upside convexity trade.

TD Securities

Mit ziemlicher Sicherheit würde eine solche Kaufaktivität, wenn sie denn zustande käme, einen Nachhalleffekt jenseits des Atlantiks nach sich ziehen, wo der größte börsengehandelte Silberfonds SLV seit seinem **Höchststand von rund 670 Moz im Jahr 2021** bereits fast 40% seiner Silbervorräte abgebaut hat. Bis Februar war der SLV-Preis angesichts der sinkenden Bestände unbeeindruckt geblieben. In den letzten zwei Monaten ist jedoch ein starker Anstieg des SLV-Preises zu beobachten, während andere börsengehandelte Fonds ebenfalls ihre Bestände aufstocken.

Wisdom Tree Silber-ETF-Bestand, in Moz, 01/04/2024–18/04/2024



Source: Reuters Eikon, Incrementum AG

The low silver price right now depresses the biggest source of silver production, which is recycling... at \$24-\$25 silver, the value of the money recovered in recycling operations is not enough to justify the recycling.

Rick Rule

Solange Silber zur Auffüllung der Bestände zur Verfügung steht, kann ein Preisdruck vermieden werden. Da die Börsen jedoch leergefegt wurden und weiterhin darauf angewiesen sind, die Lücke im Angebotsdefizit zu schließen, könnte ein Szenario eintreten, in dem die Börsen nicht in der Lage sind, das zur Deckung der Lieferungen erforderliche Silber zu beschaffen. In diesem Fall würden die Silberpreise und -aufschläge möglicherweise dramatisch ansteigen, da sich eine unzureichende Versorgung mit physischem Silber auf dem Markt schnell herumsprechen würde.

Die einzige verbleibende Lösung, um das Angebot zu erhöhen und um den Silberpreis in Schach zu halten, wäre daher eine sofortige Ausweitung der Minenproduktion. Zugegebenermaßen gibt es einige Projekte, die schnell aktiviert werden könnten und damit zu einer Steigerung der Silberminenproduktion im Jahr 2024 beitragen würden. So wird beispielsweise für die USA ein Anstieg um 3,5 Moz im Jahresvergleich prognostiziert, da sich die Expansion von *Coeur Mining* in Rochester beschleunigt und sich *Heclas Lucky-Friday-Mine* nach der vorübergehenden Schließung im letzten Jahr wieder erholt.

In Mexiko wird mit einem Anstieg von 5,6 Moz gegenüber dem Vorjahr gerechnet, da die *Peñasquito-Mine* nach dem Streik im letzten Jahr wieder die volle Förderkapazität erreicht hat, und auch in Marokko wird mit einem Anstieg von 5,5 Moz im Jahresvergleich gerechnet, da die *Zgounder-Mine* von *Aya Gold and Silver* in Betrieb genommen wird.

Ein erwarteter Rückgang der peruanischen Silberminenproduktion um 17,9 Moz im Jahr 2024, der sich aus Stillständen bei den Projekten von *Hochschild Mining* und *Buenaventura* ergibt, wird die oben genannten Steigerungen jedoch im

negativen Sinne ausgleichen, sodass die weltweite Silberminenproduktion im Jahr 2024 gegenüber dem Vorjahr voraussichtlich um 0,8% auf **832,5 Mio. Unzen** zurückgehen wird. **Damit dürfte die Gesamtnachfrage nicht gedeckt werden, sodass sich für das Jahr 2024 ein Silberangebotsdefizit von 215,3 Moz ergibt. Das wäre etwa 17% mehr als das Defizit von 184,3 Moz im Jahr 2023.**

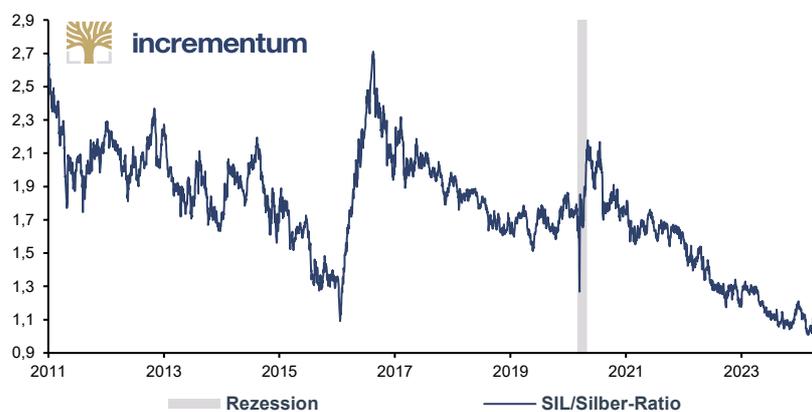
Da das wachsende Defizit das sekundäre Angebot im Jahr 2024 weiter aushöhlt, sollte sich die zunehmende Knappheit von Silber in einen steigenden Silberpreis übersetzen. Dies wird letztendlich zu einer Umkehrung der chronischen Investitionsengpässe führen, die die führenden Silberminenunternehmen geplagt haben, da sich die Gewinnaussichten deutlich verbessern. Die AISC von 10 führenden Silberminenunternehmen werden für den Zeitraum von 2022 bis 2024 auf durchschnittlich 18,89 USD geschätzt, während der **Silberpreis auf Jahresbasis durchschnittlich 23,10 USD betrug.**¹⁰⁴

I don't think of an investment in silver mines with the current prices. I'm always considering what would this project look like at USD 50 an ounce or triple digits?

Tavi Costa

Für die Zukunft prognostiziert die Bank of America jedoch einen Silberpreis von 30 USD im nächsten Jahr um diese Zeit. Dies wird mit einem Rückgang der AISC auf durchschnittlich 16,69 USD einhergehen und einen weitaus größeren Anreiz für den Kapitalzufluss in primäre Silberminen bieten, die **27,8% der gesamten Silberminenproduktion ausmachen.** Dies würde auch zu einem Zeitpunkt geschehen, zu dem sie bereits historisch unterbewertet sind, wie die Divergenz zwischen dem Silberpreis und dem wichtigsten börsengehandelten Silberminenfonds SIL zeigt.

SIL/Silber-Ratio, 01/2011–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Fazit

Mit jedem weiteren Jahr eines Angebotsdefizits steigt die Wahrscheinlichkeit eines wesentlich höheren Silberpreises. Wir gehen davon aus, dass in den kommenden Jahren eine kontinuierliche Verknappung des Sekundärangebots erforderlich sein wird, um die Silbernachfrage zu befriedigen, was vor allem auf die industrielle Nachfrage aus der Photovoltaik und die

¹⁰⁴ BMO Capital Markets: „The SilverPages“, 2. April 2024, S. 6

All of my best investment ideas are things nobody can stop, everybody needs and nobody understands.

Michael Saylor

I believe that the remaining recorded silver inventories are owned by investors which are not inclined to sell their holdings until silver prices are sharply higher.

Ted Butler

Silber ist das neue Uran.

Mark Valek

Nachfrage nach Silber als Inflationsschutz im Tandem mit dem großen Bruder Gold zurückzuführen ist.

Bis die Minenförderung so weit ausgeweitet worden sein wird, dass sich das Angebotsdefizit schließt, werden allen voran Recycler und Privathaushalte höhere Preise durchsetzen können. Wie wir im *In Gold We Trust*-Report 2023 ausgeführt haben, beträgt die Vorlaufzeit für die Entwicklung von Minenprojekten für Silber allerdings durchschnittlich 15 Jahre.¹⁰⁵ **Daher sind höhere Silberpreise für längere Zeit das wahrscheinliche Ergebnis.**

Wichtig ist, dass mehrere Variablen dieses Szenario entweder verhindern oder verzögern könnten. Zum einen könnte bei einer weltweiten Rezession die Silbernachfrage so weit zurückgehen, dass aus einem Angebotsdefizit ein Überschuss wird und die oberirdischen Lagerbestände nicht benötigt werden. Es wird jedoch erwartet, dass die Gesamtnachfrage nach Silber **im Jahr 2024 wieder um 2% ansteigt**, und selbst wenn dieses Rezessionsszenario eintreten sollte, würden die damit einhergehenden Rückgänge in der Minenproduktion und damit im Angebot wahrscheinlich dazu führen, dass ein Defizit bestehen bliebe.

Auf dieser Grundlage ist es unwahrscheinlich, dass die Nachfrageseite das Haupthindernis für einen Anstieg des Silberpreises darstellt.

Stattdessen wären die Faktoren, die einem höheren Silberpreis im Wege stehen, ein Anstieg des Silberrecyclings, eine kurzfristige Erhöhung der Silberminenproduktion oder der Verkauf von privatem Silber. Zum Leidwesen der Silberbären ist jedoch der Anreiz eines höheren Silberpreises eine unvermeidliche Voraussetzung dafür, dass diese drei angebotsseitigen Phänomene eintreten.

Infolgedessen sind wir in Bezug auf Silber und Silberminen für 2024 und darüber hinaus zuversichtlich gestimmt, da sie sowohl ein Uran-ähnliches Angebotsdefizit aufweisen als auch ein hohes Beta gegenüber Gold.

¹⁰⁵ Siehe „Capex-Comeback?“, *In Gold We Trust*-Report 2023

THERE'S NO SUBSTITUTE FOR SILVER.

Striving to Become the World's Largest
Primary Silver Producer.

firstmajestic.com



fm

FIRST MAJESTIC

SILVER CORP.

Bewertung und Beta des Goldminensektors

„More gold has been mined from the thoughts of men than has been taken from the earth.“

Napoleon Hill

- Obwohl der Goldpreis einer der wichtigsten Faktoren ist, der die Kurse von Goldminenaktien beeinflusst, ist die Beziehung instabil und der Goldpreis kein zuverlässiger Prädiktor für die Kurse von Goldminenaktien.
- Die Produktionskosten scheinen das Hauptproblem zu sein, da sie in der Regel zusammen mit dem Goldpreis steigen und verhindern, dass sich ein höherer Goldpreis in vollem Umfang in besseren Finanzergebnissen manifestiert.
- Die Beta-Werte bestätigen, dass sich die Goldminenaktien wie „Gold auf Steroiden“ verhalten, leider gilt dies für gute und noch mehr für schlechte Zeiten.
- Von den untersuchten Bewertungskennzahlen spiegeln das Kurs-Umsatz-Verhältnis und das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital die vorherrschenden Bedingungen auf dem Goldmarkt am besten wider.

Everything has its limit, iron cannot be educated into gold.

Mark Twain

Success comes to those who have an entire mountain of gold that they continually mine, not those who find one nugget and try to live on it for fifty years.

John C. Maxwell

Remember, benchmark performance - beta - can be had for virtually free; alpha is what active managers are paid to generate.

Paul McCulley

Die reale Welt ist keine Märchenwelt, in der man einfach darauf warten muss, dass die magische Gans ein goldenes Ei legt. Nein! In der realen Welt muss ein Goldvorkommen gefunden und abgebaut werden, bevor das goldene Metall für die Herstellung von Münzen, Barren oder Schmuck verwendet werden kann. Die harte, teure, komplexe und oft gefährliche Arbeit der Entdeckung von Goldvorkommen, die Errichtung von Minen und die Gewinnung des Edelmetalls sind die Aufgaben der Minenunternehmen.

Die Entwicklung der Aktienkurse hängt von zahlreichen Faktoren ab, der wichtigste ist jedoch der Goldpreis. Je höher der Goldpreis ist, desto höher sollten auch die Gewinne der Minenunternehmen sein und desto höher sollten ihre Aktienkurse steigen. Auf den folgenden Seiten werden wir die Beziehung zwischen dem Goldminensektor, dem Goldpreis und dem breiteren Aktienmarkt in verschiedenen Goldmarktregimen genauer untersuchen.

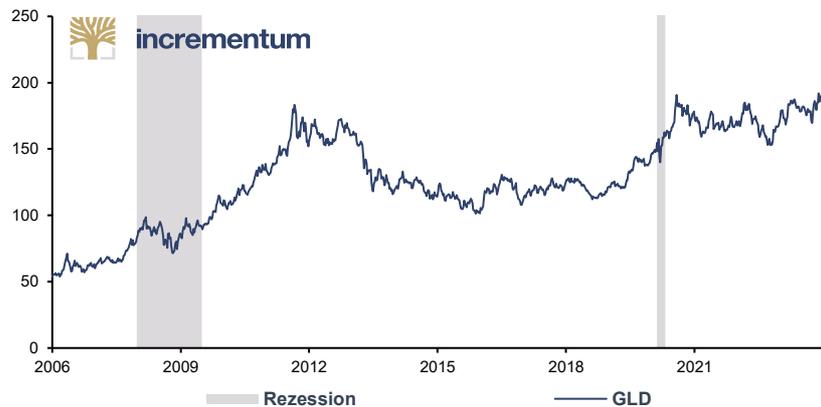
Was die Betas zeigen

Der Beta-Koeffizient ist eines der beliebtesten Instrumente zur Messung der Beziehung zwischen zwei Finanzanlagen. Er ist das Schlüsselement des *Capital Asset Pricing Models* (CAPM) von Sharpe. Er zeigt an, in welchem Maße sich der Aktienkurs zu einem Referenzwert bewegt. Ist der Beta-Koeffizient größer als 1, verhält sich die Aktie dynamisch, sie steigt oder fällt stärker als die Benchmark. Ist er gleich 1, sind die Bewegungen gleich stark. Ist der Beta-Koeffizient kleiner als 1, verhält sich die Aktie defensiv und verzeichnet geringere Kursbewegungen als ihr Referenzwert.

Bei den Goldminenaktien ist es sinnvoll, die Kursbewegungen nicht nur mit der Börsenbenchmark, sondern auch mit dem Goldpreis allein zu vergleichen. Als Proxy für die Goldminenaktien verwenden wir den *VanEck Gold Miners ETF* (GDX) und den *VanEck Junior Gold Miners ETF* (GDXJ). Während sich GDX auf die großen Miner konzentriert, ist der GDXJ auf mittelgroße und kleine Goldminen, Developer und Explorer ausgerichtet. Gold wird durch den *SPDR Gold Shares ETF* (GLD) repräsentiert, den größten ETF, der in physisches Gold investiert.

Unser erster Chart zeigt die Kursentwicklung von GLD seit dem 22. Mai 2006, dem Tag, an dem der GDX lanciert wurde, bis Ende 2023. Die Erstnotierung des GLD lag bei 65,3 USD und Ende 2023 stand er bei 191,17 USD. Allerdings war es nicht die ganze Zeit über ein schöner, rosiger Wachstumspfad.

GLD, 01/2006–12/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

There will always be bull markets followed by bear markets followed by bull markets.

John Templeton

Der Zeitraum von mehr als 17 Jahren kann in mehrere Bullen- und Bärenmärkte unterteilt werden. Die Definition besagt, dass die Kurse um mindestens 20% steigen oder fallen müssen, um einen Bullen- bzw. Bärenmarkt auszurufen. Wie aus der nächsten Tabelle hervorgeht, gab es in diesem Zeitraum vier Bullen- und drei Bärenmärkte. Im Mai 2024 war der jüngste Bullenmarkt noch im Gange, und der Goldpreis erzielte zahlreiche neue Allzeithochs.

GLD und GDX-Performance und Beta

Datum	GLD	GDX	Beta (GDX-GLD)
22/05/2006–17/03/2008	51,87%	47,65%	1,43
18/03/2008–12/11/2008	-29,41%	-64,71%	1,45
13/11/2008–02/09/2011	161,77%	234,59%	1,82
03/09/2011–17/12/2015	-45,15%	-79,45%	1,75
18/12/2015–06/08/2020	92,93%	231,56%	2,24
07/08/2020–20/10/2022	-21,89%	-47,59%	1,83
21/10/2022–29/12/2023	26,23%	33,78%	1,96

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wie aus obiger Tabelle hervorgeht, war der Beta-Koeffizient von GDX im Verhältnis zu GLD in jedem der Zeiträume erwartungsgemäß deutlich höher als 1. Das bedeutet, dass Goldminenaktien eine dynamischere Anlage waren als Gold und größere Zugewinne erzielten.

You've got to know when to hold'em, know when to fold'em, know when to walk away, know when to run'.

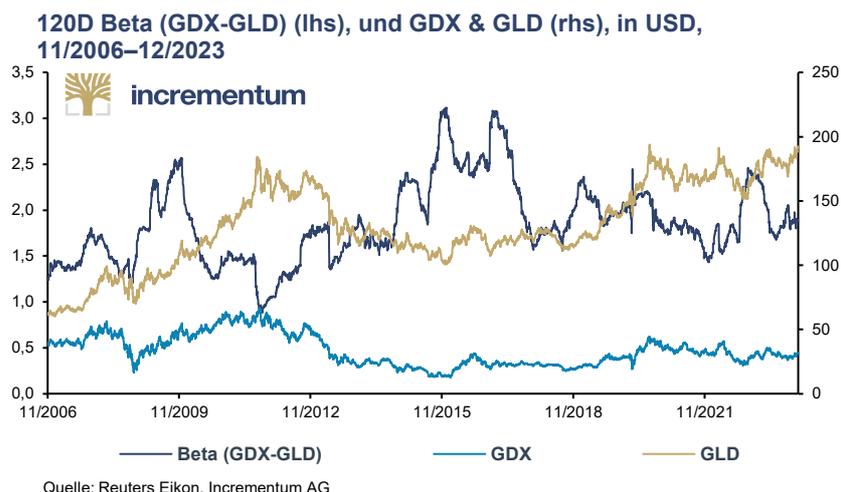
Kenny Rogers, The Gambler

Betrachtet man den Wert der Beta-Koeffizienten während der verschiedenen Goldmarktphasen, so lässt sich kein klares Muster erkennen. Im Allgemeinen ist das Beta während der Bullenmärkte etwas höher, doch die Unterschiede sind nur gering. Die Daten liefern jedoch zwei wichtige Informationen. Es sieht so aus, als hätten sich die Goldminenaktien nach der Weltfinanzkrise anders verhalten, da die Betas von 1,45 auf Werte über 1,75 zulegten. Und während des Goldbullenmarktes 2015–2020 stieg das Beta auf 2,24 an, ein Wert, der deutlich höher ist als in den anderen beobachteten Zeiträumen. Das bedeutet, dass die Volatilität und damit auch das Risiko der Goldminenunternehmen im Vergleich zum Goldpreis immer weiter zunimmt.

Mining is a risky business. It's a gamble that can pay off in a big way, or it can leave you with nothing.

Chris Anderson

Wie aus dieser Tabelle ersichtlich ist, unterscheiden sich die Beta-Koeffizienten in den verschiedenen untersuchten Teilzeiträumen recht deutlich. Der folgende Chart hilft, die Veränderungen der Beta-Koeffizienten besser zu verfolgen. Sie zeigt die gleitenden 120-Tage-Beta-Koeffizienten von GDX im Verhältnis zu GLD. Der rollierende 120-Tage-Zeitraum wurde gewählt, da er ungefähr die Hälfte der Handelstage eines Kalenderjahres abdeckt. Dieser Zeitraum ist lang genug, um aussagekräftige Ergebnisse zu liefern, und kurz genug, um auch die kurzfristigen Veränderungen im Marktverhalten widerzuspiegeln.



Good times, bad times, you know I've had my share.

Led Zeppelin

Wie aus dem obigen Chart hervorgeht, liegt der Beta-Koeffizient von GDX im Vergleich zu GLD die meiste Zeit deutlich über 1, was bedeutet, dass die Goldminenaktien eine Hebelwirkung auf den Goldpreis haben. In guten Zeiten neigen Goldminenaktien dazu, sich besser zu entwickeln als der Goldpreis, und in schlechten Zeiten schneiden sie in der Regel deutlich schlechter ab als dieser. **Das Ausmaß der Über- bzw. Unterperformance variiert jedoch, wie die Instabilität der Beta-Koeffizienten zeigt.**

Während der GDX auf die großen Goldminengesellschaften ausgerichtet ist, konzentriert sich der GDXJ auf kleinere Goldproduzenten sowie Developer und Explorer. Aufgrund des Risikoprofils der Unternehmen ist der GDXJ tendenziell volatil als der GDX. Dies wird auch durch folgende Tabelle bestätigt, da in allen untersuchten Zeiträumen der Beta-Koeffizient von GDXJ im Verhältnis zu GLD höhere Werte erreichte als der Beta-Koeffizient von GDX im Verhältnis zu GLD.

GLD und GDXJ-Performance und Beta

Datum	GLD	GDXJ	Beta (GDXJ-GLD)
11/11/2009–02/09/2011	51,87%	47,65%	1,43
03/09/2011–17/12/2015	-29,41%	-64,71%	1,45
18/12/2015–06/08/2020	161,77%	234,59%	1,82
07/08/2020–20/10/2022	-45,15%	-79,45%	1,75
21/10/2022–29/12/2023	92,93%	231,56%	2,24

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

It is precisely those who disagree most with the hypothesis of efficient market pricing of stocks, those who poo-hoo beta analysis and all that, who are least able to understand the analysis needed to test that hypothesis.

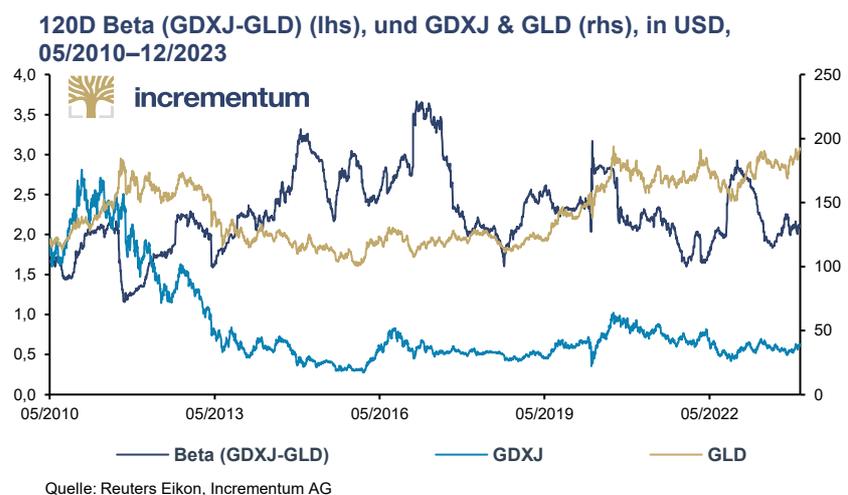
Paul Samuelson

Leverage is the reason some people become rich and others do not become rich.

Robert Kiyosaki

Es gibt nur fünf Unterzeiträume bei GDXJ, verglichen mit sieben Unterzeiträumen bei GDX. Der Grund dafür ist, dass der GDXJ 2009 und damit drei Jahre nach dem GDX aufgelegt wurde. Während des ersten erfassten Zeitraums, dem Bullenmarkt nach der Weltfinanzkrise, betrug der Beta-Koeffizient von GDXJ im Vergleich zu GLD 1,64. In allen übrigen Teilperioden lagen die Betawerte über dem Wert von 2. Dies ist ähnlich wie beim GDX, wo die Beta-Koeffizienten nach der Weltfinanzkrise ebenfalls anstiegen. Der höchste Betawert steht im Zusammenhang mit der Goldhaussa, die Ende 2015 ihren Anfang nahm und im Sommer 2020 ihren Höhepunkt erreichte. In diesem Zeitraum stieg der GLD um fast 93% und der GDXJ sogar um fast 239%. Der Beta-Koeffizient für diesen Bullenmarkt lag bei 2,65. Während des anschließenden Bärenmarktes und des aktuellen Bullenmarktes blieb der Beta-Koeffizient bei etwa 2,15.

Der nächste Chart zeigt die Entwicklung der gleitenden 120-Tage-Beta-Koeffizienten des GDXJ im Vergleich zum GLD. Nach einem anfänglichen Anstieg aus dem Bereich von 1,5 über den Wert von 2 im Sommer 2011, als der Goldpreis neue historische Höchststände erreichte, ging der Beta-Koeffizient deutlich zurück. Dieses Muster ähnelt dem des GDX, allerdings sank das Beta von GDXJ nicht unter den Wert von 1. Anschließend begann das Beta zuzunehmen. Im Gegensatz zum GDX überschritt der GDXJ jedoch Ende 2014, als der Goldbärenmarkt noch im Gange war, den Wert von 3. GDX erreichte diesen Wert erst ein Jahr später, als ein neuer Bullenmarkt einsetzte. Zu diesem Zeitpunkt, Ende 2015, stieg das Beta von GDXJ ebenfalls wieder auf 3. Der nächste Höchststand wurde jedoch erst erreicht, als das Niveau von 3,5 überschritten wurde. In diesem Zeitraum, zwischen 2014 und 2017, ist ein bemerkenswerter Unterschied zwischen GDX und GDXJ zu erkennen. Der Beta-Koeffizient von GDXJ war deutlich volatil. Dies gilt auch für den Rest des beobachteten Zeitraums, in dem sich das Beta von GDXJ in einem Bereich zwischen 1,5 und 3 bewegte. Der Wert von 3 wurde nur im März 2020, während des Ausbruchs der Corona-Pandemie, kurzzeitig überschritten.



Ähnlich wie beim GDX beweist auch der Betakoeffizient des GDXJ im Vergleich zu GLD, dass die Goldminenaktien eine Hebelwirkung auf den Goldpreis aufweisen. In diesem Fall ist die Hebelwirkung tendenziell noch stärker, da der Betawert nie unter 1 fiel, sondern mehrmals über 3 und einmal sogar über 3,5 stieg. Auch im

Fall von GDXJ sind die Beta-Werte instabil. Allerdings erreichten sie die höchsten Werte, als der Goldpreis sank oder relativ stagnierte. **Infolgedessen schnitt der GDXJ im Zeitraum 2010–2023 deutlich schlechter als der GLD ab.**

Die Entwicklung ausgewählter Bewertungsmetriken

Um die finanzielle Leistung der Minenunternehmen im Verhältnis zu ihren Aktienkursen zu bewerten, werden zahlreiche Bewertungsmaßstäbe herangezogen. In diesem Abschnitt werden die Quartalswerte einiger grundlegender Bewertungskennzahlen vorgestellt. Aufgrund der begrenzten Datenverfügbarkeit wird der Goldminensektor nicht durch GDX oder GDXJ, sondern durch drei große Goldproduzenten repräsentiert, nämlich Barrick Gold, Newmont und Agnico Eagle Mines. Zu den untersuchten Bewertungskennzahlen gehören das Kurs/Buchwert-Verhältnis (P/B), das Kurs/Gewinn-Verhältnis (P/E), das Kurs/Umsatz-Verhältnis (P/S) und der Verschuldungsgrad (D/E). Der untersuchte Zeitraum erstreckt sich von Q1/2009 bis Q3/2023.

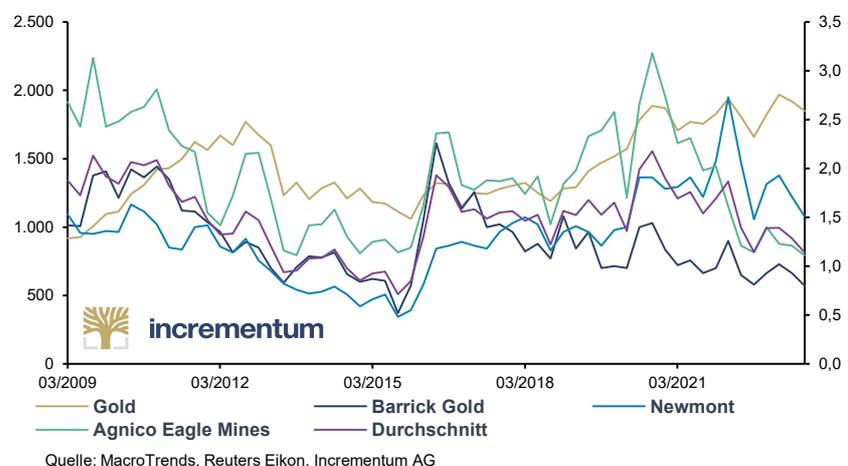
Price is what you pay, value is what you get.

Warren Buffett

Das Kurs/Buchwert-Verhältnis (P/B)

Das P/B-Ratio ist einer der grundlegenden und am häufigsten verwendeten Finanzindikatoren. Er misst den Marktwert des Unternehmens im Verhältnis zu seinem Buchwert. Je niedriger das Ratio, desto günstiger ist das Unternehmen bewertet. Für verschiedene Marktsegmente variieren die „normalen“ oder „typischen“ P/B-Ratios jedoch ganz erheblich. Im Minensektor bewegt sich der Wert in der Regel leicht über 1. Wie aus dem nächsten Chart hervorgeht, bewegte sich das durchschnittliche P/B-Ratio der drei führenden Goldproduzenten im untersuchten Zeitraum in einem Bereich zwischen 0,71 und 2,07.

Gold (lhs), in USD, und KBV-Ratio (rhs), in USD, 03/2009–09/2023

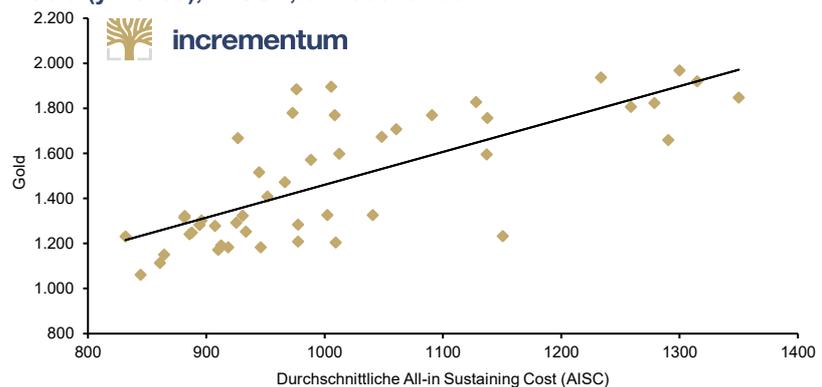


Interessant ist, dass das Ratio während des Bullenmarktes 2009–2011 von etwa 2 auf etwa 1,5 zurückging. Das bedeutet, dass trotz des Erreichens

neuer Allzeithochs bei Gold, der Marktwert der Goldminenunternehmen langsamer stieg als ihr Buchwert. Dies könnte bedeuten, dass die Anleger Angst vor einem erneuten Rückgang des Goldpreises hatten oder dass sie über die Fähigkeit der Unternehmen, die gestiegenen Goldpreise in höhere Gewinne umzuwandeln, besorgt waren. Der Rückgang des P/B-Ratios setzte sich bis Q3/2015 fort, als der oben erwähnte Tiefstand von 0,71 erreicht wurde. Dann, mit dem Beginn einer neuen Goldhausse, stieg das durchschnittliche P/B-Ratio in den nächsten drei Quartalen auf 1,93. Anschließend ging es wieder in den Bereich von 1,5 zurück und stieg kurzzeitig wieder auf über 2, als der Goldpreis in Q3/2020 neue Allzeithochs erreichte – seither fällt es wieder.

In Q3/2023 lag das Ratio bei 1,14. Die Erklärung ähnelt jener für das Jahr 2011. Einige Anleger schienen sich Sorgen um die Nachhaltigkeit des Goldpreises zu machen, doch ein wahrscheinlich noch wichtigerer Faktor war der Inflationsdruck, da aufgrund der steigenden Produktionskosten die rekordhohen Goldpreise nicht zu rekordhohen Gewinnen führten. Dies geht auch aus dem nächsten Chart hervor, der die Beziehung zwischen den AISC und dem Goldpreis darstellt.

Durchschnittliche All-in Sustaining Costs (AISC) (x-Achse), und Gold (y-Achse), in USD, 07/1996–02/2024



Quelle: Metals Focus Gold Mine Cost Service, World Gold Council, Incrementum AG

All wars are follies, very expensive and very mischievous ones.

Benjamin Franklin

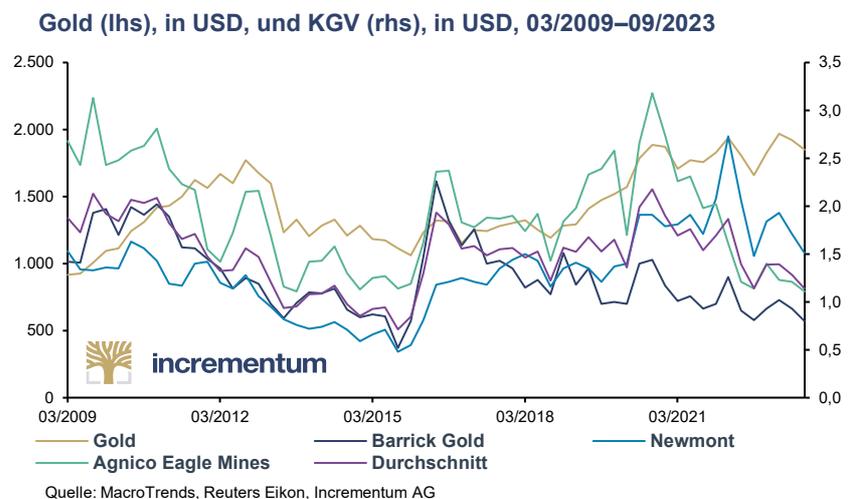
Mit steigenden Goldpreisen legen fast immer auch die Produktionskosten. Es gibt mehrere Erklärungen für diesen Zusammenhang. Zunächst einmal ist ein Teil der Kosten direkt mit dem Goldpreis verbunden. Dies gilt beispielsweise für verschiedene Royalties und Steuern. Außerdem sind die Minenunternehmen bei höheren Goldpreisen motiviert, kostspieligere Projekte wieder zu eröffnen und weniger wirtschaftliche Teile der Lagerstätten abzubauen. Auch die Zahl der neu errichteten Minen mit hohen Produktionskosten nimmt mit dem Goldpreis tendenziell zu. Es ist auch wichtig, zu erwähnen, dass der Goldpreis oft von externen Faktoren beeinflusst wird, die ebenso die Produktionskosten in die Höhe treiben. So ist beispielsweise der Krieg in der Ukraine ein wichtiger politischer Risikofaktor, der den Goldpreis als sichere Anlage stützt. Gleichzeitig führten der Konflikt und die damit verbundenen Sanktionen gegen Russland zu höheren Energiekosten, was auch die Goldproduktionskosten in die Höhe trieb.

Earnings can be pliable as putty when a charlatan heads the company reporting them.

Warren Buffett

Das Kurs/Gewinn-Verhältnis (P/E)

Im nächsten Chart gibt das Kurs/Gewinn-Verhältnis (P/E) ein noch diffuses Bild ab. Obwohl das P/E-Ratio eine der bekanntesten Finanzkennzahlen ist, ist seine Aussagekraft oft fragwürdig. Das Ratio setzt den Marktwert des Unternehmens ins Verhältnis zu seinem Nettogewinn. Und die Unternehmen versuchen oft, den Wert des ausgewiesenen Nettogewinns künstlich zu drücken, um ihre Steuerlast zu optimieren. Infolgedessen können die P/E-Ratios ziemlich starke Schwankungen aufweisen. Insbesondere in einer Branche wie dem Minensektor, der für hohe Wertberichtigungen bekannt ist. Dies ist auch aus dem obigen Chart „P/B-Ratio“ ersichtlich, in dem die P/E-Ratios insbesondere im Zeitraum 2015–2018 auf einige Extremwerte hochschnellten.



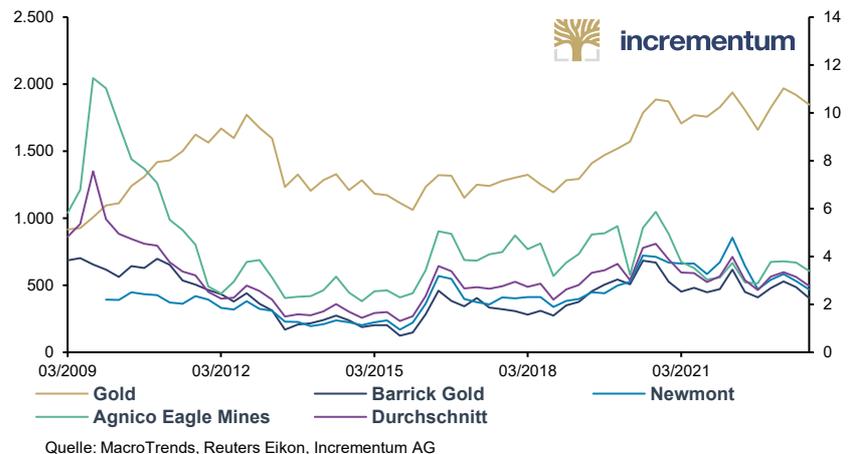
I am not naive enough to settle for anything less than a reasonable valuation of my worth.

Roy Keane

Das Kurs/Umsatz-Verhältnis (P/S)

Das Kurs/Umsatz-Verhältnis (P/S) ist wesentlich stabiler als das P/E-Ratio, da die Minenunternehmen in der Regel keine große Motivation haben, mit den Umsatzzahlen zu „spielen“. Die relative Stabilität wird am folgenden Chart deutlich. Obwohl sich die P/E-Ratios der drei Unternehmen sowie der Durchschnittswert dieses Indikators im Laufe der Zeit recht deutlich verändert haben, sind die Veränderungen in der Regel fließend. Der höchste Durchschnittswert von 7,56 wurde in Q3/2009 verzeichnet und ist auf Agnico Eagle Mines zurückzuführen, dessen P/S-Ratio dreimal so hoch war wie jene von Barrick Gold oder Newmont. Wie auch der Vergleich des P/B-Ratios und des P/E-Ratios zeigt, ist Agnico Eagle Mines im Vergleich zu Barrick und Newmont in der Regel höher bewertet. Das ist allem voran darauf zurückzuführen, dass sich der Großteil der Aktivitäten in sicheren Jurisdiktionen wie Kanada und Finnland befindet. Die Werte von 2009 und 2010 waren jedoch ein echtes Extrem. Die meiste Zeit über bewegte sich das durchschnittliche P/S-Ratio im Bereich von 1,5 bis 3,5, mit einigen Ausflügen in den Bereich von 4.

Gold (lhs), in USD, und KUV (rhs), in USD, 03/2009–09/2023



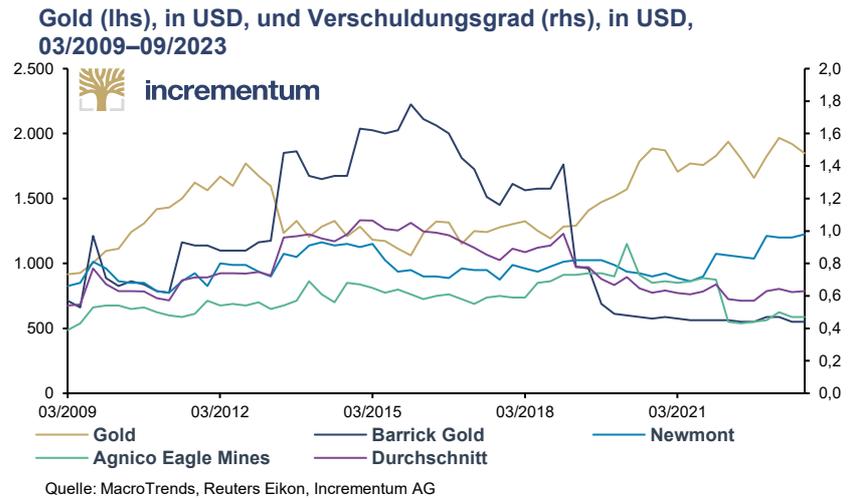
Im Allgemeinen ähnelt der Verlauf des P/S-Ratios dem Verlauf des P/B-Ratios. Der P/S-Verlauf ist jedoch stabiler, die Veränderungen sind weniger stark ausgeprägt. Ähnlich wie das durchschnittliche P/B-Ratio begann auch das durchschnittliche P/S-Ratio lange vor dem Höchststand des Goldpreises im Jahr 2011 zu sinken, und der Rückgang dauerte bis zum dritten Quartal 2015 an, als angetrieben durch den wiederbelebten Goldbullenmarkt die Ratios wieder zu steigen begannen. Seitdem bewegt sich das durchschnittliche P/B-Ratio in einem Bereich über 2 und die meiste Zeit in der Nähe von 3, und obwohl es gegen Ende des beobachteten Zeitraums zurückging, war der Rückgang nicht so signifikant wie beim durchschnittlichen P/B-Ratio.

Some debts are fun when you are acquiring them, but none are fun when you set about retiring them.

Ogden Nash

Verschuldungsgrad

Eine weitere wichtige Finanzkennzahl ist der Verschuldungsgrad eines Unternehmens, das Debt-to-Equity-Ratio (D/E). Er vergleicht die Gesamtverbindlichkeiten des Unternehmens mit dem Eigenkapital. Je höher das Ratio, desto höher ist die Verschuldung des Unternehmens und desto ernster sollte das Risiko einer Insolvenz genommen werden. Theoretisch sollte das D/E-Ratio während einer Goldhaussa sinken, da die Goldminenunternehmen mehr Cashflow generieren, der für die Rückzahlung von Schulden verwendet werden kann. Der Cashflow kann auch Fremdkapital als Quelle für die Finanzierung des weiteren Wachstums des Unternehmens ersetzen. Wie aus dem nächsten Chart hervorgeht, ist diese Annahme bis zu einem gewissen Grad zutreffend. Das durchschnittliche D/E-Ratio blieb während der Goldhaussa 2009–2011 relativ stabil im Bereich von 0,6 bis 0,7 und stieg während der anschließenden Baisse auf fast 1,1. Ab 2016, als die Goldhaussa wieder einsetzte, begann das Ratio wieder zu sinken und erreichte in Q3/2022 den Wert von 0,57. In Q3/2023 war der Wert mit 0,63 sehr ähnlich.



Fazit

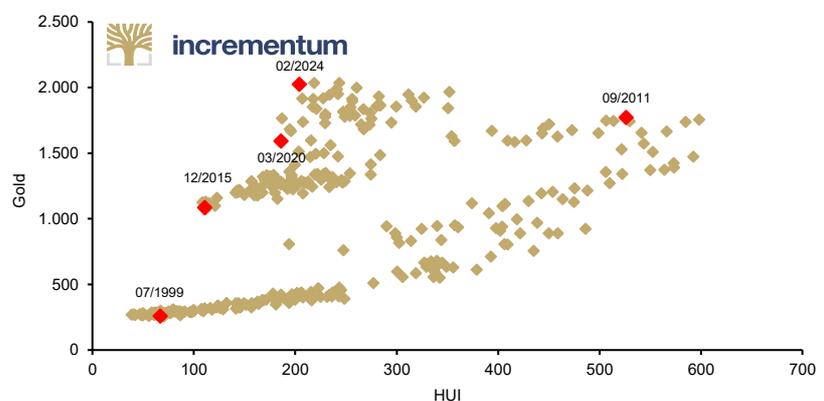
*Genius is the gold in the mine,
talent is the miner who works
and brings it out.*

Marguerite Gardiner

Obwohl der Goldpreis einer der Hauptfaktoren ist, der die Aktienkurse von Minenunternehmen beeinflusst, ist diese Beziehung instabil.

Verschiedene Bewertungskennzahlen geben oft nicht die wirkliche Lage am Goldmarkt wieder. Der folgende Chart zeigt die Beziehung zwischen dem *NYSE Arca Gold Bugs Index* (HUI) und den durchschnittlichen monatlichen Goldpreisen zwischen Juni 1996 und Februar 2024. Wie zu erkennen ist, hat der durchschnittliche monatliche Goldpreis im Dezember 2023, im Jänner 2024 und im Februar 2024 zwar zum ersten Mal in der Geschichte die 2.000-USD-Marke überschritten, doch der HUI liegt näher an seinen Allzeittiefs als an seinen Allzeithochs. Er liegt nur geringfügig höher als die Tiefststände der Corona-Panik vom März 2020 und nur etwa 100–150% höher als die Tiefststände des Goldmarktes vom Dezember 2015 und Juli 1999, als der durchschnittliche monatliche Goldpreis nur 1.068 USD bzw. 257 USD betrug. Im September 2011, als der Goldpreis neue Rekordhöhen im Bereich von 1.900 USD erreichte und der Monatsdurchschnitt 1.771 USD betrug, lag der Wert des HUI bei über 526 Punkten, also fast 160% höher als im Februar 2024.

HUI (x-Achse), und Gold (y-Achse), in USD, 07/1996–02/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

We didn't have steroids. If I wanted to get pumped up, I drank a case of beer.

Art Donovan

Gold miners, arguably the most hated industry in today's markets, are also at their most undervalued state in 40 years based on their price-to-net-asset-value ratio... I call this the perfect storm.

Tavi Costa

Obwohl der Goldpreis kein zuverlässiger Prädiktor für die Kurse der Goldminenaktien ist, konnten in den letzten 15 Jahren mehrere Tendenzen festgestellt werden. Bei den Beta-Koeffizienten hat sich die Annahme bestätigt, dass Goldminenaktien eine Hebelwirkung auf den Goldpreis haben. Während des größten Teils des untersuchten Zeitraums lagen die Beta-Koeffizienten für GDX und GDXJ deutlich über 1. Allerdings bewiesen sie diese Hebelwirkung nicht nur in guten Zeiten, sondern auch in schlechten Zeiten. Daher schneiden sie als Gruppe deutlich schlechter ab als das gelbe Edelmetall.

Ein weiteres Ergebnis ist, dass das P/B-Ratio von Goldminenunternehmen nicht die vorherrschende Natur des Goldmarktes widerspiegelt. Die Ratios sind auch während der Bullenmärkte weiter gesunken. In den Jahren 2010 und 2011, als der Goldpreis Allzeithochs erreichte, waren die P/B-Ratios rückläufig. Etwas Ähnliches konnte auch während des aktuellen Goldbullenmarktes beobachtet werden, als neue Allzeithochs erreicht wurden.

Die P/E-Ratios haben sich als instabil erwiesen. Dagegen erweisen sich die P/S-Ratios aufgrund ihrer Stabilität als nützlicher. Der Verlauf des durchschnittlichen P/E-Ratios ist dem Verlauf des durchschnittlichen P/B-Ratio sehr ähnlich, allerdings waren die Werte des P/S-Ratios weniger volatil. Genau wie die P/B-Ratios scheinen sie zu ignorieren, in welcher Phase sich der Goldpreis befindet.

Und schließlich ist da noch der Verschuldungsgrad. Diese Kennzahl reagiert am empfindlichsten auf die Entwicklung des Goldpreises.

Erwartungsgemäß stieg sein Wert während der langen Baisse an und begann nach 2015, als der neue Gold-Bullenmarkt einsetzte, wieder zu sinken. Derzeit liegt der Wert des Ratios in der Nähe der 15-Jahres-Tiefststände.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Goldpreis zwar ein wichtiger Faktor ist, der die Aktienkurse von Minenunternehmen beeinflusst, aber beileibe nicht der einzige. Es gibt noch andere wichtige Variablen wie den Inflationsdruck oder die allgemeine Börsenstimmung. Diese Faktoren sind die wahrscheinlichsten Gründe dafür, dass sich die Bewertungskennzahlen oft nicht im Einklang mit der Entwicklung des Goldmarktes verhalten.



Focused on unlocking the full potential of our assets

We are focused on growing our gold reserves and production in mining-friendly jurisdictions that offer rich geological potential and where we have built a competitive advantage. We add value through our exploration and mine-building expertise, and we are well positioned to continue building on our existing assets and pipeline of high-quality projects.



AGNICO EAGLE

We make
mining work.

[agnicoeagle.com](https://www.agnicoeagle.com)

Asteroiden- und Tiefseebergbau:

Science-Fiction oder die nächste Innovationswelle im Minensektor?

„Innovation opportunities do not come with the tempest but with the rustling of the breeze.“

Peter Drucker

- **Das Potenzial des Tiefseebergbaus ist riesig:** Nach Angaben des USGS stehen derzeit 1.140 Bill. Tonnen im Wert von rund 200 Bill. USD an Bodenschätzen unter Wasser zur Verfügung.
- **Unter der Voraussetzung, dass die** umweltpolitischen und bürokratischen Hindernisse beseitigt sein werden, könnte der Tiefseebergbau bereits ab 2030 wirtschaftlich rentabel werden.
- **Im Jahr 2023 machte der Asteroidenbergbau** bahnbrechende Fortschritte. Die *OSIRIS-Rex*-Mission der NASA kehrte mit Bodenproben zurück und die Mission zum Asteroiden *16 Psyche* wurde gestartet.
- **Wenn der Asteroidenbergbau wirtschaftlich** rentabel wird, werden Wasser und Eis im Vordergrund stehen, wobei Gold als Teil einer „Mondökonomie“ möglicherweise eine industrielle Rolle spielen wird.

*I look at every business and ask:
How long can this last? How can
I identify the status quo and
change it?*

Sheldon Adelson

*Well then, how are we gonna do
that unless we give it a shot and
hope for the best?*

Dorie, Findet Nemo

*A pessimist sees the difficulty in
every opportunity; an optimist
sees the opportunity in every
difficulty.*

Winston Churchill

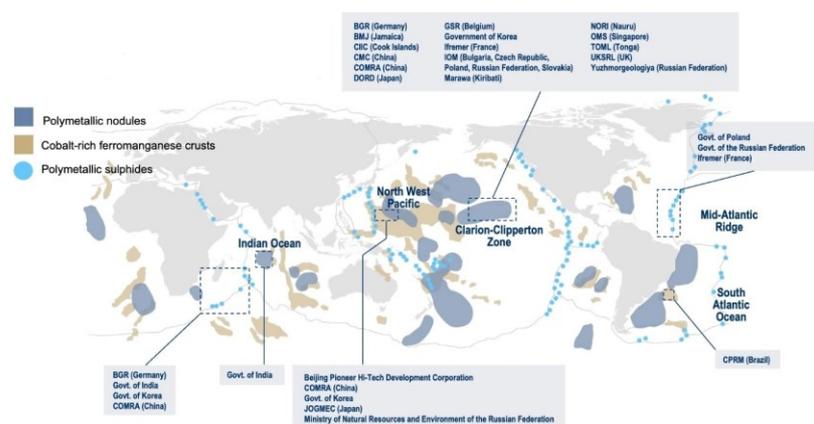
Während der gesamten Existenz der Menschheit war die überwältigende Mehrheit der Gewinnung natürlicher Ressourcen auf den Bergbau an Land beschränkt. Mit den wissenschaftlichen Entwicklungen, die den Asteroidenbergbau und den Tiefseebergbau einleiten, könnte diese Beschränkung bald durchbrochen werden.

Diesbezüglich stellt sich eine Reihe von Fragen. Diese betreffen die Machbarkeit, d. h. die Frage, ob die Praktiken des Tiefsee- und Asteroidenbergbaus rentabel sind oder ob sie tatsächlich ESG-Praktiken berücksichtigen. Sofern diese Hürden überwunden werden können, bleibt noch offen, wann genau die wesentlichen Auswirkungen auf das Goldangebot eintreten werden und welchen Einfluss dies auf den Goldpreis haben wird.

Um diesen Fragen auf den Grund zu gehen, werden im folgenden Kapitel verschiedene Perspektiven sowohl aus der Industrie als auch aus der Wissenschaft betrachtet. Dabei werden sowohl die Positionen der großen Minenunternehmen als auch die Aussagen der CEOs von Asteroiden- und Tiefsee-Minenunternehmen berücksichtigt. Zudem möchten wir herausarbeiten, was diese neu gewonnenen Erkenntnisse für den Goldpreis, aber auch für Industriemetalle wie Nickel, Kobalt und Platinmetalle bedeuten.

Tiefsee-Bergbau

Das USGS schätzt, dass derzeit bis zu 1.140 Bill. Tonnen an unterseeischen Mineralienvorkommen zur Förderung zur Verfügung stehen. Ausgehend von konservativen Schätzungen übertrifft dies die Ressourcen an Land um das 11-Fache und entspricht einem Wert von mindestens 200 Bill. USD.¹⁰⁶ Offensichtlich ist das Potenzial des Tiefseebergbaus, auch wenn es noch nicht erschlossen ist, enorm. Hinzu kommt, dass die Ressourcen in den Weltmeeren relativ breit gestreut sind.



Quelle: www.deepseamining.ac

¹⁰⁶ Mizell, K. et. al.: „Estimates of Metals Contained in Abyssal Manganese Nodules and Ferromanganese Crusts in the Global Ocean Based on Regional Variations and Genetic Types of Nodules“, in: Sharma, R. (ed.): *Perspectives on Deep-Sea Mining*, Springer, 2000, S. 54

Geologists are never at a loss for paperweights.

Bill Bryson

Was die geologische Beschaffenheit der Tiefseelagerstätten betrifft, so unterscheidet der *World Ocean Review* drei Haupttypen. Erstens gibt es polymetallische Knollen, das sind kartoffelförmige Kugeln, die sich in den tiefen Abgrundebenen der Ozeane bilden und große Mengen an Mangan, Nickel, Kupfer und Kobalt enthalten. Zweitens gibt es kobaltreiche Krusten: Sie entstehen durch die Ausfällung von Mineralien auf Seebergen und enthalten meist Kupfer, Nickel, Mangan und Platin. Drittens gibt es Massivsulfide auf dem Meeresgrund. Dabei handelt es sich um Mineralienansammlungen, die durch geothermische Aktivitäten entstehen und in der Regel Kupfer, Zink, Silber und vor allem Gold enthalten.



Quelle: www.deepseamining.ac

In Anbetracht all dessen ist es wichtig, festzustellen, dass die Gewinnung von Tiefseeressourcen kein neues Verfahren ist. Geologen wissen seit 1873 von den Bodenschätzen unter dem Meeresspiegel, und als in den späten 1960er-Jahren begonnen wurde, Öl und Gas offshore zu fördern, tat dies auch der Bergbau.

It takes repeated attempts, endless demonstrations, monotonous rehearsals before innovation can be accepted and internalized... This requires courageous patience.

Warren Bennis

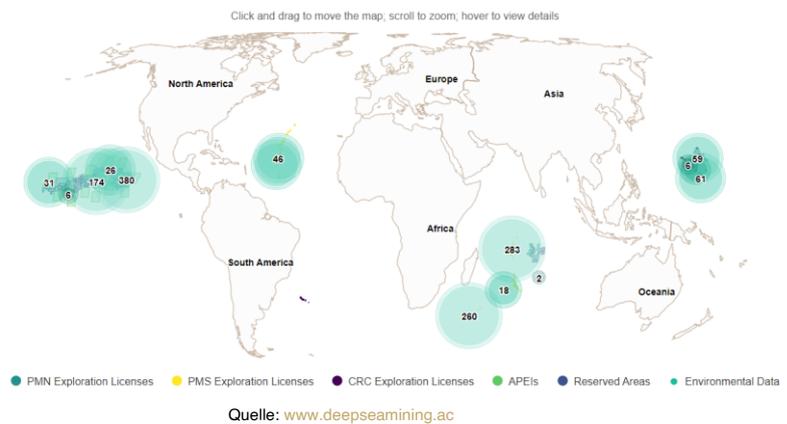
So bildeten sich Anfang der 1970er-Jahre vier Konsortien für den Offshore-Bergbau: das *Kennecott-Konsortium* (Kennecott, Noranda, Consolidated Gold Fields und Mitsubishi), *Ocean Mining Associates* (eine Tochtergesellschaft von US Steel), *Ocean Management* (teilweise im Besitz von Schlumberger und Inco) sowie *Ocean Minerals Company* (gegründet mit Lockheed, Billiton, Shell und Bos Kalis). Diese Konsortien entwickelten und erprobten erfolgreich eine Reihe von Unterwasserbergbautechnologien, scheiterten jedoch allesamt an fehlenden gesetzlichen Rahmenbedingungen und sinkenden Rohstoffpreisen.

In den dazwischen liegenden Jahrzehnten gab es kaum technische Fortschritte. Allerdings wurden die Rechtsvorschriften präzisiert, was durch die Unterzeichnung des *UN-Seerechtsabkommens* (UNCLOS) im Jahr 1982 und die darauf folgende Gründung der *Internationalen Meeresbodenbehörde* (*International Seabed Authority* (ISA)) im Jahr 1994 gefördert wurde. Die ISA ist für die Genehmigung und Kontrolle der Erschließung von Mineralien auf dem internationalen Meeresboden verantwortlich. In der Folge begann die ISA 2001 mit der Vergabe von Lizenzen für unterseeische Explorationsarbeiten und hat bisher 30 davon an 22 Auftragnehmer aus einer Vielzahl von Ländern vergeben, darunter Russland, China, Japan, Bulgarien, Kuba, Frankreich und Indien. Die USA sind nicht vertreten, da sie das UNCLOS nicht ratifiziert haben. Sie können also keine Explorationsarbeiten unterstützen oder die Entwicklungen in der ISA beeinflussen.

Bureaucracy and innovation don't mix well.

Lex Fridman

Trotz dieser Fortschritte bei der Regulierung kam die Gewinnung von Metallen aus der Tiefsee nur langsam voran, da Probleme der Umweltverschmutzung und die Bürokratie im Wege standen. Vor kurzem wurde das inzwischen aufgelöste Minenunternehmen *Nautilus Minerals* ein Opfer dieses Umfelds. Das in Vancouver ansässige Unternehmen wollte sein Tiefsee-Gold-, Kupfer- und Silberprojekt *Solwara 1* vor der Küste von Papua-Neuguinea entwickeln, doch das Projekt scheiterte am Widerstand der Bevölkerung und an finanziellen Rückschlägen. Das Blatt hat sich allerdings in der Zwischenzeit aufgrund der Knappheit an grünen Metallen gewendet. Dieser Trend drängt die Beteiligten dazu, einen zweiten, genaueren Blick auf den Meeresboden zu werfen.



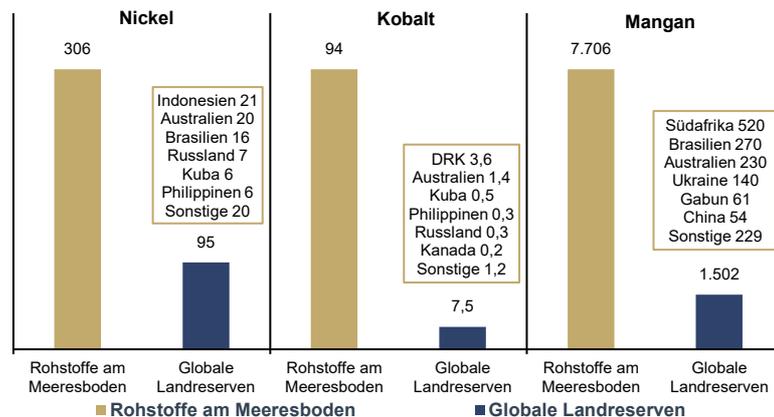
Dieser Trend zeigt sich auch in Phillip Gales' erhellendem *DeepData Explorer*, einer visuellen Darstellung der öffentlich zugänglichen *DeepData*-Ressourcen der ISA. Kurz gesagt, es veranschaulicht das Ausmaß des Interesses am Tiefseebergbau in Form von Explorationsarbeiten, die von verschiedenen Regierungen und Unternehmen auf der ganzen Welt durchgeführt werden.

True wisdom is like an ocean; the deeper you go the greater the treasures you'll find.

Matshona Dhliwayo

Die höchste Konzentration von Lizenzen gibt es in der metallreichen Schatzkammer des Pazifischen Ozeans, die als *Clarion-Clipperton-Zone (CCZ)* bekannt ist. *The Metals Company (TMC)*, ein in Vancouver ansässiges Minenunternehmen, das ein persönliches Interesse an der CCZ hat, behauptet, dass die Erschließung der CCZ gleichbedeutend wäre mit „*Unlocking the World's Largest Estimated Undeveloped Source of Battery Metals*“. Außerdem behauptet TMC, dass der Meeresboden der CCZ mehr als das Dreifache der weltweiten Landreserven an Nickel, mehr als das Fünffache der weltweiten Landreserven an Mangan sowie mehr als das Zwölfache der weltweiten Landreserven an Kobalt enthält.

Nickel-, Kobalt-, und Mangan-Reserven



Quelle: TMC, Incrementum AG



We are building a world leading seabed minerals sector based on best principles and practices, with an effective, robust legal framework, to benefit the Cook Islands and our people.

Mark Brown,
Premierminister der Cook-Inseln

Wichtig ist, dass der Tiefseebergbau nicht auf die CCZ beschränkt ist, da es in einer Vielzahl von Gebieten auf der ganzen Welt bedeutende unterseeische Bodenschätze gibt. Dazu gehören das Penrhyn-Becken in der Nähe der Cook-Inseln, das Peru-Becken etwa 200 Seemeilen westlich von Peru und Chile, die Prime Crust Zone im Nordpazifik sowie der Mittelindische Ozeanrücken. Das wichtigste dieser Gebiete sind die Cook-Inseln. Deren **Regierung hat sich verpflichtet**, die Region weiter in Richtung kommerzielle Umsetzbarkeit zu bringen.

Geschätzte Ressourcen der Cookinseln

	Cook-Inseln EEZ (Trocken-Tonnen)	Clarion-Clipperton Zone (Trocken-Tonnen)	Gesamtreserven - Festland (Tonnen)	CI EEZ in % von Festland
Mangan	1.380.000.000	5.990.000.000	630.000.000	2,19
Titan	108.000.000	67.000.000	420.000.000	0,26
Nickel	37.400.000	274.000.000	75.000.000	0,50
Kobalt	35.300.000	44.000.000	7.5000.000	4,71
Kupfer	22.700.000	226.000.000	680.000.000	0,03
Seltene Erden + Yttrium	15.000.000	1.720.000	93.500.000	0,16

Quelle: deepseamining, Incrementum AG

You have to choose the move that feels right sometimes; that's what intuition is.

Magnus Carlsen

Neben den Cook-Inseln wurden auch in den Ozeanen rund um Europa, einschließlich der norwegischen ausschließlichen Wirtschaftszone (NEEZ) in der Nordsee, Unterwassermineralien gefunden. Erst im Jänner **stimmte das norwegische Parlament für die Öffnung seiner Gewässer** für den kommerziellen Tiefseebergbau, woraufhin die EU-Gesetzgeber Norwegen in einem Schreiben aufforderten, das Vorhaben zu überdenken. Das norwegische Minenunternehmen *Loke Minerals* wird sich über diesen Fortschritt freuen, denn es zapft eine Ressource an, die nach Angaben der norwegischen Offshore-Direktion **rund 310 Millionen Tonnen Mineralien**, darunter etwa 3 Millionen Tonnen Seltene Erden, enthalten soll.

Geschätzte Ressourcen der norwegischen AWZ

	Sulfidvorkommen (Tonnen)	Mangankrusten (Tonnen)	Total (Tonnen)
Mangan		185.000.000	185.000.000
Zink	45.000.000		45.000.000
Kupfer	38.100.000		38.100.000
Magnesium		24.100.000	24.100.000
Titan		8.400.000	8.400.000
Kobalt	1.000.000	3.058.100	4.058.100
Seltene Erden + Yttrium		3.154.200	3.154.200
Vanadium		1.918.800	1.918.800
Silber	85.200		85.200
Wolfram		80.300	80.300

Quelle: deepseamining, Incrementum AG

Darüber hinaus steigen auch US-Giganten wie *Transocean* in das Geschäft ein, während kleinere Firmen wie *Chatham Resources Phosphate* und *Manuka* das Wettbewerbsumfeld verschärfen. Auch *Moana Minerals* und *CIIC* sind namhafte Unternehmen mit Explorationsarbeiten in der AWZ der Cook-Inseln, und europäische Unternehmen wie *Allseas* und *DEME* sind im Bau von Offshore-Infrastruktur tätig.

Government is like a baby: an alimentary canal with a big appetite at one end and no sense of responsibility at the other.

Ronald Reagan

Natürlich ist es logisch, sich auf diese privaten Unternehmen und die wenigen kapitalistischen Länder zu konzentrieren, die für Schlagzeilen sorgen. Aber auch staatlich unterstützte Unternehmen wie China Minmetals, COMRA, Beijing Pioneer, JOGMEC (Japanese Metals) und das indische Ministerium für Geowissenschaften nutzen die budgetären Mittel und eine einheitliche Industriepolitik, um den Meeresboden potenziell zu beherrschen.

Die Begeisterung der Investoren für diese Branche erstreckt sich inzwischen auch auf das Risikokapital, wo spezialisierte Private-Equity-Firmen wie *The Seafloor Minerals Fund* Investmentvehikel für ausgewählte Investoren strukturieren, um sich in diesem Bereich zu engagieren. Eine Studie des USGS aus dem Jahr 2013 zeigte, dass auf einem 20.000 km² großen Gebiet mit polymetallischen Knollen auf den Cook-Inseln bis zu sieben Minenunternehmen gleichzeitig tätig werden könnten, mit einer geschätzten Betriebsdauer von jeweils 20 Jahren, einer Trockenmasse von etwa 2,5 Millionen Tonnen pro Standort und Jahr zu einem geschätzten Wert von 1.111 USD pro Tonne. Zum Vergleich: TMC besitzt über seine Tochtergesellschaften NORI und TOML Lizenzen für 149.543 km² für polymetallische Knollen in der CCZ. **Folglich sehen die Investoren das Potenzial für milliardenschwere Unterwasser-Super-Major-Miner.**

Industry is Experiencing **Exponential Growth**

- Awareness of the opportunity started in the 1970s
- **UNCLOS** and the **ISA** built the framework for regulation and subsequent licensing
- CCZ and EEZ licensing rounds led to the **formation of exploration companies**
- **Macroeconomic factors** driving demand are causing rapidly increasing interest and investment
- The industry is **accelerating rapidly**



Quelle: www.deepseamining.ac

The Responsible Use of Seafloor Resources Act will significantly reduce supply chain vulnerabilities and bolster American manufacturing and jobs, while combating Chinese production of critical minerals.
US-Abgeordnete Carol Miller

Letztlich ist das Ausmaß der Ressourcen in den genannten Gebieten genau der Grund, warum der Tiefseebergbau als Chance für die westlichen Nationen hervorgehoben wird, ihre Abhängigkeit von China und Russland bei der Versorgung mit wichtigen Metallen zu verringern. Diese Meinung vertritt auch die US-Abgeordnete Carol Miller, die im März darauf drängte, dass die US-Bundesbehörden die Mittel für den Tiefseebergbau im Rahmen des *Responsible Use of Seafloor Resources Act of 2024* aufstocken, mit der Begründung, dass die „United States should not be beholden to China for critical minerals.“ Ähnlich sieht es Walter Sognes , CEO des norwegischen Tiefseebergbauunternehmens *Loke Minerals*, der gegenüber dem *In Gold We Trust*-Report exklusiv erklärte, „deep sea mining is the vehicle for the West to decouple from China and Russia.“¹⁰⁷

This is a tragedy: people lost their lives; others were injured; and the Gulf Coast environment and communities are suffering.
Tony Hayward, ehemaliger CEO von BP

Oberflächlich betrachtet scheint der Tiefseebergbau für den Westen also ein Kinderspiel zu sein. Doch war die Suche nach wertvollen Rohstoffen in der Tiefsee nicht immer unproblematisch, wobei die Angst der Öffentlichkeit vor Umweltrisiken das größte Hindernis darstellte. So hinterließ beispielsweise die BP-*Deepwater Horizon*-Katastrophe im Jahr 2010 einen schweren Schaden im Rohstoffsektor, der nicht nur materieller Natur war: 11 Menschen starben, und große Teile der Meeresfauna und -flora wurden geschädigt, darunter auch die Atlantik-Bastardschildkröte, die durch die Katastrophe fast vollständig ausgerottet wurde. Die Verquickung von Risiken in der Öffentlichkeit, insbesondere nach Offshore-Ölkatastrophen wie *Deepwater Horizon* und meeresbezogenen Vorfällen wie der Nuklearkatastrophe von Fukushima, trägt zu den Herausforderungen bei, denen sich Minenunternehmen in der Tiefsee heute gegenübersehen.



Quelle: NOAA

¹⁰⁷ Interview mit Walter Sognes bei Mines and Money London am 29. November 2023, geführt von Ted Butler.

I'm the man who can't be moved.

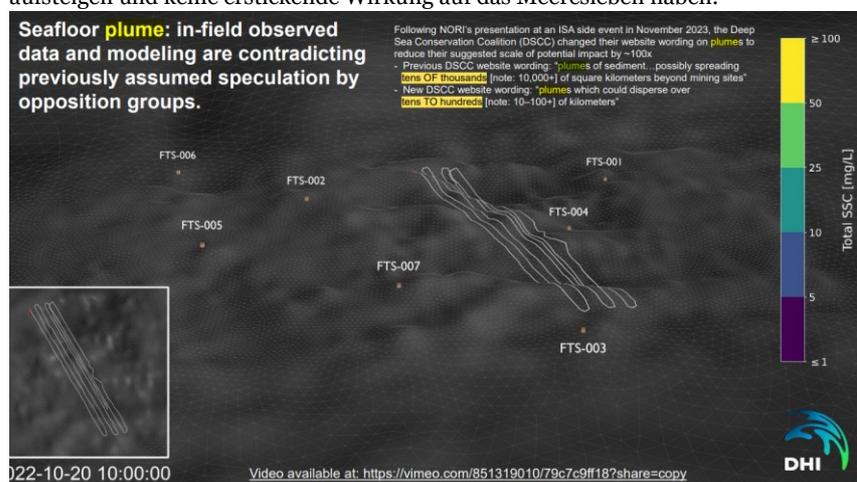
The Script

The more Greenpeace and NGOs draw attention to what they perceive as an environmental problem, the more it encourages investors that there is a huge opportunity here.

Phillip Gales

Im November 2023 hatte Greenpeace an ein TMC-Schiff andockt, um gegen die Schäden zu protestieren, die der Tiefseebergbau ihrer Meinung nach für unentdeckte Meereslebewesen verursachen würde. Außerdem blieben die Demonstranten eine ganze Woche lang auf dem Schiff, bis ein niederländisches Gericht Greenpeace anordnete, das Schiff zu verlassen, nur um den Protest rund um das Schiff fortzusetzen.

Der Protest störte ironischerweise die 19. wissenschaftliche Testserie von TMC. Aber nicht alle Befürchtungen bzgl. der negativen Auswirkungen des Tiefseebergbaus stellten sich als wahr heraus. So ergab beispielsweise eben diese wissenschaftliche Testserie von TMC, an der auch Wissenschaftler des MIT beteiligt waren, dass 92–98% der Abgasfahne des Pilot-Knollen-Sammelschiffs entweder wieder zu Boden sinken oder nur bis zu 2 Meter über den Meeresboden aufsteigen und keine erstickende Wirkung auf das Meeresleben haben.



Quelle: The Metals Company, S. 40

Wenig überraschend hielt Greenpeace dennoch an seiner Ablehnung fest und reagierte in einer Pressemitteilung mit einem Zitat von Alex Rogers, Professor für Biologie an der Universität Oxford: „The Metals Company has cynically attempted to subvert a democratic process and push countries into accepting commercial-scale mining before sufficient science is available to make an informed decision.“

Natürlich ist es für TMC lästig, wenn ihre Forschung durch Demonstranten gestört wird. Es ist jedoch nicht die effektivste Strategie, die von NGOs oder der Regulierungsbehörde ISA entwickelt wurde. Viel effektiver ist jedoch der Druck in Richtung Moratorium, der von NGOs und der Regulierungsbehörde ISA ausgeübt wird und was dazu geführt hat, dass Unternehmen und Regierungen ihren Forderungen nachgegeben haben.

We must not promise what we ought not, lest we be called on to perform what we cannot.

Abraham Lincoln

So hat die britische Regierung einen Monat vor der COP28 ein Moratorium für den Tiefseebergbau unterzeichnet und damit eine sofortige Kehrtwende vollzogen, nachdem sie gerade erst *Loke Minerals* für Lizenzen in der CCZ unterstützt hatte. Außerdem verpflichtete Andrew Forrest seine *Fortescue Metals Group*, das achtgrößte Minenunternehmen der Welt, zu einem ähnlichen Moratorium. Das weltweit zweitgrößte Minenunternehmen, Rio Tinto, erteilte in seiner **Erklärung vom November 2023** dem Tiefseebergbau ebenfalls eine Absage:

„Rio Tinto has no plans to carry out deep-sea mining activities. We believe that not enough is known about the impacts of deep-sea mining, and that it should not take place unless comprehensive scientific research refutes currently held evidence that it will create significant environmental and socio-economic implications.“

Natürlich gibt es **eine offensichtliche Erklärung**, die nichts mit dem Umweltschutz zu tun hat, warum die Majors nicht wollen, dass Minenunternehmen in der Tiefsee erfolgreich sind: Sie würden den Markt mit einem Angebot an günstigen Metallen überschwemmen. Natürlich ist es logisch, dass der CEO von TMC, Gerard Baron, den Minenunternehmen an Land kämpferisch begegnet: **„We’re not suggesting that this is a zero-impact activity, but what we are suggesting is that the impacts are a fraction compared to the land-based alternatives.“**

The main audience that needs to be won over here is the legal and technical commissions. The vast majority of the environmental work has been done on The Metals Company’s part.

Craig Shesky

Within a few years, around 2030, we will see numerous nodules flooding the market IF we can prove that deep sea mining is less environmentally damaging than terrestrial mining.

**Walter Sognes,
CEO Loke Minerals**

Trotzdem deutet das Schweigen von Unternehmen wie BHP und Glencore zum Tiefseebergbau darauf hin, dass sie das Vorhaben zumindest in Betracht ziehen.

Dies deckt sich mit der Ansicht von Walter Sognes, CEO von Loke Minerals, der davon ausgeht, dass „eventually the major miners will partner with deep sea miners once they realise the opportunity.“¹⁰⁸ Offen gesagt, wenn die großen Minenunternehmen sich in Zukunft am Tiefseebergbau beteiligen, wird dies vom Urteil der von den Vereinten Nationen unterstützten Aufsichtsbehörde ISA abhängen, die den gesetzlichen Auftrag hat, einen Verhaltenskodex für die Tiefseebergbauindustrie zu erstellen. Während TMC jedoch davon ausgeht, dass dieser Kodex 2024 fertiggestellt und 2025 verabschiedet wird, wurden die ursprünglich von der ISA für 2020 und 2023 gesetzten Fristen nie eingehalten.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass noch einige Hürden zu überwinden sind, bevor Metalle aus dem Meeresboden auf den Markt kommen. Wenn wir jedoch die derzeitige Entwicklung weiter extrapolieren und alle erörterten Faktoren berücksichtigen, gehen wir davon aus, dass die Wirtschaftlichkeitsschwelle bis 2030 erreicht werden könnte. **Daher sollten Anleger in der Zwischenzeit den Aufbau von Positionen in Tiefsee-Minenunternehmen in Erwägung ziehen, bevor sich der Rohstoff-Superzyklus vom Land auf den Meeresboden ausweitet.**

Wir prognostizieren, dass das Wachstum in diesem aufstrebenden Wirtschaftszweig zunächst von den kritischen Mineralien ausgehen wird, da die Lizenzen in Zeiten geopolitischer Ungewissheit in erster Linie aufgrund ihrer Fähigkeit zur Gewährleistung der Energiesicherheit vergeben werden. Andererseits erkennen wir an, dass Explorationsarbeiten im Goldbereich – auch wenn sie derzeit für die meisten Tiefseeminenunternehmen keine unmittelbare Priorität haben – auf Interesse stoßen könnten. **Im Moment ist diese Gefahr jedoch nur ein Tropfen auf dem heißen Stein, da die Goldvorkommen in der CCZ nur 4,5 Teile pro Milliarde betragen, wie die Schätzungen zeigen.**¹⁰⁹

¹⁰⁸ Interview mit Walter Sognes bei Mines and Money London am 29. November 2023, geführt von Ted Butler.

¹⁰⁹ Mizell, Kira et al. „Estimates of Metals Contained in Abyssal Manganese Nodules and Ferromanganese Crusts in the Global Ocean Based on Regional Variations and Genetic Types of Nodules“, *Perspectives on Deep-Sea Mining*, 2022, S. 53–80

Asteroiden-Bergbau

*That's one small step for man,
one giant leap for mankind.*
Neil Armstrong

*And you could have it all. My
empire of dirt.*
Johnny Cash

Der 24. November 2023 war zweifellos der bisher größte Schritt der Menschheit in Richtung Asteroidenmining. An diesem Tag kehrte die Raumsonde *OSIRIS-Rex* von ihrer siebenjährigen Reise zurück und brachte eine 250 Gramm schwere Probe des erdnahen Asteroiden Benu mit. Dies war die größte Entnahme von Asteroidenmaterial seit der Rückkehr der japanischen Hayabusa-2-Mission im Jahr 2020 mit 5 Gramm Gesteinsproben.

Trotz dieses Erfolges handelte es sich bei dem mitgebrachten Material nicht um Metalle, sondern hauptsächlich um Schmutz, Staub und wertloses Gestein. Bei der Gewinnung von Metallen auf Asteroiden muss man also zunächst bedenken, dass die Industrie noch in den Kinderschuhen steckt. Dennoch wurden in den letzten drei Jahrzehnten wesentliche Fortschritte auf dem Weg zur kommerziellen Nutzbarkeit erzielt.

Zeitleiste der Entwicklung des Asteroidenbergbaus

Datum	Mission (Land)	Aufgaben
18.10.1989	Galileo (USA)	Venusvorbeiflug, 1. Asteroidenvorbeiflug (Gaspra), Jupiter-Orbiter
25.01.1994	Clementine (USA)	Mondorbiter, Versuch eines Asteroidenvorbeiflugs (Kontakt verloren)
17.02.1996	NEAR Shoemaker (USA)	Eros-Orbiter, 1. Vorbeiflug an erdnahen Asteroiden, 1. Asteroidenlandung
24.10.1998	Deep Space 1 (USA)	Vorbeiflug an Asteroiden und Kometen
09.05.2003	Hayabusa (MUSES-C) (Japan)	Asteroiden-Landung, 1. Probenrückgabe von einem Asteroiden
02.03.2004	Rosetta/Philae (EU)	Asteroidenvorbeiflüge (Steins, Lutetia), 1. Kometen-Orbiter und Landung
27.09.2007	Dawn (USA)	Asteroiden Ceres- und Vesta-Orbiter
01.10.2010	Chang'e 2 (China)	Mond-Orbiter, Vorbeiflug am Asteroiden 4179 Toutatis
03.12.2014	Hayabusa2/MASCOT (Japan)	Asteroiden-Landung, 1. Probenrückführung, 1. Asteroiden-Rover
03.12.2014	PROCYON (Japan)	Kometenbeobachtung, versuchter Asteroidenvorbeiflug (Triebwerksausfall)
08.09.2016	OSIRIS-Rex (USA)	Rückführung von Asteroidenproben (Rückführung der Probe am 24. September 2023)
16.10.2021	Lucy (USA)	Vorbeiflug an Jupiter-Trojanern und Asteroiden des Hauptgürtels
24.11.2021	DART/LICIACube (USA/Italien)	Vorbeiflug des Asteroiden 65803 Didymos, Asteroidenmond Dimorphos Impaktor
13.10.2023	Psyche (USA)	Asteroid 16 Psyche-Orbiter

Quelle: eoportal, NASA, Incrementum AG

*Newspaper taxis appear on the
shore
Waiting to take you away
Climb in the back with your head
in the clouds
And you're gone
Lucy in the sky with diamonds.*
Beatles

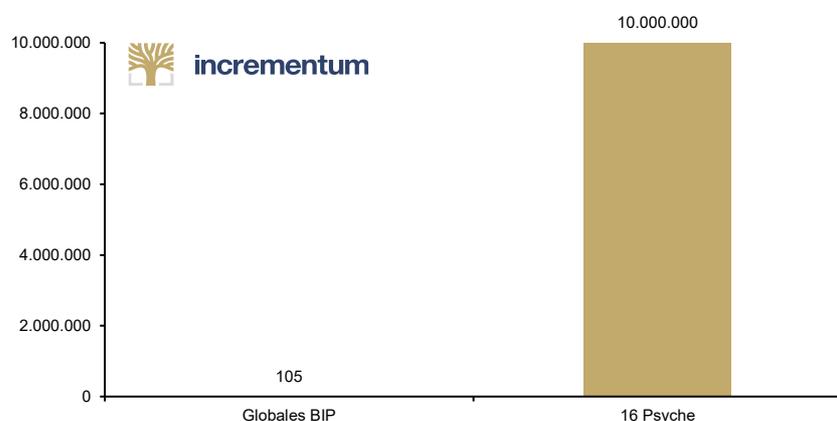
Ein Beispiel für diese jüngsten Fortschritte ist die NASA-Mission Lucy, die als erste Raumsonde nach ihrer Reise zu den Jupiter-Trojaner-Asteroiden aus dem äußeren Sonnensystem in die Nähe der Erde zurückkehren wird. Ein weiteres Beispiel ist die von den USA und Italien unterstützte DART-Mission, die am 26. September 2022 zum ersten Mal einen Asteroiden ablenken konnte, indem sie die Umlaufbahn des Asteroiden Dimorphos beim kinetischen Aufprall erfolgreich veränderte. Beide Entwicklungen sind notwendig, um die Grundlagen für den kommerziellen Asteroidenabbau zu schaffen. Insbesondere die DART-Mission trägt dazu bei, eine mögliche schwere Bedrohung der Erde durch den Asteroidenabbau zu mindern, da sie die Fähigkeit der Menschheit demonstriert, die Flugbahn von Asteroidenfragmenten von der Erde weg zu lenken. Dennoch stellen weder DART noch Lucy die größte Bedrohung für das Goldangebot oder das Angebot an anderen Metallen dar.

The Universe is under no obligation to make sense to you.

Neil deGrasse Tyson

Was die potenziell größte Bedrohung für das Goldangebot angeht, müssen wir uns stattdessen der NASA-Sonde *Psyche* zuwenden, einer Raumsonde, die am 13. Oktober 2023 zu ihrem Jungfernflug aufbrach, um den Asteroiden 16 Psyche zu untersuchen. Zum Vergleich: Die Entfernung zwischen 16 Psyche und der Erde beträgt das 580-Fache der Entfernung zwischen Erde und Mond, und 16 Psyche hat nicht einmal 0,5% der Fläche des Mondes. Darüber hinaus ist 16 Psyche als Asteroid vom *Typ M* klassifiziert und beherbergt vermutlich bedeutende Adern mit Goldmineralisierungen sowie einen Kern, der zu 60% aus Nickel und Eisen besteht. **Folglich ist Forbes eines der unzähligen Medien, die den Wert von 16 Psyche mit insgesamt 10.000 Quadrillionen USD beziffern; eine Zahl, die nicht nur 38,5 Millionen Mal so hoch ist wie der Wert des gesamten Goldvorrats auf der Erde, sondern auch 96,1 Mal so hoch wie der Wert der 104 Bill. USD schweren Weltwirtschaft.**

Globales BIP und Wert von 16 Psyche (log), in Bill. USD, 2023



Quelle: IWF, Forbes, Incrementum AG

We need to study them (asteroids) in space... you can't get this information with a telescope. You've got to be in orbit around these objects, with advanced cameras to have a look at the surface in detail.

Natalie Starkey

Es ist daher kein Wunder, dass 16 Psyche als „goldener Asteroid“ bezeichnet wird. Bevor jedoch Scharen von Anlegern in aller Eile ihr Gold verkaufen, ist es erforderlich, die Grenzen der derzeitigen Bewertungsmethode für 16 Psyche aufzuzeigen. Erstens wurden in Ermangelung konkreter geologischer Daten Annahmen getroffen, die sich auf Messgrößen wie die Dichte stützen, auf die man sich aber nicht verlassen kann, um die gesamte metallurgische Beschaffenheit zu klären. Folglich sind sich selbst führende Wissenschaftler nicht zu 100% über die Zusammensetzung von 16 Psyche sicher, so auch die Vizepräsidentin der Interplanetary Initiative an der Arizona State University, Lindy Elkins-Tanton, die in einer kürzlich erschienenen wissenschaftlichen Studie feststellte: „Whether Psyche is a whole body, or a rubble pile is unknown“ und fügte noch hinzu, dass es weiterhin „contradictions in the compilation of all current data“¹¹⁰ gebe.

Goddammit! I don't want another estimate. I want the procedures, NOW!

Gene Krantz, Apollo 13

Angesichts dieser Erkenntnisse scheint der Wert von 10.000 Quadrillionen USD eher ein Schuss ins Blaue zu sein als eine realistische Schätzung. Doch selbst wenn wir davon ausgehen, dass die Zahlen korrekt sind, gibt es zahlreiche Gründe, die dafür sprechen, dass der kommerzielle Asteroidenabbau noch (Licht-)Jahre entfernt ist.

¹¹⁰ Elkins-Tanton, Lindy T. et al: „Observations, Meteorites, and Models: A Preflight Assessment of the Composition and Formation of (16) Psyche“, *JGR Planets*, Vol. 125, Nr. 3, März 2020

I could have gone on flying through space forever.

Juri Gagarin

The cost to extract gold from an asteroid does not seem worth it, especially if you're flooding the market with new supply when you bring it back. The price would most likely tank even before it came back to earth.

Robert Mennella

A paradigm shift is the best a scientist can hope for. Whenever I smell an opportunity like that, I go after it.

Edward O. Wilson

Erstens würde der derzeitige Goldpreis die AISC mit ziemlicher Sicherheit nicht decken. Das bestätigen Berechnungen des Bloomberg-Kolumnisten Javier Blas, der errechnet hat, dass der Preis für ein Edelmetall wie Gold um das 140.000-Fache steigen müsste, damit der Asteroidenabbau rentabel wäre. Zweitens wird der Anreiz, sich eine Ressource wie 16 Psyche zu sichern, durch die Art ihres Überangebots an Gold zunichte gemacht. So wäre es für Minenunternehmen töricht, Milliarden US-Dollar für den Abbau des Goldes und dessen Rücktransport zur Erde auszugeben, wenn dies zu einem massiven Einbruch des Goldpreises führt.

Offen gesagt, selbst wenn der Abbau auf 16 Psyche stattfinden würde, wäre die Zeit, die für den Transport des Goldes zur Erde benötigt würde, *astronomisch* lange. Denn die Pläne für 16 Psyche begannen bereits 2011, als ein Team von Wissenschaftlern mit der Arbeit an einem vorläufigen Bericht begann, der bis 2016 auf 1.000 Seiten anwuchs. Daraufhin nahm die NASA 2017 *Space Marines* in ihr Programm auf, was den Beginn einer sechsjährigen Forschungs- und Entwicklungsphase markierte, die bis zum endgültigen Start von Psyche im Jahr 2023 andauerte. Es wird erwartet, dass das Psyche-Raumschiff Ende Juli 2029 auf dem Asteroiden landet, bevor es gegen 2034 auf die Erde zurückkehrt. Da diese Pionierprojekte mit einer derartigen Sorgfalt durchgeführt werden, wird die anschließende Forschung wahrscheinlich weitere fünf Jahre in Anspruch nehmen, sodass ein kommerzieller Asteroidenabbau auf 16 Psyche frühestens im Jahr 2039 möglich sein wird.

Genau diese Faktoren – die übermäßigen Vorlaufzeiten und die erheblichen Kosten für den Transport des Goldes vom Asteroiden zur Erde – erklären, warum wir nicht davon ausgehen, dass durch auf Asteroiden abgebautes Gold eine Bedrohung für das irdische Goldangebot entstehen wird. Stattdessen ist man sich einig, dass Asteroidengold mit der Zeit zu einem immer bedeutenderen Bestandteil dessen werden wird, was der CEO der Canadian Asteroid Mining Corporation, Daniel Sax, als einen „huge paradigm shift towards a self-sustaining space economy“¹¹¹ bezeichnet. Ähnlich sieht es Emily King, Gründerin von Prospector, einer KI-gestützten Suchmaschine für institutionelle Investoren im Minensektor, die feststellt: „Commercial extraction will be happening with the next two decades; however, the commercial space ecosystem is very much focused on how things will be used *in space* as opposed to bringing the resources back to earth.“¹¹²

Sax, dessen Unternehmen sich darauf konzentriert, einen Beitrag zur Mondinfrastruktur in der Umgebung des Weltraums zu leisten, fügte hinzu: „The value in mining gold from asteroids would come down to its industrial value in space rather than the monetary incentives back on earth.“¹¹³ Das deutet darauf hin, dass der Goldpreis auf der Erde von den Risiken des Asteroidenbergbaus einigermaßen isoliert sein dürfte, zumindest bis eine robuste industrielle – oder monetäre – Nachfrage im Weltraum besteht.

Nach Gold wird im Weltraum übrigens überhaupt nicht gesucht, und es steht auch nicht auf den Einkaufslisten der meisten

¹¹¹ Interview mit Daniel Sax via Zoom am 15. November 2023, geführt von Ted Butler.

¹¹² Interview mit Emily King am 15. November 2023, geführt von Ted Butler.

¹¹³ Interview mit Daniel Sax via Zoom am 15. November 2023, geführt von Ted Butler.

Explorationsarbeiten der Asteroidenschürfer. Sax zufolge liegt das daran, dass „for the most part, the focus is on ice, water, and helium 3 – the latter of which is used in fusion reactors and slated to come online within the next 10 years.“¹¹⁴ Wenn Neil deGrasse Tyson erklärt, dass „*the first trillionaire there will ever be is the person who exploits the natural resources of asteroids*“, bezieht er sich damit wahrscheinlich auf eine andere Art von Goldrausch, der durch die Nachfrage nach Wasser und Eis und nicht unbedingt nach Edelmetallen ausgelöst wird.

Ice, ice, baby.
Vanilla Ice

Darüber hinaus wird diese Theorie durch Beispiele wie die bereits erwähnte OSIRIS-Rex-Mission untermauert, deren eigentliche Motivation darin bestand, Wasser und Eis zu finden, sowie durch das private Weltraumlogistik-Start-up-Unternehmen *Trans Astra*. Dieses erhielt vor kurzem Mittel aus dem NIAC-Programm der NASA speziell für die Entwicklung von Technologien zum Abbau von Wasser und Eis. Während CEO Joel Sercel die Ansicht vertritt, dass es mit der Zeit sinnvoll sein wird, **Edelmetalle von kleineren Asteroiden zu gewinnen**, besteht das unmittelbare Ziel von *Trans Astra* darin, zu Asteroiden von der Größe eines Hauses zu reisen und dort etwa 100 Tonnen Wasser zu gewinnen – genug, um einen kleinen Swimmingpool im Hinterhof zu füllen. Angesichts der enormen Kosten für die Beförderung von Wasser in die Umlaufbahn haben diese **100 Tonnen Wasser etwa einen Wert von 1 Mrd. USD** im Weltraum, was mit Kings Vorhersage einer Zweiteilung des Marktes übereinstimmt, einer „space economy where price is separate from the price determined on earth“¹¹⁵. **In diesem Sinne besteht die Möglichkeit, dass der Asteroidenbergbau für die Preise von Metallen, einschließlich Gold, auf der Erde weitgehend bedeutungslos ist.**

Mining precious metals from asteroids in the next 10 years is just nuts.

Joel Sercel

Trotz all dieser Herausforderungen zieht das mögliche Volumen des Asteroidenbaus zweifellos Kapital an. Das 2022 gegründete Minenunternehmen *Astroforge*, das es vor allem auf Asteroiden abgesehen hat, die Platingruppenmetalle enthalten, ist eines dieser Unternehmen. Im Mai 2022 konnte es die beachtliche Summe von 13 Mio. USD an Risikokapital aufnehmen. Auch *Lunar Outpost*, ein Start-up-Unternehmen der *Colorado School of Mines*, hat im vergangenen Jahr 12 Mio. USD eingeworben, um die Markteinführung von Mondrobotern zu finanzieren. Die Universität hat darüber hinaus **Mittel von der NASA erhalten**, insbesondere für die Entwicklung von Technologien zum Abbau von Wasser und Eis.

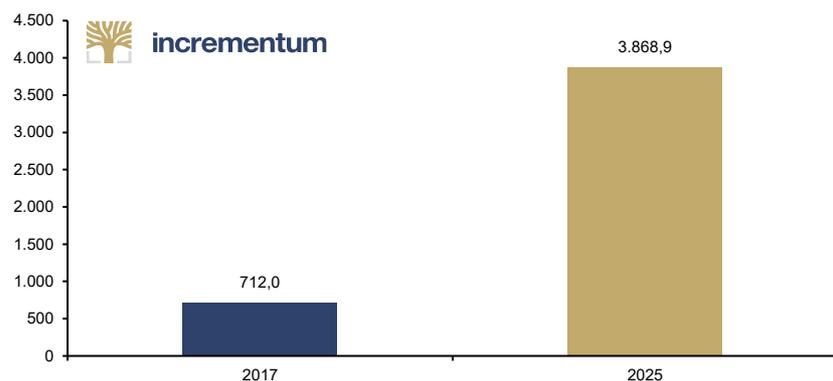
Einerseits kann ihre Fähigkeit, Kapital zu beschaffen, darauf zurückzuführen sein, dass der Asteroidenabbau im Vergleich zum Bergbau auf der Erde attraktiver ist. **Im Jahr 2015 wurde dieser noch attraktiver**, als die USA den *Commercial Space Launch Competitiveness Act* verabschiedeten. Damit wurde der *Outer Space Treaty* von 1967 ersetzt, der es nationalen Regierungen untersagte, Ansprüche auf die Kontrolle über Himmelskörper wie den Mond zu erheben. Seitdem gibt es für private Minenunternehmen weniger Beschränkungen und mehr Anreize, Bergbau jenseits der Erde zu wagen.

¹¹⁴ Interview mit Daniel Sax via Zoom am 15. November 2023, geführt von Ted Butler.

¹¹⁵ Interview mit Emily King am 15. November 2023, geführt von Ted Butler.

Andererseits liegen die wahren Anreize für den Asteroidenbergbau vielleicht in der schiereren Menge des damit verbundenen geistigen Eigentums, wo riesige Mengen an Patenten – z. B. aus KI-Anwendungen und dem jüngsten Patenteintrag der NASA für modulare Raffineriesysteme im Weltraum – Investitionen anlocken. Wie dem auch sei, angesichts des prognostizierten Anstiegs des globalen Marktwerts der Asteroidenbergbauindustrie von **712 Mio. USD** im Jahr 2017 auf etwa **3,87 Mrd. USD** im Jahr 2025 wird die Anziehungskraft des Asteroidenbergbaus in absehbarer Zeit nicht nachlassen.

Marktwert des Asteroidenbergbaus, in Mio. USD, 2017–2025



Quelle: Statista, Incrementum AG

Fazit

If the future does not include being out there among the stars and being a multi-planet species, I find that incredibly depressing.
Elon Musk

Wie bereits angedeutet, ist der kommerzielle Asteroidenbergbau eher eine Unvermeidlichkeit und weniger eine Wahrscheinlichkeit, zumal visionäre Unternehmer wie Elon Musk weiterhin für eine Zukunft trommeln, in der wir als interplanetarische Spezies existieren. **In der Zwischenzeit scheint der Tiefseebergbau näher an der kommerziellen Realisierbarkeit zu sein als der Asteroidenbergbau.**

Dennoch ist für die IGWT-Leser die Frage von Interesse, ob der Goldpreis durch die Praktiken des Asteroidenbergbaus und des Tiefseebergbaus negativ beeinflusst wird. **Zusammenfassend sind wir der Meinung, dass die Risiken eines Überangebots am Goldmarkt infolge von Tiefsee- und Asteroidenbergbau überschaubar sind.**

Look up at the stars and not down at your feet. Try to make sense of what you see, and wonder about what makes the universe exist. Be curious!
Stephen Hawking

Der Grund dafür ist, dass kritische Mineralien für diejenigen, die den Meeresboden durchforsten, unmittelbare Priorität haben werden, da die Welt den Übergang von brauner zu grüner Energie zögerlich vollzieht. Darüber hinaus sind die Anreizstrukturen zur Förderung des Asteroidenabbaus auf die Schaffung einer Mondökonomie ausgerichtet, zumindest nach dem derzeitigen Stand der Dinge. **Folglich läuft der Goldpreis hier unten auf Erden nicht Gefahr, durch ein im wahrsten Sinne des Wortes astronomisches Überangebot erodiert zu werden.**

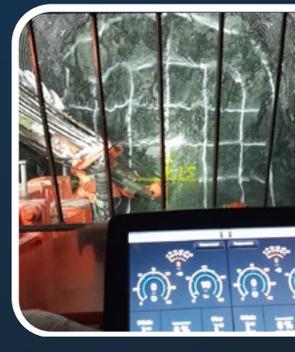
GROWING GOLD PRODUCER

MINING FOR A SUSTAINABLE FUTURE !



www.karoraresources.com

- **TSX**-listed gold producer operating in the top-tier mining jurisdiction of Western Australia.
- Karora is growing its gold production through a self-funded growth plan while increasing by-product nickel production from its flagship Beta Hunt Mine.
- Karora has a proven, experienced management team with a solid track record of operational delivery and building shareholder value.
- Karora is proud to be the **world's first carbon-neutral gold producer** and maintains a solid commitment to being a safety-first operator and an ESG leader amongst its peers.



KARORA
RESOURCES

TSX : KRR OTCQX : KRRGF

Minenaktien – Fundamentale und technische Lage

„The secret to investing is to figure out the value of something – and then to pay a lot less.“

Joel Greenblatt

- Die Kursentwicklung der **Minenaktien** war im Vorjahr enttäuschend. Die operative Entwicklung war hingegen exzellent.
- Während der **Goldpreis** im Frühjahr neue Allzeithochs markierte, spiegelt die Bewertung der Goldminenunternehmen die stark gestiegene Profitabilität noch nicht wider.
- Kurzfristig erscheint uns die **technische Lage** etwas überzogen. Die zweite Jahreshälfte ist für **Minenaktien** tendenziell die schwächere. Besonders stark ausgeprägt ist die saisonale Schwäche im Juli und im Oktober. Insofern könnte infolge des saisonalen Musters im Herbst ein Rücksetzer hervorragende Einstiegsmöglichkeiten bieten.
- Wir erwarten, dass die sprudelnden Cashflows der Produzenten dazu führen, dass sie ihre schrumpfenden Reserven mittels Übernahmen auffüllen werden. Profiteure dieser Entwicklung werden **Junior-Produzenten**, ausfinanzierte Developer sowie Explorer mit Weltklasse-Entdeckungen in Tier-1-Regionen sein.
- Trotz der überwiegend positiven Entwicklungen gibt es weiterhin nur wenige Sektoren, die von Anlegern und Investoren stärker untergewichtet werden als der Minensektor. Dies zeigt sich an der fast zwerghaften Marktkapitalisierung des Sektors.
- Insofern erwarten wir, dass die **Minenaktien** – und ihre Aktionäre – nach einer zermürbenden Durststrecke in den nächsten Jahren eine reiche Ernte einfahren werden.

Volatility is a symptom that people have no idea of the underlying value.

Robert Shiller

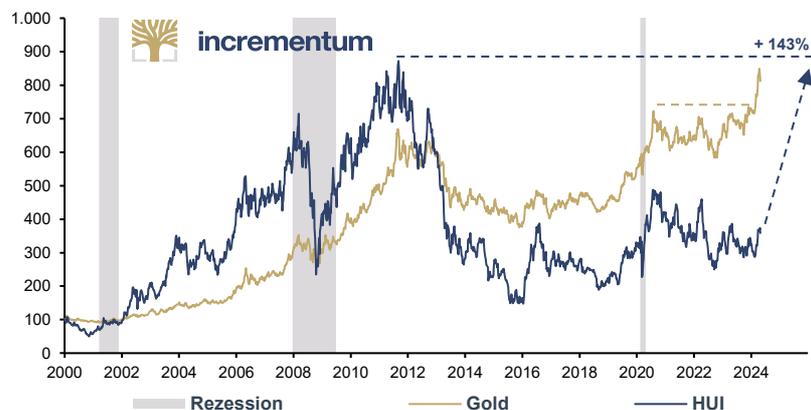
Im Bergwerk tief, wo das Edelmetall ruht, wackeln die Kurse, doch halten wir Mut. Silber und Gold, ein schelmischer Tanz, mal stürzen sie tief, mal steigen sie ganz.

Chat GPT

„Ohne Vola keine Cola“ hatten wir im Vorjahr an dieser Stelle noch geschrieben.¹¹⁶ Die Berg- und Talfahrt der letzten 12 Monate stellte selbst leid- und volatilitätsgeprüfte Goldinvestoren auf die Probe. „Unloved, Undervalued, Underowned“, so konnte man – bis vor wenigen Wochen – kurz und knackig die Lage bei den Minenaktien beschreiben.

Obwohl der Goldpreis zuletzt beinahe täglich neue Allzeithochs erreichte, notiert der HUI weiterhin rund 60% unter seinem Allzeithoch von 635 im September 2011. Die stark gestiegenen Förder- und Kapitalkosten aber auch die Aktienverwässerung der vergangenen Jahre, die teilweise die rege Geldmengeninflationierung der Notenbanken in den Schatten stellt, waren hierfür maßgeblich verantwortlich. Dennoch halten wir die Bewertungsdiskrepanz für übertrieben, insbesondere angesichts der deutlich verbesserten fundamentalen Verfassung des Sektors.

Gold und HUI, 100 = 01/2000, 01/2000–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

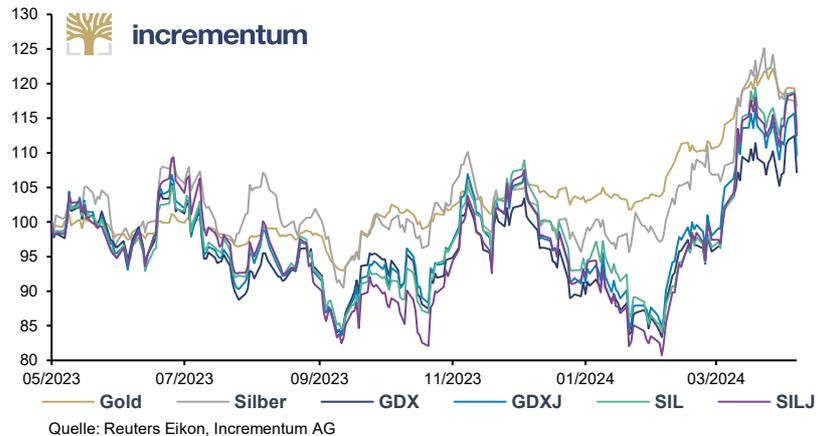
Volatilität ist wie ein wildes Pferd - man kann es nicht kontrollieren, aber man kann lernen, damit umzugehen.

Paul Tudor Jones

Was ist nun in den letzten 12 Monaten passiert? Nach der Veröffentlichung des In Gold We Trust-Reports 2023 am 24. Mai setzte eine ausgeprägte Schwächephase ein, die im Oktober 2023 mit einem Minus von mehr als 20% zu Ende ging. Die Unterstützung bei 198 Punkten im HUI wurde im Oktober 2023 und auch Mitte Februar sowie Anfang März erfolgreich getestet. Anschließend folgte eine fulminante Rally, in deren Rahmen die Miner kräftig zulegten. Auf 12-Monats-Sicht sind die wichtigsten Minenindizes zwischen 15 und 20% im Plus. **Es zeigte sich also wieder einmal, dass Rendite der Lohn für das Ausnutzen von Volatilität ist.**

¹¹⁶ „Minenaktien – Fundamentale und technische Lage“, In Gold We Trust-Report 2023

Gold, Silber, HUI, GDJ, GDJX und SIL, 100 = 24/05/2023, 05/2023–04/2024

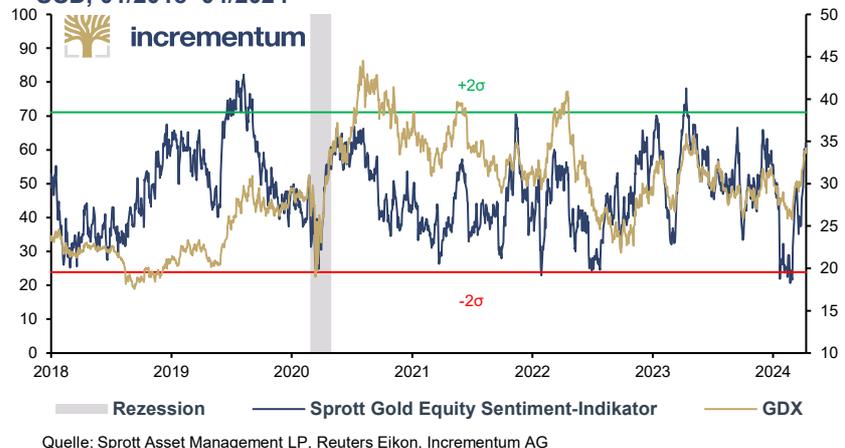


There is nothing so disastrous as a rational investment policy in an irrational world.

James Montier

Ein Blick auf den **Sprott-Gold-Equity-Sentiment-Index**¹¹⁷ bestätigt unsere weiterhin zuversichtliche Grundhaltung. Das Sentiment erreichte im Februar einen Tiefpunkt, mit fast zwei Standardabweichungen war diese Negativstimmung extrem ausgeprägt. Seither haben sich der Sentiment-Index und der GDJ erholt, von Euphorieniveaus sind wir aber noch entfernt. Aktuell liegt der Index im neutralen Bereich. Insofern scheint die technische Ausgangslage für weitere Kurssteigerungen gut zu sein.

Sprott Gold Equity Sentiment-Indikator (lhs), und GDJ (rhs), in USD, 01/2018–04/2024



You gotta make hay while the sun shines, especially in the Klondike.

Tony Beets

Die Spezifika von Mining-Investments¹¹⁸

Nun möchten wir einen Schritt zurückgehen und uns mit den Spezifika von Mining-Investments beschäftigen. Rohstoffe und insbesondere **Minenaktien gelten als eine hochgradig komplexe und anspruchsvolle Anlageklasse**. Hier werden Vermögen verdient und auch rasch wieder zunichte gemacht. Die Mikroebene der Branche ist gekennzeichnet von vielschichtigen

¹¹⁷ Die Daten wurden uns freundlicherweise von unserem Premium-Partner Sprott Asset Management zur Verfügung gestellt.

¹¹⁸ Siehe Kapitel „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“ in diesem In Gold We Trust-Report, insbesondere die Vorstellung des Incrementum Active Aurum-Signals

Wechselwirkungen zwischen Preisentwicklung, technischen Herausforderungen bei der Förderung, politischen Risiken – man denke an die Gerichtsentscheidung in Panama im Herbst 2023, die die Schließung der Kupfermine von *First Quantum Minerals* verfügte –, aber auch Substitution und technologischer Fortschritt. Prognosen in diesem Bereich werden deshalb mit schöner Regelmäßigkeit zur Makulatur. Der sogenannte *Schweinezyklus* tritt gewissermaßen auch als (Industrie-)Metallzyklus auf, nur dass die Zeiten bis zur „Ernte“ im Minensektor noch viel länger sind als bei der Aufzucht des Borstenviehs.

At the risk of oversimplifying, gold equities display above-average volatility because they are affected by an above-average list of externals. Trading profits aside, daily volatility in gold shares seldom corresponds to relevant change in underlying corporate fundamentals.

Trey Reik

The beauty of stocks is that they do sell at silly prices from time to time. That's how Charlie and I have gotten rich.

Warren Buffett

„Herkömmliche“ Rohstoffinvestments sind somit schon anspruchsvoll, Investments in Gold- und Silberminenaktien stellen jedoch die Königsklasse dar. Einerseits ist dies auf die enorme Volatilität zurückzuführen, andererseits auf die Anomalie der Bestandsrohstoffe – Stichwort Stock-to-Flow-Ratio. Die Zyklen bei Minenaktien werden zudem maßgeblich von Veränderungen im monetären Gefüge beeinflusst. Diese können der gesamten Anlageklasse über Jahre, zeitweise sogar Jahrzehnte, Rücken- oder Gegenwind bescheren. **Für Minenunternehmen und deren Investoren hat dies folgende weitreichende Konsequenzen:**

- Historisch sind überdurchschnittlich lange Bullen- und Bärenmärkte bei Goldminenaktien erkennbar.
- Der Superzyklus wird ausgelöst durch fundamentale Änderungen der monetären Rahmenbedingungen.
- Nach ausgedehnten Boomphasen bewirken die strukturell hohen Margen häufig einen *suboptimalen* Umgang mit Unternehmensressourcen.
- Ausgiebige Depressionsphasen zwingen die Branche zu einer schmerzvollen Konsolidierung, die verbleibenden Unternehmen werden zu bedingungsloser Effizienz gezwungen.
- Für Investoren ergeben sich speziell nach Jahren der Konsolidierung besonders interessante Einstiegszeitpunkte.

Der ungewöhnlich hohe Top-down-Einfluss der geldpolitischen Geschehnisse auf diese Anlageklasse – vor allem die Wechselwirkung zwischen Inflation und Deflation – erfordert ein aktives Timing beim Investieren in Minenaktien.

Goldminenaktien* und Gold (Ihs), 100 = 01/1970, und Performance (Gold vs Goldminenaktien), 01/1970–04/2024



Quelle: Nick Laird, Reuters Eikon, Incrementum AG
*1970–2000 BGMI, 2000–Heute HUI

Gains are overrated. Avoiding loss is underrated.

D. Muthukrishnan

Unsere quantitativen Auswertungen ergeben, dass die Entwicklungen des Sektors 80% der Preisbewegung einer Minenaktie ausmachen, die Fundamentaldaten des Unternehmens haben hingegen einen Einfluss von lediglich 20%. Der nachfolgende Chart illustriert die Tatsache, dass Goldminenaktien alles andere als Buy-and-hold-Investments darstellen und unserer Meinung nach aktiv und top-down verwaltet werden müssen.



Der von uns sehr geschätzte Jason Goepfert von SentimenTrader fasste Anfang April die technische Situation der Miner bzw. das Dilemma der Mining-Investoren exzellent zusammen:

*„More and more gold mining stocks are recovering from a brutal few years. As of late last week, enough stocks had recovered that it usually coincides with persistent bull market conditions in the typical sector. **The issue for goldbugs is that this is not a typical sector - it has periodic returns of astronomical proportions that punctuate long periods of malaise.***

Those periods of malaise have a nasty habit of punishing investors who try to jump on positive momentum. Just when the outlook for miners starts to look sunny, it is overshadowed by thunderstorms of sellers. The biggest clues as to whether this time is different (gulp) is if buyers persist in the coming weeks. We rarely see that during periods of malaise, so it would be a good sign that we're in the beginning stages of one of those once-a-decade positive environments.“¹¹⁹

In seiner lesenswerten Analyse „A Call to Arms“ beschreibt unser guter Freund Trey Reik das extreme Duration-Risiko des Minensektors.

Unter Verwendung der **Burggraben-Analogie von Warren Buffett** argumentiert Reik, dass es wenige Unternehmen gibt, die so immun gegen Wettbewerb sind wie eine gut betriebene Goldmine auf einer Weltklasse-Lagerstätte. Solange das Management seine Arbeit macht und Meilensteine erreicht werden, ist die Volatilität bei Goldminenaktien ein hinzunehmender Nebeneffekt. Sie sollte jedoch nicht mit einem strukturell höheren Risiko verwechselt werden.

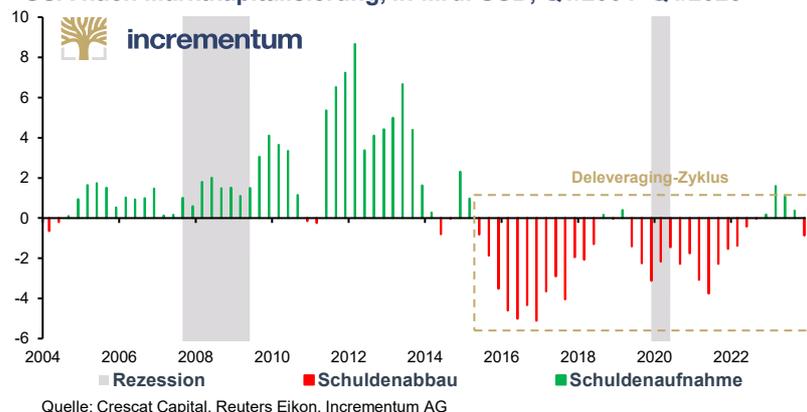
¹¹⁹ Goepfert, Jason: „Gold miners try again“, *SentimenTrader*, 4. April 2024

Building and operating gold mines is one of the longest-duration endeavors on the planet. It is somewhat incongruous that equities of such long-term assets are tossed around so ficklely by fluctuating economic data.

Trey Reik

Der Goldminensektor kämpft immer noch mit dem Nimbus schlechter finanzieller Disziplin. Zurückgehend auf Abschreibungen in der Industrie zu Beginn der 2010er-Jahre, glauben wir, dass dieser Ruf mittlerweile unbegründet ist. Insbesondere unter führenden Managementteams wird auf eine konservative Finanzgebarung großes Augenmerk gelegt. Der Sektor hat aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt. Den Deleveraging-Prozess erkennt man anhand des nachfolgenden Charts. **Er zeigt, dass die Majors in den letzten sieben Jahren ihre Verschuldung massiv reduzieren konnten.**

Aggregierte Nettoverschuldung der letzten 12 Monate für die 10 größten Gold- und Silberminenunternehmen Kanadas und der USA nach Marktkapitalisierung, in Mrd. USD, Q1/2004–Q4/2023



Die Inflation lässt nach, die Kosten, insbesondere für Energie und Arbeit, bleiben aber hoch. **Die Global All-in Sustaining Costs (AISC) der Goldminenproduzenten explodierten** im Jahr 2022 um mehr als 20% auf 1.276 USD pro Unze. 2023 scheint sich die AISC-Inflation auf etwa 6% eingependelt zu haben und wir erwarten, dass sie 2024 bei etwa 5–7% liegen wird. Der Chart zeigt klar: Die Kostenkurve des Goldminensektors folgt tendenziell dem Goldpreis, denn die Industrie reagiert auf höhere Goldpreise mit einer Erhöhung des Grenzangebots. **Sollte der Goldpreis weiterhin fest bleiben, so werden die Goldminenunternehmen trotz des noch immer bestehenden Inflationsdrucks rekordhohe Margen erwirtschaften.**

Durchschnittliche All-in Sustaining Cost (AISC) globaler Goldminenunternehmen, in USD pro Feinunze, und Gold, in USD, Q1/2012–Q4/2023



Minenaktien als Value-Plays?¹²⁰

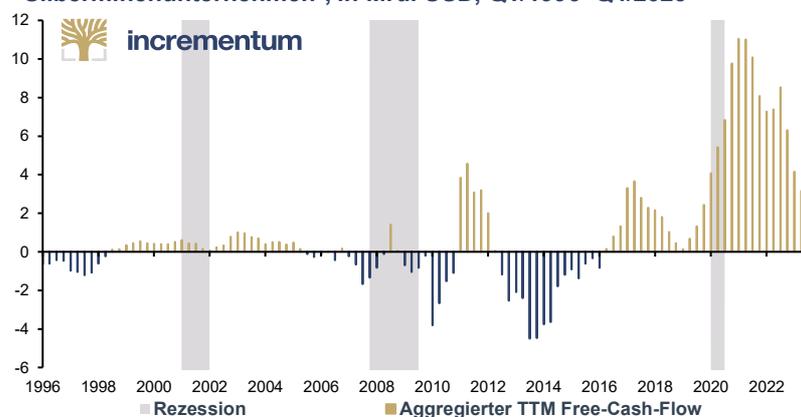
Die wiedererlangte Profitabilität und die hohe Bilanzqualität bemerken langsam namhafte Makro-Investoren mit einem Faible für Contrarian-Investments. Sowohl *Elliott Management* (Paul Singer) als auch Stanley Druckenmiller haben in den letzten Monaten beträchtliche Investitionen in Minenaktien getätigt. Elliott Management, ein Hedgefonds mit einem verwalteten Vermögen von 65 Mrd. USD, hat im November 2023 eine neue Tochtergesellschaft namens *Hyperion* gegründet, die auf Investitionen in Minenunternehmen spezialisiert ist. Interessantes Detail: Geleitet wird Hyperion von Sandeep Biswas, dem ehemaligen CEO von *Newcrest Mining*. Hyperion hat bereits mehrere Milliarden US-Dollar in Minen investiert, darunter Gold-, Kupfer- und Lithiumminen. „Legende“ Stanley Druckenmiller hat in Q4/2023 ebenfalls **Goldminenaktien von Barrick Gold und Newmont Mining erworben.**

The best investments are usually made when you feel most uncomfortable about making them.

Stanley Druckenmiller

Doch es ist immer noch nicht zu erkennen, dass breitere Investorenschichten das Wertversprechen des Minensektor entdeckt haben. **Was für uns zählt: Der Sektor produziert signifikante Free-Cash-Flows (FCF). Im Vorjahr litt die Profitabilität unter der hohen Inflation, für das H1/2024 erwarten wir Free-Cash-Flows auf Rekordniveau.**

Aggregierter TTM Free-Cash-Flow von Gold- und Silberminenunternehmen*, in Mrd. USD, Q1/1996–Q4/2023



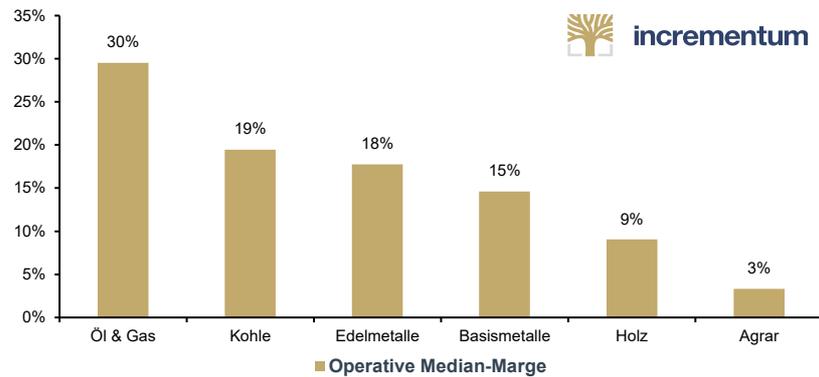
Be right, when everyone else is wrong, at scale.

Naval Ravikant

Innerhalb des Rohstoffsektors weisen momentan nur Öl & Gas sowie Kohletitel höhere Margen auf als Edelmetallproduzenten.

¹²⁰ Vielen Dank an unsere Freunde Tavi Costa und Kevin Smith von *Crescat Capital* für die Zurverfügungstellung der Daten. Die Publikationen von Crescat sind stets lesenswert und können unter folgendem Link abonniert werden: www.crescat.net/investment-research/investor-letters.

Operative Median-Marge nach Rohstoffen*, 2024



Quelle: Crescat Capital LLC, Tavi Costa, Bloomberg, Incrementum AG
*Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über 1 Mrd. USD an der kanadischen und US-Amerikanischen Börse

Finanzierungstrends in der Welt der Junior-Miner

Prospecting for gold is like looking for true love: for every nugget there's a ton of rock and dirt.

Lord Richard Head

Lassen Sie uns nun einen Blick auf die Finanzierungsaktivitäten der Junior-Miner in den vergangenen 12 Monaten werfen. 2021 hatte uns unser Freund Kai Hoffman erstmals eine Einführung und Interpretation seines proprietären *Oreninc-Index* zur Verfügung gestellt.¹²¹ Der Index misst die finanzielle Gesundheit des Junior-Minensektors auf wöchentlicher Basis und verfolgt und protokolliert bis zu 41 Datenpunkte pro Finanzierung.¹²²

Die Investoren müssen die neue Goldpreisrealität erst noch erkennen

A good ore body is like a beautiful woman. It reveals its secrets slowly.

Terry Crebs

Im Jahr 2023 setzten sich die Finanzierungstrends des Jahres 2022 fort. Während die Marktstimmung für Titel aus dem Junior-Segment düster war und immer noch ist, konnten ausgewählte Unternehmen Mittel aufnehmen. Wie in unserem Bericht für 2022 erwähnt, waren es in der Regel Unternehmen, die auf der Lassonde-Kurve weiter fortgeschritten sind, die in der Lage waren, Investorenkapital anzuziehen.

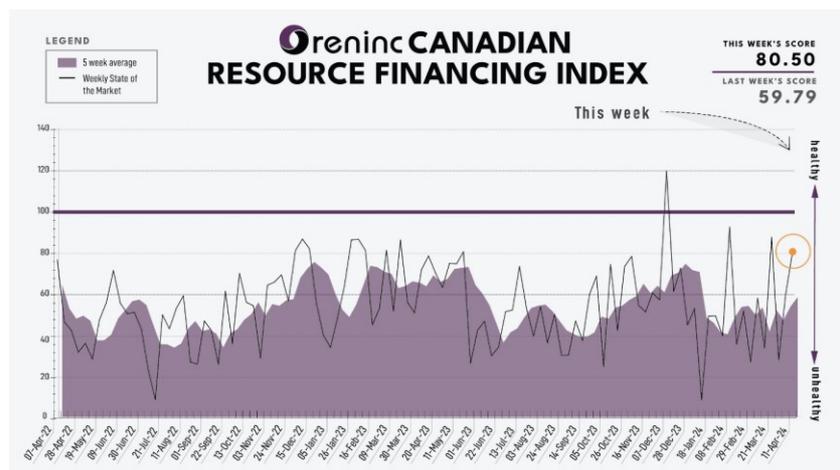
¹²¹ Siehe „Goldene Chancen im Minensektor“, In Gold We Trust-Report 2021

¹²² Unter www.oreninc.com können Sie sich für den wöchentlichen Newsletter anmelden.

Finanzierungsvolumen der Junior-Miner, in Mrd CAD, 2011–2023



Im Jahr 2023 war ein leichter Anstieg des insgesamt aufgenommenen Kapitals auf 4,65 Mrd. USD zu verzeichnen, verglichen mit 4,19 Mrd. USD im Jahr 2022. Natürlich sind diese Zahlen viel niedriger als 2021 (6,85 Mrd. USD) und 2020 (5,50 Mrd. USD), aber auch höher als 2019 (2,54 Mrd. USD) oder 2018 (2,76 Mrd. USD).



Trotz eines Anstiegs des Gesamtbetrags zeichnete die Stimmung der Investoren ein gänzlich anderes Bild. Die Haltung gegenüber Junior-Minengesellschaften hat sich völlig vom Goldpreis abgekoppelt. **Es wird überdeutlich, dass dem Sektor der Zufluss von neuem Kapital fehlt.**

Allerdings sahen wir 2023 auch, wie Investoren insbesondere bei Lithium und Kupfer den Trends hinterherliefen. Diese Trends lenkten dringend benötigtes Risikokapital für Gold- und Silberjuniors in andere Teilbereiche des Marktes. Angesichts des Einbruchs der Lithiumpreise und der sich abzeichnenden weltweiten Rezessionsängste kühlten sich diese Trends in der zweiten Jahreshälfte 2023 ab und die Anleger konzentrierten sich wieder mehr auf Edelmetalle.

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

Russell Napier

Ausblick für 2024 und darüber hinaus

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Analyse hat der Goldpreis die Marke von 2.300 USD pro Unze überschritten, und dennoch haben die Aktien von Junior-Explorern immer noch zu kämpfen. Die Finanzierungstätigkeit hat sich noch nicht erholt, neue Investoren fehlen weiterhin. Die Unternehmen müssen immer wieder auf die gleichen Quellen zurückgreifen, die immer noch zögern. Die *Bought Deals*¹²³ sind in den ersten 14 Wochen des Jahres um rund 50% zurückgegangen. Der Oreninc-Index verzeichnete keinen nennenswerten Anstieg der Aktivität und bewegt sich weiterhin leicht über der 50-Punkte-Marke.

Das dringend benötigte Risikokapital wird dem Goldsektor immer noch nicht zugewiesen. Es ist schwer zu sagen, ob sich dies in den kommenden Monaten ändern wird, denn wie beim Goldpreis zu sehen war, brauchte es nicht wirklich einen Auslöser, um ihn in die Höhe zu treiben. Träumen darf man ...

Nobody can catch all the fluctuations. In a bull market your game is to buy and hold until you believe that the bull market is near its end.

Jesse Livermore

Fazit und Ausblick

Der Minensektor befindet sich aktuell in einer besseren Verfassung, als man anhand der Stimmung im Sektor vermuten würde. Der Markt scheint noch nicht ausreichend realisiert zu haben, dass zahlreiche Miner ihre Bilanzen, ihre Margen und ihre Geschäftsmodelle in den letzten Jahren deutlich gestärkt haben. Wir vermuten, dass viele Investoren von den Kennzahlen per Ende Q1/2024 überrascht wären. **Tatsächlich schneidet der Arca Gold Miners Index (GDM) im Vergleich zum S&P 500 ausgesprochen positiv ab.**

Finanzkennzahlen: S&P 500 und Arca Gold Miners Index

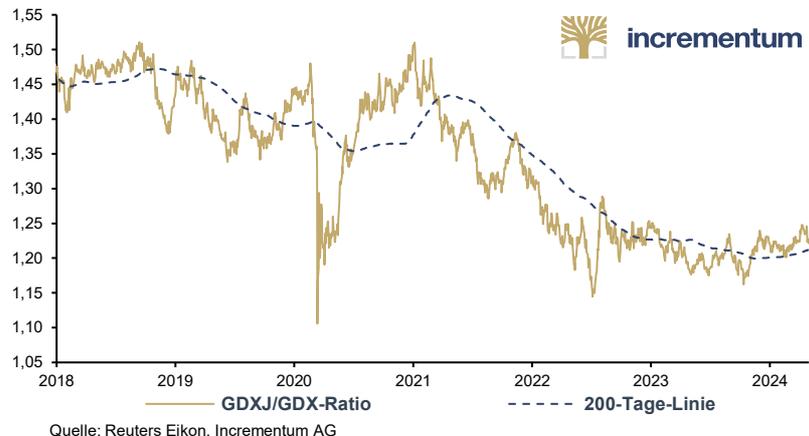
Index	Dividendenrendite	Current-Ratio	Net Debt/EBITDA	Debt/EV	Debt/Equity
S&P 500	1,36%	1,20x	1,36x	0,25x	117,08%
GDM-Index	1,89%	1,86x	0,73x	0,14x	23,14%

Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Der Zinserhöhungszyklus beeinflusst die Risikotoleranz der Anleger maßgeblich. Die Spreu wird vom Weizen getrennt. Die leicht wachsende Risikobereitschaft erkennt man anhand des nachfolgenden Charts. Die Junior-Miner (GDXJ) zeigten seit 2021 relative Schwäche im Vergleich zu den Seniors (GDX), wenngleich sich nun langsam eine gewisse Stabilisierung des Ratios abzeichnet.

¹²³ Unter *Bought Deals* versteht man den Kauf des gesamten Aktienpakets durch eine Investmentbank, die ihrerseits darauf hofft, die Aktien zu einem späteren Zeitpunkt zu einem höheren Preis zu verkaufen.

GDXJ/GDX-Ratio, 01/2010–04/2024



One of the things I have learned as a portfolio manager – maybe “the” hardest thing to do as a PM – is to do nothing.

Steve Eisman

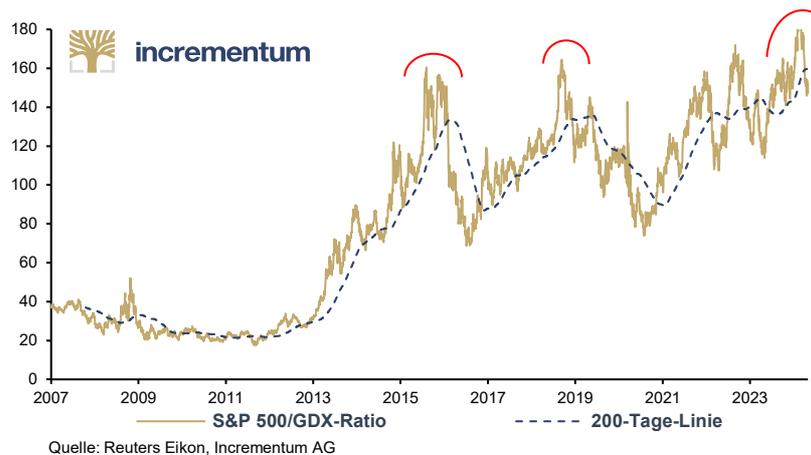
Ein kurzer Blick auf die relative Bewertung von Minenaktien im Vergleich zu Gold. In Bullenmärkten neigen Goldminenaktien dazu, mit einem Aufschlag zu Gold zu handeln. Das HUI/Gold-Ratio zeigt an, dass Goldminenaktien nun schon seit 8 Jahren mit einer Standardabweichung unter dem Mittelwert gehandelt werden. Auch auf Grundlage dieses Indikators scheinen Goldminenaktien eklatant unterbewertet zu sein.

HUI/Gold-Ratio, 01/1997–04/2024



Relativ zum Gesamtmarkt (S&P 500) könnten wir uns vorstellen, dass die Miner nun wieder in eine Phase der (relativen) Stärke eintreten werden. Das legt auch der nachfolgende Chart nahe.

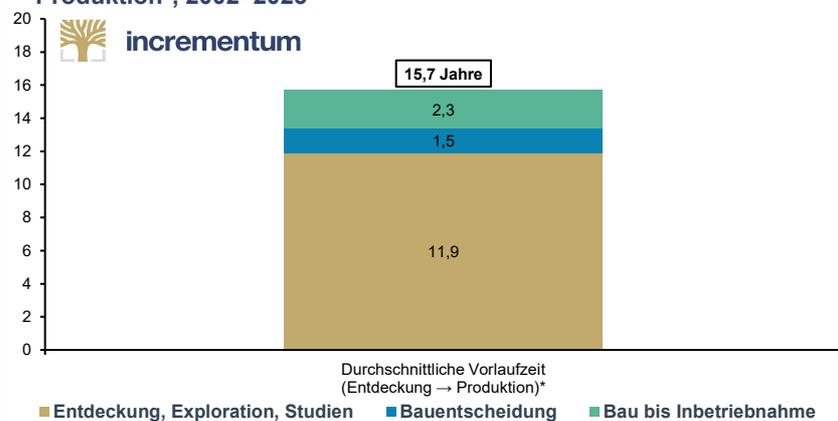
S&P 500/GDX-Ratio, 01/2007–04/2024



You only get a shot at a motherlode once, you better be ready for it.
Parker Schnabel

Bei aller Zuversicht wollen wir aber auch die strukturellen Herausforderungen des Minensektors nicht unerwähnt lassen.¹²⁴ **Eine lesenswerte Studie von S&P Global zeigt, dass von der Entdeckung eines Vorkommens bis zum Produktionsbeginn durchschnittlich mehr als 15 Jahre vergehen.** Im Rahmen der Studie wurden 127 Minen (Gold, Silber & Basismetalle) untersucht. Die Vorlaufzeit bis zur kommerziellen Produktion beträgt im Durchschnitt 15,7 Jahre, variiert jedoch stark von sechs bis 32 Jahren, abhängig von Faktoren wie der Abbau- und Verarbeitungsmethode, Standort und der Art der Lagerstätte.

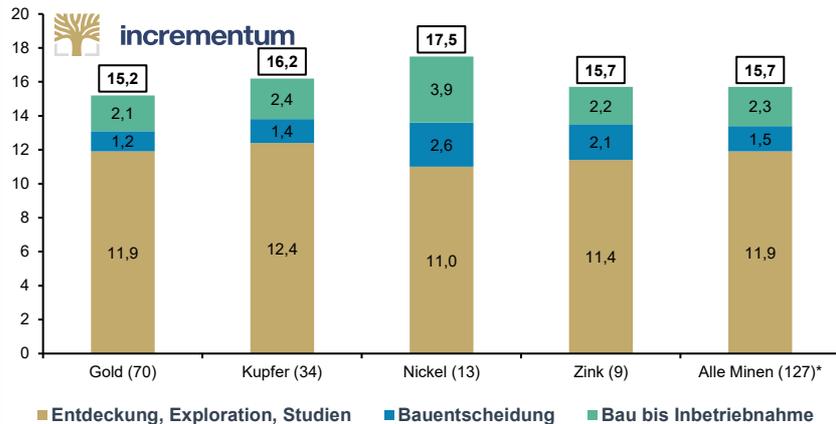
Durchschnittliche Vorlaufzeit für Minen von Entdeckung bis Produktion*, 2002–2023



Mit einer durchschnittlichen Vorlaufzeit von 15,2 Jahren weisen Goldminen tendenziell kürzere Vorlaufzeiten auf als Minen aus dem Bereich Kupfer (16,2 Jahre) oder Nickel (17,5 Jahre). Der Übergang zu einer kohlenstoffärmeren Wirtschaft und die damit verbundene Überarbeitung von Gesetzen und Vorschriften könnten Genehmigungsprozesse beschleunigen, besonders für Minen, die kritische Mineralien liefern.

¹²⁴ Siehe „Die Herausforderungen des Goldminensektors“, In Gold We Trust-Report 2022

Durchschnittliche Vorlaufzeit nach Rohstoff, 2002–2023



Quelle: S&P Global, Incrementum AG

*Eine Silbermine ist in dieser Studie berücksichtigt, aber nicht in diesem Chart dargestellt.

Die Colorado School of Mines hat in einer Studie eine vielfach unterschätzte Herausforderung für den Minensektor analysiert: den drohenden Facharbeitermangel. Über die Hälfte der aktuell rund 221.000 US-Bergbauarbeiter wird bis 2029 in Pension gehen. Das sind im Schnitt mehr als 20.000 pro Jahr. Einschlägige Absolventen an den Universitäten gab es im Jahr 2023 allerdings nur 4.000.

Schätzungen zufolge wird der Bedarf an Ingenieuren im Minensektor in den nächsten zehn Jahren voraussichtlich um 20% steigen. Eine Studie der *National Mining Association* aus dem Jahr 2023 ergab, dass die US-Bergbauindustrie 80.000 neue Arbeitskräfte bis 2025 benötigt. Die Pensionierungswelle ist nicht nur auf die USA beschränkt, Kanada hat ein ähnliches Problem: 30% der Bergbaubelegschaft werden in den nächsten zehn Jahren in Pension gehen.

You make most of your money in a bear market, you just don't realize it at the time.

Shelby Cullom Davis

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

Charlie Morris

Trotz dieser beiden strukturellen Herausforderungen gibt es unserer Meinung nach viele gute Gründe, um in den Minensektor zu investieren, darunter in erster Linie rekordhohe Free-Cashflows, Aktienrückkaufprogramme, historisch hohe Dividendenrenditen, stabile Bilanzen, konservativere Management-Teams und eine stark reduzierte Verschuldung. Zudem dürften wir am Beginn eines M&A-Zyklus stehen.

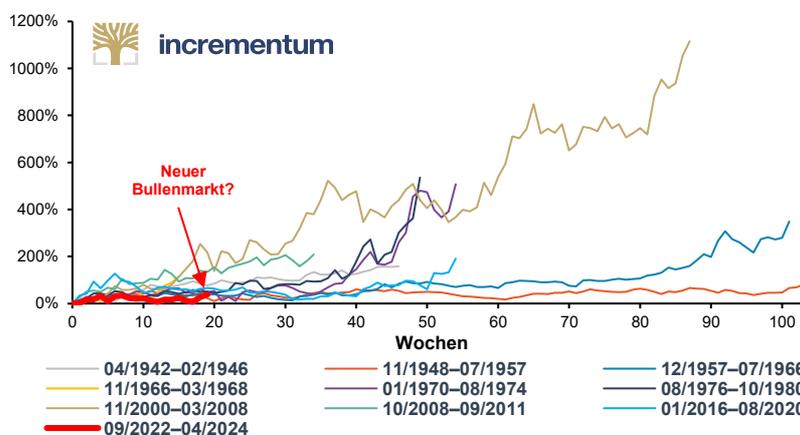
Aufgrund der anhaltenden Angebotsdefizite und der „grünere Wahrnehmung“ von Kupfer werden Majors aus dem Goldsegment verstärkt in den Kupferbereich diversifizieren. Dies war vermutlich ein Hintergrund der Übernahme von *Newcrest* durch *Newmont*, denn Kupfer macht derzeit etwa 25% der gesamten Nettoeinnahmen von *Newcrest* aus, und das Unternehmen hofft, diesen Anteil bis 2030 auf 50% zu erhöhen. Kupfer steht aufgrund seiner zentralen Rolle im Bereich der Energiewende und aufgrund der rapide schwindenden globalen Vorräte derzeit im Mittelpunkt der Rohstoff-Branche. **Insofern erwarten wir, dass insbesondere Explorer und Developer mit signifikanten Gold-Kupfer-Lagerstätten in sicheren Jurisdiktionen auf dem „Speiseplan“ der Majors stehen werden.**

People are always asking me where is the outlook good, but that's the wrong question, The right question is: Where is the outlook most miserable? The time of maximum pessimism is the best time to buy.

John Templeton

Werfen wir nun einen Blick auf einen der beliebtesten Charts der letztjährigen In Gold We Trust-Reporte. Der Chart zeigt alle Bullenmärkte des *Barrons-Gold-Mining-Index* (BGMI) seit 1942. Man erkennt, dass der aktuelle Aufwärtstrend im Vergleich zu vorangegangenen Bullenmärkten noch relativ schwach ausfällt. Sollten wir uns wirklich am Beginn einer ausgeprägten Trendphase bei den Minenunternehmen 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 Kursverdupplung mit sich brachte.**

Bullenmärkte von Goldminenaktien*, 01/1942–04/2024



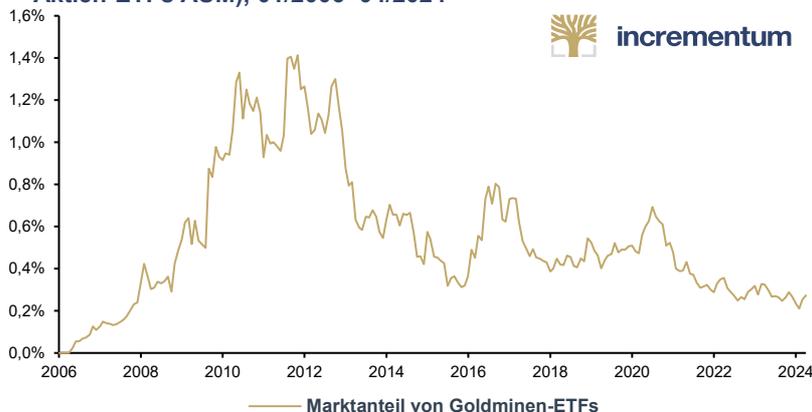
Quelle: Nick Laird, Reuters Eikon, Incrementum AG
*1942–2000 BGMI, 2000–heute HUI

Never be the first to arrive at a party or the last to go home and never, never be both.

David Brown

Auch ein Blick auf den Marktanteil der Minen-ETFs am gesamten ETF-Markt zeigt: Die Party hat noch nicht begonnen. Aktuell entfallen lediglich 0,27% aller in ETFs investierten Assets auf Goldminen-ETFs. Zum Höhepunkt im Jahre 2011 lag der Anteil noch bei 1,4% und damit 5-mal so hoch.

Marktanteil von Goldminen-ETFs (Goldminen-ETFs AUM/Aller Aktien-ETFs AUM), 01/2006–04/2024



Quelle: Topdown Charts, Incrementum AG

Kurzfristig erscheint uns die technische Lage etwas überzogen. Die zweite Jahreshälfte ist für Minenaktien tendenziell die schwächere. Besonders stark ausgeprägt ist die saisonale Schwäche im Juli und im Oktober. Insofern

könnte infolge des saisonalen Musters im Herbst ein Rücksetzer hervorragende Einstiegsmöglichkeiten bieten.



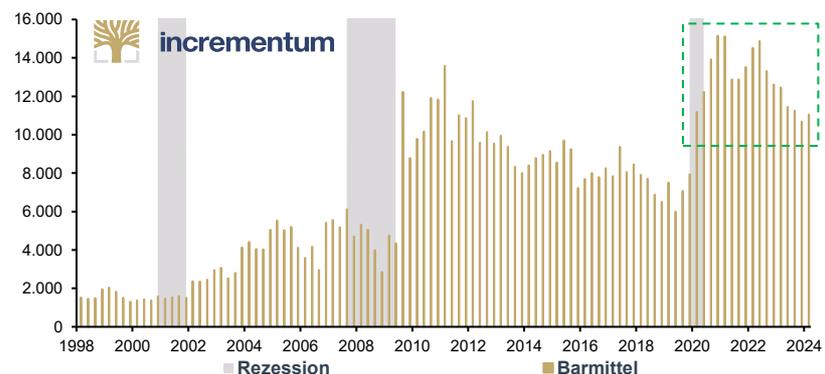
Quelle: Seasonax

Great investors possess seven cardinal virtues: curiosity, skepticism, discipline, independence, humility, patience, and above all courage.
John Templeton

Wir erwarten, dass die sprudelnden Cashflows der Produzenten dazu führen, dass sie ihre schrumpfenden Reserven mittels Übernahmen und Fusionen auffüllen werden. Größte Profiteure dieser Entwicklung werden Junior-Produzenten, ausfinanzierte Developer sowie Explorer mit Weltklasse-Entdeckungen in Tier-1-Regionen sein. Auch im Bereich Kupfer und Silber erwarten wir zunehmende M&A-Aktivitäten. **Deshalb konzentrieren wir uns in unserem Research und in unserer Investmentallokation derzeit ganz besonders auf diese Segmente.**

Die Bilanzstärke der Miningunternehmen ist ein wichtiger Faktor, der in der Regel M&A-Zyklen vorwegnimmt. Die größten Gold- und Silberminenunternehmen verfügen aktuell über die höchsten Cash-Bestände seit Jahrzehnten.

Aggregierte Barmittel der letzten 12 Monate für die Top 50 US- und kanadischen Gold- und Silberminenunternehmen nach Marktkapitalisierung, in Mio. USD, Q1/1998–Q1/2024



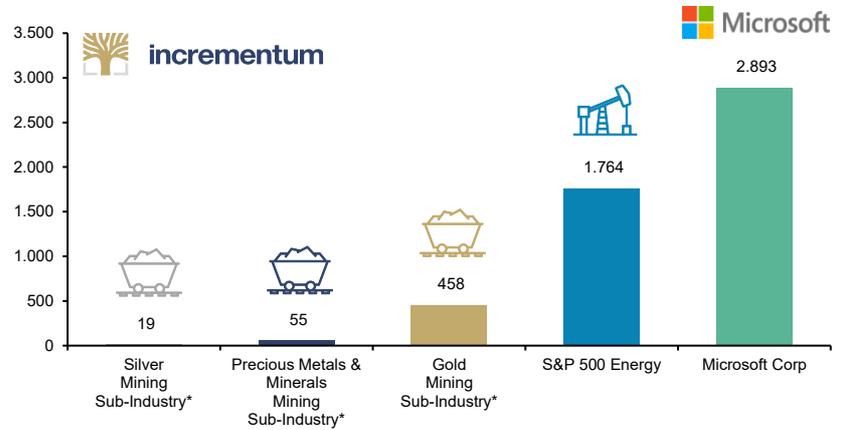
Quelle: Crescat Capital, Reuters Eikon, Incrementum AG

We believe that some investors still suffer from „battered gold stock bull syndrome“.
Larry Lepard

Trotz der überwiegend positiven Entwicklungen, die wir zuvor beschrieben haben, gibt es weiterhin nur wenige Sektoren, die von Anlegern und Investoren stärker untergewichtet werden als der Minensektor. Dies zeigt sich an der fast zwerghaften Marktkapitalisierung des Sektors. Insofern erwarten wir, dass die Minenaktien – und ihre Aktionäre – nach einer zermürbenden Durststrecke in den nächsten Jahren eine reiche Ernte einfahren werden. Nun liegt es aber an der

Branche, die in den letzten Jahren gemachten Versprechen einzulösen und neues Anlegervertrauen aufzubauen.

Marktkapitalisierung, in Mrd. USD, 04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG
*GICS classification (Global Industry Classification Standard)

KINROSS

STRONG FUNDAMENTALS. PROMISING FUTURE.

Kinross Gold takes pride in being a stable mining company, focused on consistently delivering our market commitments, generating strong cash flow, minimizing our environmental footprint, and creating a positive and sustainable legacy in our host communities through responsible mining while also generating value for our shareholders.



TSX: K
Toronto Stock Exchange

NYSE: KGC
New York Stock Exchange

WWW.KINROSS.COM



Technische Analyse

„The truly flexible man in the market is the man who can be foolish at times, bullish at times, bearish at times, borrow money at times, be short at times, the person who can learn to be an expert on gold stocks in one period and some other style of stock in some other period. These men are exceedingly super-super rare.

But they exist. And these are the men to watch, the men to learn from, they are the men who really make money on Wall Street.“

Gerald M. Loeb, „The Wizard of Wall Street“

- Der Goldpreis „flirtete“ geraume Zeit mit einem neuen USD-Allzeithoch. Der Ausbruch aus der Tasse-Henkel-Formation ist nun endlich gelungen. Das Kursziel dieser Formation liegt bei 2.700 USD bzw. anschließend bei 3.100 USD.
- Die große Korrektur bzw. Konsolidierung, welche mit dem Allzeithoch bei 1.920 USD im Spätsommer 2011 begann, ist nun nach dreizehneinhalb Jahren endlich beendet. Auch das technische Playbook hat sich somit verändert.
- Aus Sicht der derzeitigen Marktstimmung, der Saisonalität und des CoT-Reports würde uns aktuell eine mehrwöchige Phase des „Durchschnaufens“ nicht verwundern.
- Der Optix-Index notiert bei 64 und somit im neutralen Terrain. Das Sentiment ist somit grundsätzlich konstruktiv und weit von überbordendem Optimismus entfernt. Auch bei Silber und insbesondere den Minern ist der Optix weiterhin lediglich verhalten optimistisch.
- Das Midas Touch Gold Modell™ ist am 15. April 2024 von bullish auf neutral gewechselt und konnte so die Trendwende am Goldmarkt extrem zeitnah erkennen. Typischerweise sollte der begonnene Rücksetzer den Goldpreis zurück auf das Ausbruchsniveau im Bereich zwischen ca. 2.075 und 2.150 USD führen. Im Anschluss an diese gesunde Bereinigung dürfte der Bullenmarkt mit Kurszielen oberhalb von 3.000 USD erst richtig Fahrt aufnehmen. Dann sollten auch die Minenaktien endlich aufholen können.

Nach der umfassenden makroökonomischen und fundamentalen Analyse wenden wir uns nun der technischen Analyse des Goldpreises zu. Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle geschrieben:

„Die Stimmungslage befindet sich im Niemandsland. Angesichts der Tatsache, dass der Goldpreis nur knapp unter seinem (USD-)Allzeithoch notiert, interpretieren wir dies als positiv. Die Kombination aus weiterhin relativ geringem Interesse an Gold und Silber seitens der Investoren sowie der mangelnden Kursphantasie seitens der Analysten ist unserer Meinung nach ein gutes Fundament für einen Ausbruch aus der mehrjährigen Tasse-Henkel-Formation. Es scheint aber gut möglich, dass dieser Ausbruch sich noch ein wenig Zeit lassen könnte.“¹²⁵

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

Ty Murray

Diese technische Einschätzung erwies sich als korrekt. Wenige Tage nach der Veröffentlichung des *In Gold We Trust*-Reports 2023 setzte ein Abwärtstrend ein, der erst bei 1.800 USD seinen Boden fand. Dieser finale bearische „Wash-out“ ging mit extrem negativem Sentiment für Gold, Silber und Minenaktien einher. Dieses Low bereitete ein solides Fundament für eine Rally von fast 600 USD.

Die langfristige Tasse-Henkel-Formation, die wir bereits im Vorjahr beschrieben hatten, hat sich nun aufgelöst. Nachdem der Goldpreis in US-Dollar von August 2020 bis Februar 2024 seitwärts konsolidierte, ist nun der Ausbruch gelungen. Generell waren wir stets der Überzeugung, dass Seitwärtskonsolidierungen die positivsten Korrekturmuster darstellen, da sie darauf hindeuten, dass die Kräfte von Angebot und Nachfrage im Gleichgewicht sind. **In der langfristigen Betrachtung sind Konsolidierungsphasen oft Vorläufer für signifikante Preisbewegungen.**

There is no fever like gold fever.

Richard Russell

Wie sieht nun unsere aktuelle technische Einschätzung des Goldpreises aus? Für die längerfristige Standortbestimmung ziehen wir erneut den Coppock-Indikator heran.¹²⁶ Der Vorteil dieses Indikators liegt darin, dass man große Trendwechsel verlässlich erkennt. Der Coppock-Indikator steht weiterhin auf Kauf, hat allerdings eine kleine Divergenz zum Preis ausgebildet. Der KST¹²⁷ hat hingegen in Q4/2023 impulsiv nach oben gedreht und ein Kaufsignal generiert.

¹²⁵ „Technische Analyse“, *In Gold We Trust*-Report 2023, S. 391

¹²⁶ 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.

¹²⁷ Der „Know Sure Thing“-Indikator (KST) von Martin Pring misst das Preismomentum von vier verschiedenen Preiszyklen.



Quelle: Tradingview, Incrementum AG

It is impossible to produce a superior performance unless you do something different from the majority.

Sir John Templeton

Verschaffen wir uns nun einen Überblick über die Marktstimmung.

Sieht man sich die Prognosen von Anfang Mai 2024 für Ende 2024 an, so wird im Median ein Preis von 2.134 USD erwartet. Damit wird ein Rückgang im restlichen Jahresverlauf erwartet. Die Median-Kursziele für das Jahresende der Folgejahre sind: 2.115 USD (2025), 2.000 USD (2026), 1.850 USD (2027) und 1.750 USD (2028). De facto erwarten die Analysten somit eine Korrektur bis Ende 2024, anschließend einen Seitwärtstrend und ab 2027 einen Bärenmarkt. Wir halten diese Divergenz zwischen dem Preisverlauf und der Stimmung unter den Analysten für ein extrem wertvolles, bullisches Signal. Am Ende eines säkularen Trends sollten die Prognosen deutlich euphorischer sein. Der Analyst mit den optimistischen Prognosen ist übrigens zugleich Verfasser dieser Zeilen.

Bloomberg: Analysten-Konsens für Gold: 2024-2028

Gold \$/t oz							
As Of 05/05/24							
Yearly Forecast							
Updated Last 6 Months							
Consensus	Spot	As Of	2024	2025	2026	2027	2028
Median	04/29/24	2134.00	2115.00	2000.00	1850.00	1750.00	
Mean	04/29/24	2157.05	2464.10	2032.24	2060.69	1805.00	
High	04/29/24	2450.00	11000.00	3100.00	3600.00	2430.00	
Low	04/29/24	1962.50	1851.00	1500.00	1550.00	1500.00	
Forward	2301.74	05/03/24	2279.24	2448.36	2568.88	2628.68	2662.00
Diff (Median - Curr)			-145.24	-333.36	-568.88	-778.68	-912.00

Quelle: Bloomberg

Um ein tadelloses Mitglied einer Schafherde sein zu können, muss man vor allem ein Schaf sein.

Albert Einstein

Bei Silber zeigt sich ein ähnliches Bild. Per Jahresende wird im Median ein Preis von 24,8 USD erwartet. Anschließend soll der Preis 2025 auf 25,8 USD steigen. Wirklich aussagekräftig ist der Konsens jedoch nicht mehr, denn die Anzahl der aktiven Coverages seitens der Banken hat sich in den letzten Jahren deutlich reduziert. **Dies bestätigt unsere Hypothese, wonach Silber im Finanzsektor weiterhin ähnlich beliebt ist wie eine Schweinsstetze und eine Maß Bier bei veganen Antialkoholikern.**

Bloomberg: Analysten-Konsens für Silber: 2024-2028

Silver \$/t oz							
As Of 05/05/24							
Yearly Forecast							
Updated Last 6 Months							
Consensus	Spot	As Of	2024	2025	2026	2027	2028
Median	04/29/24	24.83	25.80	25.75	25.00	23.63	
Mean	04/29/24	25.35	27.06	26.88	26.84	23.98	
High	04/29/24	32.00	36.00	39.00	42.00	31.28	
Low	04/29/24	22.20	21.00	20.00	20.00	20.00	
Forward	26.56	05/03/24	26.29	28.49	30.18	30.77	31.21
Diff (Median - Curr)			-1.46	-2.69	-4.43	-5.77	-7.59

Quelle: Bloomberg

The one who follows the crowd will usually get no further than the crowd. The one who walks alone, is likely to find himself in places no one has ever been.

Albert Einstein

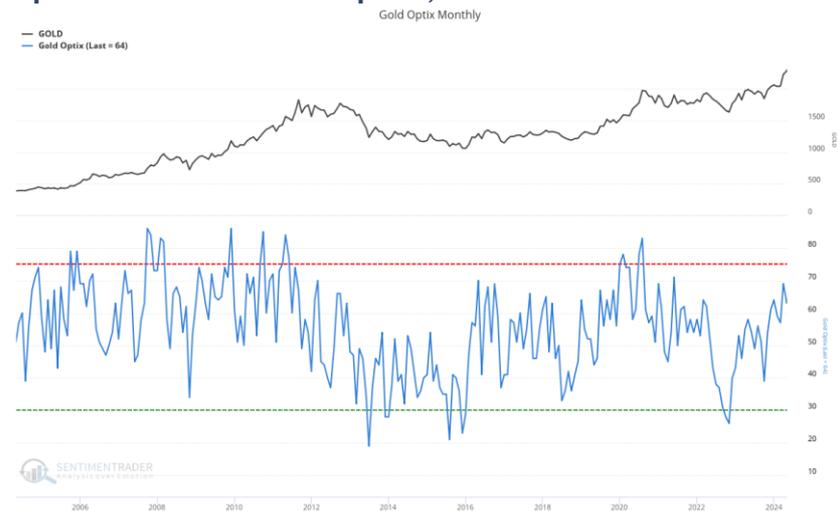
Be careful when you follow the masses. Sometimes the "m" is silent.

Unknown

Einer unserer favorisierten Sentimentindikatoren ist der Optix-Index von SentimenTrader. Dieser bildet die gängigsten Stimmungsindikatoren sowie Daten aus dem Futures- und Optionsmarkt ab. Die diesem Barometer zugrunde liegende Logik ist eine denkbar einfache. Wenn die öffentliche Meinung einen starken Konsens bildet, ist dieser breite Konsens ein guter Kontraindikator. Der Markt ist meist zu bullish, wenn die Preise bereits (stark) gestiegen sind, und zu bearish, wenn sie bereits (stark) gefallen sind.

Wenn der Optix-Index über die rot gestrichelte Linie bei 75 Punkten steigt, dann gilt es, vorsichtiger zu werden. Liegt er bei 30 Punkten oder darunter, ist hingegen der Pessimismus ausgeprägt und das Downside-Risiko limitiert. Aktuell notiert der monatliche Optix-Index bei 64 und somit noch im neutralen Terrain. Vergleicht man das aktuelle Niveau mit dem letzten Höchststand vom Juli 2020, so lässt sich eine klare Divergenz erkennen. Obwohl Gold neue Allzeithochs markiert hat, ist das Sentiment weiterhin recht verhalten, was als klar positives Zeichen zu interpretieren ist.

Optix-Indikator und Goldpreis, 2004–2024



Quelle: [Sentimentrader.com](https://www.sentimentrader.com)

*History never repeats itself.
Man does.*

Voltaire

Der Optix-Index für Silber notiert aktuell bei 66, also ebenfalls noch im neutralen Terrain. Bezüglich der Stimmungslage im Silbersektor hatten wir einmal geschrieben: „Bei Silber hat die Party scheinbar noch nicht wirklich begonnen, wenngleich die Gäste nun langsam eintreffen.“ Weitere Partygäste sind zwischenzeitlich tatsächlich hinzugekommen, andere haben die Party aber rasch wieder frustriert verlassen. Am Kursverlauf, aber auch anhand der Stimmungslage bestätigt sich diese etwas lustlose und frustrierende Entwicklung.

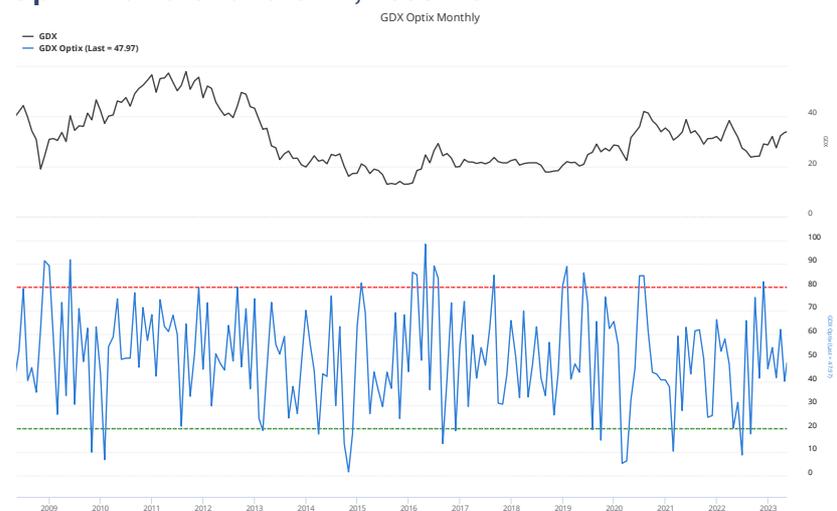
Optix-Indikator und Silberpreis, 2004–2024



Quelle: [Sentimentrader.com](https://www.sentimentrader.com)

Wenn wir uns schließlich die Stimmungslage bei den Minen-Investoren ansehen, so lässt sich auch hier keinerlei überschäumende Euphorie vorfinden. Der Optix notiert aktuell bei 47 und damit ebenfalls im neutralen Terrain.

Optix-Indikator und GDX, 2008–2024



Quelle: [Sentimentrader.com](https://www.sentimentrader.com)

I have seen the future and it is very much like the present, only longer.

Kehlog Albran

Auch heuer wollen wir einen kurzen Blick auf die saisonalen Muster werfen.¹²⁸ Der folgende Chart zeigt die jährliche Entwicklung von Gold in den Jahren von US-Präsidentenwahlen. Man erkennt deutlich, dass ab Juli eine saisonal schwächere Phase beginnt, die erst im November endet.

¹²⁸ Die saisonalen Charts wurden uns von unseren Freunden von www.seasonax.com zur Verfügung gestellt.

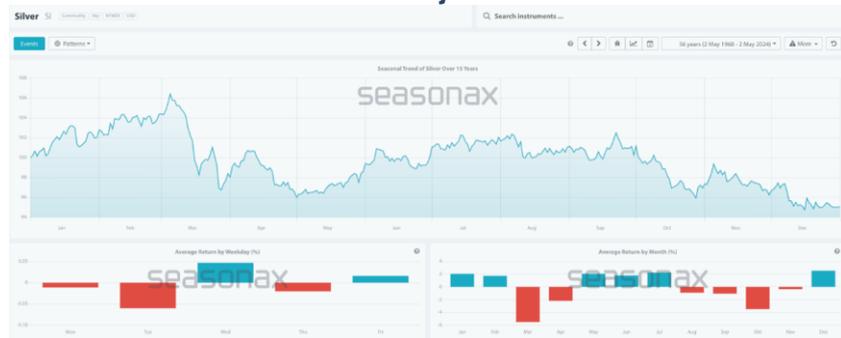
Saisonalität von Gold in Wahljahren



Quelle: [Seasonax.com](https://www.seasonax.com)

Bei Silber lässt sich ebenso ein saisonaler Abwärtstrend von August bis Ende November erkennen.

Saisonalität von Silber in Wahljahren



Quelle: [Seasonax.com](https://www.seasonax.com)

Werfen wir noch einen kurzen Blick auf die Entwicklung des US-Dollars in Wahljahren. Der Greenback zeigt typischerweise insbesondere in den Wochen vor der Wahl Anfang November noch seine Muskeln, ehe dann eine Schwächephase einsetzt.

Saisonalität des USD in Wahljahren



Quelle: [Seasonax.com](https://www.seasonax.com)

Das Midas Touch Gold Modell™¹²⁹

*„Meine einfache Börsenformel lautet:
Börsentendenz = Liquidität + Psychologie. Der
wichtigste Faktor ist die Liquidität. Wenn die
Welt in Geld schwimmt, dann steigen die Börsen.“*

André Kostolany

*Some people have a Midas touch;
they turn everything they touch
into gold. I turn everything into
a deep philosophical lesson; I
can't help it.*

Jordan Peterson

Wie gewohnt, möchten wir an dieser Stelle ein Update zum aktuellen Stand des Midas Touch Gold Modells™¹³⁰ geben und den kurz- bis mittelfristigen Ausblick von Florian Grummes präsentieren. Das Midas Touch Gold Modell™ analysiert den Goldmarkt aus verschiedenen Blickwinkeln mit einem rationalen und ganzheitlichen Ansatz. Es besticht durch seine Vielseitigkeit und durch die quantitative Messbarkeit. Trotz der Fülle an Daten gelingt es dem Modell, eine umfassende und tiefgehende Analyse prägnant und übersichtlich in einer Tabelle darzustellen und zu klaren Schlussfolgerungen zu gelangen.

Gold in USD (Monatschart)



Quelle: Midas Touch Consulting, Tradingview

*Nothing moves in a straight line
is the point. But picking bottoms
is best left to the proctologists.*

Dave Rosenberg

Vor einem Jahr hatten wir an gleicher Stelle einen Rücksetzer am Goldmarkt erwartet und zwei Kursziele für die Korrektur um 1.900 USD sowie um 1.850 USD definiert. Letztlich zog sich der vermutete Rücksetzer ausgehend von 2.070 USD bis Anfang Oktober etwas in die Länge. Erst nachdem die Papier-Jongleure an der Comex die handelsfreie „Golden Week“ in Shanghai für eine Preisdrückung bis auf 1.810 USD nutzen konnten, war der Goldmarkt mit diesem finalen Panik-Ausverkauf vollständig bereinigt.

Im Anschluss kam es zu einer schnellen Erholung, welche am 4. Dezember 2023 schließlich in einer scharfen Preisspitze bis auf ein neues Allzeithoch bei 2.149 USD mündete. Damit war die dreieinhalb Jahre währende Korrektur im Grunde genommen beendet und der starke Widerstand um 2.075 USD zumindest ansatzweise aufgesprengt. Trotzdem dauerte es nochmals zweieinhalb Monate, bevor die absehbare und lange erwartete

¹²⁹ Wir bedanken uns bei Florian Grummes für diesen Exkurs. Florian ist Gründer und Geschäftsführer von Midas Touch Consulting. Unsere Leser können sich auf folgendem Link für kostenlose Updates und den dazugehörigen Newsletter eintragen: <http://eepurl.com/ccKg2r>

¹³⁰ Eine detaillierte Beschreibung des Modells und seiner Philosophie finden Sie im In Gold We Trust-Report 2016.

Ausbruchsrally tatsächlich in die Gänge kam. Schließlich musste der steile Anstieg seit Anfang Oktober zunächst primär über die Zeit und mit einer trickreichen Konsolidierung verdaut werden.

Rechtzeitig vor dem nächsten großen Anstieg wurden die letzten schwachen Hände mit einer kleinen Bärenfalle und einem nochmaligen Rücksetzer unter die psychologische Marke von 2.000 USD dann am 13. Februar abgeschüttelt. Vom Tief bei 1.985 USD kamen die Bullen aber sofort wieder in den Markt. Nur zwei Wochen später gelang dem Goldpreis zielstrebig der wichtige Wochenschlusskurs oberhalb von 2.080 USD.

Ermutigt von diesem bullischen Signal und der starken physischen Nachfrage zum chinesischen Neujahrsfest übernahmen die Bullen vollständig die Kontrolle und trieben die Goldpreise ohne größere Rücksetzer bis zum 12. April in einer fulminanten Rally auf ein neues Allzeithoch bei 2.431 USD. Damit war der Goldpreis von seinem Tiefpunkt bei 1.985 USD innerhalb von nur zwei Monaten um 446 USD bzw. rund 22,5% ralliert. Vom Paniktief bei 1.810 USD am 6. Oktober 2023 stand in der Spitze sogar ein beispielloser Anstieg um 621 USD bzw. 34,3% zu Buche.

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

Paul Tudor Jones

Obwohl bislang keine übertriebene Euphorie unter den Goldbugs auszumachen war, ist die Rally in den letzten drei Wochen ins Stocken geraten. Dabei sorgten schnelle Gewinnmitnahmen in Form von zwei großen Abwärtsschüben zuletzt für Katerstimmung und ein erstes Korrekturtief bei 2.277 USD. Zwar bewegt sich der Goldpreis mit Preisen um 2.300 USD immer noch deutlich über seinem Stand zum Jahresauftakt (2.063 USD), es mehren sich jedoch die Zeichen für eine kurz- bis mittelfristige Trendwende und damit wohl auch für eine ausgedehnte Korrektur. Angesichts der starken Kurszuwächse, der überkauften Lage sowie der ab jetzt ungünstigen Saisonalität wäre eine Rücksetzer bis auf das Ausbruchsniveau im Bereich um 2.075 bis 2.150 USD nur gesund und völlig normal.

Great opportunities do not come every year.

Charles Dow

Insgesamt macht der Blick auf den Monatschart klar, dass die große Korrektur bzw. Konsolidierung, welche mit dem Allzeithoch bei 1.920 USD im Spätsommer 2011 begann, nach dreizehneinhalb Jahren endlich beendet wurde. Mit dem Ausbruch über 2.075 USD wurde die immer wieder beschriebene Cup-and-Handle-Formation mustergültig vollendet und nach oben aufgelöst. Zwar sind Cup-and-Handles äußerst selten, gleichzeitig zählen sie aber zu den verlässlichsten bullischen Fortsetzungsmustern. Insofern wurde am Goldmarkt nun also ein neues Kapitel aufgeschlagen, welches in direktem Bezug zum Bullenmarkt 2001 bis 2011 steht und dessen Fortsetzung bringen sollte!

Unser erstes Kursziel bei ca. 2.535 USD, abgeleitet aus der umgekehrten Schulter-Kopf-Schulter-Formation innerhalb des Henkels, wurde bislang allerdings um knapp 100 USD verfehlt. Nichtsdestotrotz hat die Formation ihren Dienst getan und dürfte nun mehr oder weniger abgearbeitet sein.

Im großen Bild lässt sich aus der Tiefe der Tasse zudem ein übergeordnetes Kursziel im Bereich um ca. 3.100 USD herleiten. Nach

Abschluss der angelaufenen Korrektur erwarten wir, dass der Goldpreis in den kommenden ein bis zwei Jahren beide Kursziele abarbeiten wird.

Midas Touch Gold Modell™



Quelle: Midas Touch Consulting

Das Midas Touch Gold Modell™ ist zuletzt am 15. April 2024 von bullish auf neutral gewechselt und hat so die Trendwende am Goldmarkt extrem zeitnah erkannt. Insbesondere sorgten die Verkaufssignale auf den Tagescharts für den Goldpreis in US-Dollar, in indischen Rupien sowie in chinesischen Yuan am 15. April 2024 für ein Ende der bullischen Konklusion. Verstärkt wurde das Ganze durch die saisonale Komponente, welche nun bis zum Hochsommer ganz klar negativ für den Goldpreis ist.

Insgesamt lassen sich derzeit folgende Schlussfolgerungen aus dem Midas Touch Gold Modell™ ableiten:

- **Sowohl auf dem Monats- als auch auf dem Wochenchart sind weiterhin Kaufsignale aktiv.** Insbesondere das Kaufsignal auf dem Monatschart sitzt fest im Sattel und dreht aktuell erst bei 1.959 USD. Das Kaufsignal könnte hingegen im Zuge einer mehrwöchigen Korrektur auf dem Wochenchart kippen. Derzeit wäre dies allerdings erst bei einem Goldpreis von 2.146 USD der Fall. Pro Woche steigt diese Schwelle auf dem Wochenchart um über 30 USD an, d. h. in rund drei Wochen würde es nur noch einen Preisrückgang bis auf ca. 2.240 USD benötigen, um den Wochenchart auf bearish zu drehen.
- **Der Terminmarktreport (CoT-Report) hat sich in den letzten 12 Monaten kaum verändert.** Vor einem Jahr hatten wir bei einem Goldpreis von 2.011 USD kumuliert eine kommerzielle Shortposition von 222.515 leerverkauften Kontrakten festgehalten. Aktuell beträgt diese Shortposition 227.498 Kontrakte, obwohl der Goldpreis rund 300 USD höher steht. Dies bestätigt uns in unserer Abkehr von der detektivischen Beobachtung des CoT-Reports, denn die Preise werden mittlerweile in Asien gemacht. Die westlichen Papier-Jongleure hingegen haben massiv an Einfluss auf die Preisfindung verloren.
- **Die Saisonalität mahnt ganz klar zu Vorsicht, Zurückhaltung und vor allem Geduld.** Bis in den Juli hinein steht dem Edelmetall-Sektor

statistisch betrachtet keine gute Phase bevor. Insbesondere der Juni ist traditionell ein äußerst schwacher Monat für den Goldpreis.

- **Erstaunlich ist die Tatsache, dass die fulminante Rally bislang nicht zu einer völlig übertriebenen Euphorie unter den Gold-Investoren geführt hat.** Vielmehr hatte man insbesondere im März noch den Eindruck, also ob der Ausbruch am Goldmarkt aufgrund der starken Aktien- und Krypto-Märkte von den meisten Marktteilnehmern gar nicht wahrgenommen wurde.
- **Ebenfalls etwas untypisch ist das Verhalten des Goldpreises gegen die Aktienmärkte.** Zwar lieferte das Modell am 3. April ein Kaufsignal für den Goldpreis gegen den Dow Jones, mehr als eine Seitwärtsbewegung ist dabei bislang aber nicht herausgesprungen.
- **Enttäuschend hingegen war die Performance des Silberpreises.** Trotz des Ausbruchs aus seinem dreieinhalbjährigen Konsolidierungsdreieck reichte es lediglich für eine sehr kurzlebige Preisspitze bis auf 29,73 USD. Der typische Schlusspurt auf der Zielgeraden einer jeden Edelmetall-Rally fand dieses Mal im Grunde genommen nicht statt. Das Gold/Silber-Ratio hat zwar noch ein Kaufsignal zugunsten des Silberpreises aktiviert, es fehlt aber nicht mehr viel zu einem Umkehrsignal.
- **Überraschend ist auch die schwache Nachfrage nach den Gold-ETFs.** Stattdessen sorgte die physische Nachfrage seitens institutioneller und privater Käufer aus Asien für den Preisanstieg.
- **Zu den Enttäuschungen zählen auch die Minenaktien.** Zwar konnte der Minen-ETF GDX ab Ende Februar vorübergehend um 39,25% zulegen, insgesamt ist die Performance angesichts des hohen Goldpreises allerdings schwach. Während der Goldpreis aktuell rund 20% über seinem Hoch vom Sommer 2011 notiert, handelt der GDX mit einem Abschlag von 47% zum damaligen Allzeithoch. Wir vermuten daher mittelfristig eine große Aufholchance bei den Minenaktien und sehen trotz einer möglichen Korrektur am Goldmarkt auch nur noch bedingtes Rückschlagpotenzial.
- **Nicht so ganz zu unserem Korrekturszenario passt aktuell der US-Dollar.** Hier kam es erst am 26. April zu einem neuen Verkaufssignal für den Greenback. Während der etwas stärkere US-Dollar in den letzten drei Monaten dem starken Goldpreisanstieg nicht entgegen stand, könnte ein schwächerer US-Dollar die antizipierte Korrektur am Goldmarkt vermutlich abfedern.

Gold in USD (Tageschart)



Auf dem Tageschart notiert der Goldpreis mittlerweile rund 130 USD unter seinem am 12. April erzielten neuen Allzeithoch bei 2.431 USD. In der Spitze fiel der Rücksetzer mit 154 USD bzw. 6,3% in den letzten drei Wochen bislang relativ moderat aus. Trotzdem spricht doch vieles für den Beginn einer Korrekturphase am Goldmarkt.

Markets usually change when beliefs change, not fundamentals.

David Darst

So führten in der Vergangenheit jegliche Rücksetzer nach einer Ausbruchsrally noch immer zurück an das Ausbruchsniveau. Aktuell erscheint diese Zone zwischen ca. 2.075 und 2.150 USD sicherlich recht weit entfernt. Trotzdem wartet im Juni eine dunkelrote saisonale Komponente auf die Goldbullen. Sollten die starken Goldkäufe aus Asien für eine Zeit lang ausbleiben, dürfte die Nachfrage im Westen nicht ausreichen, um den Goldpreis zu stabilisieren. Immer wieder hat das mangelnde Interesse beispielsweise den verwöhnten deutschen Goldhändlern das Leben im letzten Jahr schwermacht. Statt zu kaufen, mussten viele Goldinvestoren physische Positionen aufgrund der rezessiven Realwirtschaft verkaufen, um dringend benötigte Liquidität zu schaffen.

Charttechnisch spricht auch der große Abstand zur steigenden 200-Tagelinie (2.037 USD) für deutlich mehr Korrekturbedarf. Solange allerdings die Unterstützung um 2.280 USD auf Wochenschlusskursbasis verteidigt werden kann, könnte die deutlich überverkaufte Lage auf dem Tageschart jederzeit für eine größere Erholung sorgen. Nichtsdestotrotz hellt sich das Bild erst oberhalb von 2.380 USD wieder deutlich auf. Dann wären auch neue Allzeithochs denkbar. So mut- und kraftlos, wie sich die Goldbullen in den letzten zwei Wochen jedoch präsentierten, erscheint uns dieses bullische Szenario eher unwahrscheinlich.



Quelle: Midas Touch Consulting, Seasonax

Bei der Geduld ist Geduld gefragt.

Spruchwort

Im Zweifelsfall wird es im Mai daher zunächst bei einer seitwärtsverlaufenden Konsolidierung um 2.300 USD bleiben. Vor dem Hochsommer könnte der Goldpreis dann typischerweise in einen Abverkauf übergehen, welcher ab Mitte Juli einen Boden finden sollte. Im Anschluss wäre eine kleine Sommer-Rally zu erwarten. Wirklich wohlgesonnen ist die saisonale Komponente dem Goldmarkt aber erst wieder ab Mitte Dezember.

Insgesamt gehen wir die nächsten Monate gemäß der alten Börsenweisheit „Sell in May“ mit Vorsicht und viel Geduld an. Die starken Rallies an den Aktien- und Krypto-Märkten scheinen uns nach einem

kleinen Rücksetzer noch nicht verdaut. Sollte hier mehr Ungemach entstehen, dürfte sich der Edelmetallsektor dem nicht entziehen können. Gleichzeitig stehen die Notenbanker jederzeit mit neuen Stützungsmaßnahmen bereit, sodass innerhalb des laufenden Crack-up-Booms auch während der schwachen Sommermonate weitere Exzesse auf der Oberseite denkbar wären. Wahrscheinlicher erscheint uns aber doch ein gesundes Durchatmen und damit schwächere Kurse bis in den Herbst hinein, welche dann insbesondere die hinterherhinkenden Minenaktien endlich wieder hochinteressant machen dürften.

Fazit

Remember – if I am right at the wrong time, I am wrong.

Matt Kenah

A bubble is a bull market in which the user of the word ‚bubble‘ has not fully participated.

Jim Grant

You may say I'm a dreamer, but I'm not the only one.

John Lennon

The secret to being successful from a trading perspective is to have an indefatigable and an undying and unquenchable thirst for information and knowledge.

Paul Tudor Jones

Die technische Analyse ist trotz mancher Schwächen ein nützliches Werkzeug für die Standortbestimmung und das Timing von Investitionen. Uns ist deshalb wichtig, das *Big Picture* nicht nur aus fundamentalen, sondern auch aus technischen Blickwinkeln zu verstehen.

Unserer Meinung nach haben wir in den vergangenen Monaten einen Paradigmenwechsel erlebt, der eine neue Phase des Bullenmarktes eingeläutet hat. Der von uns sehr geschätzte [Bob Farrell](#) beschrieb diese **veränderten Spielregeln folgendermaßen:**

„Change of a long-term or secular nature is usually gradual enough that it is obscured by the noise caused by short-term volatility ... Moreover, in a shift of secular or long-term significance, the markets will be adapting to a new set of rules while most market participants will be playing by the old rules.“

Die Stimmungslage befindet sich weiterhin im Niemandsland.

Angesichts der Tatsache, dass der Goldpreis trotz neuer Allzeithochs kaum Beachtung findet, interpretieren wir als klar positiv. Die Kombination aus weiterhin relativ geringem Interesse an Gold und Silber seitens der (westlichen) Investoren sowie der mangelnden Kursphantasie seitens der Analysten ist unserer Meinung nach ein gutes Fundament für weitere Kursavancen.

Aus Sicht der derzeitigen Marktstimmung, der Saisonalität und des CoT-Reports würde uns aktuell eine mehrwöchige Phase des „Durchschnaufens“ nicht verwundern. Diese käme nach dem impulsiven Ausbruch von knapp 600 USD nicht überraschend. Wir erwarten jedoch keine tiefe Korrektur, nachdem großes Kaufinteresse an der Seitenlinie wartet, was zu einem „buy the dips“ führt. Auch die zuletzt leicht gestiegene relative Stärke von Silber und den Minen-Aktien stimmt uns zuversichtlich. **Insofern scheinen die Voraussetzungen für die Fortsetzung des neuen Bullenmarktes aus technischer Sicht hervorragend.**

TSX-V:
WRLG

OTCQB:
WRLGF

FRA:
UJO



WEST RED LAKE

GOLD MINES

Developing our High-Grade Projects
in Canada's High-Grade Gold District



Madsen Mine



Rowan Project

VENTURE

50

2024

investors@westredlakegold.com

westredlakegold.com

Quo vadis, aurum?

„Any well-diversified portfolio should contain gold, and, at present, we’d recommend an aggressive overweight. That will act as a hedge against geopolitical and fiscal risks, offer a safe harbor against a breakdown in the equity bull-run, and give positive exposure to the coming easing cycle and period of dollar weakness. Don’t be afraid to go in at current levels.“

Dave Rosenberg

- Der geopolitische Showdown setzt sich fort. Neben den anhaltenden militärischen Auseinandersetzungen spielt sich der Showdown zunehmend auch auf der geo-ökonomischen Ebene ab. Dies spiegelt sich u. a. in der anhaltend hohen Zentralbanknachfrage nach Gold wider.
- Das harsche Ende der Nullzinspolitik schlägt sich in stark steigenden Zinsen für die überschuldeten westlichen Staaten nieder. Die weiterhin restriktive Geldpolitik birgt die Gefahr einer weiteren Verschärfung.
- Als am höchsten verschuldeter Staat hat Japan die Grenze der Schuldentragfähigkeit erreicht. Die Zentralbank kann die gestiegene Inflation nur mehr halbherzig mit minimalen Zinserhöhungen bekämpfen, während sie weiter Staatsanleihen monetarisiert. Als Reaktion darauf hat sich der Goldpreis in Yen seit 2020 mehr als verdoppelt.
- Das neue Gold-Playbook legt Anlegern nahe, Edelmetalle und Realwerte in ihren Portfolios höher zu gewichten, solange es keine nachhaltige Stabilisierung bei der Schulden- und Inflationsentwicklung gibt.
- Wir stellen eine modifizierte Variante des herkömmlichen 60/40-Portfolios vor, die sich aus dem neuen Playbook ableitet. Diese besteht aus 60% Aktien und Anleihen sowie 40% alternativen Anlageklassen wie physisches *Sicherheits-Gold*, Silber, Minenaktien, Rohstoffe, aber auch Bitcoin.
- Wir halten an unserer im Jahr 2020 präsentierten Goldpreisprognose von 4.800 USD bis Ende 2030 fest. Das Erreichen dieses Kursziels setzt eine annualisierte Rendite von knapp 12% voraus. Zum Vergleich: In den 2000er-Jahren betrug die Rendite über 14% p. a., während es in den 1970er-Jahren etwa 27% p. a. waren.

On a team, it's not the strength of the individual players, but it is the strength of the unit and how they all function together.

Bill Belichick

Mit neuen, innovativen Playbooks wurden in der Sportwelt regelmäßig bestehende Paradigmen über den Haufen geworfen. Bill Belichick von den New England Patriots hat die NFL mit seiner Fähigkeit, Spielpläne präzise auf den Gegner anzupassen, mit seiner Variabilität im Offensiv- und Defensivsystem, aber auch mit seiner psychologischen Kriegsführung nachhaltig beeinflusst. Unter Belichicks Führung entwickelte sich Tom Brady, der lediglich als 199. Draft-Pick ausgewählt wurde, rasch zu einem echten *Unterschiedsspieler*. Ihre Partnerschaft führte die Patriots zu sechs Super-Bowl-Siegen und machte sie zum erfolgreichsten Quarterback-Coach-Gespann in der NFL-Geschichte. Belichicks bekanntestes Zitat lautet: „Do your job“. Dies spiegelt seine Philosophie wider, dass jeder im Team seine Rolle präzise ausführen muss, um den Gesamterfolg zu sichern.

So verhält es sich auch bei der Asset-Allokation. Jede Anlageklasse hat ihre Aufgabe zu erfüllen. **Gold könnte im Rahmen des neuen Gold-Playbooks – richtig eingesetzt – zu einem echten *Unterschiedsspieler* im Portfolio avancieren.**

Gold-Vigilantes – Gold als Frühwarnung einer geo-ökonomisch induzierten Rezession?

Hence now that almost every market guru has walked back their recession call, wouldn't it be just typical if the US economy now slides into recession?

Albert Edwards

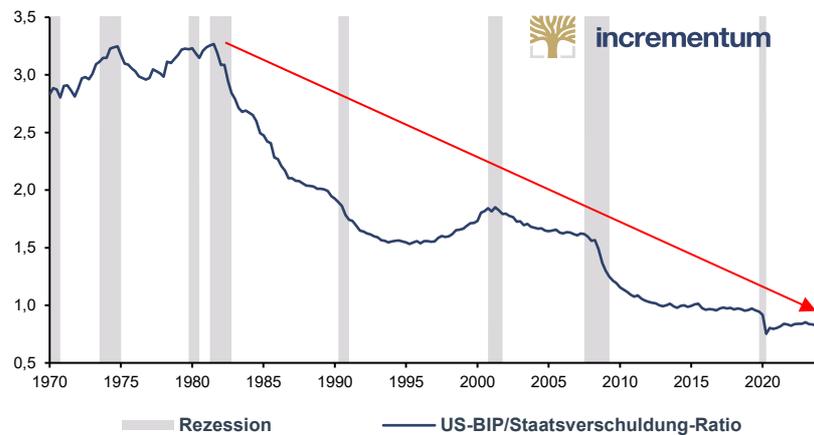
„**The biggest financial event of 2023 has been the recession that never arrived**“, meint unser Freund **Trey Reik**. Auch wir hatten im *In Gold We Trust-Report 2023* „*Showdown*“ eine US-Rezession als wahrscheinliches Szenario beschrieben. Nicht nur zu unserer Überraschung ist diese bislang ausgeblieben. **Doch wieso sind die USA trotz stark gestiegener Zinsen bisher von einer Rezession verschont geblieben?** Das weiterhin enorm hohe Budgetdefizit und die anhaltende Spendierfreude der Konsumenten, angefacht durch starke Nominallohnerhöhungen und die Robustheit des Arbeitsmarktes, sind zwei wichtige Gründe. Zudem profitieren die USA von der zunehmenden Re-Industrialisierung sowie den weiterhin recht lockeren Finanzierungsbedingungen für US-Unternehmen.

Keynesians think that you can take water from the deep end of the swimming, pump it into the shallow end of the swimming pool and somehow the water level of the swimming pool will rise.

Tom Woods

Der fiskalische Stimulus sorgt in den USA für einen brummenden Konjunkturmotor, doch der nachfolgende Chart wird im Lager der keynesianisch gesinnten Bewunderer des aktuellen „Wirtschaftswunders“ für wenig Freude sorgen. Er zeigt das BIP geteilt durch die Staatsschuld. Man erkennt den abnehmenden Grenzertrag einer zusätzlichen Einheit Schulden auf das BIP. **Sobald die Schulden-Dosis nicht zunehmend stärker gesteigert wird bzw. sogar abgesetzt wird, werden die Entzugserscheinungen vermutlich schmerzlich sein.**

US-BIP/Staatsverschuldung-Ratio, Q1/1970–Q4/2023

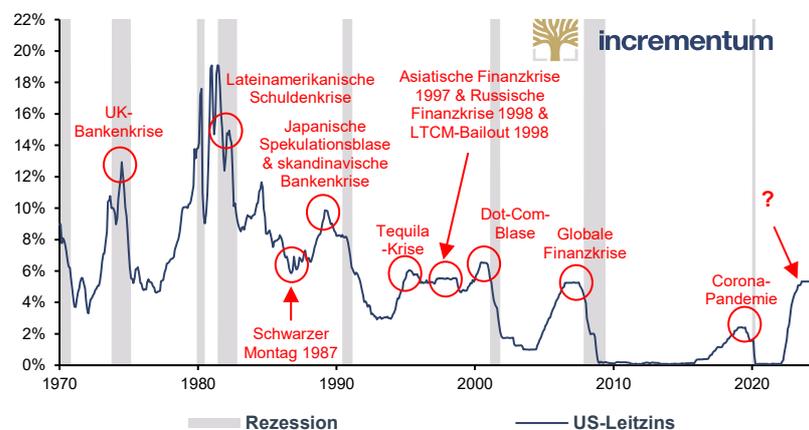


Landings require precise body control and the skillful dissipation of substantial body momentum.

Science of Gymnastics Journal

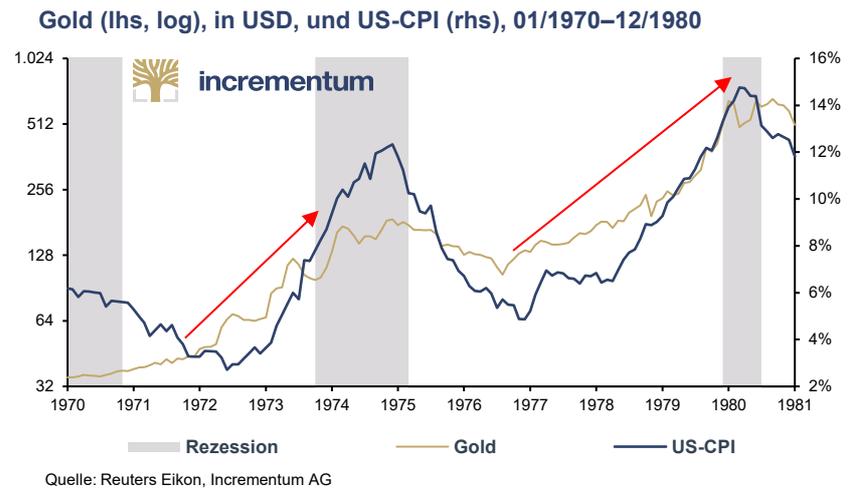
Auch wenn „Nevercession“ und „No Landing“ mittlerweile die Konsensmeinung über die wirtschaftliche Entwicklung der USA bilden, so bleiben wir bezüglich der diversen Goldilocks- bzw. Landing-Szenarien misstrauisch. **Denn die Geschichte zeigt: Straffungszyklen endeten bislang fast immer in einer Rezession.**

US-Leitzins, 01/1970–04/2024



Möglicherweise stellt der Goldpreis einmal mehr seine Portfolioeigenschaft als 6. Sinn der Finanzmärkte unter Beweis?

Blenden wir für einen Moment jedoch das Szenario einer Rezession im Rahmen eines „herkömmlichen“ Konjunkturzyklus aus. Insbesondere in den 1970er-Jahren gingen Goldpreisausbrüche Rezessionen voraus, welche geo-ökonomische Auslöser hatten. Nach dem Goldpreisausbruch von 1972 beispielsweise befanden sich die USA ab November 1973 in einer Rezession. Ausgelöst wurde diese durch das Ölembargo als Reaktion auf die westliche Unterstützung Israels im Jom-Kippur-Krieg im Oktober 1973. Nach dem Goldpreisausbruch von 1978 schlitterten die USA im Februar 1980 in Folge der durch die Iranische Revolution ausgelöste Energiekrise in die Rezession, während die Inflationsrate in den USA auf knapp 15% stieg.



The fate of reserve currencies is to decline over time.

Martin Murenbeeld

In dem Zusammenhang ist wenig bekannt, dass der Ölpreisanstieg Anfang der 1970er-Jahre eine direkte Reaktion der OPEC-Staaten auf die Schließung des Goldfensters am 15. August 1971 war. Diese „vorübergehende“ Entkoppelung des US-Dollars von Gold wurde seitens der OPEC-Mitglieder als Abwertung des US-Dollars interpretiert, was deren reale Öleinnahmen entsprechend schmälerte. Dies belegt auch das uns dankenswerterweise von der OPEC exklusiv zur Verfügung gestellte Sitzungsprotokoll des 25. (außerordentlichen) Treffens der OPEC am 7. Oktober 1971 in Wien.

having considered the report of the Secretary General concerning the recent international monetary developments and their adverse effects on the purchasing power of the oil revenue of Member Countries;

noting that these developments have resulted in a de facto devaluation of the United States Dollar, the currency in which posted prices are established, vis-à-vis the currencies of the major industrialized countries;

recalling Resolution XXI.122 which calls, inter alia, for adjustment in posted or tax-reference prices so as to offset any adverse effect resulting from de facto or de jure changes in the parity of monies of major industrialized countries;

resolves

1. that Member Countries shall take necessary action and/or shall establish negotiations, individually or in groups, with the oil companies with a view to adopting ways and means to offset any adverse effect on the per barrel real income of Member Countries resulting from the international monetary developments as of 15th August, 1971.
2. that the results of negotiations shall be submitted to the next Conference. In case such negotiations fail to achieve their purpose, the Conference shall determine such action as necessary for the implementation of this Resolution.

Quelle: OPEC

We now stand on the brink of a geo-political and monetary rupture.

Russell Napier

Auch heute gibt es im Rahmen des geopolitischen Showdowns ausreichend Potenzial für eine geo-ökonomisch induzierte Rezession. Tatsächlich erinnert uns dieses historische OPEC-Dokument an die Aussage von Gazprom-Chef Alexei Miller im Juni 2022: „**The game of nominal value of money is over, as this system does not allow to control the supply of resources. Our product, our rules. We don't play by the rules we didn't create.**“

Geopolitical developments could also pose upside risks to inflation, including the risk that spillovers from regional conflicts could disrupt global supply chains, putting additional upward pressure on food, energy, and commodity prices.

Michelle W. Bosman

The west dreamt of the BRICS as a lapdog, that they would accumulate dollars and recycle them into Treasuries, but instead of that they are renegotiating how things are done.

Zoltan Pozsar

I have never seen the market so confused. With public debt and deficits out of control, it is hardly surprising gold is strong. Debasement seems inevitable, and gold is the safest port in the storm. There is no need to be confused.

Charlie Morris

With a rebel yell she cried more, more, more.

Billy Idol

Das Risiko eines aus politischen Gründen bewusst hervorgerufenen Öl- bzw. Rohstoff-Schocks wird trotz der sich weiter drehenden Sanktionsspirale von vielen Marktteilnehmern unterschätzt. Man stelle sich frei nach Mark Twain vor, dass in einer sich reimenden Wiederholung der 1970er-Jahre die BRICS+-Staaten weite Teile des Rohstoffmarktes (Erdöl, Erdgas, Agrarrohstoffe, Kupfer, Nickel, Seltene Erden, ...) künstlich verknappen. Dies würde eine weitere Inflationswelle auslösen, die das Potenzial hätte, deutlich schlimmere wirtschaftliche Turbulenzen auszulösen als jene der vergangenen Quartale. **Politische und gesellschaftliche Konflikte wären in diesem Fall zu erwarten.**

Selbst ohne eine derartige abgestimmte Aktion gibt es ausreichend Hinweise darauf, dass die rohstoffreichen Schwellenländer den schon länger andauernden Prozess der De-Dollarization weiter vorantreiben. **Die geopolitische Tragweite dieses Entkoppelungsprozesses zeigt sich in folgendem aktuellen Zitat von US-Präsidentschaftskandidat Donald Trump:** „I would not allow countries to go off the dollar because when we lose that standard, that will be like losing a revolutionary war. That will be a hit to our country.“ Es ist davon auszugehen, dass uns der geopolitische Showdown weg von der unipolaren hin zu einer multipolaren Ordnung noch länger begleiten wird. Im besten Fall vollzieht er sich weiter regional begrenzt, **im schlimmsten Fall befinden wir uns bereits in der Thukydides-Falle, ohne es bislang realisiert zu haben.**

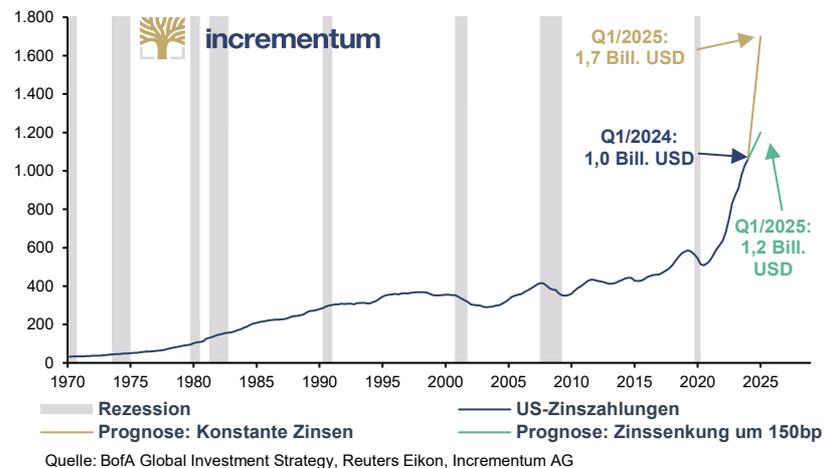
Das neue Gold-Playbook und die Grenzen der Schuldentragfähigkeit

Etwaige Reste fiskalischer Zurückhaltung wurden von den westlichen Staaten im Rahmen der Corona-Politik endgültig über Bord geworfen.

Dieser von uns im Jahr 2021 bezeichnete *Monetäre Klimawandel* ist nach wie vor voll im Gange und hat sich auch nach Ende der Pandemie keineswegs umgekehrt. Zu kostspieligen Initiativen wie dem *Inflation Reduction Act*, dem *Green New Deal* und den stark steigenden Ausgaben eines infolge der demografischen Situation strukturell unterfinanzierten Sozialsystems kommt nun noch die Notwendigkeit, die Finanzierung der militärischen Nach- und Aufrüstung zu bewältigen.

Zusätzlich verschlechtert sich die prekäre fiskalische Situation vieler Staaten wegen der anhaltend hohen Budgetdefizite und der zuletzt deutlich gestiegenen Refinanzierungskosten. Dabei rächt sich nun auch der erhebliche Anstieg der Staatsverschuldung im Gefolge der Corona-Pandemie. Im Vergleich zu Q4/2019, also dem Vorabend der Corona-Pandemie, ist der US-Schuldenstand um 11 Bill. USD oder rund 50% (!) angestiegen. **Und ein Ende des Schuldenrausches scheint nicht in Sicht.**

US-Zinszahlungen, in Mrd. USD, 01/1970–01/2025e



History and logic show that when there are big risks that the debts will either 1) not be paid back or 2) be paid back with money of depreciated value, the debt and the money become unattractive.

Ray Dalio

Ein entscheidender Faktor hierbei ist die Finanzierungsstruktur bzw. die Restlaufzeit der bereits begebenen Anleihen. Diese hat einen erheblichen Einfluss darauf, wie schnell sich der Zinsanstieg auf den Zinsdienst durchschlägt. **Die durchschnittliche Restlaufzeit der US-Bundesverschuldung beträgt aktuell nur 70,7 Monate.** In den vergangenen Jahren wurden besonders viele kurzläufige Schuldtitel emittiert, was die Zinssensitivität weiter erhöht hat. Es ist anzunehmen, dass die zunehmend kurze Finanzierung den Anstieg der langfristigen Renditen begrenzen sollte. Andererseits ist damit implizit auch ein höherer Anreiz für die Zentralbank gesetzt, die Leitzinsen früher als später wieder zu senken.

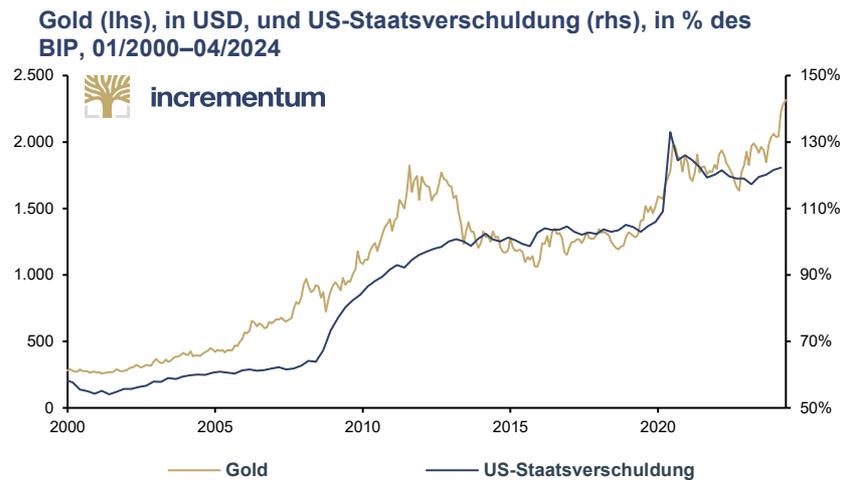
Für seine Langfristprognose nimmt das CBO eine Durchschnittsverzinsung der US-Staatsschulden von 4% in den nächsten drei Jahrzehnten an. Das ist deutlich höher als die aktuelle Durchschnittsverzinsung von rund 3,2%, jedoch zugleich aber bereits deutlich niedriger als die derzeitige Emissionsrendite. Die Folge eines Anstiegs der Durchschnittsverzinsung auf die vom CBO angenommenen 4% wäre ein US-Budgetdefizit von um die 10% des BIPs. Jede Erhöhung um einen weiteren Prozentpunkt würde die Zinszahlungen über 10 Jahre um weitere 2,8 Bill. USD erhöhen. **Das wären um rund 75% mehr als das gesamte (!) aktuelle Defizit.**

If I can convince my wife, I am going to get two dogs, I will call one "financial" and the other "repression". That's going to be my forward looking statement on what's coming.

Jonathan Ruffer

Ein verstärkter Rückgriff auf das vielgestaltige Instrumentarium der finanziellen Repression erscheint somit so sicher wie das Amen im Gebet. Mögliche Maßnahmen reichen von Zinsdeckelungen und quantitativer und qualitativer Lockerung bis hin zu verdeckter bzw. offener Nichtbedienung von Schulden, insbesondere bei Sozialversicherungsleistungen. Auch Kapitalverkehrskontrollen, kompetitive Abwertungen („currency wars“) sowie deutlich höhere Einkommens- und insbesondere Vermögenssteuern stehen wohl auf der politischen Agenda. Mit den unterschiedlichen Facetten der finanziellen Repression haben wir uns bereits mehrfach im Rahmen des *In Gold We Trust-Reports* auseinandergesetzt.¹³¹

¹³¹ Siehe u. a. „Exklusivinterview mit Russell Napier: Save Like a Pessimist, Invest like an Optimist“, *In Gold We Trust-Report 2023*; Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far! – Exklusivinterview mit Russell Napier“, *In Gold We Trust-Report 2021*



Peace is deflationary, wars are inflationary.

Louis-Vincent Gave

In einem **äußerst lesenswerten Kommentar** präsentiert **Niall Ferguson** eine weitere Lehre aus der reichen Geschichte fiskalischer Maßlosigkeit, die zudem ein zusätzliches Argument dafür liefert, warum uns die Phase geopolitischer Instabilität noch länger begleiten wird:

„My sole contribution to the statute book of historiography — what I call Ferguson’s Law — states that any great power that spends more on debt service (interest payments on the national debt) than on defense will not stay great for very long. True of Hapsburg Spain, true of ancien régime France, true of the Ottoman Empire, true of the British Empire, this law is about to be put to the test by the US beginning this very year, when (according to the CBO) net interest outlays will be 3.1% of GDP, defense spending 3.0%. Extrapolating defense spending on the assumption that it remains consistently 48% of total discretionary spending (the average of 2014-23), the gap between debt service and defense is going to widen rapidly in the coming years. By 2041, the CBO projections suggest, interest payments (4.6% of GDP) will be double the defense budget (2.3%). Between 1962 and 1989, by way of comparison, interest payments averaged 1.8% of GDP; defense 6.4%.“

The last moments of life are the most expensive from a healthcare perspective. We are willing to spend infinite money on any treatment advertised to forestall the inevitable. Similarly, the elites in charge of Pax Americana and her vassals are willing to do whatever it takes to preserve the current world order because they have benefited the most from its existence.

Arthur Hayes

2024 ist aber auch das Jahr der Wahlen. Rund die Hälfte der Weltbevölkerung wählt dieses Jahr einen neuen Präsidenten oder ein neues Parlament. Die für das internationale Weltgeschehen relevanteste Wahl wird zweifelsohne – nein, nicht in Österreich – in den USA stattfinden. Für Goldanleger ist diesbezüglich die entscheidende Frage: Wird die erwartete Schlammschlacht und deren Ergebnis direkte Konsequenzen auf die Goldpreisentwicklung haben? Falls überhaupt, dann nur kurzfristig. Schließlich kümmert sich die fiskalische Mathematik in den USA, aber auch andersorts herzlich wenig um die Frage, wer gerade Präsident ist. Vielmehr gibt das fiskalische Erbe der Vorgänger den weiteren Rahmen vor. Luke Gromen legt nahe, dass die US-Wahl viel gemeinsam hat mit der klassischen „Kojote gegen Roadrunner“-Sequenz, in der der *Road Runner* und *Wile E. Coyote* darum zanken, wer den Dynamitstab mit der brennenden Lunte halten muss.

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

Louis-Vincent Gave

In der Eurozone wird langsam realisiert, dass nicht nur Italien ein potenzielles Sorgenkind ist, sondern auch Frankreich. Mitte April musste Frankreich seine Defizitprognose von ohnehin hohen 4,4% auf 5,1% nach oben revidieren. Frankreich ist von der Einhaltung der Maastricht-Kriterien mittlerweile so weit entfernt wie Vaduz von Vanuatu. **Die Ende April endgültig beschlossene Lockerung der EU-Schuldenregeln** – verpackt als stärkere Rücksichtnahme auf die Schuldensituation im jeweiligen EU-Mitgliedsstaat – wird Vaduz ebenso wenig näher an Vanuatu rücken, wie sie spendierfreudige Politiker disziplinierter machen wird. Zudem sind in Frankreich – etwa im Unterschied zu Italien – auch der Unternehmenssektor und die privaten Haushalte überdurchschnittlich hoch verschuldet. Anders gesagt: **Die Gesamtverschuldung aller drei Wirtschaftssektoren ist mit fast 330% des BIP in Frankreich die höchste in Europa. Sie liegt damit rund 80 Prozentpunkte über jener Italiens und mehr als 60 Prozentpunkte über jener der USA.** Weltweit an der Spitze steht Japan mit knapp über 400%.

Japan am Rande der Schuldentragfähigkeit?

Während die Zentralbanken der westlichen Industriestaaten in den letzten beiden Jahren allesamt signifikante geldpolitische Straffungen durchführten, hielt die Bank of Japan (BoJ) eisern an ihrer Nullzinspolitik fest. Getreu dem neo-keynesianischen Mantra, dass Japan die vergangenen beiden Jahrzehnte allzu oft von fallenden Konsumentenpreisen geplagt gewesen sei, wird der jüngste Anstieg der Inflation nun als Heilung von der unterstellten deflationären Plage begrüßt. Die nun deutlich von deflationärem Terrain entfernte Teuerung soll auf gar keinen Fall durch geldpolitische Gegenmaßnahmen gefährdet werden.

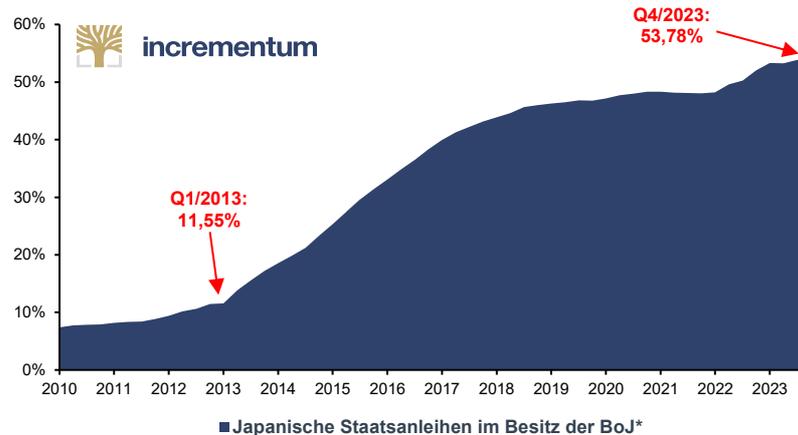
I've never really wanted to go to Japan. Simply because I don't like eating fish. And I know that's very popular out there in Africa.

Britney Spears

Bekanntlich ist Japan in Sachen Staatsverschuldung der globale Spitzenreiter.¹³² Dies wird vom Gros der Investoren und Analysten nicht als ernsthaftes Problem erkannt, da landläufig argumentiert wird, dass die Staatsverschuldung im eigenen Land gehalten wird. Tatsächlich ist es jedoch so, dass die BoJ mittlerweile mehr als die Hälfte der ausstehenden japanischen Staatsanleihen in ihrer Bilanz hält. Dies schränkt die Handlungsfähigkeit der Zentralbank entsprechend ein, da ein Verkauf der Schuldtitel seitens der Notenbank in den Markt – also ein Quantitative Tightening – die Finanzierungskosten des Staates explosionsartig verteuern würde.

¹³² Siehe das Kapitel „Der Akuma-Afterglow: Eine Japanisierung des Westens?“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Japanische Staatsanleihen im Besitz der BoJ*, Q1/2010–Q4/2023



Quelle: Bank of Japan, Incrementum AG
*exkl. Anleihen mit Laufzeit bis 1 Jahr

The falling Yen is about Japan's high debt, which forces BoJ to cap yields. Weak Yen is all about #MMT being wrong on debt...

Robin Brooks

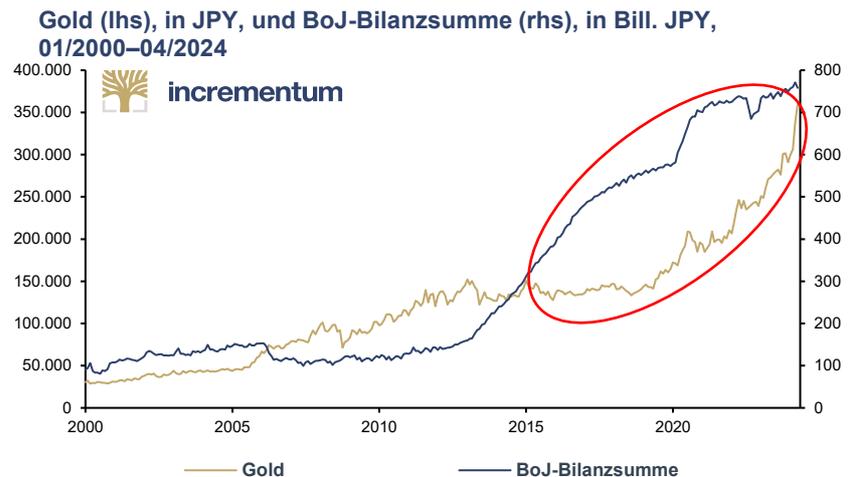
Geopolitics rarely matters to investors as it is akin to the slow grinding of great tectonic plates. However sometimes things speed up and earthquakes follow. Things are speeding up with the decline of the yen and the rise of the US dollar.

Russell Napier

Der japanische Yen ist aufgrund des Zinsdifferenzials im vergangenen Jahr zunehmend unter Druck geraten. Die Bank of Japan (BoJ) hat daraufhin kürzlich eine neue geldpolitische Strategie eingeführt, die einmal mehr als Blaupause für ein neues Playbook der (westlichen) Notenbanken fungieren könnte. Am 19. März erhöhte die BoJ den Zinssatz moderat, sodass zum ersten Mal seit 17 Jahren die Nominalzinsen nicht mehr negativ sind. Zudem kündigte die BoJ das Ende ihrer Politik der Zinskurvenkontrolle (YCC) an. Besonders bemerkenswert ist, dass sie in einem beispiellosen, angesichts einer Staatsverschuldung von 263% des BIP aber wenig überraschenden Schritt, ihr QE-Programm mit monatlichen JGB-Ankäufen in der Höhe von 40 Mrd. USD beibehält.

Das ist das erste Mal, dass eine Zentralbank konventionelle Zinserhöhungen mit einer Bilanzausweitung durch QE kombiniert. Dies kommt einem geldpolitischen Oxymoron gleich, da es effektiv eine Straffung bei gleichzeitiger Lockerung der geldpolitischen Bedingungen bedeutet. Hat sich die BoJ erneut als Trendsetter für die geldpolitische Avantgarde positioniert? Der Yen hat seine Abwärtsbewegung seither jedenfalls fortgesetzt. Ende April durchbrach er zum ersten Mal seit 1990 die Marke von 155 zum US-Dollar. Zwischenzeitlich fiel der Kurs unter die Marke von 160, bis eine scharfe Korrektur den Yen in kürzester Zeit um rund 3% aufwerten ließ.

Gänzlich anders verläuft die Entwicklung des Goldpreises in Yen. Japanische Investoren, konfrontiert mit einer abwertenden Währung und niedrigen Zinssätzen, wenden sich vermehrt Gold als Mittel zur Wertaufbewahrung zu. Dies wird besonders deutlich am heftigen Andrang auf den *MUFG Gold ETF*, der aufgrund immenser Nachfrage **einen Aufschlag von 12,5%** über dem Nettoinventarwert verzeichnete. Kein Wunder angesichts der Tatsache, dass der Goldpreis in Yen in den ersten vier Monaten des Jahres um fast 25% gestiegen ist, nach bereits +21,6% im Vorjahr. Seit 2019 beträgt das Plus sogar mehr als 150%. Die – in Japan sehr volatile – Anlegernachfrage ist 2023 im Vergleich zu 2022 um 228% angestiegen.



The next Ursus magnus could well be a solvency crisis among developed world sovereign borrowers, due to the gross mismanagement of government budgets in many of the OECD countries over the last 15 years.

Charles Gave

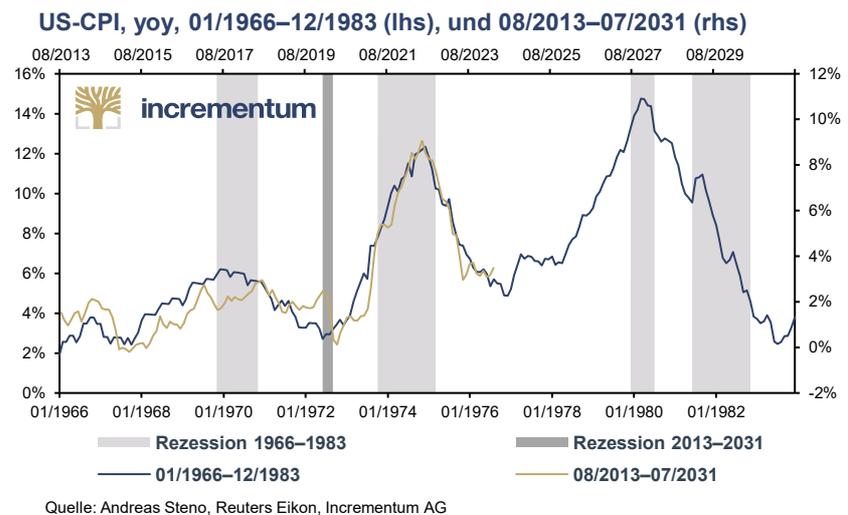
Angesichts dieser unschönen Faktenlage sind wir überzeugter denn je: **Finanzierungs- und Staatsschuldenkrisen könnten schon bald kein exklusives Thema mehr von Entwicklungs- und Schwellenländern sein, sondern auch der (wirtschafts-)politische Alltag des einen oder anderen Industriestaates.** Die entscheidende Frage ist, ob darauf in Form von (nominellen) Zahlungsausfällen oder mit einer Entwertung der Währungen reagiert werden wird.

Das neue Gold-Playbook im Zeitalter erhöhter Inflationsraten

It's a great business to be in, central banking. We print money and people believe it.

**Adrian Orr, Governor
Reserve Bank of New
Zealand**

„Das Zeitalter der *Great Moderation* ist vorbei“, das war eine zentrale Aussage unserer Keynotes und Studien in den vergangenen Jahren. Aufgrund der zunehmenden fiskalischen Dominanz ist nicht damit zu rechnen, dass die Teuerung seitens der Währungshüter entsprechend konsequent bekämpft werden kann. Wir erwarten weiterhin strukturell höhere Teuerungsraten sowie eine anhaltend hohe Inflationsvolatilität. Wie hartnäckig die Inflation sein kann, haben die letzten Monate speziell in den USA gezeigt. Mit Blick auf die insgesamt drei Inflationswellen in den späten 1960er- und in den 1970er-Jahren ist die Ähnlichkeit zur aktuellen Entwicklung frappant.



*A Fed sanctioned economist publishing a paper on the Fed's website just told you the future, are you f**** listening????!!!*
Arthur Hayes

Wird nun die Preisstabilität für die Sicherstellung der Finanzierbarkeit der Staatsverschuldung geopfert? Prof. Charles Calomiris zeichnet in einem aufsehenerregenden Paper für die Federal Reserve Bank St. Louis mit dem Titel „Fiscal Dominance and the Return of Zero-Interest Bank Reserve Requirements“ ohne Umschweife den Weg in dieses Szenario. Sobald eine Bondauktion scheitert, sich also keine Gläubiger zu einem für das US-Finanzministerium akzeptablen Zinssatz finden, würde die Regierung statt auf verzinste, auf unverzinste Schuldverschreibungen, sprich die Notenpresse, zurückgreifen und sich über die Inflationssteuer finanzieren:

„Fiscal dominance leads governments to rely on inflation taxation by ‚printing money‘ (increasing the supply of non-interest-bearing government debt). To be specific, here is how imagine this occurring: When the bond market begins to believe that government interest-bearing debt is beyond the ceiling of feasibility, the government's next bond auction „fails“ in the sense that the interest rate required by the market on the new bond offering is so high that the government withdraws the offering and turns to money printing as its alternative.“

The Fed may end up spiking the punch bowl with more booze when the party is already quite tipsy.
Simon White

Auch wenn sich die Geschichte nie eins zu eins wiederholt, eine weitere Inflationswelle ist definitiv im Bereich des Möglichen. Das liegt auch daran, dass der Basiseffekt mit seiner doppelten Verzerrung – zunächst ein Jahr lang nach oben, nach dem Abebben des einmaligen Preisschocks ein Jahr lang nach unten – bald völlig aus der Inflationsberechnung herausgefallen sein wird. Der Wegfall des negativen Basiseffekts bei den Energie- und Lebensmittelpreisen wird die Inflationsrate nicht mehr weiter nach unten ziehen.

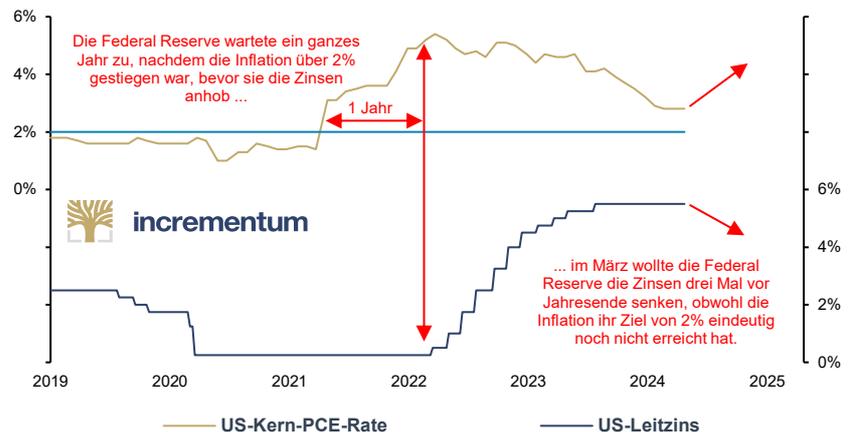


Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Auch auf Seiten der Notenbankpolitik hat sich das Playbook verändert. Die Zentralbanken der Welt scheinen eine zunehmend asymmetrische Sicht auf die Inflation zu haben. Der folgende Chart veranschaulicht diese Asymmetrie gut. Nachdem die Inflation 2021 über 2% gestiegen war, zögerte die Federal Reserve infolge ihrer Fehleinschätzung, wonach die Inflation bloß „vorübergehend“ sei, ein ganzes Jahr. Dagegen sah laut FOMC-Protokoll vom März 2024 die Federal Reserve vor, die Zinsen in diesem Jahr dreimal zu senken, obwohl die Inflation noch nicht das 2%-Ziel erreicht hat. Es ist naheliegend, dass sich dieser

inflationfriendly Bias der Notenbanken auch mit den weiter steigenden Schuldenniveaus und der markanten Erhöhung der Finanzierungskosten erklären lässt, auch wenn die Notenbanken tunlichst jede Frage zur Nachhaltigkeit der Schuldenlast unter dem Deckmantel der apolitischen Einstellung unbeantwortet lassen.

US-Kern-PCE-Rate (lhs), und US-Leitzins (rhs), 01/2019–04/2024



Quelle: Canaccord Genuity, Reuters Eikon, Incrementum AG

...the 2024 bears were hinging their view on a Fed committed to „avoiding the mistake of Arthur Burns.“ That Fed is gone.

Marko Papic

Vor dem Hintergrund der strukturellen Überschuldung sind weitere Anpassungen der geldpolitischen Ziele, inklusive Anpassungen der Inflationsziele, durchaus wahrscheinlich. Olivier Blanchard, ehemaliger Chefökonom des IWF, hat beispielsweise vorgeschlagen, dass ein Inflationsziel von 3–4% effektiver sein könnte als das traditionelle 2%-Ziel.

Viele der führenden Zentralbanken haben ihre Inflationsziele in den letzten Jahren bereits adaptiert. 2020 änderte die Federal Reserve ihr Inflationsziel auf im Schnitt 2% „over the long run“. Kurz darauf folgte die EZB und revidierte 2021 das ihrige von „unter, aber nahe bei 2%“ auf ein Ziel von „mittelfristig symmetrischen 2%“. Diese oberflächlich geringfügig klingende Änderung war dennoch bedeutend, da sie Inflationsraten über 2% grundsätzlich als tolerierbar einstuft und somit im Schnitt eine schnellere Geldentwertung zulässt.

...monetary policy is 98 percent talk and only two percent action. The ability to shape market expectations of future policy through public statements is one of the most powerful tools the Fed has.

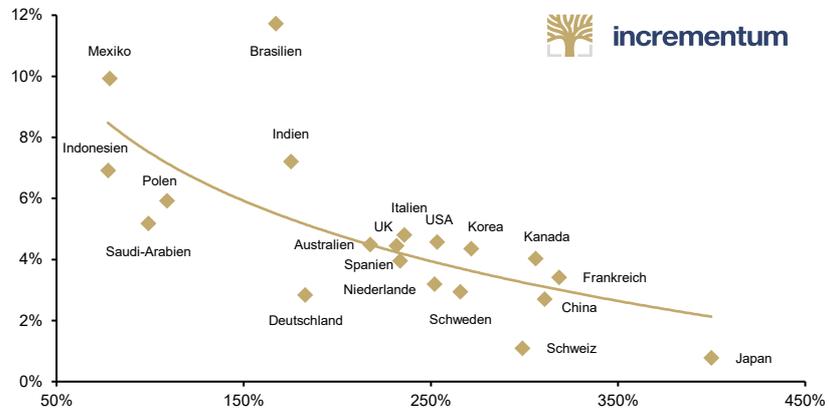
Ben Bernanke

Bemerkenswertes Detail am Rande: Als sich die Inflation im Frühling 2021 aufzubauen begann, reagierten die Notenbanken der Schwellenländer deutlich früher und entschlossener als jene der Industriestaaten, die lange Zeit der Illusion anhängen, dass die Inflation nur ein „Hügel“ sei. Der Grund für diese Divergenz: Für die Schwellenländer waren Inflation und somit Inflationsbekämpfung nichts Neues, während die Industrieländer von der Great Moderation eingulult waren. Auf die Notenbankwelt umgelegt wirkt es so, als wären sich Schwellenländer der Gefahren einer zu heiß gelaufenen Notenpresse bewusst, ihre westlichen Pendanten dagegen nicht.

Wir konnten also bereits in der jüngeren Vergangenheit in den Industrieländern eine graduelle Erosion der Definition von Preisstabilität erleben. Es scheint plausibel, dass die westlichen Notenbanken

angesichts der hohen Verschuldungsraten auch weitere implizite oder mitunter gar explizit höhere Inflationsraten zulassen werden.

Gesamtverschuldung (x-Achse) vs. Zinsen (y-Achse), Q3/2023



Quelle: Gainesville Coins, BIS, Reuters Eikon, Incrementum AG

Was bedeutet das neue Gold-Playbook nun für Anleger?

James Bond:

Do you expect me to talk?

Auric Goldfinger:

No, Mr. Bond, I expect you to die.

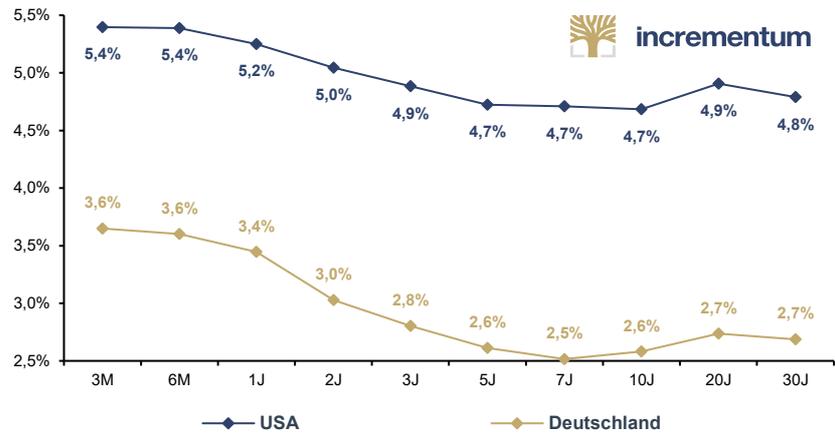
A long bond investors' worst nightmare is inflation, so ultimately, I am an inflation bull and bond bear.

Kevin Muir

Der monetäre Klimawandel, der sich weiter zuspitzende geopolitische Showdown sowie die steigenden Finanzierungskosten, verschärft durch das „higher for longer“ der Zinsen, haben weitreichende Konsequenzen. Das Erreichen der Grenzen der Schuldentragfähigkeit stellt systemisch einen starken Anreiz für weitere Inflationierung dar. In einem Zeitalter immanenter Überschuldung und somit permanent latenter Inflationsgefahr gibt es unter allen Anlageklassen einen großen Verlierer: Anleihen.

„Anything but Bonds“ (ABB) – diese pointierte Formulierung spiegelt die wachsende Skepsis insbesondere gegenüber fix verzinsten Staatsanleihen wider. Auch wenn das Nullzinsterrain verlassen wurde und tatsächlich wieder erwähnenswerte nominelle Renditen auf Anleihen zu lukrieren sind, so sollte man sich aufgrund dessen nicht unkritisch der Nominalzins-Verlockung hingeben. Vor allem dann, wenn man an Veranlagungen mit längeren Laufzeiten denkt, welche aktuell nach wie vor deutlich schlechter rentieren als kurzfristige Veranlagungen. Nach dem katastrophalen Anleihejahr 2022, in dem 30-jährige US-Staatsanleihen Kursverluste von über 30% hinnehmen mussten, bahnt sich auch dieses Jahr erneut eine negative Performance an. Per Ende April liegen langlaufende Treasuries knapp 10% im Minus. **Fallendes Vertrauen in Staatsanleihen ist letztlich nichts anderes als steigendes Misstrauen in die Werthaltigkeit der staatlichen Währung.** Ein derartiger Vertrauensverlust ist bislang erst partiell eingetreten. Die Fallhöhe ist weiterhin hoch.

Zinsstrukturkurve, USA, und Deutschland, 04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

This current bubble is different. It is one level higher at the sovereign debt level. Wall Street does not need bailing out. Government balance sheets need bailing out. The question is, by who?

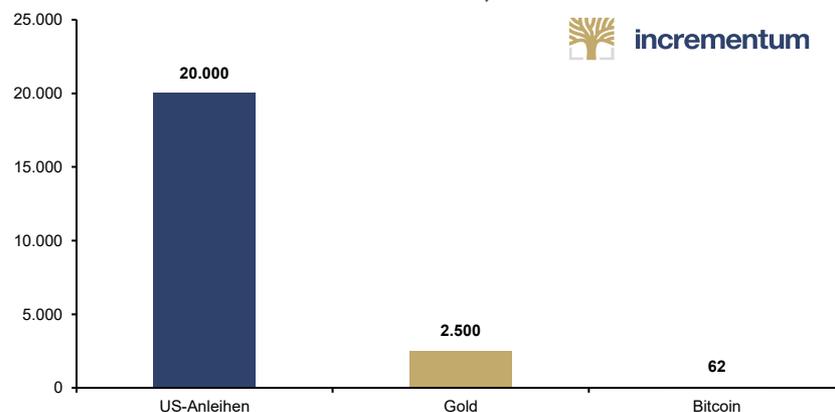
Colly Leporal

In a time of abundance, Bitcoin taught me what real scarcity is.
Gigi

Dieses schwindende Vertrauen in Anleihen kommt nicht von ungefähr. Die von uns sehr geschätzte Lyn Alden fasst die aktuelle fiskalische Lage folgendermaßen zusammen: In einer Ära der fiskalischen Dominanz nimmt das Angebot an Anleihen fortlaufend zu. Defizite von 1,5–2,5 Bill. USD – mit steigender Tendenz – sind in den USA künftig zu erwarten und daher auch über Anleihen zu finanzieren. Das bedeutet, dass allein im kommenden Jahrzehnt zusätzlich zu den auslaufenden US-Staatsanleihen weitere rund 20 Bill. USD an neuen US-Staatsanleihen emittiert werden.

Dagegen wird die neu geförderte Menge Gold in den nächsten 10 Jahren bei konstanter Förderrate und konstanten Preisen nur einen Wert von 2,5 Bill. USD erreichen. Das auf Basis des aktuellen Bitcoin-Preises berechnete Angebot an Bitcoins legt in noch geringerem Maße zu. In den nächsten 10 Jahren, d. h. 2,5 Halving-Zyklen, werden exakt 1.025.390.925 Bitcoins geschürft. Bei einem konstanten Preisniveau von etwa 60.000 USD entspricht dies knapp 62 Mrd. USD. Mit kräftigen Preissteigerungen bei Gold und Bitcoin ist daher zu rechnen, vor allem wenn Anleger alternative Anlageklassen nachfragen. Ausgewählte Qualitätsaktien eignen sich ebenfalls als Alternative, so Alden.

Erwartete Angebotsausweitung von US-Staatsanleihen, Gold und Bitcoin bis 2034 bei aktuellen Preisen, in Mrd. USD



Quelle: Lyn Alden, Reuters Eikon, World Gold Council, Incrementum AG

When trust is broken, everything changes.

Grant Williams

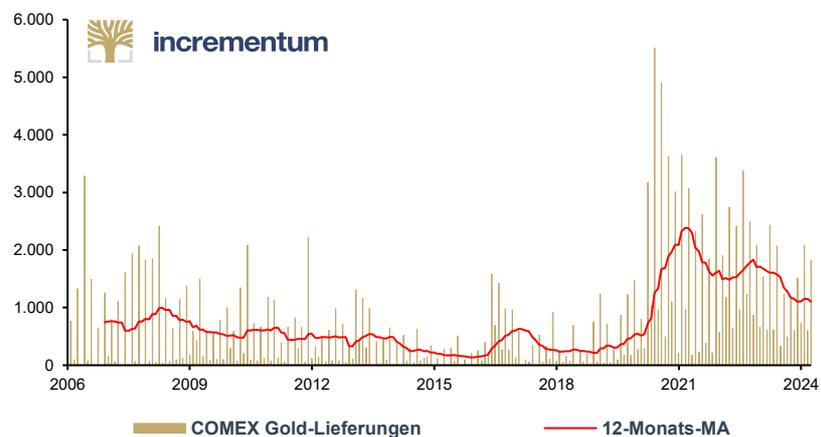
Truth, like gold, is to be obtained not by its growth, but by washing away from it all that is not gold.

Leo Tolstoy

Es verstärkt sich auch der Eindruck, dass das Vertrauen in vielen Ländern in die politischen Eliten deutlich schwindet. Doch weil die grundlegenden Institutionen wie Recht, Medien, Wissenschaft, aber gerade auch die Geld- bzw. Marktwirtschaft auf ein hohes Mindestniveau an Vertrauen angewiesen sind, sind das keine guten Nachrichten. Bereits im *In Gold We Trust-Report 2019 „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“* hatten wir uns mit dieser Thematik auseinandergesetzt, die leider an Relevanz gewonnen hat. Man könnte aber auch den Blickwinkel verändern und die Frage in den Raum stellen, wie viele Politiker noch ihrer Bevölkerung bzw. den Wählern anderer Parteien vertrauen.

Ein weiteres Indiz für das erodierende Vertrauen ist die Tatsache, dass immer mehr Marktteilnehmer die Auslieferung physischen Goldes bevorzugen. 2020 begannen Investoren bei Fälligkeit ihrer Gold-Futures verstärkt die physische Auslieferung des Goldes zu verlangen. Vergleichen wir die „physical deliveries“ seit vor dem Ausbruch der Pandemie, so erkennt man, dass nach der Explosion der physischen Auslieferungen zu Beginn der Corona-Pandemie die Auslieferungen zwar wieder deutlich zurückgegangen sind, sich allerdings noch immer auf einem deutlich höheren Niveau als vor der Pandemie befinden. Die Identität der Käufer bleibt oftmals ungewiss. Wir gehen jedoch davon aus, dass es sich vor allem um Family Offices, HNWI und staatliche Käufer handelt, die wenig preissensitiv, jedoch kritisch bezüglich „Papiergold“ sind. Anders gesagt: **Der höhere Anteil physischer Auslieferung ist eine Konsequenz des schwindenden Vertrauens in die Robustheit des Finanz- und Geldsystems.**

COMEX Gold-Lieferungen, in Tausend Feinunzen, 01/2006–04/2024

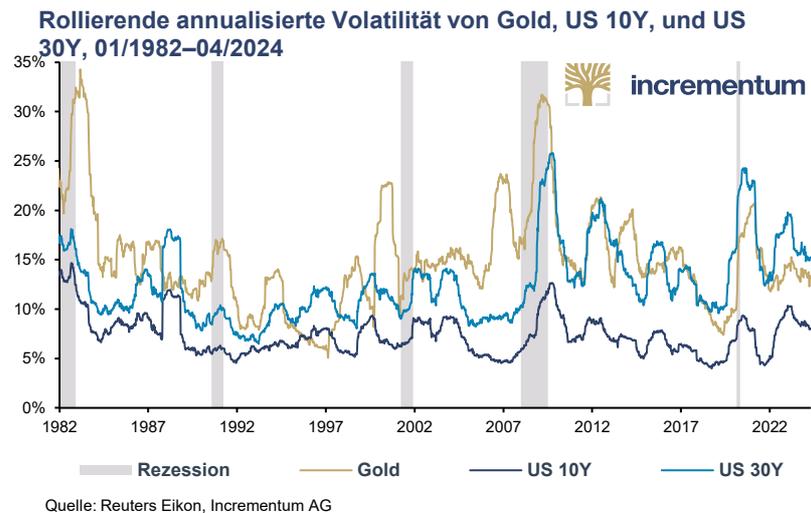


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

In our experience, no opinion clears out a room quicker than questioning the pedigree of the U.S. dollar. We find Western investors remarkably closed-minded about the dollar's reserve currency status.

Trey Reik

Hinzu kommt, dass die Notenbanken jener Länder mit Exportüberschüssen tendenziell das Recycling ihrer US-Dollar-Reserven zurückfahren, also weniger stark in US-Staatsanleihen (re-)investieren. **Mit der De-Dollarization geht gewissermaßen auch eine De-Bondization einher.** Im Umkehrschluss bedeutet dies jedoch auch, dass Investoren Alternativen zu Staatsanleihen suchen. Alternativen, die liquide sind, die ein ähnliches Volatilitätsprofil aufweisen wie langlaufende Staatsanleihen und idealerweise auch vor Inflation schützen. Gold ist ähnlich volatil wie langfristige Staatsanleihen, hat allerdings den großen Vorteil, dass es kein Gegenparteirisiko aufweist.



Do You Have Enough Non-Debt Money?

Ray Dalio

My fondest dream is that I will give what insurance gold I have to my grandchildren. And that they will give it to their grandchildren. If that happens, nothing disastrous occurred in our lifetimes that caused us to part with the insurance gold.

John Mauldin

This ain't no game. It's about making money.

Tony Beets

Angesichts unserer Skepsis gegenüber Staatsanleihen gehen wir davon aus, dass eine zunehmende Anzahl von Marktteilnehmern künftig eine höhere Gewichtung sowohl von *Sicherheits-Gold* als auch von *Performance-Gold* in Betracht ziehen wird. **Konkret erachten wir bei einem Portfolio mit längerfristigem Investitionshorizont eine Quote von bis zu 15% *Sicherheits-Gold* und bis zu 10% *Performance-Gold* als ratsam.** In Anbetracht der aktuellen Lage sehen wir darin eine vernünftige Vereinigung von Stabilität und Wachstum.

Sicherheits-Gold

Unter *Sicherheits-Gold* verstehen wir Investitionen in physisches Gold (Barren, Münzen). Dieses sollte konsequenterweise außerhalb des Bankensystems bzw. idealerweise in Jurisdiktionen mit sehr hoher Rechtssicherheit gelagert werden.¹³³ *Sicherheits-Gold* ist ein ausfallsicherer, liquider Vermögenswert, der hauptsächlich zur Absicherung gegen wirtschaftliche und (geo-)politische Instabilität, hohe Inflation sowie Worst-Case-Szenarien dient. Typischerweise ist physisch gehaltenes Gold eine eiserne Reserve, auf die idealerweise nie zurückgegriffen werden muss und die im besten Fall an die nächste Generation vererbt wird. **Aufgrund des praktisch ausgeschlossenen Ausfallrisikos sowie der im diesjährigen *In Gold We Trust*-Report umfangreich beschriebenen Gesamtsituation sind wir der Überzeugung, dass eine deutlich höhere Allokation in *Sicherheits-Gold* ratsam erscheint.**

Performance-Gold

Während die Aufgabe des *Sicherheits-Golds* darin besteht, als kaufkraftbeständiger Notgroschen zu fungieren, hat *Performance-Gold* die Aufgabe, eine höhere Rendite als physisches Gold zu erzielen. Zum *Performance-Gold* zählen wir so unterschiedliche Anlageklassen wie Goldminenaktien, aber auch Silber und Silberminenaktien und eventuell auch Bitcoin. Investitionen in *Performance-Gold* sind somit volatil und korrelieren

¹³³ Siehe „Goldlagerung: Faktencheck für Deutschland, Kanada und das Vereinigte Königreich“, *In Gold We Trust*-Report 2022; „Goldlagerung: Faktencheck für Österreich, die USA und die Cayman Islands“, *In Gold We Trust*-Report 2021; „Goldlagerung: Neuseeland, Australien und Dubai im Faktencheck“, *In Gold We Trust*-Report 2020; „Goldlagerung: Liechtenstein, Schweiz und Singapur im Faktencheck“, *In Gold We Trust*-Report 2019

In terms of natural resource investing, you're either going to be a contrarian or you are going to be a victim. There isn't much by way of middle ground.

Rick Rule

wenig mit traditionellen Veranlagungen. Folglich sind wir der Überzeugung, dass *Performance-Gold* aktiv verwaltet werden sollte.

Goldminenaktien

Die Performance von Gold- und Silberminenaktien war für die meisten Investoren in den vergangenen Jahren enttäuschend. Bemerkenswert war die Divergenz zwischen der Entwicklung des Goldpreises und den Goldminenaktien. Wie der nächste Chart verdeutlicht, haben die Aktien von Goldminenunternehmen deutlich schlechter performt als Gold.



Ausschlaggebend dafür waren die 2022 und 2023 stark gestiegenen Kosten (AISC) sowie das generell fehlende Interesse westlicher Finanzinvestoren. Die Divergenz zwischen Gold- und Minenaktienentwicklung lässt sich auch dadurch erklären, dass Anleger in Asien üblicherweise nicht in Minenunternehmen investieren. Sie bevorzugen es, Gold und Silber physisch zu halten. Die westlichen Finanzinvestoren hingegen haben analog zu den Reduktionen in den Gold-ETF-Beständen auch ihre Allokationen in Minenaktien reduziert.

A group of people who think differently is a market.

A group of people who think alike is a mob.

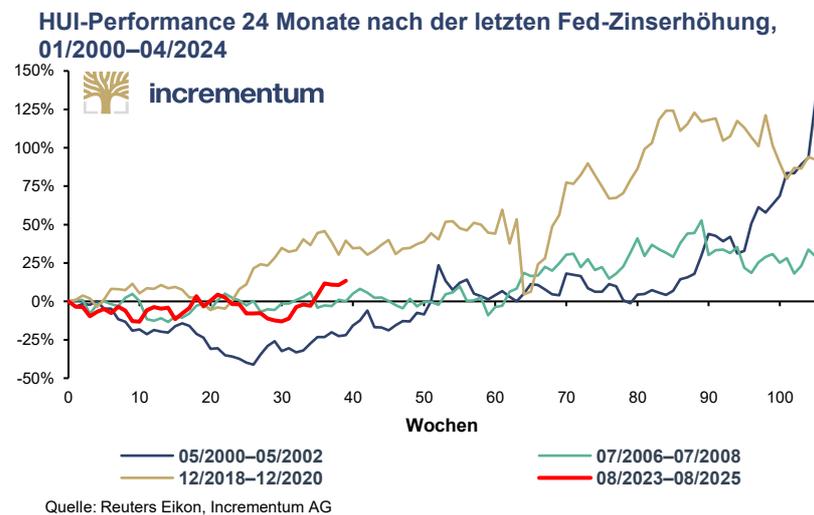
Naval Ravikant

Innerhalb des Aktienspektrums haben zuletzt andere Themen wie beispielsweise KI den Goldminen die Show gestohlen. Dennoch besteht kein Zweifel, dass Minenaktien auf fundamentaler Ebene attraktiv bewertet sind. Diese Unterbewertung hat in den vergangenen Monaten die Aufmerksamkeit namhafter Investoren geweckt, die für ihr Faible für Contrarian-Investments berühmt sind. Stanley Druckenmiller veräußerte im Q4/2023 Technologietitel, darunter Alphabet und Amazon, und investierte in Newmont und Barrick. Kurz darauf berichtete die Financial Times, dass *Elliott Management*, geleitet von Paul Singer, einen Fonds namens Hyperion für Investitionen in Edel- und Basismetalle auflegt, der vom ehemaligen CEO von Newcrest Mining geleitet wird. Wir gehen stark davon aus, dass auch die kommende Publikation der US-amerikanischen Großinvestoren im Rahmen der „F13 filings“ weitere Aufstockungen in Q1/2024 enthüllen wird.

Der Goldminenaktien-Sektor ist in vielerlei Hinsicht einzigartig.

Während fundamentales Bottom-up-Research für eine sorgfältige Titelauswahl

und eine vernünftige Diversifikation unerlässlich ist, spielen in diesem Sektor makrospezifische Top-down-Einflüsse eine besonders wichtige Rolle.¹³⁴ Was die Sensitivität zur Geldpolitik betrifft, so zeigt der Blick in die Vergangenheit, dass Investitionszeitpunkte rund um die letzte Zinserhöhung für die Branche meist erfolgreiche Einstiegszeitpunkte dargestellt haben.



The intelligent investor is a realist who sells to optimists and buys from pessimists.

Benjamin Graham

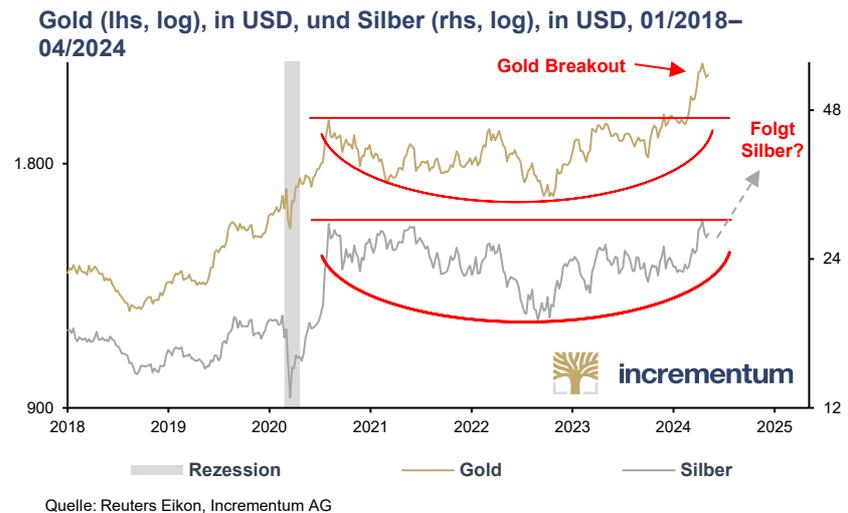
Aufgrund der historischen Unterbewertung des Mining-Sektors haben wir uns Mitte Februar dazu entschlossen, eine Top-down-getriebene Investmentstrategie zu lancieren, die diese Makro-Einflüsse und andere Gedanken im Sinne des neuen Gold-Playbooks abbildet. Das in diesem *In Gold We Trust*-Report vorgestellte *Incrementum Active Aurum-Signal* spielt bei der Investitionsgradsteuerung eine zentrale Rolle.¹³⁵ Nähere Informationen zu dieser Strategie finden Sie unter www.incrementum.li.

Silber

Auch Silber kann als „Performance-Gold“ eine wesentliche Rolle spielen. Bereits das vierte Jahr in Folge weist Silber ein Angebotsdefizit aus. Mit 215,4 Millionen Unzen (Moz) wird das Defizit 2024 einen neuen Rekordwert erreichen. Ausschlaggebend dafür ist der anhaltende PV-Boom. Dieser von China dominierte Schlüsselsektor der Energiewende ist mit einem Verbrauch von 232 Moz mittlerweile die größte Nachfragekategorie für Silber. Zudem hat sich Silber in 6 der letzten 7 Bullenmärkte seit 1967 besser entwickelt als Gold. Die Preisentwicklung des weißen Metalls ist bis dato aber noch unterdurchschnittlich.

¹³⁴ Siehe Kapitel „Minenaktien – Fundamentale und technische Lage“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

¹³⁵ Siehe Kapitel „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“ in diesem *In Gold We Trust*-Report



Historisch gesehen war es die gesteigerte Investmentnachfrage, die für ausgeprägte Bullenmärkte ausschlaggebend war. Im Fall einer zweiten Inflationswelle würde diese Nachfrage einsetzen, mit Silber vermutlich als einem der größten Profiteure.

Rohstoffe

Der Rohstoff-Superzyklus, auf den wir in den vergangenen Jahren regelmäßig hingewiesen haben, hat zwar eine Atempause eingelegt, ist unserer Meinung aber nach wie vor intakt. Preissteigerungen und Versorgungsengpässe haben eine mögliche Ressourcenknappheit wieder ins öffentliche Bewusstsein geholt. So warnte erst vor kurzem Nicolai Tangen, der CEO des 1,5 Bill. USD schweren norwegischen Staatsfonds, vor den neuerlich anziehenden Rohstoffpreisen. Angesichts des Capex-Mangels, den wir im Vorjahr eingehend beschrieben haben,¹³⁶ sind wir der festen Überzeugung, dass sich der Commodity-Bullenmarkt erst in einer Frühphase befindet. Die jüngste Rally bei Kupfer, aber auch das Übernahmeoffert von BHP für Anglo American könnten Vorboten für den Eintritt in die nächste Phase des Bullenmarktes sein.

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

Nasdaq 100/BCOM-Spot-Index-Ratio, 01/1991–04/2024



¹³⁶ Siehe „Capex-Comeback?“, In Gold We Trust-Report 2023

Just like $E=mc^2$ dictates the universal speed limit in our universe, Bitcoin's difficulty adjustment dictates the universal money limit in Bitcoin.

Gigi

Freedom and responsibility aren't interconnected things. They are the same thing.

Harry Browne

Digitales Gold

Seit vielen Jahren vertreten wir die Überzeugung, dass eine Bitcoin-Beimischung traditionellen Wertpapierportfolios zusätzliche Chancen eröffnet. Die Zulassung von Bitcoin-Spot-ETFs durch die SEC und die damit verbundene gestiegene Rechtssicherheit bestärkt uns in dieser Ansicht. Ein Bitcoin-Verbot ist damit endgültig vom Tisch. Eine praktische Möglichkeit zur Integration von Bitcoin-Exposure in einem traditionellen Portfolio sind Portfoliobausteine, die Gold und Bitcoin kombinieren. Hierbei können die Volatilitäten durch Rebalancing und gegebenenfalls auch durch ein Options-Overlay zugunsten des Investors genützt werden. Derartige Investments setzen jedoch ein umfangreiches Fachwissen voraus.

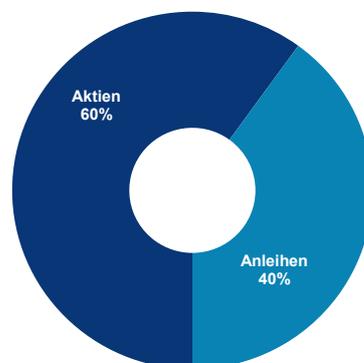
Das neue 60/40-Playbook

Aktuell sind traditionelle Wertpapierportfolios nach wie vor von einer 60/40-Mischung von Aktien und Anleihen geprägt. Diese Portfoliokonstruktion hat in den letzten Dekaden zweifelsfrei attraktive risiko-adjustierte Erträge liefern können. Doch das für eine positive Performance nötige Makro-Umfeld ist mit dem Ende der Great Moderation Geschichte.

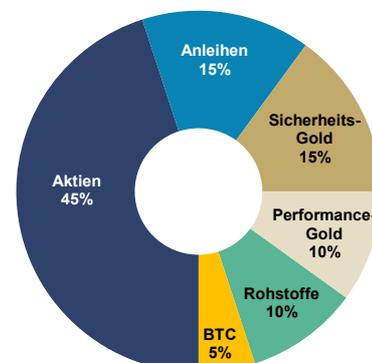
Vor etwa einem halben Jahrhundert präsentierte Harry Browne als Alternative zum herkömmlichen 60/40-Portfolio das *Permanent-Portfolio*.¹³⁷ Dieses setzt sich zu je 25% aus Aktien, Anleihen, Cash und Gold zusammen. Auffallend ist, dass dieses Portfolio nach der Hochinflationsperiode in den 1970er-Jahren populär wurde, in der das 60/40-Portfolio schlecht abgeschnitten hätte, während das 25/25/25/25-Portfolio deutlich bessere Ergebnisse erzielt hätte.

Auch wenn das Permanent-Portfolio auch heute noch eine interessante Alternative sein kann, denken wir, dass es im Rahmen des neuen Playbooks eine zeitgemäßere Umsetzung gibt. **Unsere Interpretation eines neuen Standard-Portfolios für langfristig orientierte Anleger sieht folgende Allokation vor:**

Das alte 60/40-Portfolio



Das neue 60/40-Portfolio



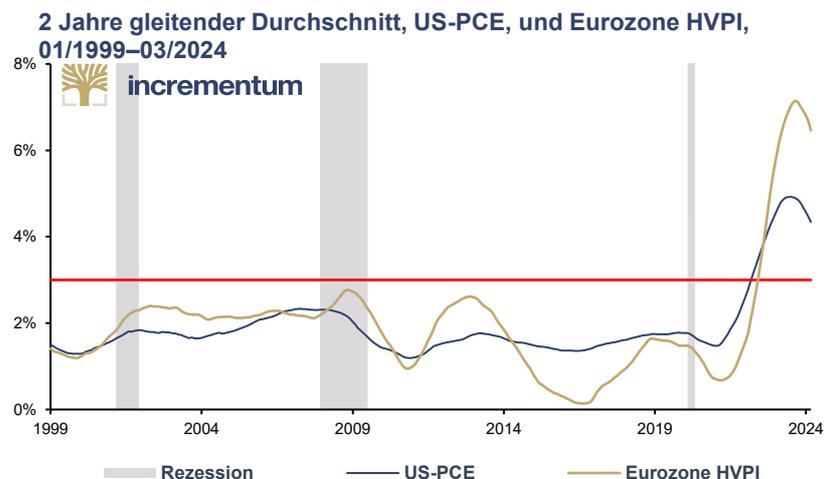
Quelle: Incrementum AG

¹³⁷ Siehe „Gold als Portfolioversicherung“, In Gold We Trust-Report 2016

*The important thing is to keep
the important thing the
important thing.*

Albert Einstein

Diese Allokation verstehen wir selbstverständlich nicht als eine in Stein gemeißelte Regel. Sie soll vielmehr eine Richtlinie darstellen, die sich aus den aktuellen währungs-, fiskal- und geopolitischen Realitäten ableitet. Das neue Gold-Playbook gilt aus unserer Sicht so lange, wie wir uns in einer Phase der Währungsinstabilität, geprägt von hohen Schuldenniveaus und einer geopolitischen Neuordnung befinden. Ein simpler quantitativer Maßstab für die Währungsstabilität ist die Entwicklung der Inflationsraten. Sollten die durchschnittlichen Teuerungsraten in einem Zeitfenster von 24 Monaten unter 3% liegen, würde das einen guten Hinweis darauf geben, dass sich die Lage stabilisiert hätte.



Bis wir also nicht wieder in stabiles monetäres Fahrwasser zurückkehren, scheint ein signifikanter Anteil an nicht-inflationierbaren, ausfallsicheren Hartwährungen wie auch Rohstoffen im Portfolio ratsam.

Die 10 Eckpunkte des neuen Gold-Playbooks

Das Metathema des neuen Gold-Playbooks könnte man wie folgt

zusammenfassen: Die Neuordnung des internationalen Wirtschafts- und Machtgefüges, der dominante Einfluss der Emerging Markets auf den Goldmarkt, das Erreichen der Grenzen der Schuldentragfähigkeit und womöglich multiple Inflationswellen sorgen für eine Aufwertung des Goldes. Diese Phase wird jedenfalls noch länger andauern, und zwar bis sich eine Art neues Gleichgewicht etabliert haben wird.

- 1.) **Die hohe inverse Korrelation zwischen US-Realrenditen und dem Goldpreis ist (vorerst) Geschichte.** Trotz der gestiegenen Realrenditen konnte der Goldpreisanstieg nicht gestoppt werden.
- 2.) **Die Zentralbanken sind ein entscheidender Faktor:** Die Nachfrage dieser Institutionen ist wenig preissensitiv. Zentralbanken dürften einen Boden unter den Goldpreis eingezogen haben.
- 3.) **Die Militarisierung des Fiat-Geldes hat dauerhafte Konsequenzen:** Die Beschlagnahmung russischer Reserven sowie der Vermögenswerte russischer Oligarchen im Jahre 2022 war ein Weckruf für zahlreiche Staaten, aber auch reiche Private aus den Golfstaaten, Russland

*Goldenes Zeitalter, neue Regeln
klar, was gestern galt, ist heute
selten wahr.*

*Verändert stets im flüchtigen
Bestreben, findet Gold seinen
neuen Platz im Leben.*

Chat-GPT

und China. (Luxus-)Immobilien in London, New York oder Vancouver waren stets bevorzugte Destinationen für Ersparnisse aus den Emerging Markets, dies hat sich seit 2022 geändert.

- 4.) **Sichere-Hafen-Anlagen werden Mangelware:** Die Liste der liquiden Safe-Haven-Assets wird kürzer. Neue und alte Safe-Haven-Assets gewinnen an Bedeutung.
- 5.) **Im Gegensatz zum Gold Drain der 1960er-Jahre in den USA findet nun ein Gold Gain der Emerging Markets statt.** China nimmt diesbezüglich eine Führungsrolle ein, ist aber längst nicht mehr alleine. Der westliche Finanzinvestor ist nicht mehr der marginale Käufer bzw. Verkäufer von Gold. Die Preissetzungsmacht am Goldmarkt verlagert sich immer stärker gen Osten.
- 6.) **Monetärer Klimawandel:** Die fiskalische Largesse hat die Schuldentragfähigkeit der westlichen Staaten ernsthaft gefährdet. Die Explosion der Zinslast ist ein Vorbote hinsichtlich der Grenzen der Schuldentragfähigkeit.
- 7.) **Das neue Playbook im Kontext der Stagflation 2.0:** Die Great Moderation ist vorbei. Periodische Angebotsschocks werden zusätzliche Inflationsschwankungen verursachen.
- 8.) **Das Ende des 60/40-Portfolios:** Eine positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, wie im Fall strukturell erhöhter Inflationsraten, bedeutet, dass Anleihen keinen Schutz bieten, wenn das Wachstum nachlässt.
- 9.) **Das neue Playbook der Notenbanker: Der heilige Gral des 2%-Inflationszieles ist nicht mehr sakrosankt.** Noch bevor die Marke nachhaltig wieder erreicht wurde, sprechen westliche Notenbanken offen von einem Kurswechsel zu einer weniger restriktiven Geldpolitik.
- 10.) **Nicht inflationierbare Anlagen** wie Gold, Silber, Rohstoffe, aber auch Bitcoin spielen für Anleger eine zunehmend wichtige Rolle.

Und so wie neue Spielweisen im Sport im Laufe der Zeit noch verfeinert und angepasst werden, verhält es sich auch mit dem Gold-Playbook. **Die In Gold We Trust-Reporte werden Sie über Verfeinerungen und Anpassungen Jahr für Jahr auf dem Laufenden halten.**

Expect the best. Prepare for the worst. Capitalize on what comes.
Zig Ziglar

Das neue Gold-Playbook lässt jedenfalls eine positive Entwicklung für Gold als wahrscheinlich erachten. Doch selbstverständlich gibt es auch Situationen, in denen der Goldpreis Rücksetzer erleiden wird. **Kurz- und mittelfristige Belastungen wären insbesondere aufgrund folgender Entwicklungen zu erwarten:**

- Der Goldpreis ist seit seinen Tiefstständen im Oktober 2023 um fast 600 USD gestiegen, Gewinnmitnahmen sollten demnach keine Überraschung sein.
- Ein tatsächliches „Soft Landing“ könnte den Goldpreis unter Druck setzen, da Investoren Gelder von sicheren zu risikoreicheren Anlagen umschichten.
- Eine Fortsetzung des US-Zinserhöhungszyklus bei nachhaltig steigendem, realem Wirtschaftswachstum.
- Eine Rückkehr in eine der *Great Moderation* ähnliche *Low-Flation*-Phase.

- Die hohen Goldpreise beginnen, die physische Nachfrage zu beeinträchtigen, insbesondere in preissensitiven Märkten wie Indien. Zudem hat das Recyclingangebot bereits reagiert, so zum Beispiel in Indien und den USA.
- In China könnte eine Entspannung der Wachstumsorgen, die vermutlich mit einer wesentlich stärkeren politischen Unterstützung des Immobiliensektors einhergeht, die Goldnachfrage verringern.
- Ein Crash an den Aktienmärkten oder eine signifikante Verschärfung der (Gewerbe-)Immobilienkrise könnte zu Goldliquidationen führen, siehe 2008. Dass Gold sehr liquide ist, ist in solchen Ausnahmesituationen von Nachteil.
- „Momentum-Player“ wie CTAs, Managed Futures und Hedgefonds werden bei Rückgängen oder Anzeichen, dass die Rally ins Stocken gerät, Long-Positionen liquidieren.
- China wertet den Renminbi gegen den US-Dollar ab; dies stärkt den USD und schwächt womöglich den Goldpreis in US-Dollar, aber nicht notwendigerweise in vielen anderen Währungen.
- Eine nachhaltige Beruhigung bzw. Lösung der geopolitischen Konflikte, z. B. zwischen Russland und der Ukraine bzw. zwischen Israel auf der einen Seite und der Hamas und dem Iran auf der anderen Seite.

Quo vadis, aurum?

Never be limited by other people's limited imaginations.

Mae Jemison

The next major leg up in the gold price will prove to be a religious experience for those people unfortunate enough to find themselves short.

Paul Mylchreest

Update zur Goldpreisprognose bis zum Ende der Dekade

Treue Leser werden sich an das von uns im *In Gold We Trust*-Report 2020 veröffentlichte Goldpreisprognose-Modell¹³⁸ mit einem Kursziel bis zum Ende der Dekade erinnern können. **Damals hatten wir – mit dem Golddeckungsgrad als zentralem Input-Faktor – ein Kursziel von knapp 4.800 USD bis Ende 2030 berechnet.**

Insbesondere die starken Zinsanhebungen der Federal Reserve sowie die vorübergehend abebbende Inflationsdynamik haben den

Goldpreisanstieg in den letzten beiden Jahren in Schach gehalten. Der zuletzt deutlich gestiegene Goldpreis ist wohl ein Vorbote für die bevorstehende Zinswende und womöglich auch für ein in den USA zunehmend stagflationäres Umfeld. Wir fühlen uns von der jüngsten Dynamik der Preisentwicklung hinsichtlich unseres Preisziels bestätigt und halten an dem von uns Anfang der Dekade für das Jahr 2030 postulierten Preisziel von etwa 4.800 USD fest.

¹³⁸ „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2020

Zwischenstand zur Goldpreisprognose bis 2030: Tatsächlicher und prognostizierter Goldpreis, in USD, 01/1970–12/2030



The true sign of intelligence is not knowledge but imagination.

Albert Einstein

I play with a fear of letting my team down. That's what motivates me.

Jonny Wilkinson

In youth we learn, in age we understand.

Marie von Ebner-Eschenbach

Sollte dieses Kursziel für manche Leser zu ambitioniert klingen, würden wir gerne die aus diesem Ziel abgeleitete Rendite in historische Perspektive setzen. Ausgehend von einem Goldpreis von 2.300 USD würde dies bis zum Ende dieser Dekade einen Goldpreisanstieg von knapp 12% p.a. bedeuten. Zum Vergleich: In den 2000er-Jahren ist der Goldpreis um über 14% p.a. gestiegen, in den 1970er-Jahren waren es über 27% p.a.

Gold wartet auf seinen Einsatz

Louis-Vincent Gave argumentiert, dass US-Staatsanleihen über eine Generation hinweg die All-Star-Anlageklasse waren, mit der Betonung auf „waren“. Dieser All-Star hat nun ausgedient, und die Portfolios befinden sich in derselben Misere wie die Chicago Bulls ohne Michael Jordan, die französische Fußballnationalmannschaft ohne Zinedine Zidane oder das englische Rugbyteam ohne Jonny Wilkinson. Ein neues Playbook musste geschrieben werden, ein neuer *Unterschiedsspieler*, um den das restliche Team gebaut wird, gefunden werden. **Gold hat sich bereits aufgewärmt und wartet nur auf die Einwechslung, denn es könnte diese Rolle mühelos einnehmen.**

Die Aussichten für Gold bewerten wir im Rahmen des neuen Gold-Playbooks glänzender denn je. Allerdings: Jede signifikante Aufwärtsbewegung wird zwangsläufig von Rücksetzern oder auch Seitwärtsmärkten unterbrochen. Diese unvermeidbaren Phasen sollten die langfristig positive Perspektive von Gold jedoch nicht trüben. Wer auf *Sicherheits-Gold* setzt, es also als kaufkräftigen Notgroschen hält, für den sind solche Rücksetzer sicher ärgerlich. Wer hingegen in *Performance-Gold* investiert, der sollte danach trachten, diese Rücksetzer frühzeitig zu erkennen und die Investitionsentscheidungen dementsprechend anzupassen, um auch von kurzfristigen Schwankungen zu profitieren. **Um den richtigen Zeitpunkt für den Ein- bzw. Ausstieg aus Minenaktien festzulegen, haben wir das *Incrementum Active Aurum-Signal* entwickelt.**¹³⁹

¹³⁹ Siehe Kapitel „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

Die größte Gefahr im Leben ist, dass man zu vorsichtig wird.

Stefan Zweig

Regina Costello merkte einmal so scharfsinnig an, dass unsere Sprache ein Spiegel der Zeit ist, ein Fenster, durch das wir den Geist unserer Ära betrachten. Die Tatsache, dass 2022 vom *Collins English Dictionary* der Begriff „Permakrise“, definiert als „eine länger anhaltende Phase der Instabilität und Unsicherheit, geprägt durch eine Kette von katastrophalen Ereignissen“, zum *Begriff des Jahres* gewählt wurde, spricht Bände. Doch in diesem sprachlichen Spiegelbild der Allgegenwärtigkeit von Krisen liegt auch eine Chance verborgen.

Vergleichbar einem in Bedrängnis geratenen Schachspieler, der in einer scheinbar aussichtslosen Stellung den rettenden Zug sucht, müssen wir lernen, in den um sich greifenden Unsicherheiten nicht nur eine Bedrohung, sondern auch Opportunitäten zu sehen. Erst das versetzt uns in die Lage, tätig zu werden und gestaltend in den Lauf der Dinge einzugreifen, einmal aktiver, einmal passiver, abhängig vom jeweiligen Anlageumfeld. **Wie die Dame am Schachfeld steht Gold bereit, mit Bedacht und Weitsicht defensiv, aber auch offensiv im Portfolio eingesetzt zu werden.**

I am not an optimist. I am a very serious possibilist.

Hans Rosling

In der Konfrontation mit der aktuellen Permakrise ist die beste innere Einstellung nicht starrer Widerstand, sondern die aktive Anpassung an die aktuellen Gegebenheiten und das mutige Vorantreiben kreativer Lösungen, inspiriert durch die zeitlose Weisheit des Schachspiels, **mehrere Züge vorausdenken und nach reiflicher Abwägung die getroffene Entscheidung konsequent umzusetzen. Daher gilt für uns mehr denn je:**

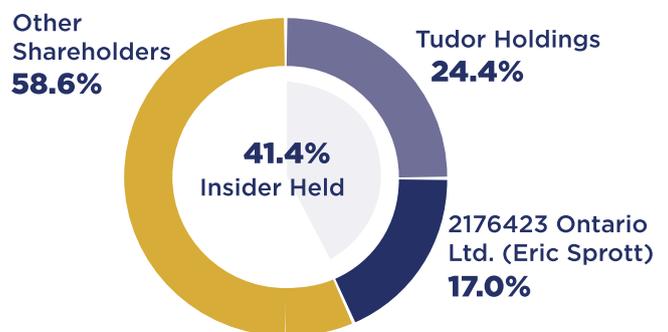
IN GOLD WE TRUST

One of the Largest Gold Discoveries in the Last 30 Years.

Indicated Resources of **27.89 Moz of Gold EQ.** @ 1.19 g/t Gold EQ; includes **2.87 Billion lbs of Copper** and over **140 Moz of Silver.**

TUDOR GOLD Corp. is a precious and base metals exploration and development company focused on developing its **Treaty Creek Project** (60% ownership) located in the Golden Triangle of BC, Canada. Treaty Creek hosts the Goldstorm Deposit; one of the largest gold discoveries in the past 30 years and borders such projects as Seabridge Gold's KSM Projects and Newmont's Brucejack Mine to the southeast.

EQUITY OWNERSHIP



INVESTMENT HIGHLIGHTS

- 
LARGE GOLD RESOURCE
 The Goldstorm Deposit represents one of the largest gold discoveries in 30 years.
- 
CRITICAL METALS
 In addition to gold, Goldstorm hosts significant amounts of **copper and silver.**
- 
PROXIMITY TO INFRASTRUCTURE
 Mining friendly political environment with roads, power grid and seaports in place.
- 
MANAGEMENT SUCCESS
 Ken Konkin (CEO) instrumental in the discovery of VOK at the Brucejack Mine.
- 
GOOD CORPORATE STRUCTURE
 Equity ownership is 41.4% insider held, which includes Eric Sprott.
- 
SIGNIFICANT INVESTMENT UPSIDE
 Opportunity for exploration upside at Treaty Creek Property in several areas.

Über uns

Ronald-Peter Stöferle, CMT



Ronald-Peter Stöferle ist Managing Partner der *Incrementum AG*.

Ronald-Peter Stöferle studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der *Wirtschaftsuniversität Wien* und sammelte während des Studiums praktische Erfahrung am Trading-Desk einer Bank. Nach seinem Studienabschluss arbeitete er bei der *Erste Group* im Research, wo er 2007 zum ersten Mal den *In Gold We Trust*-Report publizierte, der im Laufe der Jahre zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation avancierte.

Seit 2013 ist er Lektor am „Scholarium“ in Wien sowie Vortragender an der *Wiener Börse Akademie*. 2014 veröffentlichte er das Buch „*Österreichische Schule für Anleger*“ und 2019 „*Die Nullzinsfalle*“. Er ist *Member of the Board* von *Tudor Gold* und *Goldstorm Metals*. Zudem ist er seit 2020 Advisor für die *VON GREYERZ AG*.

Mark J. Valek, CAIA



Mark Valek ist Partner der *Incrementum AG*.

Berufsbegleitend studierte Mark Valek Betriebswirtschaftslehre an der *Wirtschaftsuniversität Wien* und ist seit 1999 durchgehend in den Bereichen Finanzmärkte und Asset Management tätig. Vor der Gründung der *Incrementum AG* war er zehn Jahre lang bei *Raiffeisen Capital Management* tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments. Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der „philoro Edelmetalle GmbH“ sammeln.

Seit 2013 ist er Lektor am *Scholarium* in Wien sowie Vortragender an der *Wiener Börse Akademie*. 2014 veröffentlichte er das Buch „*Österreichische Schule für Anleger*“.

Incrementum AG



Die *Incrementum AG* ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizenziertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein. Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems.

Die Herausgeberrechte für den *In Gold We Trust*-Report wurden mit November 2023 an die *Sound Money Capital AG* übertragen. Weiterhin wird der *In Gold We Trust*-Report in gewohnter Weise mit der Marke *Incrementum* co-gebrandet.

www.incrementum.li

Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des *In Gold We Trust*-Reports 2024:

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Theresa Kammel, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Ahmed Ayoub, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Elizabeth und Charley Sweet, Max Urbitsch, Trey Reik, Tavi Costa, Louis-Vincent Gave, Brent Johnson, Grant Williams, Markus Hofstädter, Seasonax, OPEC-Library, Kailash Research, Jochen Staiger, Philip Gales, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, David Schrottenbaum, dem World Gold Council, dem gesamten *Incrementum*-Team sowie unseren Familien!



Gregor Hochreiter
Chefredakteur



Richard Knirschig
Quantitative Analyse &
Charts



Lois Hasenauer-Ebner
Quantitative Analyse &
Charts



Jeannine Grassinger
Assistenz



Stefan Thume
Webdesign & Medien



Peter Árendáš
Autor



Ted Butler
Autor



Roberto Erickson Rios
Autor



Fabian Grummes
Autor



Florian Grummes
Autor



Katrin Hatzl-Dürnberger
Lektorat Deutsch



Handre van Heerden
Autor



Philip Hurtado
Autor



Nikolaus Jilch
Autor



Theresa Kammel
Autorin



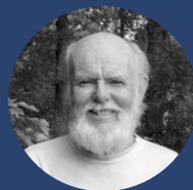
Ronan Manly
Autor



Alex Petrou
Autor



Paul Mylchreest
Autor



Charley Sweet
Lektorat Englisch

Kontakt

Sound Money Capital AG
Industriering 21
FL-9491 Ruggell
Fürstentum Liechtenstein

Email: contact@soundmoneycapital.com

Disclaimer

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch 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 Herausgeberrechte für den *In Gold We Trust*-Report wurden mit November 2023 an die Sound Money Capital AG übertragen. Weiterhin wird der Report in gewohnter Weise mit der Marke Incrementum Co-gebrandet.

Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Sound Money Capital AG und 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).

Sämtliche Publikationen der Sound Money Capital AG bzw. der Incrementum AG sind grundsätzlich Marketingmitteilungen oder sonstige Informationen und keine Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung. Anlageempfehlungen werden von beiden Gesellschaften grundsätzlich nicht publiziert.

Vollumfänglich und ausschließlich verantwortlich für die Inhalte des vorliegenden *In Gold We Trust* Reports ist die Sound Money Capital AG.

Copyright: 2024 Sound Money Capital AG. All rights reserved.

Unsere Premium Partner



Agnico Eagle

Agnico Eagle ist ein führendes kanadisches Minenunternehmen und der drittgrößte Goldproduzent der Welt. Das Unternehmen betreibt Minen in Kanada, Australien, Finnland und Mexiko und verfügt über eine Reihe hochwertiger Explorations- und Entwicklungsprojekte.

www.agnicoeagle.com



Asante Gold

Asante Gold hat sein Fördervolumen von über 400.000 Unzen pro Jahr durch organisches Wachstum und gezielte Übernahmen entwickelt. Wir setzen auf eine verantwortungsvolle Entwicklung und streben danach, Ghanas führender Goldproduzent und favorisierter Arbeitgeber zu sein.

www.asantegold.com



Caledonia Mining

Caledonia Mining ist ein dividendenstarker Goldproduzent und Explorer mit einem starken Wachstumsprofil; seit November 2021 hat das Unternehmen Maligreen, Motapa und Bilboes erworben. Die Vision des Unternehmens ist es, ein auf Simbabwe fokussierter Multi-Asset-Goldproduzent zu werden.

www.caledoniamining.com



DMCC

DMCC hat eine Schlüsselrolle dabei gespielt, Dubai zu einem Top-Goldmarkt zu entwickeln. Dubai – auch als „Stadt des Goldes“ bekannt – ist für 25 % des Weltgoldhandels verantwortlich, ein Großteil davon über die Freihandelszone DMCC. Die Infrastruktur des DMCC umfasst einen Tresor für Edelmetalle, Juweliersgeschäfte etc. Außerdem fördert DMCC den Goldhandel über Plattformen wie DGCX und DMCC Tradeflow.

www.dmcc.ae



ELEMENTUM – Mit Sicherheit mehr!

Seit fast 2 Jahrzehnten ist Elementum Ihr kompetenter Partner für strategische Lösungen in physischem Gold und Silber für Privatpersonen, Familien, Arbeitgeber und Angestellte.

www.elementum-international.ch



EMX Royalty

EMX kann auf mehr als zwei Jahrzehnte erfolgreicher Geschäftstätigkeit zurückblicken. Mit einem Rekord-Cashflow von 37 Millionen US-Dollar im Jahr 2023 steht EMX vor einer aussichtsreichen Zukunft. Die Diversifizierung in Gold, Kupfer und Batteriemetalle sowie starke Partnerschaften mit Unternehmen wie Franco Nevada und langfristig lukrative Royalties bilden die Grundpfeiler dieser positiven Entwicklung.

www.emxroyalty.com



Endeavour Mining

Als größter Goldproduzent in Westafrika hat sich Endeavour Mining den Grundsätzen eines verantwortungsvollen Bergbaus und der Schaffung nachhaltiger Werte für alle Beteiligten verschrieben. Endeavour notiert an der LSE und der TSE unter dem Symbol EDV.

www.endeavourmining.com



Endeavour Silver

Endeavour Silver betreibt zwei hochgradige Untertage-Silberminen in Mexiko. Das Unternehmen treibt das Terronera-Projekt voran und führt Explorationsarbeiten durch, um ein führender Silberproduzent zu werden. Die Aktie bietet ein hohes Beta zum Silberpreis und erzielt über 60% der Einnahmen aus Silber.

www.edrsilver.com



First Majestic Silver

First Majestic ist ein Silber- und Goldproduzent, der drei produzierende Minen in Mexiko, ein Goldprojekt in den USA sowie mehrere Entwicklungs- und Explorationsprojekte besitzt und betreibt. Außerdem gründen wir in den USA unsere eigene Münzprägestalt namens „First Mint“.

www.firstmajestic.com



flexgold – eine Marke von Solit

flexgold ist die smarte Art, in physische Edelmetalle zu investieren, so flexibel und transparent wie nie zuvor. Mit flexgold setzt SOLIT den neuen Goldstandard für Vertrauen, Sicherheit und Transparenz.

www.flexgold.com



Hecla Mining Company

Die 1891 gegründete Hecla Mining Company (NYSE: HL) ist der größte Silberproduzent in den Vereinigten Staaten. Neben dem Betrieb von Minen in Alaska, Idaho und Quebec, Kanada, erschließt das Unternehmen eine Mine im kanadischen Yukon und besitzt eine Reihe von Explorations- und Vorentwicklungsprojekten in erstklassigen Silber- und Goldabbaugebieten in ganz Nordamerika.

www.hecla.com



Karora Resources

Karora ist ein an der TSX notierter Goldproduzent (TSX: KRR) mit Projekten in der Tier-1-Jurisdiktion von Westaustralien. Karora hat ein bewährtes Managementteam und steigert seine Produktion 2024 auf 170–185 koz.

www.karoraresources.com



Kinross Gold

Kinross Gold ist ein führendes Goldminenunternehmen mit Hauptsitz in Toronto, das über ein breit gefächertes Portfolio an Minen und Projekten in den USA, Kanada, Brasilien, Chile und Mauretanien verfügt.

www.kinross.com



McEwen Mining

McEwen Mining, ein Gold- und Silberproduzent, besitzt 48% des Kupferprojekts Los Azules. Unter der Leitung von Chairman Rob McEwen (220 Mio. USD Investitionen in das Unternehmen, 1 USD/Jahr Gehalt) konzentrieren wir uns auf die Steigerung von Produktivität und Shareholder Value.

www.mcewenmining.com



Minera Alamos

Minera Alamos ist ein neuer Goldproduzent, der derzeit seinen Santana-Tagebau hochfährt. Zudem befindet sich das Unternehmen inmitten des Genehmigungsverfahrens für sein zweites Vorzeigeprojekt, den Tagebau Cerro de Oro. Das Geschäftsmodell der Firma setzt auf niedrige Investitionskosten und bleibt somit vom Inflationsdruck weitgehend verschont.

www.mineraalamos.com



Münze Österreich

Die Münze Österreich AG ist für die Prägung der österreichischen Münzen verantwortlich und vertreibt Anlageprodukte wie den Wiener Philharmoniker in Gold, Silber und Platin sowie Goldbarren.

www.muenzeoesterreich.at



philoro EDELMETALLE

philoro ist einer der europäischen Marktführer im Bereich Edelmetallhandel und Edelmetallproduktion. Wir decken das gesamte Spektrum von der Edelmetallveranlagung bis hin zur Verwahrung ab.

www.philoro.at



Regency Silver

Regency Silver erschließt auf seinem Projekt Dios Padre in Sonora, Mexiko, ein großes, hochgradiges Gold-Kupfer-Silber-System. Das soziale Mandat von Regency Silver basiert auf dem Respekt für die Umwelt und für die Gemeinden, in denen das Unternehmen tätig ist.

www.regency-silver.com

Sprott

Sprott

Sprott ist ein weltweit führender Anbieter von Investments in Edelmetalle und strategische Metalle und verfügt über langjährige Expertise in der Minenbranche. Wir bieten Investments in Gold, Silber, Platin und Palladium und verwalten den weltweit größten physischen Uran-Trust.

www.sprott.com



Tudor Gold

TUDOR GOLD Corp. ist ein Explorationsunternehmen im Golden Triangle in B.C., Kanada, das das Projekt Treaty Creek mit einer nachgewiesenen Ressource von 27,9 Moz AuEQ @ 1,19 g/t AuEQ, einschließlich 6,0 Moz AuEQ @ 1,25 g/t AuEQ vorantreibt.

www.tudor-gold.com



Victoria Gold

Victoria Gold (VGCX) ist der führende Goldentwickler und -produzent im Yukon. Das Grundstück Dublin Gulch in Zentral-Yukon umfasst die Eagle-Goldmine – eine langlebige Mine, deren Betriebsdauer mit hoher Wahrscheinlichkeit sogar noch weiter verlängert werden kann. Das weitere Explorationspotenzial ist hervorragend.

www.vgcx.com



VON GREYERZ

VON GREYERZ ist weltweiter Branchenführer im Erwerb und in der Lagerung von Edelmetallen und bietet Anlegern in über 90 Ländern direkten persönlichen Zugang zum größten und sichersten privaten Goldtresor der Welt, der sich in den Schweizer Alpen befindet.

www.vongreyerz.gold



West Red Lake Gold Mines

West Red Lake Gold Mines ist ein Explorationsunternehmen, das sich auf die Weiterentwicklung und Erschließung seiner Vorzeige-Goldmine Madsen und des Rowan-Projekts im Golddistrikt von Red Lake, Ontario, Kanada, konzentriert.

www.westredlakegold.com



Ximen Mining

Ximen Mining (TSX.V XIM) konzentriert sich auf die verantwortungsvolle Erschließung, den nachhaltigen Abbau und die Exploration seiner Edelmetallgrundstücke im Süden von British Columbia, Kanada, und treibt seine Goldmine Kenville voran.

www.ximenminingcorp.com

Seit 2013

Ihr Vermögen in verlässlichen Händen

Vermögensverwaltung. Fondsmanagement. Incrementum.



incrementum

www.incrementum.li



