

in **gold** we trust **.report**

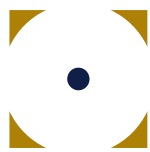
1. Juni 2017 | Extended Version



incrementum

Ronald-Peter Stoeferle
Mark J. Valek

*Wir bedanken uns herzlich bei unseren "Premium-Partnern" für
die Unterstützung des "In Gold we Trust"-Reports 2017*



philoro
EDELMETALLE



Inhaltsverzeichnis

Einleitung	4
Standortbestimmung	11
a. Status Quo von Gold im Währungskontext	12
b. Der Goldpreis relativ zu Aktien- und Rohstoffpreisen	18
c. Systemische Überschuldung und Inflation	19
d. Flows und Liquiditäts-Ratios	23
e. Zusammenfassung	25
Weißer, Grauer und Schwarzer Schwan	27
a. Der Schwarze Schwan	28
b. Weißer Schwan: Rezession	29
c. Hinweise auf eine nahende Rezession	32
d. Grauer Schwan: Stagflation	40
e. Weitere potenzielle Graue Schwäne	42
Fazit	45
Populismus und dessen wahre Wurzel	47
a. Der neue Populismus	48
b. Donald Trump der neue Ronald Reagan?	52
c. Die "Rückkehr" des Deficit Spending?	54
d. Das Ende der Globalisierung	56
Fazit	58
Globale Ungleichgewichte: Die Wurzel der ungleichen Handelsströme	60
a. Leistungsbilanzen aus den Fugen	61
b. Der klassische Goldstandard: Vom Merkantilismus zum Goldautomatismus	62
c. Zwischenkriegsinstabilität und Gold-Devisen Standard	63
d. Bretton Woods und das Triffin-Dilemma	65
e. Bretton Woods II & Fiat-Dollarstandard	68
f. Ausblick auf die zukünftige Währungsarchitektur	71
Fazit	73
De-Dollarization: Goodbye Dollar, hello Gold?	75
a. Wo stehen wir heute?	78
b. De-Dollarization - die Anfänge	79
c. Die Folgen der De-Dollarization	83
d. Die Goldmänner (und Goldfrauen) in der Trump-Regierung	84
e. Exkurs: Ein Exklusiv-Interview mit Dr. Judy Shelton	90
f. Addendum: Shadow Gold Price	95
Fazit	99
Im Zeitalter des Kapitalkonsums	101
a. Eine kleine Einführung in die österreichische Kapitaltheorie	102
b. Im Zeitalter des Kapitalverzehr	104
c. Produktive, unproduktive und kontraproduktive Schulden	106
d. Fazit	109
e. Addendum: Das Verhältnis von Geldmenge zu Ersparnissen und die Konsequenzen für den Goldpreis	110
Fazit	113
Die systemische Überschuldung	114
a. Die Schuldendynamik des gegenwärtigen Geldsystems	115
b. Die Grenzen der Aufschuldung	117
Fazit	119
Der Kampf um das Bargeld geht in die nächste Runde	120
a. Aktuelle Entwicklungen rund um Bargeldeinschränkungen	121
b. The Macroeconomics of De-Cashing	122
In Bitcoin We Trust?	124
a. Bitcoin oder Nicht-Bitcoin	125
b. Bitcoin – Digitales Gold oder Narrengold?	128
Fazit	131
Portfolioeigenschaften von Gold	134
a. Einleitung	135
b. Gold und der US-Dollar	135
c. Gold und Zinsen	137
d. Gold und Aktien	139
f. Langfristige Kaufkraftvergleiche von Gold	141
Fazit	143
Minenaktien	145
Fazit	151
Technische Analyse	154
a. Sentiment	156
b. Saisonalität	157
c. Exkurs: Das Midas-Touch-Gold-Modell	159
Fazit	164
EXKURS: Die Nullzinsfalle	165
Fazit	169
Fazit	170

Disclaimer:

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

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

Copyright: 2017 Incrementum AG. All rights reserved.

Einleitung

Key Takeaways

- Der jährlich erscheinende „In Gold we Trust“-Report bietet im 11. Jahr wieder einen umfangreichen Überblick über die relevanten Geschehnisse am (Gold)-Markt.
- Während in den USA Zinserhöhungen stattfinden, laufen anderenorts noch die Quantitative Easing-Programme – allein im 1. Quartal 2017 wurden 1.000 Milliarden an Zentralbankgeld geschöpft.
- Starkes Jahr 2016 für Goldpreisentwicklung wurde durch US-Präsidentschaftswahl gebremst.

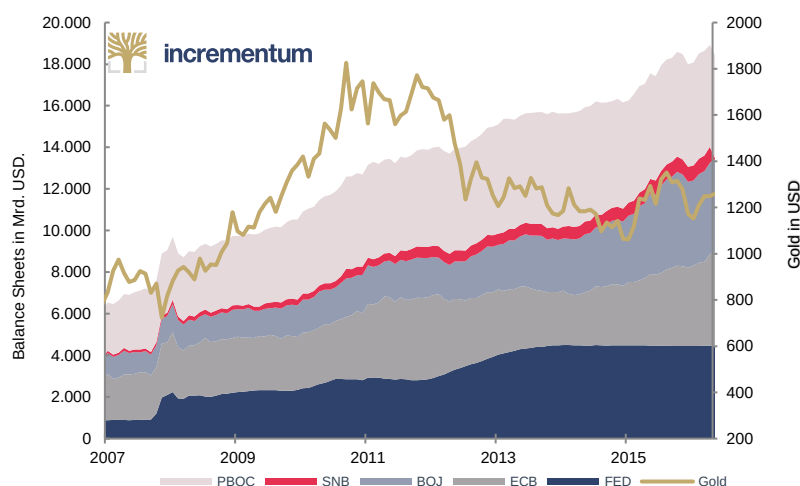
"It is a case of better having insurance and not needing it, than one day realizing that one needs it but doesn't have it."

Acting-man.com

Wir leben in einem Zeitalter eines fortgeschrittenen monetären

Surrealismus. Allein im 1. Quartal 2017 wurden seitens der größten Notenbanken 1.000 Milliarden USD an Zentralbankgeld ex nihilo geschaffen. Die geschöpften Gelder wurde freilich nicht karitativ eingesetzt¹, sondern wurden für den Kauf von Finanztiteln verwendet. Obwohl die global anhaltende "liquidity supernova" derzeit weiterhin für "angespannte Ruhe"² an den Finanzmärkten sorgt, sind wir der festen Überzeugung, dass sich die wahren Kosten dieses monetären Wahnsinns noch offenbaren werden.

Zentralbankbilanzen und der Goldpreis



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

“Over the long run, the price of gold approximates the total amount of money in circulation divided by the size of the gold stock. If the market price of gold moves a long way from this level, it may indicate a buying or selling opportunity.”

Ray Dalio

Der in den vergangenen Jahren geschaffene monetäre Tsunami, bestehend aus einer Schwemme von Zentralbankgeldern und einer Sintflut an neuen Schulden, hat unserer Meinung nach eine gefährliche Illusion erschaffen: die Illusion einer sorglosen Gegenwart auf Kosten einer fragilen Zukunft. Die kollektive Leichtsinnigkeit seitens der Investoren spiegelt sich zum Beispiel in den rekordverdächtig niedrigen Volatilitäten der als alternativlos geltenden Aktien wider und macht sich bei minimalen Risikoaufschlägen von Unternehmens- und Staatsanleihen bemerkbar. **Ein knappes Jahrzehnt von Null- und Negativzinspolitik hat jegliche Risikoprämien atomisiert.**

Während die Quantitative Easing-Programme vielerorts weiter auf Hochtouren laufen, sieht die Situation in den USA freilich anders aus: Sieben Jahre nachdem der Tagesgeldsatz auf null gesenkt worden war, markierte der erste Zinsschritt der Federal Reserve im Dezember 2015 das Ende der längsten Phase zinspolitischer Erstarrung. Die eingeleitete Normalisierung der Geldpolitik ist für viele Börsianer die erhoffte Bestätigung für die finale Genesung der US-Wirtschaft.

Doch die jahrelang angekündigte Zinswende lief zunächst schleppend an. Die Marktteilnehmer wurden im Laufe des Jahres 2016 zunehmend nervös, als

¹ Mit dem Gegenwert der Summe könnte man jeden der etwa 7,5 Mrd. Erdenbürger auf 20 Big Macs im lt. „Big Mac Index“ teuersten Währungsraum, der Schweiz, einladen. Oder aber jedem Menschen einen Dukaten (1/10 Unze) Gold schenken.

² Die BIZ sprach in einem Quartalsbericht von einer "angespannten Ruhe". Das Spannungsverhältnis zwischen Ruhe an den Finanz- und Währungsmärkten und den fundamentalen Sollbruchstellen der Realwirtschaft müsse sich früher oder später auflösen, so die BIZ.

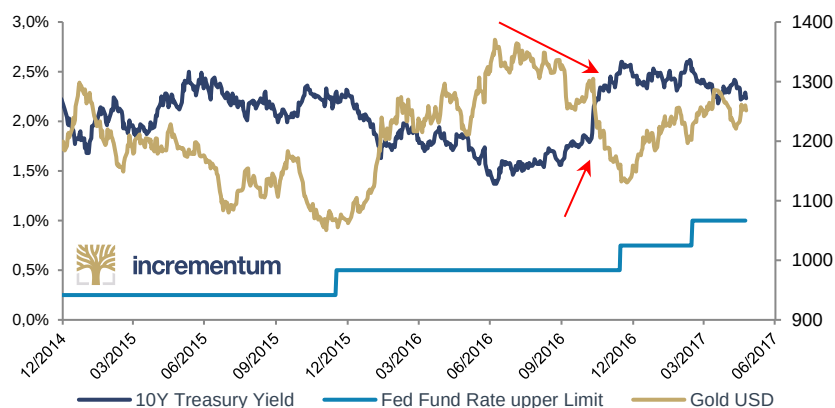


klar wurde, dass die Zentralbank nicht annähernd in der Lage war, das angekündigte Tempo von vier Zinserhöhungen einzuhalten. Im Anschluss an die FOMC-Sitzung im März 2016 lautete die erste Frage, die der CNBC-Journalist Steve Liesman an Janet Yellen stellte:

"Does the Fed have a credibility problem [...]?"³

Mitschuld an der Untätigkeit der Federal Reserve war unserer Meinung nach das Fehlen des vielzitierten selbsttragenden Aufschwungs. Abwertungen der chinesischen Währung sowie weiterhin fallende Renditen am langen Ende der Zinskurve im Jahre 2016 taten ihr Übriges und die FED musste den nächsten Zinsschritt bis Dezember 2016 verschieben.

10Y Treasury Yield, Fed Funds Rate (linke Skala) und Goldpreis (rechte Skala)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

"The highly abnormal is becoming uncomfortably normal."

Claudio Borio, BIZ

Der Goldpreis hat im Zuge dieser zögerlichen Phase der Fed ein fulminantes Comeback gefeiert. Letztes Jahr eröffneten wir den "In Gold we Trust"-Report mit dem Satz: "Gold ist zurück!". Wir hatten die Untätigkeit der Fed erwartet und die Wiederkehr des Bullenmarktes antizipiert. Eine nachhaltige Trendwende des Goldpreises schien vollzogen und wir sahen uns in unserer bullischen Haltung bestätigt.

Doch die Zuversicht ins gelbe Metall wurde im Herbst 2016 erneut gebremst. Vor allem im letzten Quartal 2016 hatte der Goldpreis deutlich Federn lassen müssen. Auch wenn der maximale Drawdown des Goldpreises in US-Dollar seither zu keinem Zeitpunkt 20% betrug und man daher weiterhin von einer Korrektur im neuen Bullenmarkt sprechen kann, wollen wir offen aussprechen, dass wir den Dämpfer der Goldpreisentwicklung nicht vorhergesehen hatten. Unser Preisziel von USD 2.300 für Juni 2018 wird von daher voraussichtlich zu optimistisch sein.

³ https://youtu.be/aodavML_CB8?t=15m

Doch was war der Auslöser für diese plötzliche Schubumkehr beim Goldpreis?



Quelle: https://de.wikipedia.org/wiki/Donald_Trump⁴

"There are two ways to be fooled. One is to believe what isn't true; the other is to refuse to believe what is true."

Søren Kierkegaard

"It's the economy, stupid."

Bill Clinton

"It's the economic, stupid."

Richard Lugner

(österreichisches Pendant von Donald Trump)

Ironischerweise war es Donald J. Trump. Die Wahl des von der Wall Street ursprünglich ungeliebten Präsidentschaftskandidaten entzündete die Hoffnung auf eine Renaissance Amerikas durch eine nationalistisch ausgerichtete Wachstumspolitik. Präsident Trump brachte einen Stimmungswechsel, besonders bei jener Bevölkerungsschicht, die das Vertrauen in das Wirtschaftssystem und die politischen Institutionen verloren hatte. Die Aktienmärkte vollzogen daraufhin einen weiteren Schub nach oben und der Anstieg des Goldpreises wurde (vorerst) gebremst.

Die Fed scheint die erneute Euphorie an den Märkten nun nutzen zu wollen, um die Normalisierung der Geldpolitik voranzutreiben. Auch wenn ein Gros der Journalisten und Ökonomen felsenfest von der Nachhaltigkeit der US-Zinswende überzeugt ist, so ist mit dem Narrativ des Trump-Aufschwungs ein Widerspruch verbunden: Wenn die wirtschaftliche Entwicklung – wie von der Fed behauptet – tatsächlich schon vor Trumps Wahl so rosig war, so hätte wohl nicht jener Präsidentschaftskandidat gewonnen, dessen zentrale Botschaft es war, Amerika WIEDER großartig zu machen. **Das Narrativ der gesundenden US-Wirtschaft ist jedoch die Grundlage für den rekordverdächtigen, achtjährigen Aktienbullenenmarkt.**

Das Bewertungsniveau des US-Aktienmarktes ist inzwischen sowohl absolut als auch in Relation zur Wirtschaftsleistung – gelinde gesagt – *ambitioniert*. **Der Verdacht liegt nahe, dass sich die USA ein drittes Mal innerhalb von zwei Dekaden inmitten einer durch Geldmengeninflation**

⁴ Anmerkung: Dies ist das offizielle Präsidentschaftsfoto von Donald Trump.

".... Stocks, bonds and real estate have all become as overvalued as we have ever seen any one of them individually in this country. The end result of all of this money printing and interest rate manipulation is the worst economic expansion since the Great Depression and the greatest wealth inequality since that period."

Jesse Felder

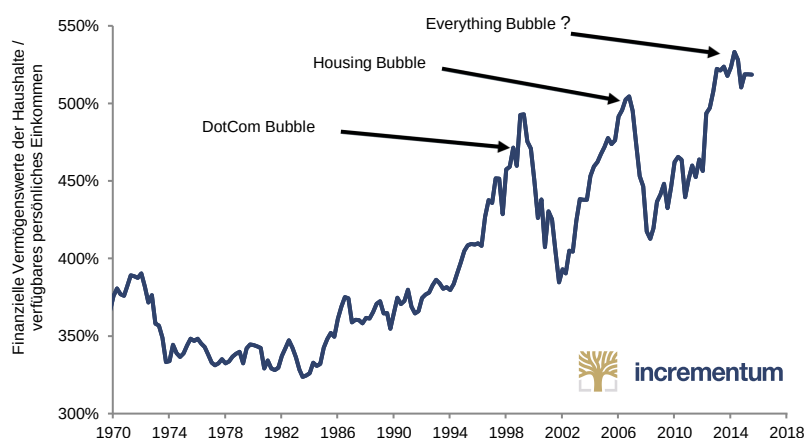
verursachten, illusionären Bubble-Economy mit dazugehörigem

Ablaufdatum befinden. Im Vergleich zu den vorherigen beiden Blasen beschränkt sich der Exzess aber nicht nur auf einzelne Sektoren (Technologie in 2000, Credit in 2008), sondern inkludiert zahlreiche Anlageklassen, insbesondere Anleihen und (erneut) Immobilien.

Mit Blick auf die aktuelle Lage spricht der US-Analyst Jesse Felder zu Recht von einer "Everything-Bubble".⁵

Das Konzept des klassischen Anlegerportfolios, das Aktien für den Risikohunger und Anleihen als gegenläufigen Sicherheitsbaustein vorsieht, muss gegenwärtig kritisch hinterfragt werden.⁶

Die "Everything Bubble": Vermögenswerte relativ zu den Einkommen



Quelle: Incrementum AG, Jesse Felder, Federal Reserve St. Louis

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

Michael Hartnett

Während die Märkte bereits heute die künftigen Erfolge der Trumponomics feiern, offenbarte sich die strukturelle Schwäche der US-Realwirtschaft in den jüngsten Wachstumszahlen. Nach der jüngsten Schätzung wuchs die US-Wirtschaft im ersten Quartal 2017 um magere 1,2 %. In Kombination mit einer Inflationsrate von über 2% bedeutet dies, dass sich die USA bereits am Rande einer stagflationären Entwicklung befinden. Ein Szenario, vor dem wir bereits häufig gewarnt hatten. Die Märkte sehen dies freilich anders als wir.

So stehen zum Beispiel Sachwerte in Relation zu Finanzwerten auf dem tiefsten Stand seit 1925⁷. In einer höchst lesenswerten Analyse empfiehlt Michael Hartnett, Chefstrategie von Bank of America Merrill Lynch: "get real". Er meint damit eine Umschichtung weg von Finanzassets hin zu Realwerten.

"Today the humiliation is very clearly commodities, while the hubris resides in fixed-income markets."

so Hartnett. Gold, Diamanten und Ackerland hätten die höchste positive Korrelation zu steigenden Inflationsraten, während Aktien und Anleihen negativ mit einer anziehenden Teuerung korreliert sind. Eine Erkenntnis, die wir ebenfalls

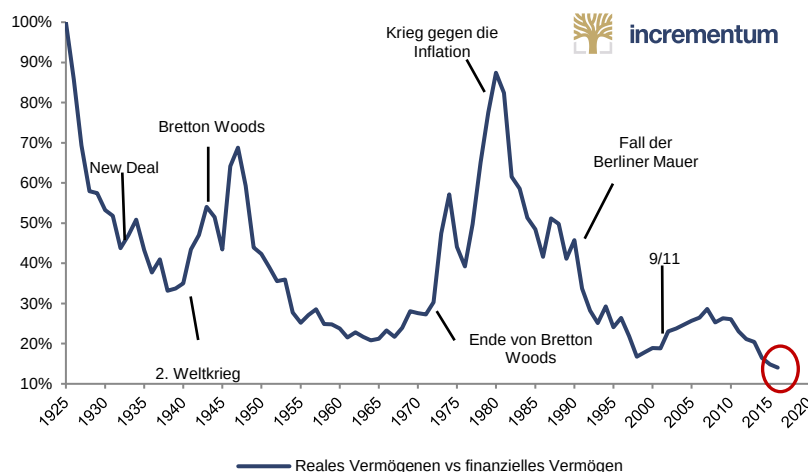
⁵ Vgl. Felder, Jesse: "Welcome to the everything bubble", *The Felder Report*, 2015

⁶ Siehe hierzu auch unser bald erscheinendes Buch: *Die Nullzinsfalle – Nachhaltiger Vermögensaufbau in einem nicht nachhaltigen Geldsystem*

⁷ Konkret wird in der Studie ein Verhältnis aus Sachwerten (Rohstoffen, Immobilien und Kunstgegenständen) sowie Finanzassets (Aktien, langlaufende Staatsanleihen) berechnet.

bereits des Öfteren erwähnt haben. Auch der politische Zeitgeist – hin zu mehr Protektionismus und verstärkten fiskalischen Stimuli – wird die immanent brodelnden Inflationsgefahren weiter vergrößern.⁸

Real Assets vs. Finanzassets auf einem Allzeit-Tief



Quelle: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Incrementum AG

"There was a time, not that long ago actually, when it was the economy that drove asset prices like equity and real estate valuations. But today, the causation is viewed, even in policy circles, as running in the opposite direction. It is asset prices that now drive the economy."

Dave Rosenberg

Die Zinssenkungen und sonstigen monetären Stimuli haben sich in den letzten Jahren in erster Linie auf die Vermögenspreisinflation ausgewirkt. Im Vorjahr hatten wir diesbezüglich geschrieben:

"Früher oder später werden die Reflationierungsbemühungen auch gelingen und die Vermögenspreisinflation auf die Verbraucherpreise überschwappen. Da die Verbraucherpreisinflation nicht beliebig von den Zentralbanken feindosiert werden kann, könnte nun ein längerer Zyklus von Preisinflation die Folge sein."

2016 könnte das Jahr gewesen sein, in dem die Teuerungszahlen ihren Turnaround vollzogen haben. In Verbindung mit der Hoffnung auf einen Trump-Aufschwung und einem festen US-Dollar hat sich der inflationäre Druck jedoch vorerst verringert. **Wirtschaftspolitische Enttäuschungen, eine daraus resultierende Umkehr der US-Geldpolitik und eine anschließende Abschwächung des Dollars würden wohl endgültig ein neues Inflationszeitalter einläuten.**

⁸ Vgl. Chang, Sue: "Bank of America tells stock investors to get 'real' as inflation makes its comeback", Marketwatch.com, 2016

Starker US-Dollar begünstigt Disinflation



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

"In an economic system, if the goal of the authorities is to reduce some particular risks, then the sum of all these suppressed risks will reappear one day through a massive increase in the systemic risk and this will happen because the future is unknowable."

Karl Popper

Die unnatürlich tiefen Zinsen gepaart mit dem Anlagedruck der Investoren haben zu einer trügerischen Sorglosigkeit vieler Marktteilnehmer geführt. Szenarien wie deutlich höhere Teuerungsraten oder eine Rezession werden zurzeit eher wie Schwarze Schwäne behandelt, wenngleich historisch evident ist, dass diese in regelmäßigen Abständen eintreten.

Viele Zeichen deuten darauf hin, dass wir innerhalb der nächsten Jahre vor einem großen Umbruch im Finanz- und Währungssystem stehen. Wie dieser genau aussehen wird, vermag wohl niemand zu prophezeien. Wer sich jedoch frühzeitig mit möglichen Szenarien auseinandersetzt, hat gute Chancen, gestärkt aus der Umbruchphase hervorzugehen. Roland Baader brachte dies brillant auf den Punkt: **"Mitten im ausgelassenen Sommerfest beginnen die Feinfühligen zu frösteln."**⁹ In diesem Zitat finden wir uns selbst ein wenig wieder.

Leser unserer jährlichen Reports wissen, dass wir Gold primär als monetäres Gut und nicht wie einen Rohstoff analysieren. Wir werden im Folgenden erneut einen nüchternen Blick auf das große Bild werfen und eine gewohnt breitgefächerte Analyse des Goldsektors vornehmen. **Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 11. Goldreports genauso viel Freude bereitet wie uns das Schreiben.**

Herzlich,

Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek

⁹ Vgl. "Incrementum Investorenbrief und Outlook 2017", 2016

Standortbestimmung

Key Takeaways

- Das Interesse der Anleger an Gold und Rohstoffen steigt wieder langsam (Zuflüsse bei ETFs, CoT).
- Das fundamentale und technische Bild von Gold und Commodities verbesserte sich zuletzt – 2016 markierte den Beginn eines neuen Bullenmarktes.
- Die Bewertung von Rohstoffen in Relation zum Aktienmarkt liegt auf dem niedrigsten Stand seit 50 Jahren.
- Der USD-Bullenmarkt dürfte seinen Zenit überschritten haben.
- Auslöser für ein stärkeres Momentum des Goldpreises können eine stärkere Inflationstendenz oder ein U-Turn der Federal Reserve werden.

"Doubt is not a pleasant condition, but certainty is absurd."

Voltaire

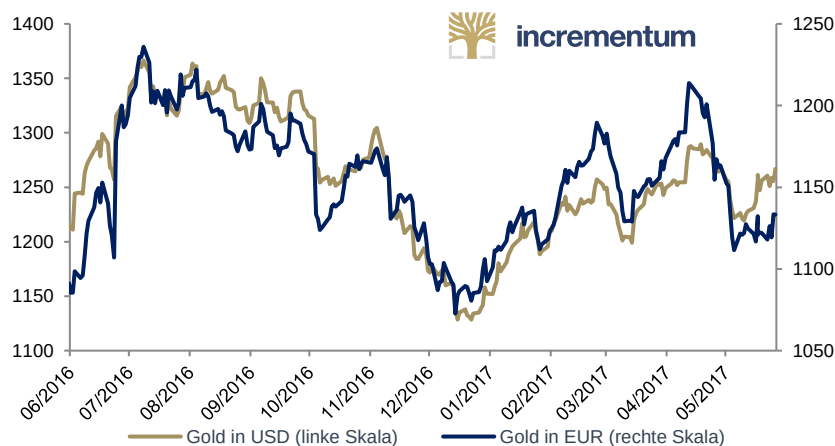
Zu Beginn unseres Reports wollen wir unsere traditionelle Standortbestimmung vornehmen. Wir werden uns kritisch mit der Goldpreisentwicklung auseinandersetzen und analysieren, ob wir uns – wie im Vorjahr beschrieben – in der Frühphase eines neuen Goldbullenmarktes befinden, oder ob sich unsere fundamentale Grundeinschätzung als fehlerhaft erwiesen hat.

a. Status Quo von Gold im Währungskontext

Eingangs wollen wir uns einige Performance-Daten ansehen. Die Entwicklung seit Veröffentlichung unseres letzten Reports am 28. Juni 2016 war, sowohl auf Euro- (-3,4%) als auch auf Dollar-Basis (-3%) leicht negativ. Das Gesamtjahr 2016 war wie Licht und Schatten. Einem fulminanten ersten Halbjahr folgte ein desaströses zweites Halbjahr, in dem die zuvor gewonnene Zuversicht brutal zerstört wurde. Gold-Bullen wurden erneut auf die Probe gestellt, der Markt erwies sich wieder einmal als "Schmerz-Maximierer". Der grobe Einschnitt im Preisverlauf hatte zweifelsfrei mit der Wahl von Donald Trump zu tun.

Seit Jahresbeginn 2017 ist das Bild klar positiv. Nach einer Rally von 1150 USD bis auf knapp 1300 USD innerhalb weniger Wochen, setzte Mitte April eine Korrektur ein, die per Mitte Mai jedoch wieder beendet zu sein scheint.

Gold in US-Dollar und Euro seit dem letzten Goldreport

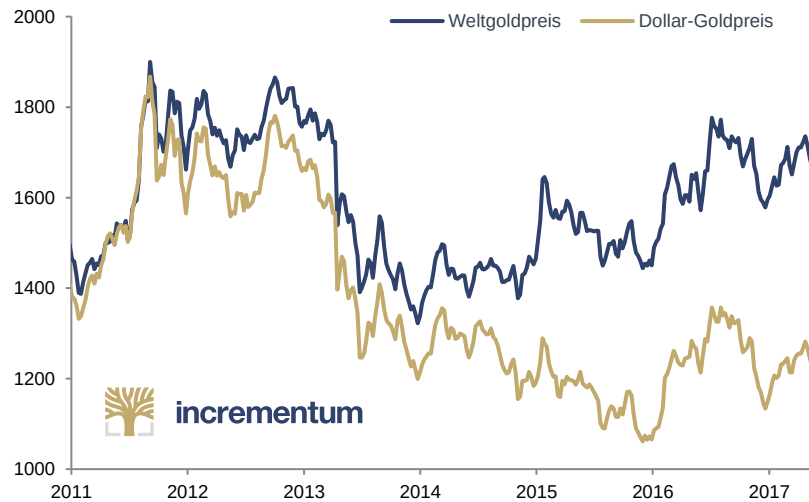


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Die nächste Grafik zeigt den sogenannten "Weltgoldpreis". Hier wird der Goldpreis nicht in US-Dollar oder Euro ausgegeben, sondern als handelsgewichteter Außenwert des US-Dollars dargestellt. Man erkennt, dass der Kurs mittlerweile nicht mehr allzu fern von seinem Allzeithoch aus dem Jahre 2011 handelt. Vergleicht man nun den Weltgoldpreis mit dem Dollar-Preis, so erkennt man, dass sich der Spread seit 2014 signifikant erhöhte. Zum einen lag dies sicherlich an der Erwartung, die Fed würde den angekündigten Zinserhöhungszyklus umsetzen, zum anderen später auch an der Wahl Donald Trumps und den damit verbundenen Konjunkturoffnungen, die den Dollar beflügelten. Nachdem der Goldpreis in US-Dollar Ende 2015 sein Tief notiert

hatte, weist er nun auch in US-Dollar wieder "higher highs" auf. Dennoch wirkt die weiterhin relativ starke US-Währung bremsend auf die Goldpreisentwicklung.

Weltgoldpreis vs. Dollar-Goldpreis seit 2011



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

*Gold ist eine klassische
 Aufwertungswährung*

Erweitern wir das Währungsspektrum und betrachten wir den Goldpreis nun in den wichtigsten Währungen, so finden wir unsere positive Grundeinschätzung bestätigt. **Das Gesamtjahr 2016 war für Gold in allen wesentlichen Weltwährungen klar positiv.** Besonders bemerkenswert ist die Entwicklung im Britischen Pfund. Das Plus belief sich auf 29,7%.

Nach wie vor bleibt die durchschnittliche Performance in diesem säkularen Bullenmarkt beeindruckend. So liegt der Mittelwert der jährlichen Performance zwischen 2001 und 2017 bei 10,15%. **Gold konnte in dieser Zeit – trotz zwischenzeitlicher mitunter deutlicher Korrekturen – praktisch jede andere Anlageklasse und vor allem jede andere Währung deutlich outperformen.** Auch seit Anfang 2017 ist die Entwicklung überaus erfreulich. In jeder wesentlichen Währung notiert der Goldpreis seit Jahresbeginn im Plus. Im Mittelwert beläuft sich das Plus auf 5,88%.

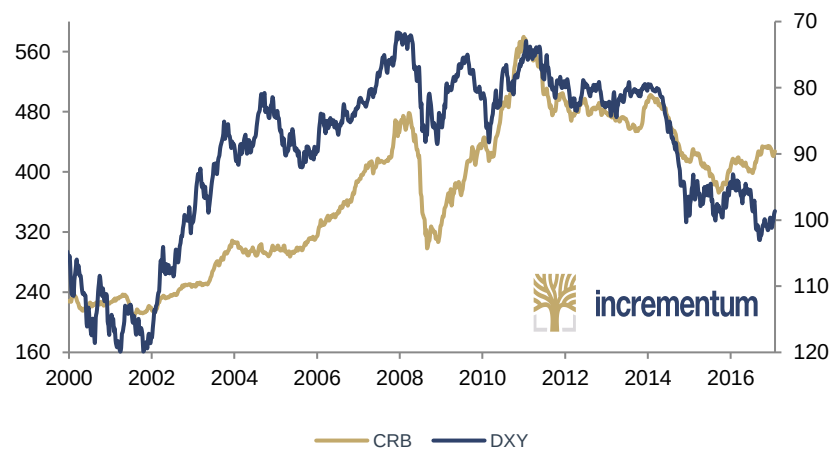
Gold Performance seit 2001 in div. Währungen (%)

	EUR	USD	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Mittelwert
2001	8,10%	2,50%	5,40%	11,30%	8,80%	2,50%	17,40%	5,00%	5,80%	7,42%
2002	5,90%	24,70%	12,70%	13,50%	23,70%	24,80%	13,00%	3,90%	24,00%	16,24%
2003	-0,50%	19,60%	7,90%	-10,50%	-2,20%	19,50%	7,90%	7,00%	13,50%	6,91%
2004	-2,10%	5,20%	-2,00%	1,40%	-2,00%	5,20%	0,90%	-3,00%	0,90%	0,50%
2005	35,10%	18,20%	31,80%	25,60%	14,50%	15,20%	35,70%	36,20%	22,80%	26,12%
2006	10,20%	22,80%	7,80%	14,40%	22,80%	18,80%	24,00%	13,90%	20,58%	17,24%
2007	18,80%	31,40%	29,70%	18,10%	11,50%	22,90%	23,40%	22,10%	17,40%	21,70%
2008	11,00%	5,80%	43,70%	33,00%	31,10%	-1,00%	-14,00%	-0,30%	30,50%	15,53%
2009	20,50%	23,90%	12,10%	-3,60%	5,90%	24,00%	27,10%	20,30%	18,40%	16,51%
2010	39,20%	29,80%	36,30%	15,10%	24,30%	25,30%	13,90%	17,40%	25,30%	25,18%
2011	12,70%	10,20%	9,20%	8,80%	11,90%	3,30%	3,90%	10,20%	30,40%	11,18%
2012	6,80%	7,00%	2,20%	5,40%	4,30%	6,20%	20,70%	4,20%	10,30%	7,46%
2013	-31,20%	-23,20%	-28,80%	-18,50%	-23,30%	-30,30%	-12,80%	-30,20%	-19,00%	-24,14%
2014	12,10%	-1,50%	5,00%	7,70%	7,90%	1,20%	12,30%	9,90%	0,80%	6,16%
2015	-0,30%	-10,40%	-5,20%	0,40%	7,50%	-6,20%	-10,1%	-9,90%	-5,90%	-3,75%
2016	12,04%	8,50%	29,70%	10,10%	5,50%	16,50%	5,40%	10,40%	11,50%	12,27%
2017	3,02%	10,22%	5,63%	6,24%	10,35%	8,45%	4,24%	4,78%	4,32%	5,88%
Mittelwert	10,50%	11,56%	12,50%	9,36%	10,37%	9,67%	10,21%	8,36%	13,87%	10,15%

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG, Zahlen per 29. Mai 2017

Treue Leser wissen: Wir vertreten die Meinung, dass Rohstoffe die Antithese zum US-Dollar darstellen. Zwischen Bewegungen in den Rohstoffpreisen und im US-Dollar bestehen Wechselwirkungen, wobei die Kausalität stärker als allgemein angenommen vom US-Dollar ausgeht. Dies lässt sich auch mit der dollarzentrischen Währungsordnung erklären, auf die wir später ausführlich eingehen werden. Wertet der US-Dollar gegenüber Gold bzw. Rohstoffen ab, so entstehen global Teuerungstendenzen. Begleitet werden diese meist durch eine Schwäche des US-Dollars relativ zu anderen Währungen. Diese Wechselwirkung erkennt man am nachfolgenden Chart. Er zeigt die negative Korrelation zwischen dem CRB-Rohstoff-Index (linke Achse) und dem US-Dollar-Index (rechte Achse, invertiert).

CRB-Rohstoff-Index und Dollar-Index



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

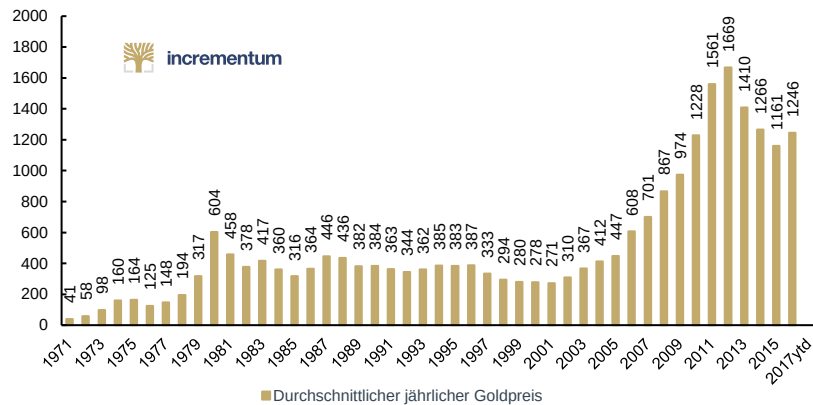
"The decline of the value of each dollar is in exact proportion to the gain in the number of them."

Keith Weiner

Blättern wir nun ein wenig weiter zurück in den Geschichtsbüchern.

Seit 15. August 1971 – dem Beginn der neuen monetären Zeitrechnung – beläuft sich die annualisierte Steigerungsrate des Goldpreises auf 8%. Die reale Aufwertung der Währung Gold gegenüber dem Dollar beträgt im Schnitt 4,5% pro Jahr. Dass sich die derzeitige Korrektur im langfristigen Kontext relativiert, lässt sich anhand der nachfolgenden jährlichen Durchschnittspreise erkennen. Zudem stellt die Grafik eindrucksvoll unter Beweis, dass regelmäßiges Akkumulieren von Gold ("Goldsparen") unter Ausnutzung des Cost-Average-Effekts als langfristige Strategie ratsam erscheint.

Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis (USD)



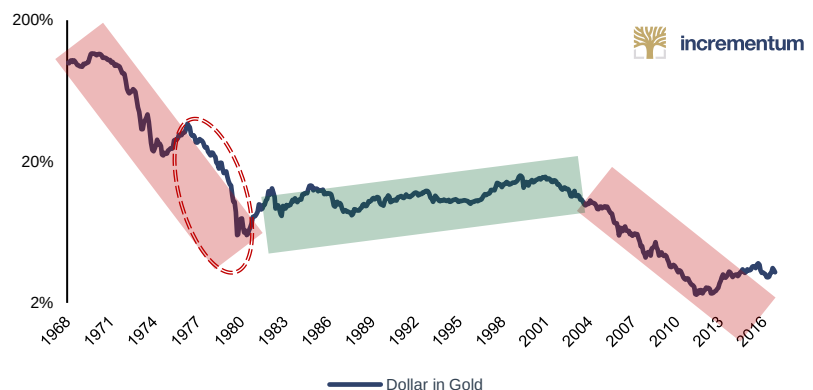
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

"It's all about relative supply curves – the supply curve for bullion is far more inelastic than is the case for paper money. It really is that simple."

David Rosenberg

Oftmals verhilft die Änderung der Perspektive zu neuer Erkenntnis. Bildet man nicht den Goldpreis in US-Dollar oder Euro ab, sondern dreht man das Verhältnis um, so zeigt sich, dass die Kaufkraftabwertung des Dollars gemessen an Gold in langen Zyklen verläuft.

Dollar in Gold gemessen: Stehen wir am Ende der Mid-Cycle-Correction?



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

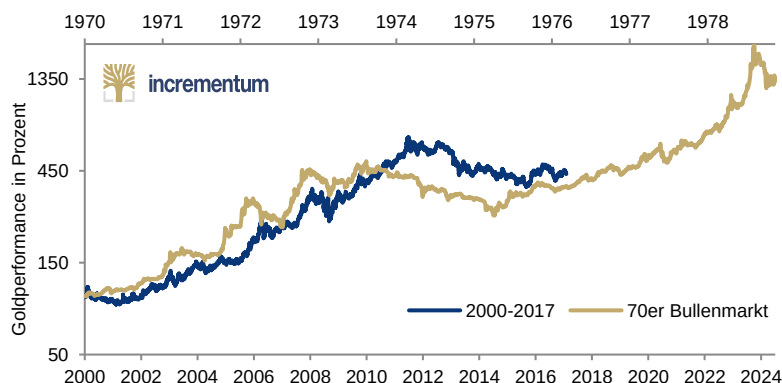
"Investments that are denominated in a given currency include money-market funds, bonds, mortgages, bank deposits, and other instruments. Most of these currency-based investments are thought of as "safe." In truth, they are among the most dangerous of assets. Their beta may be zero, but their risk is huge."

Warren Buffett

Man erkennt, dass die aktuelle Abwertungsphase im Vergleich zu den 1970er-Jahren bislang noch deutlich moderater ausfällt. Die finale Trendbeschleunigung analog zu den 1970er-Jahren, welche in der Grafik mit einem Kreis markiert ist, hat bislang noch nicht stattgefunden. Zeitlich erinnert die kurzfristige Dollar-Stärke an die Zeit von 1974 bis 1976, als im Zuge einer disinflationären Phase, gepaart mit einer schwachbrüstigen konjunkturellen Aufhellung, Gold abverkauft wurde und der Dollar deutlich fester tendierte. **Die Ähnlichkeiten zu dieser mid-cycle-correction sind unserer Meinung nach frappant.**

Die Ähnlichkeit zwischen den 1970er-Jahren und der aktuellen Phase bestätigt auch der nachfolgende Chart. Vergleicht man die beiden Kursverläufe des Goldpreises, so lässt sich erkennen, dass der Bärenmarkt seit 2011 annähernd die gleiche Struktur und Tiefe wie die Mid-Cycle-Korrektur von 1974-1976 hatte. Man erkennt jedoch auch, dass die Dauer der beiden Korrekturen deutlich divergiert.

Goldbullenmarkt 1970er vs. 2000-aktuell



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

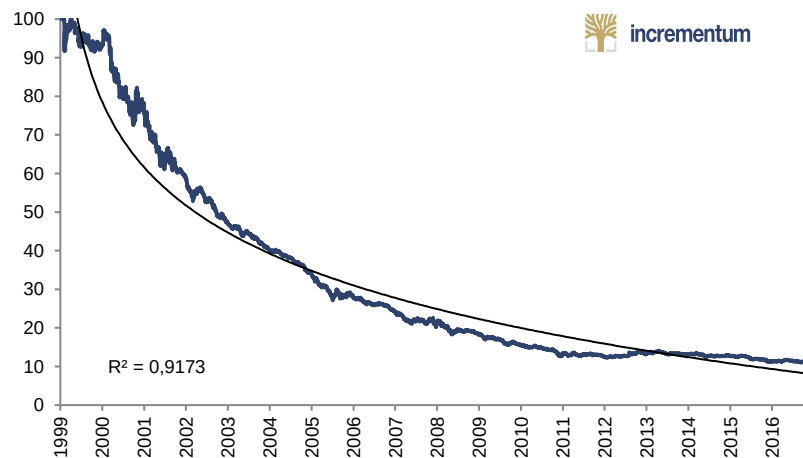
"100 years ago, the dollar was worth 1555mg of gold. Today, it is worth about 25mg. The long-term price target is 0."

Keith Weiner

Den seit 1999 stetigen Abwärtstrend der Kaufkraft gemessen in einem Basket unterschiedlicher Währungen¹⁰ im Vergleich zu Gold erkennt man am nachfolgenden Chart. Der Abwärtstrend des gleichgewichteten Währungskorbs hat sich zuletzt jedoch abgeflacht.

¹⁰ Der Basket besteht aus US-Dollar, Euro, Schweizer Franken, Japanischem Yen, Renminbi, Indischem Rupie, Britischem Pfund, Kanadischem Dollar und Australischem Dollar.

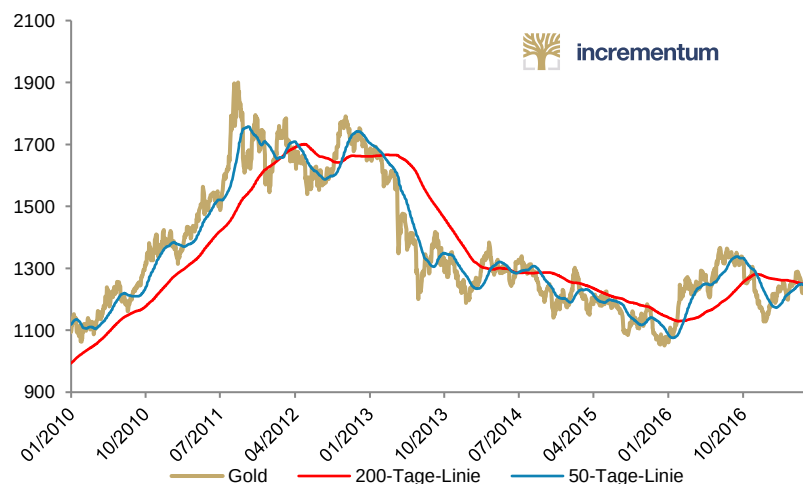
Währungs-Basket in Gold gemessen: Langfristiger Abwärtstrend intakt, aktuell jedoch Bodenbildung?



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Zusammenfassend lässt sich also konstatieren, dass der Goldpreis auf Dollar-Basis, aber noch stärker im Vergleich zu einem internationalen Papiergeldbasket langfristig steigt. Vice versa sinkt die Kaufkraft von Papiergeld in Gold, was im Basket noch anschaulicher ist als in der globalen Leitwährung US-Dollar.

Gold im Aufwärtstrend? Gold in USD, 50d und 200d Moving Average



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum

Gold befindet sich unserer Meinung nach – trotz Dollarstärke und "Trump-Slump" – wieder im Bullenmarkt. Bestätigt wird diese Einschätzung unter anderem durch den stärkeren Anstieg des Goldpreises im Vergleich zum Währungsbasket. Wir halten an unserer Aussage vom Vorjahr fest, wonach sich Gold in der Frühphase eines neuen Bullenmarktes befindet. Entscheidend wird nun sein, wie sich die Inflationstendenz und der Zinserhöhungszyklus in den USA weiter entwickeln werden.

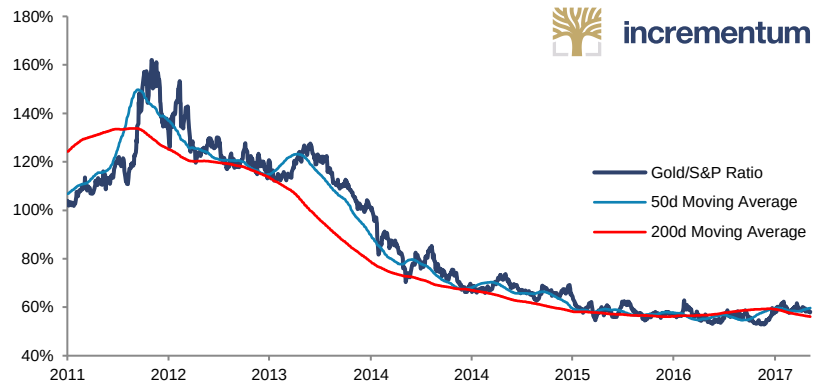
"If bond markets are smoking weed, then the stock market appears to be hooked on crack."
James Montier

b. Der Goldpreis relativ zu Aktien- und Rohstoffpreisen

Nicht nur die absolute Entwicklung, sondern auch die relative Entwicklung – insbesondere zu Aktien und Rohstoffen – ist für eine umfassende Standortbestimmung essentiell. Neben Gold, Silber und Minenaktien stiegen im Vorjahr auch Industriemetalle wie z.B. Zink, Nickel, Kupfer oder Energierohstoffe (allen voran Kohle und Öl). Dies alles vollzog sich in einem Umfeld, in dem der US-Dollar auf ein 14-Jahres-Hoch kletterte. **Wir halten dies für eine erstaunliche Entwicklung und für ein Paradebeispiel eines Bullenmarktes, dessen Startschuss von der Mehrzahl der Investoren noch nicht wahrgenommen wird.**

Wir betrachten eine bullische Aktienentwicklung als derzeit größte Opportunitätskosten des Goldpreises. Insofern dürfte ein deutlicher Ausbruch des Goldpreises erst mit einem stagnierenden oder schwächeren Aktienmarkt einhergehen. Vergleichen wir nun die Goldpreisentwicklung mit der Aktienpreisentwicklung, so erkennen wir, dass die relative Schwäche von Gold langsam zu Ende gehen scheint. Im Vorjahr hatten wir bereits festgestellt, dass sich die Intensität des Abwärtstrends merklich verringert hat. Nach der knapp fünfjährigen Underperformance von Gold gegenüber dem breiten Aktienmarkt könnte sich das Blatt nun langsam zugunsten von Gold wenden.

Gold/S&P500-Ratio und 50-Tage-Linie und 200-Tage-Linie

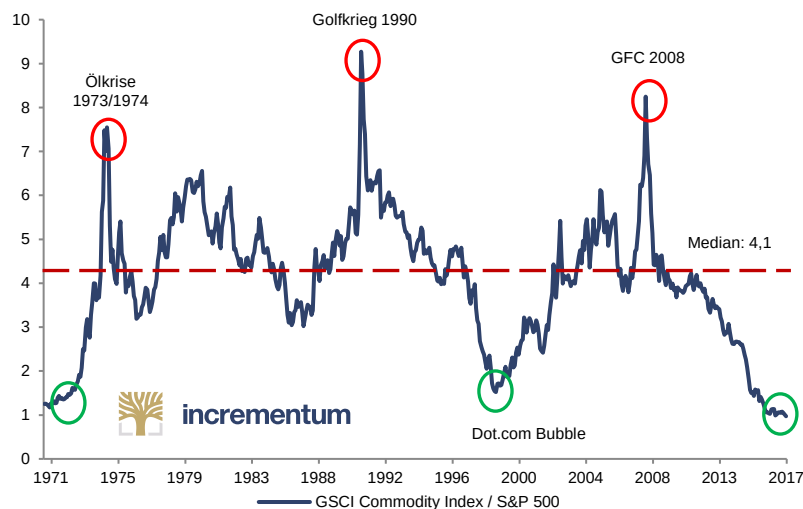


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

"Sell economic ignorance; buy gold."
Tim Price

Die relative Bewertung von Rohstoffen im Vergleich zu Aktien erscheint historisch extrem günstig. In Relation zum S&P500 notiert der GSCI-Commodity-Index derzeit auf dem tiefsten Stand seit 50 Jahren. Zudem liegen wir signifikant unterhalb des langfristigen Medians von 4,1. Im Sinne einer Rückkehr zum Mittel (mean reversion) sollten sich somit attraktive Investitionsoportunitäten ergeben.

GSCI/S&P500 Ratio: Aktien teuer, Rohstoffe günstig?



Quelle: Dr. Torsten Dennin, Incrementum AG

Absolut betrachtet scheint es ebenfalls als wäre alles bereit für einen neuen Bullenmarkt bei Rohstoffen. Gemäß einer Langfriststudie von Ned Davis Research liegt das durchschnittliche Kursplus von Commodity-Bullenmärkten bei 217%. Insofern wären wir hier am Beginn der Entwicklung, der Bloomberg Commodity Index liegt aktuell erst 34% über seinem Tiefststand von Anfang 2016.

Langfristige Betrachtung historische Bullen- und Bärenmärkte bei Rohstoffen

Commodity Bull Super-Cycles			Commodity Bear Super-Cycles		
	Percentage Gain	Length (Years)		Percentage Gain	Length (Years)
1802-1814	68.5%	12.0	1814-1843	-61.7%	28.3
1843-1864	200.0%	21.4	1864-1896	-70.2%	31.8
1896-1920	267.6%	23.9	1920-1933	-63.5%	12.8
1933-1951	329.9%	18.0	1951-1972	-38.4%	21.0
1972-1980	168.4%	7.9	1980-1999	-34.5%	19.1
1999-2011	270.0%	12.1	Current Bear	-37.6%	5.8
Average Bull	217.4%	15.9	Average Bear	-51.0%	19.8

Quelle: Ned Davis Research Group

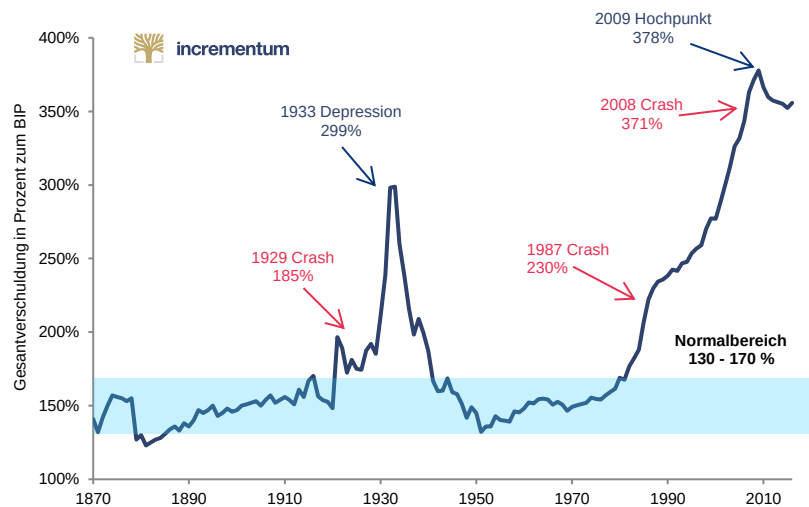
"Stocks are currently supported by three layers of debt: an indebted consumer buying products from companies that have issued debt to buy back equity owned by speculators on margin. Any diminution in the availability of credit will collapse the accordion of debt and send markets far lower than most observers think possible."
Daniel Oliver

c. Systemische Überschuldung und Inflation

Auch dieses Jahr finden wir es wichtig daran zu erinnern, dass die Überschuldung in den meisten Volkswirtschaften unbemerkt voranschreitet. Stellvertretend wollen wir als Beispiel die USA betrachten. So lag das Verhältnis zwischen der volkswirtschaftlichen Gesamtverschuldung und dem BIP der USA in den vergangenen 150 Jahren meist bei rund 150%. Historisch gibt es nur zwei wesentliche Ausnahmen: Einerseits die 1920er Jahre ("roaring twenties"), in denen durch eine starke Kreditausweitung die Grundlage für den Börsencrash und die Große Depression gelegt wurde, und andererseits die aktuelle Phase, welche ihren Ursprung in den 1970er-Jahren hat.

Während nach der Großen Depression die Gesamtverschuldung substantziell gesenkt wurde, forcierte die lockere Zinspolitik Alan Greenspans nach dem Aktiencrash 1987 eine weitere Zunahme der Gesamtverschuldung. 2009 lag die Gesamtverschuldung bei 378% des BIP und markierte damit ein neues Allzeithoch. Seitdem findet zwar ein zartes Deleveraging statt, dennoch befinden wir uns mit einem Wert von 356% weiterhin auf ungesund hohem Niveau. **Von substantziellem Deleveraging und Austerität ist also weit und breit keine Spur.**

Gesamtverschuldung der USA in % des BIP



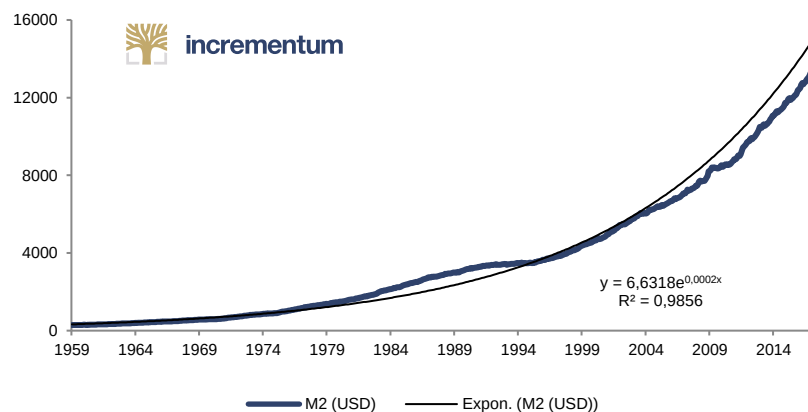
Quelle: Dr. David Evans, www.sciencespeak.com, Incrementum AG

"To prevent busts, one must stop booms from happening in the first place by taking away the punchbowl of credit well before the party has gotten out of hand. So wisdom consists in consciously renouncing immoderate greatness."

William Ophuls

In unserem heutigen, stark gehebelten Teilreserve-Schuldengeldsystem hätte eine starke Kreditdeflation erschütternde realwirtschaftliche Konsequenzen. Sollte eine substantielle Schrumpfung der Kreditgeldmenge stattfinden, würde sich diese Geldmengendeflation auf weite Teile des Bankensystems fatal auswirken. **Die permanente Geld- und Kreditmengenausweitung wird daher für das Schuldengeldsystem zum Selbstzweck.**

Die exponentielle Inflation der M2 Geldmenge (Mrd. USD)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

"Negative interest rates are ridiculous, particularly in a fight against deflation. They ARE deflation."

Jeff Gundlach

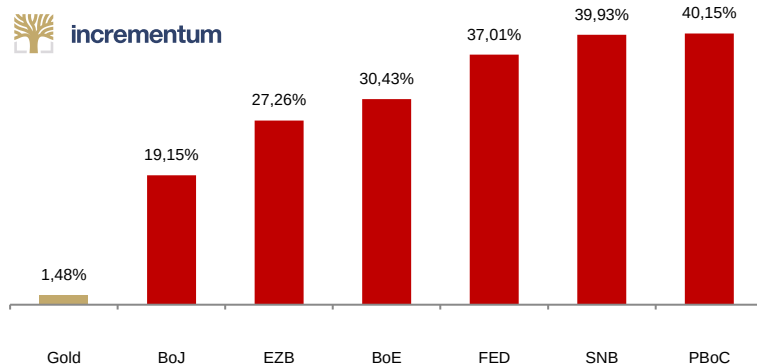
"One simple rule to follow: Determine what is best for the government and know that is what the powers are working to make happen. Inflation is what is best for a government with enormous debt."

Ayn Rand

Dies ist wohl der wahre Grund, warum Deflation heute die Nemesis eines jeden Notenbankers darstellt. Das Ziel jedes Organismus, jedes Menschen und jeder Bürokratie ist es, seine Überlebenschancen zu maximieren. Insofern ist Deflation für das aktuelle Geldsystem eine existentielle Bedrohung, welche es *mit allen Mitteln* zu bekämpfen gilt. Um die inhärente Instabilität des Kreditsystems zu kaschieren, wird die stattfindende Kredit-Deflation deshalb weiterhin von überaus expansiver Zentralbankpolitik kompensiert werden. **Dies ist unserer Meinung nach ein heikler Balanceakt.**

Die Notenbanken versuchen diesen Balanceakt zwischen Deflation und Inflation feinzusteuern. Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man die jährlichen Wachstumsraten der Notenbankbilanzen seit 2003. Klar ersichtlich ist, dass die Bank of Japan eine *vergleichsweise* restriktive Notenbankpolitik verfolgt. Auch die EZB war mit einer jährlichen Inflationierung in Höhe von "lediglich" 27% relativ gesehen restriktiv. Inflationierungsweltmeister ist weiterhin die People's Bank of China, dicht gefolgt von der Schweizerischen Notenbank und der Federal Reserve. Im Vergleich zu den explodierenden Notenbankbilanzen wuchs der Goldbestand jährlich um nur 1,48%. **Dies unterstreicht die relative Knappheit von Gold im Vergleich zu beliebig vermehrbaren Fiat-Währungen.**

Annualisierte Veränderungsrate von Notenbankbilanzen vs. jährliche Veränderung des Goldbestandes (2003-2017)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, SNB, BOE, PBPC, Incrementum AG

"The Earth revolves around the Sun, and societies revolve around Gold. Human societies are chrysocentric."

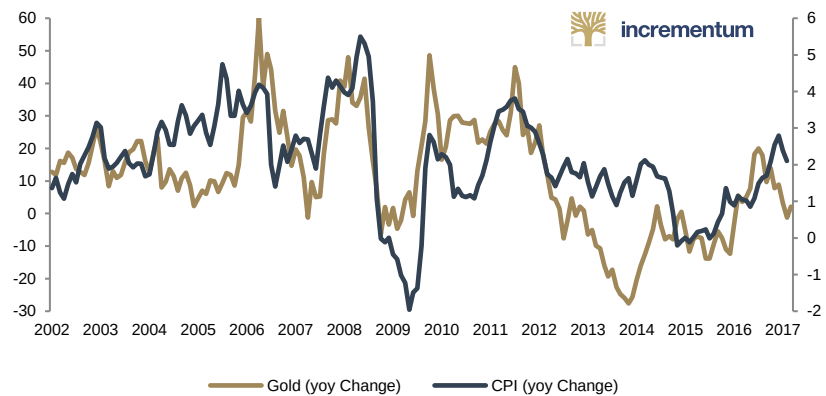
Philip Barton

Unseren geschätzten Kollegen von Flossbach von Storch zufolge wächst die Zentralbankgeldmenge derzeit allein in der Eurozone, Japan, UK und der Schweiz 16x so rasch wie die globale Goldförderung. Pro Quartal werden in etwa 800 Tonnen Gold gefördert, dies entspricht einem Marktwert von 33 Mrd. USD. Dies ist im Vergleich zur Geldschöpfung beinahe lächerlich wenig: Im 4. Quartal 2016 erreichten die Wertpapierkäufe der aktivsten Notenbanken mit 545 Mrd. eine neue Rekordmarke.

Sehen wir uns nun noch die Entwicklung der Teuerungstendenz an, die für den Goldpreis essentiell ist. Steigende Teuerungsraten bedeuten generell ein positives Umfeld für den Goldpreis, während fallende Raten (=Disinflation) ein schlechtes Umfeld darstellen. Dies erkennt man anhand des nachfolgenden Charts.

Von Spätsommer 2011 bis Mitte 2015 war die Entwicklung der Inflationstendenz deutlich rückläufig, seitdem ist sie wieder im Steigen begriffen. Kurzfristig dürfte der Basiseffekt der Teuerungsrate nun wieder abflachen. Für weiter steigende Inflationsraten benötigt es aus unserer Sicht steigende Rohstoffpreise, insb. einen festeren Ölpreis.

Preisinflation (CPI) und Goldpreis – Veränderungsrate in %



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

Gold vs. 5Y TIPS (invertiert)

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

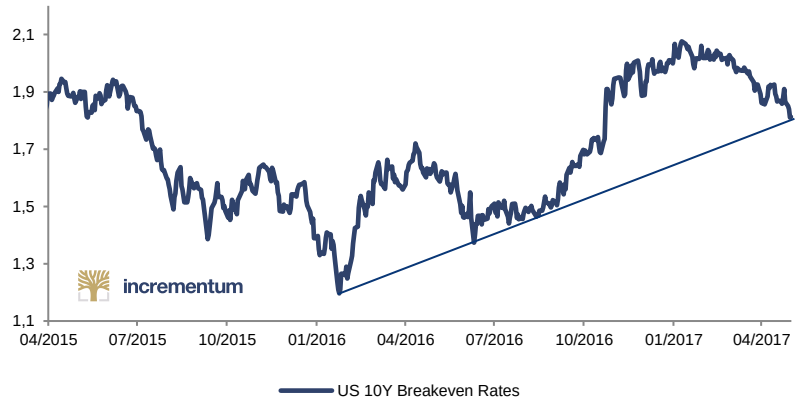


"If you impose inflation on stagnation, you get stagflation."
Alan Greenspan

Die von den US-Anleihen gepreiste Teuerungsrate signalisiert derzeit eine nachlassende Nachfrage nach Inflationsschutz. Seit Anfang des Jahres ebbt die Inflationssorgen scheinbar sukzessive ab. Die von der Fed favorisierte PCE-Kerninflation fiel zuletzt auf 1,56 %. Dies macht es der Fed tatsächlich schwer, ihre angekündigten Leitzinserhöhungen über den Juni hinaus durchzuführen. Ein deflationärer Schub könnte die Fed dazu zwingen, den Fuß

vom Gaspedal zu nehmen. **Von einem möglichen "heißen Herbst" 2017, der Konjunkturrisiken mit sich bringen würde, gar nicht zu reden.¹¹**

US 10Y Breakeven Rates



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Wellenreiter Invest, Incrementum AG

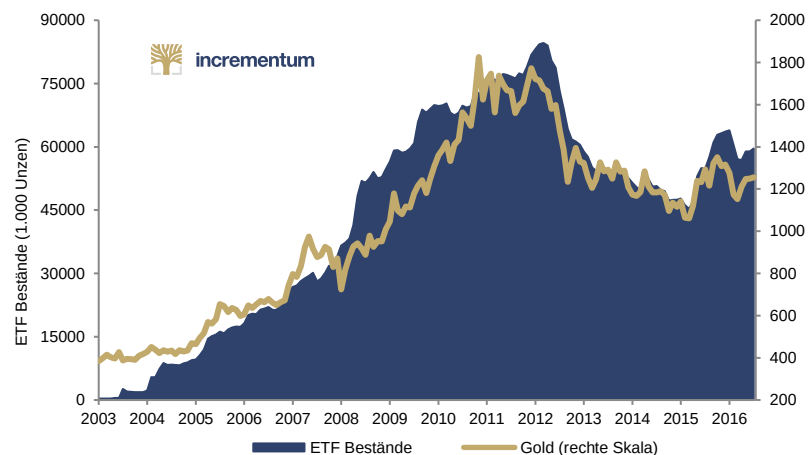
d. Flows und Liquiditäts-Ratios

"The relevance of gold is not in its price but in its ownership. Participating in a price movement is not the same as owning an asset."

Anthony Deden

Die Zuflüsse in Gold-ETFs befinden sich seit Anfang 2016 wieder im Aufwind. Für uns ist diese Kennziffer repräsentativ für westliche Finanzinvestoren, welche ETFs als primäres Instrument wählen, um ihr Gold-Exposure zu steuern. Dies erkennt man auch daran, dass die Inflows in Gold-ETFs einem extrem prozyklischen Muster folgen. Trotz der generellen Trendumkehr hat die Euphorie um Donald Trump auch hier Spuren im Markt hinterlassen.

ETF-Bestände (in 1.000 Unzen) vs. Goldpreis



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Sehen wir uns nun die Risikobereitschaft seitens der Investoren an, so halten wir das Verhältnis zwischen dem Pro Shares Ultra Gold (UGL), also dem 2x gehebelten Gold-ETF, und dem GLD, der die Entwicklung von Gold 1:1 abbildet, für höchst interessant. Eine steigende Ratio-Linie bedeutet, dass Investoren aggressiver

¹¹ Vgl. Wellenreiter Invest, Ausgabe vom 8. Mai 2017

werden und verstärkt in den gehebelten ETF investieren. Anhand des Charts erkennt man, dass sich ein Doppelboden ausgebildet hat. Dies ist ebenfalls ein Indiz für die positive Trendwende des Goldpreises.¹²

UGL/GLD-Ratio hat einen doppelten Boden ausgebildet

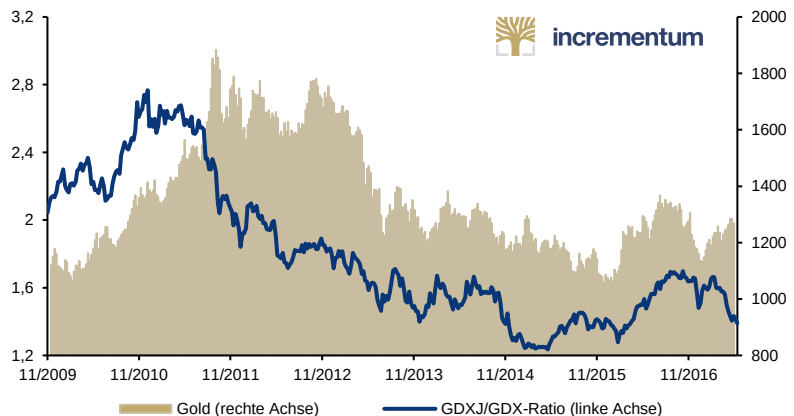


Quelle: Bloomberg, Cycles Research, Incrementum AG

Auch Minenaktien stellen einen äußerst verlässlichen Trendindikator für die Entwicklung des Goldpreises dar. **Die von uns in den Vorjahren aufgestellte Hypothese lautet: Gold-Bullenmärkte müssen stets von den Minenaktien bestätigt werden.**

Gehen wir eine Ebene tiefer und sehen wir uns die Risikotoleranz innerhalb des Minensektors an, so ist das GDXJ/GDX-Ratio ein aufschlussreicher Indikator. Der GDX bildet in erster Linie die großkapitalisierten Goldförderer ab, während der GDXJ die riskanteren Junior- und Small-Cap-Titel inkludiert und deshalb ein deutlich höheres Beta aufweist. Ein Anstieg des Ratios zeigt an, dass die kleineren Junior-Titel relative Stärke zeigen, was wiederum eine steigende Risikobereitschaft seitens der Investoren signalisiert. Im Moment erkennt man, dass das Verhältnis eine negative Divergenz zum Goldpreis ausgebildet hat. **Dies könnte ein Warnhinweis für die weitere Goldpreisentwicklung sein.**

GDXJ/GDX-Ratio (linke Skala) vs. Goldpreis (rechte Skala)



Quelle: Acting-man.com, Investing.com, Incrementum AG

¹² Vgl. Sarubbi, Bill: "Cycles Research"

"Ein Bankier ist ein Mensch, der seinen Schirm verleiht, wenn die Sonne scheint, und ihn sofort zurückhaben will, wenn es zu regnen beginnt."

Mark Twain

Einen weiteren spannenden – und vor allem – wenig bekannten Indikator¹³ bildet das Verhältnis zwischen dem breiten Aktienmarkt (S&P 500) und Finanztiteln (BKX-Index).¹⁴ Die Gesundheit des Bankensystems ist ein wesentlicher Faktor für die Goldnachfrage, insofern bildet das Ratio gewissermaßen das Vertrauen in das Bankensystem ab. Nachdem Gold ein Anlagegut ohne Gegenparteien-Risiko darstellt, sollte die Nachfrage steigen, wenn das Vertrauen in Finanztitel sinkt (d.h. das Ratio steigt) und vice versa. Sieht man sich den nachfolgenden Chart an, so kann man einen Gleichlauf mit dem Goldpreis erkennen.



e. Zusammenfassung

"Out on the edge you see all kinds of things you can't see from the center. Big, undreamed-of things – the people on the edge see them first."

Kurt Vonnegut

Der Goldpreis gab 2016 ein kräftiges Lebenszeichen von sich. Wir halten an unserer Überzeugung fest, dass wir uns in der Frühphase eines neuen Gold-Bullenmarktes befinden. Wie wir dargelegt haben, sehen wir gerade in den Rohstoffmärkten erhebliches Kurspotential. Diese sind sowohl absolut als auch relativ, etwa im Vergleich zu den Aktienmärkten, historisch extrem günstig bewertet.

Ein Bullenmarkt bei Commodities dürfte sich jedoch auch deutlich in den Inflationsraten widerspiegeln. Auslöser für ein stärkeres Momentum beim Goldpreis können daher unserer Meinung nach eine stärkere Inflationstendenz oder ein Abbruch des Zinserhöhungszykluses in den USA sein. **Diese und andere Szenarien halten wir für durchaus realistisch und werden wir im Laufe des Reports detailliert diskutieren.**

¹³ Der Indikator stammt von Steven Saville, Autor des höchst lesenswerten Reports "The Speculative Investor".

¹⁴ Der KBW Bank-Index (Kürzel „BKX“ umfasst die 24 größten Banken der USA.

„WIENER PHILHARMONIKER“

SO KLINGT EINE SCHÖNE ZUKUNFT



MÜNZE
ÖSTERREICH

Gold, Silber oder Platin. Einerlei, für welches Edelmetall Sie sich entscheiden: Alle drei „Wiener Philharmoniker“ sind verlässliche und wertbeständige Vorsorgeprodukte. Mit ihnen nimmt die Zukunft, und sei sie auch noch so fern, Gestalt an. Der weltberühmte „Wiener Philharmoniker“ schafft Werte, die bleiben. Komme, was mag.
MÜNZE ÖSTERREICH – ANLEGEN. SAMMELN. SCHENKEN.

Weißer, Grauer und Schwarzer Schwäne

Key Takeaways

- Inflations- und Rezessionsgefahren werden aktuell nicht erwartet und sind so gut wie gar nicht eingepreist.
- Etliche Indizien sprechen dafür, dass eine US-Rezession in den kommenden 18-24 Monaten deutlich wahrscheinlicher ist als weitläufig angenommen.
- Gold hat das Potenzial beim Eintreten diverser Grauer- und Schwarzer Schwäne eine positive Wertentwicklung aufzuweisen.

"The two main risk factors for the average portfolio are less than expected growth and more than expected inflation."

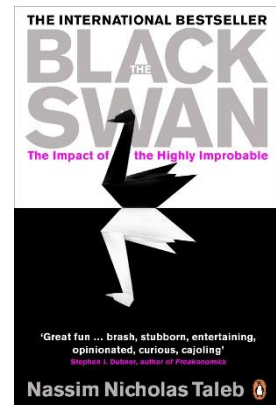
Ray Dalio

a. Der Schwarze Schwan

"Most financial traders are picking pennies in front of a steamroller exposing themselves to the high-impact rare event yet sleeping like babies, unaware of it."

Nassim Taleb

Im Sommer 2007 erschien die erste Ausgabe des späteren Bestsellers *The Black Swan*. Der ehemalige Derivatehändler Nassim Taleb beschäftigt sich in dem lesenswerten Buch mit unvorhersehbaren Ereignissen, welche extreme - positive wie negative - Konsequenzen nach sich ziehen. Kurz nach Veröffentlichung des Buches brach völlig unerwartet eine Finanzkrise epochalen Ausmaßes aus. In vielerlei Hinsicht handelte es sich bei diesem Ereignis um ein äußerst eindrückliches Beispiel eines "Schwarzen Schwans". Im Zuge des Erfolges von Talebs Buch wurde der Begriff des "Black Swan" schließlich in den allgemeinen Wortschatz aufgenommen.¹⁵



Was meint Taleb mit dem Begriff des Schwarzen Schwans? Der Begriff beschreibt ein Ereignis, dessen Auftreten nicht nur höchst unwahrscheinlich ist, sondern auch von der Allgemeinheit vorab (ex ante) überhaupt nicht in Betracht gezogen wird bzw. unvorstellbar erscheint. Gerade deswegen ist es fast unmöglich, sich auf das Eintreten solcher Ereignisse vorzubereiten. **Die Konsequenzen eines solchen Events sind jedoch extrem.**

"Some things benefit from shocks; they thrive and grow when exposed to volatility, randomness, disorder, and stressors and love adventure, risk, and uncertainty."

Nassim Taleb

In Anlehnung an das Konzept vom "Schwarzen Schwan" sprechen Analysten seit einiger Zeit vermehrt von "Grauen Schwänen". Ein solches Ereignis ist ebenfalls höchst unwahrscheinlich und hat signifikante Auswirkungen auf den Markt, ist aber ex ante zumindest vorstellbar, da bereits Ereignisse ähnlicher Art aufgetreten sind. Daher ist es möglich, sich auf solche Ereignisse zumindest in groben Zügen vorzubereiten.

Alle anderen Geschehnisse sind Weiße Schwäne. Weiße Schwäne umfassen Ereignisse welche erwartbar, aber relativ unwahrscheinlich sind, sowie auch alle wahrscheinlichen Ereignisse.

Diese Unterteilung von Marktphänomenen in Schwarze, Graue und Weiße Schwäne ist unserer Meinung nach äußerst hilfreich für die Evaluierung zukünftiger Ereignisse und die dementsprechende Portfolioallokation.

Wo stehen wir nun und welche Szenarien halten wir für wahrscheinlich? Allgemein gesprochen hat die Erhöhung der Gesamtverschuldung und der Geldmengen das ungedeckte Geldsystem noch fragiler gemacht als es von seiner Grundverfassung ohnehin schon ist. Nach den zahlreichen, von den Notenbanken umgesetzten außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen ist es für das Vertrauen der Investoren nunmehr wichtig, dass die verspätet eingeläutete Normalisierung der

¹⁵ Die Bezeichnung eines Ereignisses, das zuvor nicht beobachtet wurde und dennoch auftreten könnte, als "Schwarzer Schwan" machte Karl R. Popper im Zusammenhang mit seinem Falsifikationismus populär. Laut dieser Methode kann eine Hypothese niemals bewiesen, aber gegebenenfalls widerlegt werden kann. So kann bspw. der Satz "Alle Schwäne sind weiß" nicht verifiziert werden, sondern lediglich falsifiziert, sobald auch nur ein einziger schwarzer Schwan gesichtet wird.

US-Geldpolitik gelingt. An dieser Stelle wollen wir uns daher mit möglichen Szenarien auseinandersetzen, welche die Normalisierung verhindern könnten und in letzter Instanz zu systemischen Erschütterungen führen würden. Dies hätte auf den Goldpreis naturgemäß einen erheblichen Einfluss.

In diesem Zusammenhang empfehlen wir auch die Lektüre von Talebs 2012 erschienenem Werk *Antifragile: Things That Gain From Disorder* (dt. *Antifragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen*). Auf dieser Grundlage behandelten wir im letztjährigen "In Gold we Trust"-Report die Frage, ob Gold ein Portfolio antifragiler machen kann.¹⁶

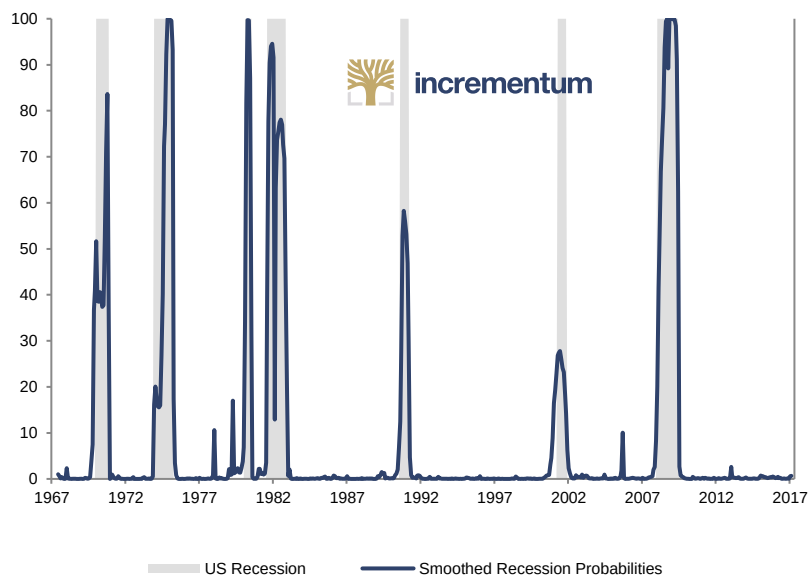
b. Weißer Schwan: Rezession

"We are living in a fragile interim period between the Great Financial Crisis and another crisis that is likely to be no less (and may possibly be even more) severe."

Thomas Mayer

Es ist bekannt, dass eine Rezession in den USA einen der größten Risikofaktoren für internationale Anleger darstellt. Die derzeitige Sorglosigkeit der Finanzmarktteilnehmer ist aus unserer Sicht verdächtig hoch. **Aktuell wird die Wahrscheinlichkeit einer nahenden Rezession völlig vernachlässigt und wohl eher wie die eines Grauen oder gar Schwarzen Schwans eingepreist.** Die von der FED monatlich veröffentlichte Wahrscheinlichkeit, dass sich die USA derzeit in einer Rezession befinden, lag gemäß dem Modell von Marcelle Chauvet¹⁷ Anfang Mai gerade einmal bei 0,68%.

US Recession Probabilities



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

Alan Greenspan

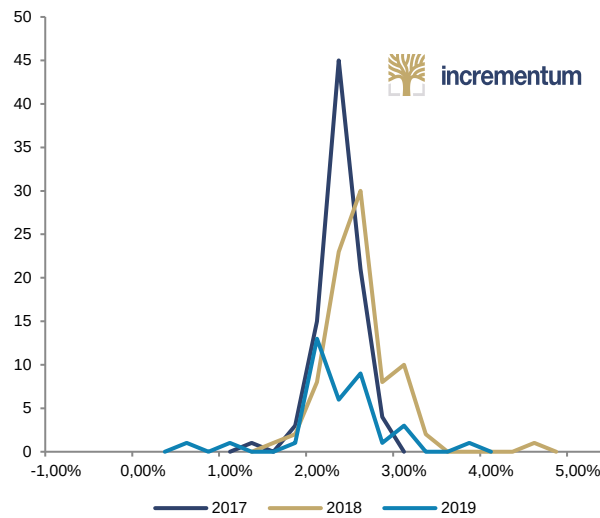
Von den 89 von Bloomberg befragten Analysten rechnet derzeit kein einziger in den Jahren 2017, 2018 oder 2019 mit einer Kontraktion des BIP. Das erwartete Wachstum liegt im Median in diesen drei Jahren zwischen 2,2 und 2,4 Prozent.

¹⁶ Vgl. "In Gold we Trust"-Report 2016, "Antifragil investieren mit Gold", S. 117f.

¹⁷ Vgl. Chauvet, Marcelle, "An economic characterization of business cycle dynamics with factor structure and regime switching", 1998



Erwartungshaltung der Analysten einstimmig auf weiteres Wachstum



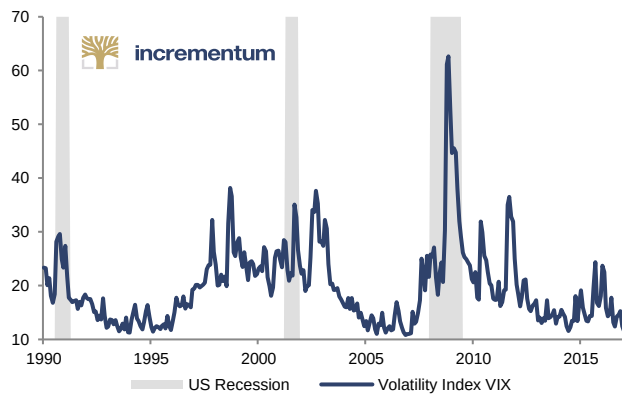
Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

"Suppressed volatility always leads to hypervolatility."

Raoul Pal

Das große Vertrauen in die Robustheit der Wirtschaft spiegelt sich auch in diversen marktbezogenen Risikofaktoren wider. Die Optionsmärkte haben zuletzt im Vorkrisenjahr 2007 eine derart niedrige Schwankungsbreite für den US-Aktienindex S&P 500 ausgewiesen.

VIX: Versicherungsprämien auf Rekord-Tiefs



Quellen: Bloomberg, Incrementum AG

Dies sind nur einige der Indizes, die die Unbekümmertheit der Finanz-Community eindrücklich belegen. Diese Sorglosigkeit würde bei einem unerwarteten Eintreten einer Rezession für viel Überraschungspotenzial sorgen.

Der prolongierte Aufschwung

Anfang 2016 haben wir unsere Research-Abonnenten¹⁸ im Rahmen unseres Chartbooks "Who's Afraid Of Recession?"¹⁹ auf einige Indikatoren aufmerksam gemacht, die schon damals Unsicherheit hinsichtlich der weiteren konjunkturellen Entwicklung signalisierten. Marktkommentatoren schienen zunehmend nervös zu werden, da die Zentralbank nicht in der Lage war, den eben erst angefangenen

"As sure as the spring will follow the winter, prosperity and economic growth will follow recession."

Bo Bennett

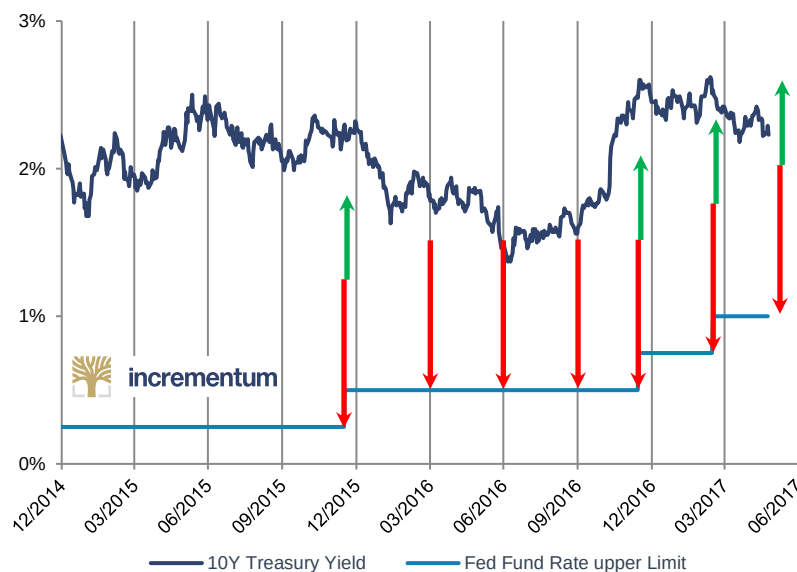
¹⁸ Anmeldung möglich auf www.incrementum.li

¹⁹ "Who's Afraid Of Recession?", 2016

Zinserhöhungszyklus fortzusetzen. **So war die US-Zentralbank im Laufe des Jahres 2016 mit einem zunehmenden Glaubwürdigkeitsproblem konfrontiert.**

Schuld an der Untätigkeit der Zentralbank war unserer Meinung nach die Erwartung, dass das nominelle Wachstum weiterhin auf bescheidenem Niveau verharrte, was sich in weiter fallenden Renditen am langen Ende der Zinskurve zeigte. Die Federal Reserve hätte mit Leitzinserhöhungen die Zinskurve noch mehr abgeflacht und somit die Kreditschöpfung und das schwächelnde Wachstum negativ beeinträchtigt.

Zinserhöhungen pausiert bei abflachender Zinskurve



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Erst die neu entflammte Hoffnung auf eine Renaissance Amerikas durch eine vermeintlich wirtschaftsliberale Reflationspolitik brachte den benötigten Stimmungsumschwung. Dieser schlug auch auf die Zinsmärkte durch und ebnete den Weg für weitere Zinserhöhungen. So verhalf ironischerweise der von Wall Street und Federal Reserve ungeliebte Präsidentschaftskandidat Donald Trump letztlich zur Fortsetzung der Zinserhöhungspolitik. **Darüber hinaus wirkt die Weiterführung des Zinserhöhungszyklus dem Vertrauensverlust entgegen, den die Federal Reserve in den vergangenen Jahren aufgrund ihrer umstrittenen Geldpolitik erlitten hat.**

"I think there is more of a risk of a depression than a recession."

Ray Dalio

Zum Stimmungswandel in der amerikanischen Öffentlichkeit trugen insbesondere die enthusiastischen Trump-Wähler bei. Viele von ihnen hatten von der Post-Lehman-Wirtschaftspolitik der Obama-Administration nicht spürbar profitiert. Aufgrund der vollmundigen Ankündigungen "ihres" Präsidenten erwarten viele nichts weniger als die Rückkehr der "Amerikanischen Großartigkeit".

Gemeinsam mit den Marktteilnehmern und der Fed gehen sie weiterhin davon aus, dass Trump dem Wirtschaftswachstum einen spürbaren

"The problem with experts is that they do not know what they do not know."

Nassim Taleb

Schub verleihen und eine Vielzahl gut bezahlter Jobs schaffen wird.

Viele Stimmungsindikatoren stiegen in der Folge auf neue Höchststände, welche aber bislang von den harten Wirtschaftsdaten noch nicht bestätigt wurden.

Es bleibt abzuwarten, ob der Stimmungswandel tatsächlich zu positiveren Wachstumsdaten führen wird. Die Märkte haben an die Trump-Administration jedenfalls Vorschusslorbeeren verteilt und preisen zukünftige wachstumsfördernde Maßnahmen und ein gesteigertes Wachstum bereits ein. Leidtragender dieser hohen Erwartungshaltung war – insbesondere im Anschluss an die Wahl – der Goldpreis. Dieser musste als direkte Konsequenz der stark gestiegenen Renditen, wie in der Standortbestimmung bereits geschildert, deutlich Federn lassen. **Mit der Möglichkeit, dass durch massive Steuererleichterungen und Liberalisierungen tatsächlich das Wirtschaftswachstum angefangen werden kann, beschäftigen wir uns etwas später.**

c. Hinweise auf eine nahende Rezession

"Our economic forecasting record is nearly perfect."

Janet Yellen

Im Folgenden wollen wir fünf Hinweisen nachgehen, die trotz der derzeit vorherrschenden guten Stimmung eine baldige Rezession weitaus wahrscheinlicher erscheinen lassen als gemeinhin angenommen. **Diese fünf Hinweise sind:**

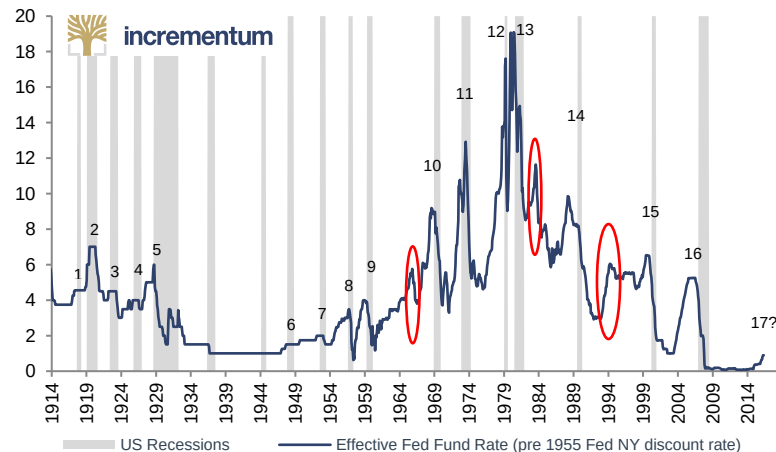
1. Steigende Zinsen
2. Die unnatürliche Vermögenspreisinflation
3. Verschuldung der Konsumenten & Verlangsamung der Kreditausweitung
4. Die Dauer des derzeitigen Aufschwungs
5. Stagnierende Steuereinnahmen

Hinweis Nr. 1: Steigende Zinsen

Betrachtet man einen langfristigen Chart der US-Leitzinsen, so erkennt man, dass fast jedem Zinserhöhungszyklus eine Rezession (gemessen anhand einer Schrumpfung des BIP in mind. 2 Quartalen) folgt. **Beeindruckend ist die historische Tatsache, dass in den vergangenen 100 Jahren auf 19 Zinserhöhungszyklen 16 Rezessionen folgten. Nur in drei Fällen folgte dem Zinserhöhungszyklus keine Rezession.** ²⁰

²⁰ Vgl. Hoisington Quarterly Review and Outlook, Q1 2017

Zinserhöhungen führten fast immer zu Rezessionen



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

"It is hard to imagine a more stupid or more dangerous way of making decisions than by putting those decisions in the hands of people who pay no price for being wrong."

Thomas Sowell

*"The tightening of policy that puts an end to the further expansion of an asset bubble and the subsequent reopening of the liquidity spigots are **always** asymmetric."*

www.acting-man.com

Das zyklische Auftreten von Booms und Busts sowie deren Zusammenhang mit der Geldpolitik wird dadurch evident. Unserer Meinung nach liefert die Austrian Business Cycle Theory (ABCT) hilfreiche Erklärungen für diesen Zusammenhang.²¹

Zinserhöhungen sind also grundsätzlich mit Spannung zu erwarten.

Teilweise trat der konjunkturelle Einbruch jedoch erst mit einer Verzögerung von mehreren Quartalen auf. Wir hatten bereits im "In Gold we Trust"-Report 2014²² geschrieben, dass man den Zeitpunkt der Umkehr der US-Geldpolitik auf den Beginn des damals viel zitierten "Tapering" datieren kann. Mitte 2013 – also mittlerweile schon vor 4 Jahren – hatte der damalige Präsident der FED, Ben Bernanke, den sanften Ausstieg aus dem QE-Programm angekündigt. Im Laufe des Jahres 2014 hat die US-Notenbank die Käufe sukzessive eingestellt. Wenn man diese Sichtweise teilt, sind wir also bereits im vierten Jahr des Tightening-Zyklus. Unterstützung für unsere These liefert unserer Meinung nach auch der Chart der Rendite der zweijährigen US-Staatsanleihen, die bereits im Jahr 2014 einen Boden ausbildete und seitdem leicht ansteigt.

²¹ Nähere Erläuterungen der ABCT und deren Implikationen finden Sie ua. in unserem Buch *Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, 2014

²² "In Gold we Trust"-Report 2014

2-jährige US-Staatsanleihen am Weg nach oben?



"You can't expect the Fed to spell out what it's going to do...Why? Because it doesn't know."

Stanley Fischer

Insgesamt scheint es vielmehr so, dass die Federal Reserve die ihr verbleibende Zeit nutzen möchte, um die versäumten Zinserhöhungen nachzuholen. Dies hätte für sie den Vorteil, dass sie beim nächsten Abschwung nicht bereits ihr komplettes konventionelles geldpolitisches Pulver verschossen hätte und auf die nächste Rezession mit - wenn auch geringfügigen - Leitzinssenkungen reagieren könnte.

Hinweis Nr. 2: Die unnatürliche Vermögenspreisinflation

Ausgesprochenes Ziel der QE-Programme war die Inflationierung der Vermögenswerte, in deren Gefolge der Konsum stimuliert werden sollte. Insbesondere Ersteres war gemäß Richard Fisher von Erfolg gekrönt.

"...we made a decision back in 2008, early 2009 we were going to have a wealth affect. That was achieved, it made wealthy people wealthier but the point is, it didn't trickle down..."²³

Richard Fisher, ehemaliger Präsident der Federal Reserve Bank Dallas

Häufig haben wir schon darauf hingewiesen, dass eine ultralockere Geldpolitik das exakte Gegenteil einer nachhaltigen Geldpolitik ist. Jede unnatürliche Vermögenspreisausdehnung findet früher oder später ihr Ende.

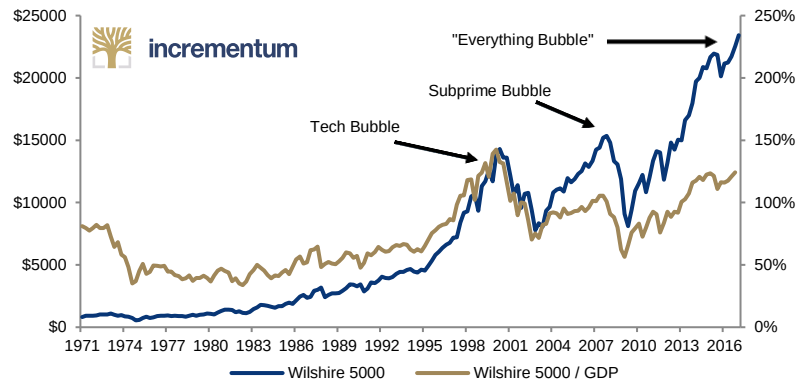
"We have the worst revival of an economy since the Great Depression. And believe me: We're in a bubble right now."

Donald Trump

Im aktuellen Zyklus haben die Vermögenswerte erneut ein rekordverdächtiges Verhältnis erreicht. Neben dem bereits weiter oben gezeigten Verhältnis des Einkommens relativ zum Gesamtvermögen spricht auch der von Starinvestor Warren Buffett bevorzugte "Buffett-Indikator" eine klare Sprache. Dieser signalisiert zum dritten Mal in knapp zwei Dekaden eine deutliche Überbewertung des US-Aktienmarktes im Verhältnis zur US-Wirtschaft.

²³ Fisher, Richard: "Wealth Effect' Did Not Trickle Down", 2016

Buffett-Indikator: Wilshire 5000 und Marktkapitalisierung des Wilshire 5000/US BIP



Quelle: Federal Reserve St.Louis; Incrementum AG, Kevin Duffy²⁴

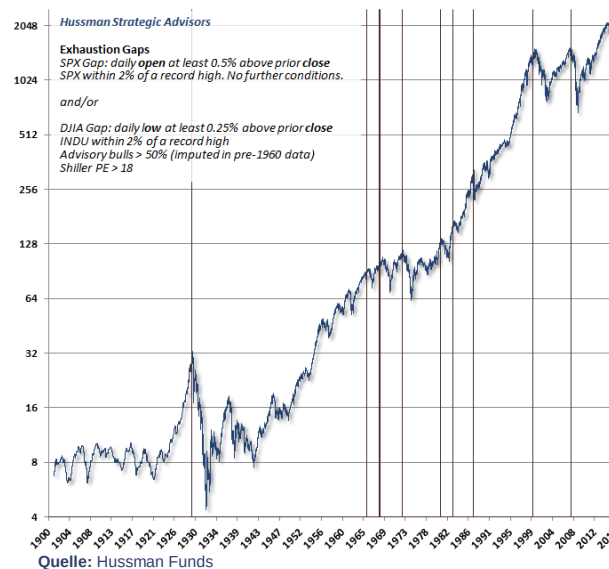
Dass US-Aktien aktuell (deutlich) überbewertet sind, signalisieren etliche Bewertungskennzahlen, darunter das bekannte Shiller P/E-Verhältnis. Brisant ist dieses Signal insofern, als dass sich der Zinserhöhungszyklus naturgemäß negativ auf die Bewertungen von Aktien auswirkt.

"If you pay well above the historical means for assets, you will get returns well below the historical mean."

John Hussman

Im Zusammenhang mit überbewerteten Aktienmärkten hat der Analyst John Hussman in seiner wöchentlichen Kolumne vom 1. Mai 2017 einen äußerst lesenswerten Beitrag verfasst. Am Ende eines Bullenmarktes, so Hussman, bekommen Anleger vermehrt "Angst, Performance verpassen zu können" ("Fear of missing out" oder auch FOMO). Diese Endphasen von Aktienhaussen versucht Hussman mit Hilfe einiger Indikatoren zu erkennen. Für die derzeitige Aktienhausse zeigen seine Analysen ein besorgniserregendes Ergebnis: Eine stärkere Korrektur am US-Aktienmarkt steht bald bevor.²⁵

Exhaustion Gaps im S&P500 und Dow Jones



Quelle: Hussman Funds

²⁴ Vgl. Duffy, Kevin: "Mr. Market flunks the marshmallow test", Präsentation auf der Grant's Spring Konferenz 2017

²⁵ Hussman, John P.: "Exhaustion Gaps and the Fear of Missing Out", 2017

Hinweis Nr. 3: Verschuldung der Konsumenten & Verlangsamung der Kreditausweitung

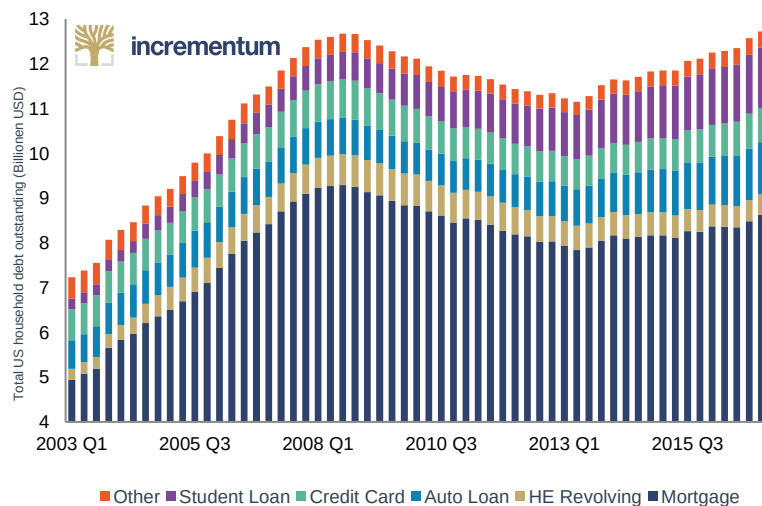
"Der Zins ist das Zünglein an der Waage des wirtschaftlichen Gleichgewichts und zeigt genau an, ob die Schale der Produktion oder die des Konsums entlastet werden muß."

Argentarius

Die bewusst von der Zentralbankpolitik manipulierten Zinssignale bewirken unnatürliche Verhaltensmuster. Einerseits wiegen sich relativ vermögende Individuen durch gestiegene Aktien- und Immobilienpreise in falschem Wohlstand, andererseits wird aufgrund der niedrigen Zinsen der Anreiz zum Sparen unterminiert und die Neuverschuldung gefördert. **Statt eines längerfristig orientierten Sparverhaltens legt die Gesellschaft zu Zeiten von Nullzinsen lieber hedonistischen Demonstrativkonsum an den Tag.**

Diese künstliche Stimulierung lässt sich mittlerweile anhand von zahlreichen makroökonomischen Kennzahlen ablesen. Im April dieses Jahres übertraf beispielsweise die kumulierte Haushaltsverschuldung in den USA erstmals das Vorkrisenniveau. Während der erneut hohe Schuldenstand für uns Anlass zur Sorge ist, kommentierte die New York Times die Nachricht durchwegs positiv.²⁶

Gesamtverschuldung der US-Haushalte (Billionen USD)



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

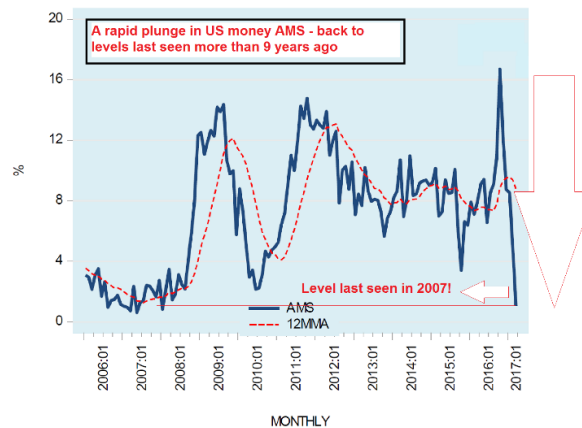
"Credit is a system whereby a person who cannot pay gets another person who cannot pay to guarantee that he can pay."

Charles Dickens

Im derzeitigen Geldsystem wird ein Großteil der umlaufenden Geldmenge von Banken als Kredit geschöpft. Die Wachstumsrate dieser Geldschöpfung ging in den vergangenen Monaten signifikant zurück. Herkömmliche Bankkreditaggregate zeigen dies ebenso an wie die sogenannte Austrian Money Supply. **Historisch gesehen war die Verlangsamung des Kredit-Wachstums stets ein gutes Indiz für eine Abschwächung der Wirtschaftsaktivität und eine baldige Rezession, denn für die Fortsetzung des (exzessiven) US-Konsums ist die Schöpfung neuer Bankkredite eine zentrale Lebensader.**

²⁶ Vgl. Cowley, Stacy und Michael Corkery: "Household Debt Makes a Comeback in the U.S.", NY Times, 2017

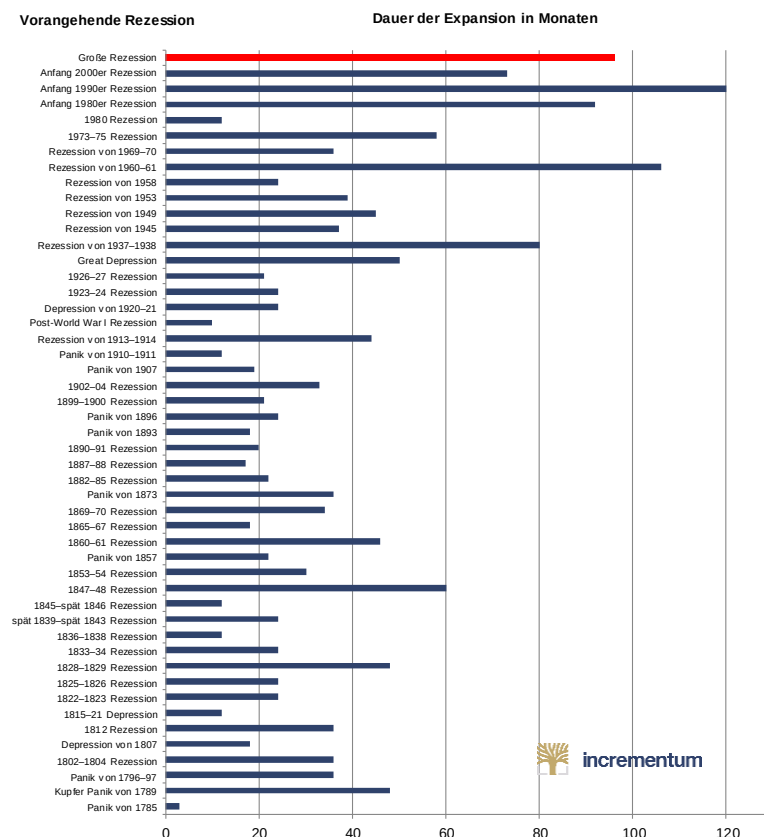
US money AMS – yoy Veränderung (%) und 12-Monats Moving Average



Quelle: AAS Economics, Dr. Frank Shostak

Hinweis Nr. 4: Dauer des Aufschwungs

Es gibt unter Ökonomen in vielen Fragen wenig Konsens: *"Fragt man zwei Ökonomen erhält man drei Meinungen."*, so lautet ein bekanntes Sprichwort. Deshalb verwundert es uns, dass eine US-Rezession vom Gros der Mainstream-Ökonomen derzeit kategorisch ausgeschlossen wird. Denn eine Gegebenheit ist empirisch unbestreitbar: **Das BIP wächst in Zyklen mit zeitlich begrenzten Expansionsphasen.** In unregelmäßigen Abständen folgen Rezessionen auf vorherige Boomphasen. Eine historische Betrachtung aller wirtschaftlichen Expansionen der Vereinigten Staaten zeigt die nächste Grafik:



Quelle: Incrementum AG, Wikipedia

"There is always some chance of recession in any year, but the evidence suggests that expansions don't die of old age."

Janet Yellen

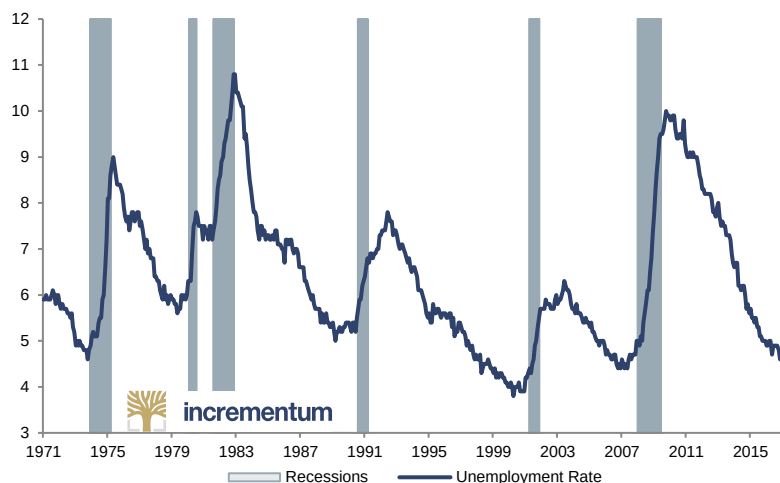
"One day everything will be well, that is our hope. Everything's fine today, that is our illusion."

Voltaire

Die 49 Expansionen seit Gründung der Vereinigten Staaten dauerten im Schnitt etwa 36 Monate. Wenn man nur die 12 Aufschwünge der Nachkriegszeit betrachtet, so beträgt die Durchschnittslänge einer Aufschwungsphase 61 Monate. Mit Stand Juni 2017 befinden wir uns in der bislang drittlängsten Aufschwungsphase, welche nun schon 96 Monaten anhält. Sollte die aktuelle Aufschwungsphase noch weitere 24 Monate anhalten, würde sie die längste Expansionsphase in der US-amerikanischen Geschichte sein. **In Anbetracht der vorgebrachten Hinweise halten wir es allerdings für wahrscheinlich, dass dieser Rekord nicht gebrochen wird.**

Fallende Arbeitslosenquoten sind meist ein Nebeneffekt einer wirtschaftlichen Expansion. Während vielerorts die niedrige Arbeitslosenrate als Argument für die Robustheit des Aufschwungs herangezogen wird, weisen wir hier auf die langfristig oszillierende Charakteristik dieser statistischen Kennzahl hin. So gesehen sprechen niedrige Arbeitslosenraten viel eher für einen baldigen Anbruch einer neuen Rezession.

Niedrige US-Arbeitslosigkeit als Vorbote für baldige Rezession?



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

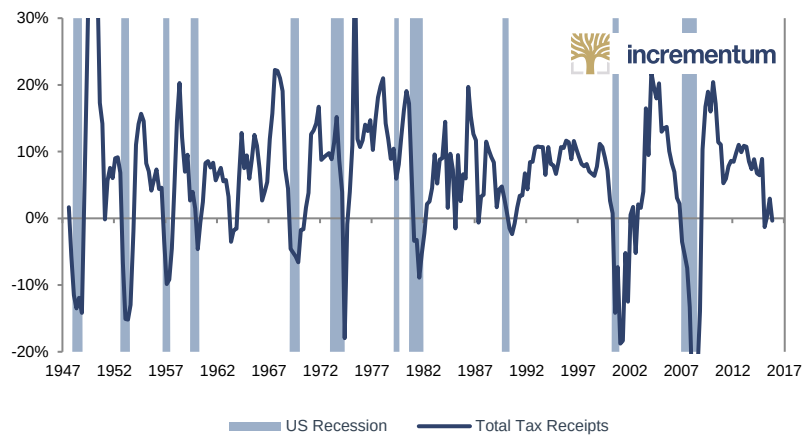
Hinweis Nr. 5: Stagnierende Steuereinnahmen

"In a theater, it happened that a fire started offstage. The clown came out to tell the audience. They thought it was a joke and applauded. He told them again, and they became still more hilarious. This is the way, I suppose, that the world will be destroyed – amid the universal hilarity of wits and wags who think it is all a joke."

Søren Kierkegaard

Ein interessantes Phänomen deutet sich derzeit bei der Entwicklung der Steuereinnahmen ab, die typischerweise stark mit dem Wirtschaftswachstum korrelieren. Die Einnahmen aus Bundessteuern stiegen in jüngster Vergangenheit nicht mehr an, was historisch gesehen als eindeutig negatives Indiz für die konjunkturelle Verfassung zu deuten ist. Frappierend ist, dass die Steuereinnahmen in der Vergangenheit ausschließlich in Zeiten wirtschaftlicher Kontraktion schrumpften. Die jüngste Entwicklung stimmt uns daher äußerst skeptisch hinsichtlich der aktuellen konjunkturellen Lage.

US-Steuereinnahmen stagnieren

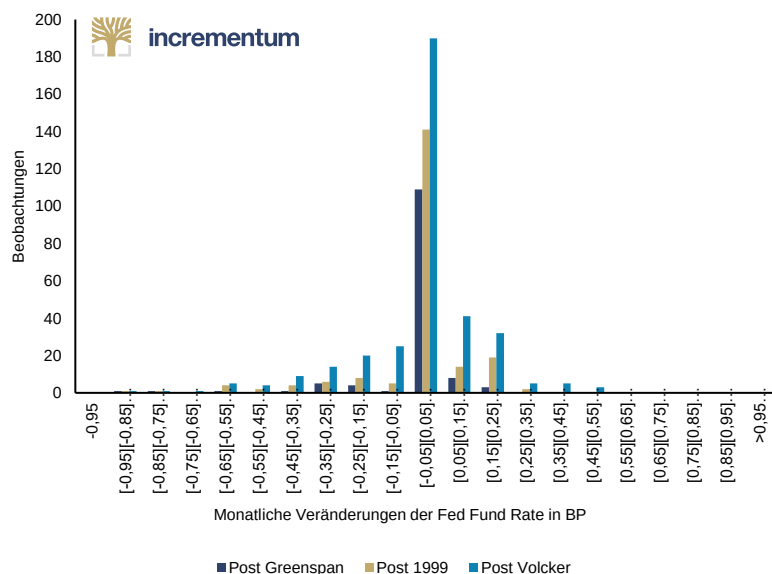


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Die Konsequenzen einer Rezession

Sollte dieser Aufschwung nicht der längste der Geschichte werden und das US-BIP Wachstum in den kommenden 24 Monaten tatsächlich negativ werden, wären die Konsequenzen aus unserer Sicht gravierend. Die reflexartige Reaktion von Staat und Zentralbank wären definitiv weitere Stimulierungsmaßnahmen und eine Umkehr der Geldpolitik. Aktuell wird in Finanzmarktkreisen fast ausschließlich von der baldigen Rückkehr zu einer normalen Geldpolitik gesprochen. So gut wie niemand erwartet jedoch eine nahende Rezession bzw. eine expansivere Geldpolitik. In den letzten Jahren hat die US-Notenbank eine immer asymmetrischere Geldpolitik betrieben. Zinssenkungen fielen also stets stärker als Zinserhöhungen aus. Dies lässt sich statistisch an der linksschiefen Verteilung der effektiven Zentralbankzinsen ("effective fed fund rates") ablesen.

Verteilungsfunktion der US-Leitzinsänderungen ist stark linksschief



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Es wäre eine große Überraschung, gleichsam ein Schwarzer Schwan, falls bei der nächsten Rezession nicht auf die gewohnte Weise reagiert würde.

Da die Normalisierung der Geldpolitik bei weitem noch nicht so weit vorangeschritten ist, würden die erneuten Stimulierungsmaßnahmen das Vertrauen in die Nachhaltigkeit der bisherigen monetären Therapie vermehrt in Frage stellen. Zudem unterliegt auch die Wirksamkeit der monetären Therapie einem abnehmenden Grenznutzen. Jeder zusätzlich geschöpfte Dollar schafft immer weniger Wirtschaftswachstum. **Aus diesem Grund wird voraussichtlich die nächste Runde unkonventioneller Geldpolitik deutlich brachialer ausfallen müssen als wir dies bisher kennen.** Dies könnte zu einer drastischen Aufwertung des Goldpreises führen.

d. Grauer Schwan: Stagflation

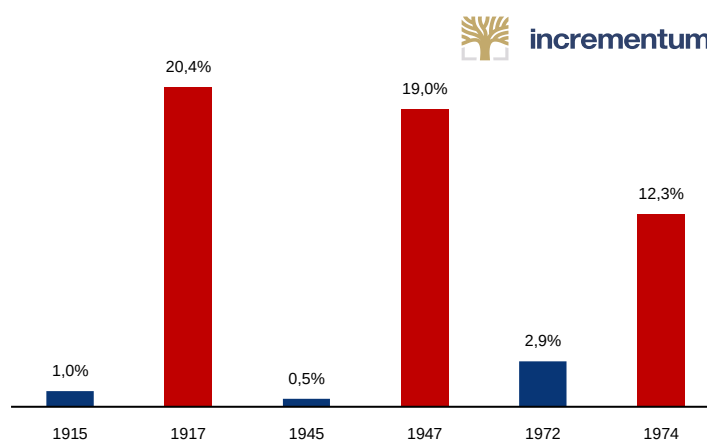
Wie eben gezeigt gehen wir davon aus, dass die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession deutlich höher ist als gemeinhin angenommen. Doch wie würde sich eine Rezession auf die Inflationsdynamik auswirken?

"Bevor man die Welt verändert, wäre es vielleicht doch wichtiger, sie nicht zu Grunde zu richten."

Paul Claudel

Seit einigen Jahren sind wir Zeitzeugen eines der größten Geldexperimente der Menschheitsgeschichte. Der Ausgang ist wohl ungewiss. Ein demütiger Blick in die Geldgeschichte lehrt uns hinsichtlich Inflation jedoch folgendes: Weder die Mainstream-Ökonomie noch die Notenbanker können die Spezifika der Inflationsdynamik steuern. Die kläglich scheiternden Versuche das Teuerungsniveau wie mit einem Thermostaten zu regulieren, zeugen von Hybris und von mangelnder Kenntnis unserer Geldgeschichte. **Teuerungswellen treten unerwartet und innerhalb relativ kurzer Zeit auf.**

Historische Inflationsüberraschungen (USA)



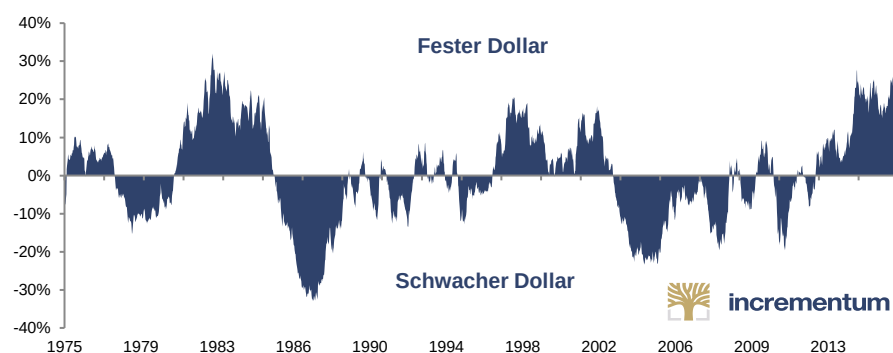
Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

"There seems to be an unstated assumption that a central bank that has so far not even been able to push consumer price inflation rates up by doing everything to debase its currency, will somehow be able to keep price inflation in check if or when it finally does rear its head. It seems more likely to us that a chimpanzee will one day find the answers to all unresolved questions of theoretical physics."
 www.acting-man.com

Entgegen der landläufigen Meinung, dass sich die industrialisierten Volkswirtschaften durch eine geringe Inflation auszeichnen, hat bereits eine enorme monetäre Inflationierung stattgefunden. Diese hat sich bislang jedoch "nur" in den Vermögenspreisen, also Asset Price Inflation, niedergeschlagen. Es mutet merkwürdig an, dass gestiegene Preise für Lebensmittel in der Regel als verhängnisvoll angesehen werden, wohingegen steigende Häuserpreise oftmals als Segen gelten. **In beiden Fällen bedeutet dies schlichtweg eine Reduktion der Kaufkraft.**²⁷

Entscheidend für die weitere Inflationsdynamik ist unserer Meinung nach die Reaktion des US-Dollars während einer wirtschaftlichen Kontraktion. In den vergangenen Rezessionen wertete der US-Dollar in einem derartigen Umfeld gegenüber den wichtigsten Währungen jeweils auf. Die Fed ergriff daraufhin Gegenmaßnahmen und der Dollar verlor wieder an Außenwert. Zum jetzigen Zeitpunkt ist die Ausgangsposition insofern anders, als dass der Dollar in den vergangenen Jahren schon eine ausgeprägte Stärkephase durchlebte.

USD-Index: Indikator für finanzielle Krisen?



USD Index (30mo Veränderung.)
 Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

"Denn von allen Faktoren, die sonst noch auf das Preisniveau einwirken, ist vielleicht der stärkste preisbestimmende Faktor das Vertrauen in die Währungsordnung selbst. Der Kredit, den eine Währung genießt ist wichtiger als der Kredit, der künstlich geschaffen werden kann."
 Arthur Salz

Sollte es zur einer US-Rezession bei gleichzeitig abwertendem US-Dollar kommen, wäre das für Anleger eine äußerst heikle Situation. **Während im Jahr 2008 noch Liquiditätssorgen und die Angst, dass "zu wenig Geld gedruckt würde", dominierten, könnte es bei der nächsten Rezession zu einer gegenteiligen Markteinschätzung kommen.** Dies wäre insbesondere dann der Fall, wenn das Vertrauen in die Fähigkeit der FED verloren geht, mit weiteren Stimulierungsmaßnahmen die Wirtschaft zu beleben. Sobald eine steigende Preisinflation von den Marktteilnehmern ernsthaft in Betracht gezogen wird, könnte sich das generelle Marktsentiment grundlegend ändern. Die derzeit nach wie vor allgegenwärtige Erwartungshaltung *"Im Zweifel gibt es weitere inflationäre Maßnahmen der Notenbanken"* wird bei steigender Inflationserwartung vermehrt in Frage gestellt werden.

Darauf basierend möchten wir nachfolgend auf die Eigenschaften verschiedener Anlageklassen in unterschiedlichen Inflationsregimen

²⁷ Vgl. Hollenbeck, Frank: "Why Keynesian Economists Don't Understand Inflation", Mises.org, 2014

"No subject is so much discussed today – or so little understood – as inflation."

Henry Hazlitt

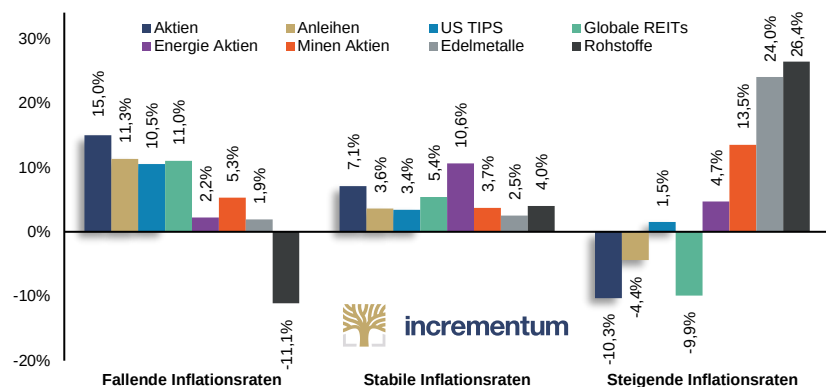
"Amerikanische Politiker stehen der Inflation mit einer Hassliebe gegenüber. Sie hassen die Inflation, aber sie lieben alles, was sie verursacht."

John D. Rockefeller junior

eingehen. Neben Edelmetallen werden inflationsindexierte Anleihen oftmals als guter Inflationsschutz genannt. Viele Anleger sind sich jedoch nicht bewusst, dass die Inflationssicherung im Grunde erst am Ende der Laufzeit greift. Während der Laufzeit weisen solche Anleihen beträchtliche Zinssensitivitäten zu Nominalzinsveränderungen auf. Dies ist für die Portfoliobildung ein nicht unwesentlicher Faktor. Vor allem länger laufende Inflationsanleihen haben bei steigenden Inflationstendenzen oft "Gegenwind", weil diese Zeiten mitunter von steigenden Nominalzinsen begleitet werden. Wenn diese Anlageklasse nun als Inflationsabsicherung beigemischt wird, kann es in einzelnen Jahren zu herben (Buch-)Verlusten kommen.

Anhand der nachfolgenden Grafik erkennt man klar, dass sowohl Aktien, als auch Anleihen in einem Umfeld steigender Teuerungsrate zu den klaren Verlierern zählen. Auch wenn Aktien als Realwert häufig zu den inflationsgeschützenden Anlagen gezählt werden, so ist dies historisch gesehen nicht so eindeutig. Zahlreiche Studien belegen, dass Aktienpreise und Inflation negativ korreliert sind.²⁸ Dies bedeutet, dass sich eine Erhöhung der Preisinflation im Normalfall negativ auf die Aktienpreise auswirkt.²⁹ Selbstverständlich sind hierbei allerdings deutliche Branchenabhängigkeiten festzustellen. **Dies ist ein wesentlicher Grund, wieso Gold und Rohstoffaktien attraktive Eigenschaften für eine umsichtige Portfoliodiversifikation aufweisen.**

Wertentwicklung unterschiedlicher Assetklassen in verschiedenen Inflationsregimen



Quelle: Wellington Asset Management, Incrementum AG

e. Weitere potenzielle Graue Schwäne

Im Folgenden wollen wir noch einige weitere Graue Schwäne nennen, von denen wir annehmen, dass sie demnächst relevant werden könnten.

Kreditkrise in China

"The idea that China is now the driving economic power in the world, I think, is illusory or somewhat of a fallacy."

Kyle Bass

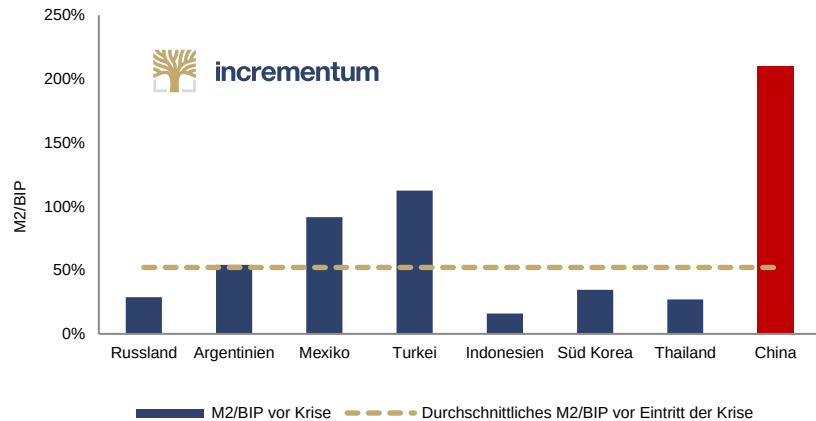
Über eine potenzielle Kreditkrise in China wird seit einigen Jahren immer wieder spekuliert. Bis zum Jahr 2014 hat China eine positive Zahlungsbilanz ausgewiesen

²⁸ Vgl. Fama, Eugene und William Schwert: "Asset returns and inflation", *Journal of Financial Economics*, 1977

²⁹ Vgl. Jaffe, Jeffrey F. und Gershon Mandelker: "The 'Fisher Effect' for Risky Assets: An Empirical Investigation", *Journal of Finance*, 1975

und Währungsreserven akkumuliert. Seither hat sich dieser Trend umgekehrt und der Renminbi hat stetig gegenüber dem US-Dollar abgewertet. Die Kreditausweitung in China hat insbesondere nach 2008 exorbitant zugelegt.

M2/GDP-Level in internationalen Krisen – China deutlich über Durchschnitt von 51%



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Hohe Abwertungen gegenüber dem US-Dollar verbunden mit steigenden Goldpreisen sind zu erwarten, falls die chinesische Wirtschaft tatsächlich eine Bankenkrise durchleben sollte.

Politische Krise in den USA im Falle einer Absetzung von Präsident Trump

"The inability to predict outliers implies the inability to predict the course of history."

Nassim Taleb

Donald Trump hat mit seiner Wahl zum Präsidenten nicht nur für Aufregung an den Finanzmärkten gesorgt. Ein Großteil der bestehenden Machtelite ist durch seine Wahl am falschen Fuß erwischt worden. Die Bemühungen, ihn im Rahmen eines Amtsenthebungsverfahrens (impeachment) aus dem Amt zu befördern, nehmen zu. Seine politisch unkonventionelle Vorgehensweise könnte seinen politischen Gegenspielern Steilvorlagen für diesen Schritt liefern. Noch beim Verfassen dieses Goldreports hat diese Wahrscheinlichkeit zugenommen.

Eine geopolitische Eskalation im Nahen oder Fernen Osten

"Die korrekte Antwort auf Komplexität ist Demut, nicht Hybris."

Rahim Taghizadegan

Die Wahrscheinlichkeit einer kriegerischen Auseinandersetzung im Fernen Osten ist zuletzt ebenfalls angestiegen. So ist die Situation auf der koreanischen Halbinsel aber auch zwischen Japan und China, China und den Philippinen sowie China und Vietnam, angespannt. Auch die zahlreichen schwelenden Konflikte im Nahen Osten könnten jeden Moment eskalieren.

Wie sich solche Szenarien auf den US-Dollar und den Goldpreis auswirken, ist stark vom Verlauf des jeweiligen Konfliktes abhängig. Die Vermutung liegt nahe, dass das Krisenmetall Gold zumindest in einer ersten Reaktion Kursgewinne verzeichnen dürfte. **Trotzdem wird unserer Meinung nach die direkte Auswirkung von (geo-)politischen Ereignissen auf den Goldpreis**

tendenziell überschätzt. Interessierten Lesern empfehlen wir den Bericht unseres letzten Advisory Board Meetings.³⁰

Hyperdeflation in Folge einer globalen Banken- und Staatsschuldenkrise

"In times of crisis people are generally blind to everything outside their immediate necessities."

Albert Einstein

Über die Nicht-Nachhaltigkeit der Schuldensituation haben wir bereits in vergangenen "In Gold we Trust"-Reports berichtet. Sollte es aufgrund der chronischen Überschuldung zu einer internationalen Banken- und Schuldenkrise kommen, so hätte diese – ohne massives Gegensteuern der Notenbanken – eine stark deflationäre Wirkung. Ein großer Teil des Giralgelds wäre nicht mehr zugänglich und Barreserven würden massiv aufwerten. Falls es wirklich zu einer Hyperdeflation kommen sollte, so würde Gold zwar nominell fallen, aber real die Kaufkraft erhalten oder sogar steigern.³¹ **Insbesondere für dieses Szenario empfiehlt sich das Investment in physische Metalle und die Lagerung außerhalb des Bankensystems.**

US- Wirtschaftsaufschwung durch massive Steuererleichterungen und Liberalisierungen

"I'm cutting taxes. We're going to grow the economy. It's going to grow at a record rate of growth."

Donald Trump

Im fortgeschrittenen Stadium des Schuldgeldsystems ist ein Anstieg des BIP-Wachstum nur bei einer überproportionalen Ausdehnung der Verschuldung möglich. Es ist nicht auszuschließen, dass eine Schuldenpolitik inklusive weiterer Reflationierungsmaßnahmen wie "Helicopter-Money" ein deutliches Anfachen der Wachstumszahlen bewirkt. Dies würde de facto einem "Crack up Boom" entsprechen. Dieses Szenario wäre höchst inflationär und würde unserer Einschätzung nach von einer starken Performance der Edelmetalle begleitet werden.

Neuordnung der globalen Währungsordnung inklusive einer (Teil-) Remonetarisierung von Gold

Nationale aber auch internationale Währungsordnungen sind regelmäßigen Änderungen unterworfen. Der letzte Paradigmenwechsel fand am 15. August 1971 statt, als US-Präsident Richard Nixon das bis dahin geltende Bretton-Woods-System aufkündigte. Früher oder später wird auch der momentane Post-Bretton-Woods-Standard, d.h. der US-Dollar Standard, adaptiert werden.

Die Wahrscheinlichkeit, dass Gold wieder eine Rolle in der neuen Währungsordnung spielen könnte, nahm unserer Meinung zuletzt zu. So gibt es im Beraterstab von US-Präsident Trump auch Mitarbeiter, welche sich des Themas bewusst sind und auch öffentlich darüber sprechen. In dem Zusammenhang ist unser Exklusiv-Interview mit Dr. Judy Shelton in diesem "In Gold we Trust"-Report gewiss lesenswert.

³⁰ "US Going to War with North Korea and Gold Going Below \$1,000?", *Minutes of the Advisory Board Meeting*, 2017

³¹ Vgl. Österreichische Schule für Anleger: *Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, S. 147 ff.

"Remember that you are a Black Swan."

Nassim Taleb

Fazit

Wir haben uns in diesem ornithologisch geprägten Kapitel mit einigen Schwänen beschäftigt, die signifikante Auswirkungen auf die Goldpreisentwicklung haben können. Unserer Meinung nach ist eine US-Rezession, die eine Kehrtwende der Geldpolitik bedeuten würden, der wichtigste Einflussfaktor auf die zukünftige Goldpreisentwicklung.

Graue Schwäne und möglicher Einfluss auf den Goldpreis

Grauer Schwan	Einfluss auf USD	Einfluss auf Goldpreis in USD	Global inflationär/ deflationär
Stagflation	Abwertung	positiv	inflationär
Kreditkrise in China	Aufwertung	positiv	ungewiss
Politische Krise USA	Abwertung	positiv	ungewiss
Geopolitische Eskalation im Nahen/Fernen Osten	ungewiss	positiv	inflationär
Hyperdeflation	Aufwertung	negativ	deflationär
US- Konjunktur Boom	Abwertung	stark positiv	inflationär
Neuordnung Währungssystem	Abwertung	stark positiv	inflationär

Quelle: Incrementum AG

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

Simon Mikhailovich

Es ist uns bewusst, dass wir als Vertreter der Österreichischen Schule dazu neigen, das Eintreffen einer Rezession zu früh zu wittern. Unserem Empfinden nach wird ein solches Szenario derzeit zu Unrecht völlig unterschätzt. **Man hat sogar den Eindruck, dass die Möglichkeit einer Rezession komplett ignoriert wird und wie ein Schwarzer Schwan behandelt wird.** Aus unserer Sicht spricht aber bereits einiges dafür, dass der aktuelle Aufschwung in absehbarer Zukunft sein Ende finden wird. Das Szenario einer Rezession ist unserer Meinung nach daher ein durchaus wahrscheinliches.

Sollte sich unsere Annahme bestätigen, so würde die Geldpolitik mit schnellen Zinssenkungen und einer neuen Runde Quantitative Easing darauf reagieren. In diesem Szenario wäre bei Gold mit deutlichen Kursgewinnen zu rechnen.



philoro
EDELMETALLE

Freiheit braucht Sicherheit



Mit Sicherheit glücklich. philoro.

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

Populismus und dessen wahre Wurzel

Key Takeaways

- Der Brexit und die Wahl Donald Trumps haben das politische Establishment erschüttert. Was sind die Gründe für den allorts aufstrebenden Populismus?
- Die für viele überraschenden Wahlergebnisse sind letztlich die Folge der ökonomischen Erosion der letzten Jahre.
- Expansive Fiskalpolitik & Protektionismus kommen wieder in Mode. Dies wird Konsequenzen für die Finanzmärkte und die Inflationsentwicklung haben.

"Populism is a rebellion of the common man against the elites and to some extent, against the system."

"Populism: The Phenomenon", Bridgewater

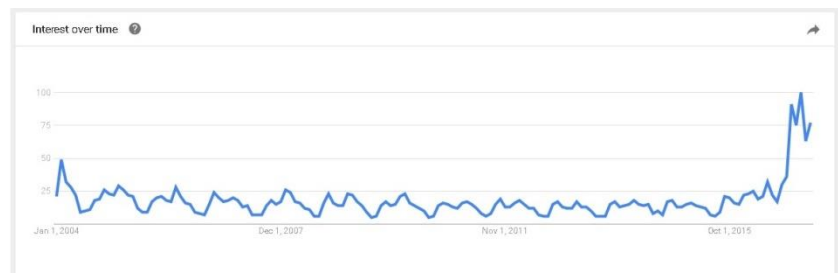
a. Der neue Populismus

Zunächst der Brexit und dann auch noch der Triumph von Donald Trump; Das Jahr 2016 hat das Establishment nachhaltig erschüttert. Beide Ereignisse haben zwei wichtige Gemeinsamkeiten:

- Sie wurden von vielen Marktteilnehmern und Personen *ex ante* nicht für möglich gehalten und kamen daher für diese vollkommen überraschend und unerwartet.
- Sie zeichneten sich dadurch aus, dass die geführten Debatten nicht sachlich-argumentativ, sondern in der Regel persönlich-verletzend ausgefochten wurden.

In diesem Zusammenhang gewann der Begriff des Populismus – und hier insbesondere das Wort des Jahres 2016 "postfaktisch" – global an Bedeutung. Obgleich das Wort Populismus oftmals als politischer Kampfbegriff genutzt wird und es an einer allgemeingültigen Definition mangelt, kann seine gesellschaftspolitische Relevanz im gegenwärtigen Diskurs nicht geleugnet werden. Google Trends zeigt sehr gut, wie die Suchanfragen nach dem Begriff "populism" im Vorjahre regelrecht explodierten.

Google Suchabfragen "Populismus"



Quelle: Google Trends

"Es endet immer auf diese Weise. Wenn Sie zurückschauen auf das alte Rom, auf die Ming Dynastie oder auf Simbabwe – immer, immer, immer endet es auf diese Weise. Wir reden hier über das Endspiel, und das ist unangenehm."

Lawrence B. Lindsay

"I will be the greatest President that God ever created."

Donald Trump

Bereits in unserem "In Gold we Trust"-Report 2016³² und unserem Investorenbrief vom Dezember 2016³³ haben wir uns ausführlich mit der Wurzel des aufkeimenden Populismus und dem Phänomen Donald Trump beschäftigt. In beiden Publikationen haben wir darauf hingewiesen, dass Populismus – unabhängig von welcher politischen Richtung er eingesetzt wird – nur ein *Symptom* darstellt.

Zwar gibt es in jedem Land spezifische Eigenheiten, die das Aufkommen von populistischen Parteien begünstigen, dennoch ist unserer Meinung nach ein marodes ökonomisches Fundament fruchtbarer Nährboden für die Unzufriedenheit der Menschen. Dies hat naturgemäß Konsequenzen auf das geänderte Abstimmungs- und Wahlverhalten.

³² Vgl. "In Gold we Trust"-Report 2016, S. 30 ff.

³³ Vgl. "Incrementum Investorenbrief und Outlook 2017", 2016

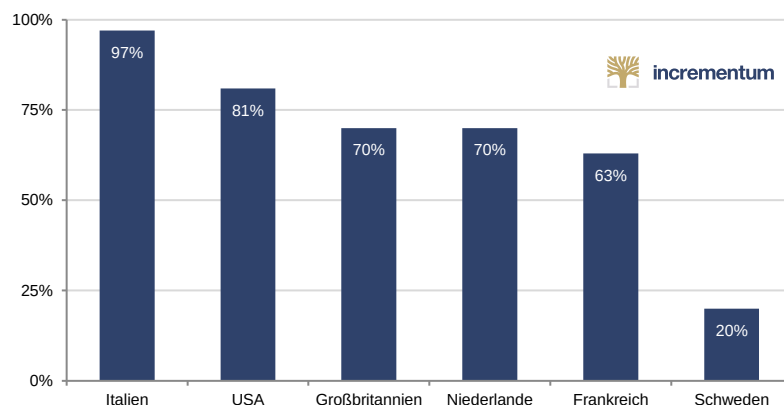
Den stattfindenden politischen Wandel einzig im Populismus zu verorten, ist für uns daher deutlich zu kurz gegriffen.³⁴ In unserem Investorenbrief führten wir hierzu bereits aus:

"Die 'verblüffenden' Wahlergebnisse in der westlichen Welt sind unserer Meinung nach keineswegs nur Erzeugnisse populistischer Demagogen, sondern vielmehr kausal auf eine ökonomisch massiv auseinanderdriftende Gesellschaft und einen damit verbundenen Vertrauensverlust in etablierte Institutionen zurückzuführen."³⁵

"If you are not confused about the economy, you don't understand it very well."
Charlie Munger

Unsere Analyse wird von einer Studie von McKinsey bestätigt, in der die Entwicklung des realen Haushaltseinkommens in 25 Industriestaaten untersucht wurde.³⁶ Die Studienautoren kamen zu dem bemerkenswerten Ergebnis, dass die realen Haushaltseinkommen von zwei Drittel aller Haushalte in den Industriestaaten im Zeitraum von 2005 bis 2014 stagnierten oder sogar sanken. Der nachfolgende Chart zeigt diese besorgniserregende Entwicklung.

Anteil der Haushalte mit stagnierendem oder fallendem Einkommen zwischen 2005 bis 2014



Quelle: McKinsey, Incrementum AG

Die Tragweite dieser Diagnose offenbart sich, wenn man bedenkt, dass die Studie 25 Industriestaaten mit mehr als 800 Millionen Einwohnern umfasst, die 50 Prozent des globalen BIPs erwirtschaften.

"Demographics is destiny."
Arthur Kemp

Darüber hinaus gibt es zahlreiche Studien, die zeigen, dass sich die Aufstiegschancen der jungen Generation dramatisch verschlechtert haben. Während es für die Babyboomer noch zu 62% wahrscheinlich war, dass sie mehr als ihre Eltern verdienen, ist diese Wahrscheinlichkeit für die Generationen mit Geburtsjahr ab 1980 auf 50% abgesunken.³⁷ Auch die Einkommensungleichheit hat sich über die Zeit dramatisch zugespitzt. Der Anteil des Nationaleinkommens

³⁴ Christian Ortner spricht korrekterweise von einem "Kollaps des Zentrums". Denn überall dort, wo sogenannte oder auch tatsächliche populistische und systemfeindliche Parteien reüssieren, ist vorher den traditionellen Parteien der Mitte die Luft ausgegangen. Vgl. Ortner, Christian: "Wenn Populisten andere Populisten als Populisten beschimpfen", *Die Presse*, 2017

³⁵ Vgl. "Incrementum Investorenbrief und Outlook 2017", 2016

³⁶ Vgl. Dobbs, Richard et al.: "Poorer Than Their Parents? Flat or Falling Incomes in Advanced Economies", McKinsey, 2016

³⁷ Vgl. Leonhardt, David: "The American Dream, Quantified at Last", *NY Times*, 2016

der unteren 90% der US-Bevölkerung hat sich von 66% im Jahr 1980 auf 50% im Jahr 2007 verringert.³⁸ **Anders als viele makroökonomische Kennzahlen bescheinigen ist die ökonomische Lage offenbar doch nicht so rosig.**³⁹

Was statistische Aggregate jedoch nicht quantifizieren können, ist die Ursache der ökonomischen Erosion der Mittelklasse, welche in unserem Geld- und Kreditsystem wurzelt. Die von den Zentralbanken orchestrierte Null- und Niedrigzinsphase hat nicht nur die ökonomischen Probleme *nicht gelöst*, sondern ist – der österreichischen Konjunkturtheorie folgend – die *Ursache* für den Konjunkturzyklus selbst.

"If socialists understood economics they wouldn't be socialists."

Friedrich August von Hayek

Kurz zusammengefasst besagt die Konjunkturtheorie der Österreichischen Schule, dass die durch die Zentralbank künstlich gesenkten Zinsen falsche Signale an die Marktteilnehmer senden. Der Anreiz für tugendhaftes Sparen sinkt, während der Anreiz zur weiteren Schuldenaufnahme steigt. Hierdurch wird ein künstlich erzeugter Boom in Gang gesetzt, der früher oder später durch eine Rezession korrigiert werden muss.⁴⁰

Neben dem Konjunkturzyklus führt die Null- und Niedrigzinsphase der Zentralbanken zudem zu einer immer höheren Einkommens- und Vermögenskonzentration. In diesem Zusammenhang ist das Verständnis des *Cantillon-Effekts* wesentlich.⁴¹

"Debts can never erase debts. Debts erase wealth, or wealth erases debts."

Keith Weiner

Geldausweitung bedeutet stets einen Vermögenstransfer: Die Erstempfänger des neu geschöpften Geldes können Güter zu alten Preisen kaufen und erfahren so einen Kaufkraftgewinn, während die Letztempfänger des Geldes Güter zu nun bereits gestiegenen Preisen erwerben und hierdurch einen Kaufkraftverlust erleiden. Im heutigen Geld- und Kreditsystem sind vor allem die Geschäftsbanken, der Staat und dem Finanzmarkt nahe stehende Großunternehmen als Erstempfänger neuen Geldes die großen Profiteure, während alle anderen Sektoren die großen Verlierer sind. Je weiter sie von der Geldschöpfung entfernt sind, desto größer sind die Verluste.

"Cheap money becomes very expensive in the long run."

Daniel Lacalle

Diese Konzentration spiegelt sich besonders bei Immobilienpreisen wider. Finanzmarktzentren wie London, New York oder Hongkong, welche von der monetären Inflation besonders profitieren, weisen deshalb meist exorbitant hohe Immobilienpreise auf. Auch Städte, welche die stark wachsenden Institutionen der öffentlichen Verwaltung beherbergen, sind Nutznießer der monetären und/oder fiskalischen Umverteilung und damit von unnatürlich starken regionalen Preissteigerungen betroffen.

³⁸ Vgl. Elliott, Larry: "Populism is the result of global economic failure", *The Guardian*, 2017

³⁹ Auch diese makroökonomischen Kennzahlen sind selbst oftmals mit äußerster Vorsicht zu genießen und kritisch zu hinterfragen. Im "In Gold we Trust"-Report 2016 haben wir beispielsweise die *Gross-Output*-Statistik vorgestellt, die als Alternative zum Bruttoinlandsprodukt auch die Investitionsausgaben sämtlicher Produktionsstufen berücksichtigt und damit ein besseres Bild über den Zustand einer Volkswirtschaft liefern kann.

⁴⁰ Eine ausführliche Darlegung finden Sie in Abschnitt "6 Konjunkturzyklen" unseres Buches *Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, 2014

⁴¹ Vgl. *Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, 2014, S. 135 ff.

"You just know it's going to be painful, and something bad is going to have to happen first. It's not proactive. That's the one thing you know about politicians. They're not proactive. They're reactive. So something bad happens, and then they do something. It's virtually never the other way around. Nobody ever got paid or elected for solving a crisis in advance."

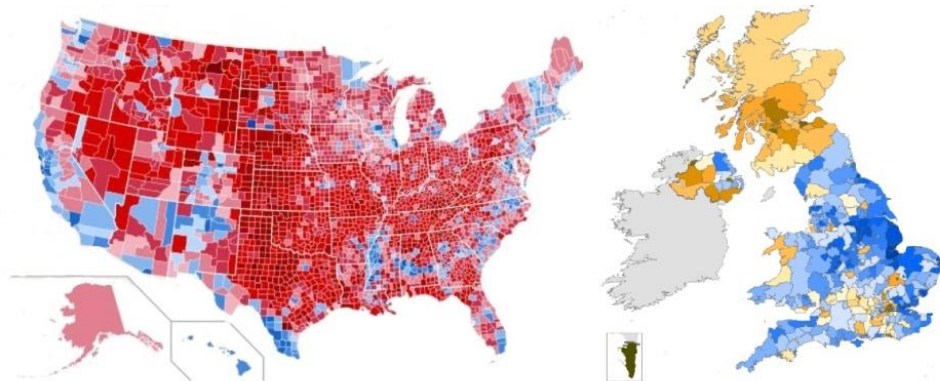
Russell Napier

Folgende Bevölkerungsgruppen haben sich folglich bei den Wahlen in den USA und in Großbritannien tendenziell *gegen* den politischen Status Quo ausgesprochen:

- Bewohner von ländlichen Gebieten
- Die Bevölkerung in deindustrialisierten Gegenden

Erwartungsgemäß hoch fiel die Zustimmung zum politischen Status Quo in Finanzmetropolen und in Verwaltungsstädten aus. Diese enorme Diskrepanz des Wahlverhaltens erkennt man eindrucksvoll anhand der nachfolgenden Grafiken, die das Abstimmungsverhalten bei der US-Präsidentschaftswahl und der Brexit-Abstimmung zeigen.

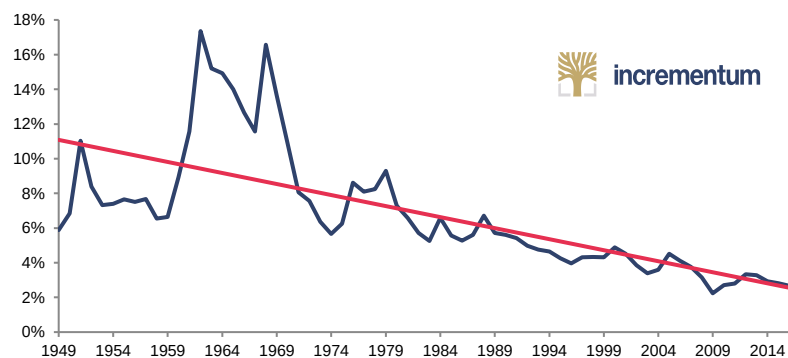
Wahlergebnisse in den USA und Abstimmungsverhalten in Großbritannien



Quelle: Wikimedia Commons, Incrementum AG

Während Großstädte oftmals durch das ungedeckte Geldsystem und ihre Nähe zu Politik und Finanzmärkten profitiert haben, trockneten viele Landstriche ökonomisch aus. Gerade hier schlugen die negativen Effekte der Deindustrialisierung meist voll durch.⁴²

US-Industrieproduktion (annualisierte Veränderung)

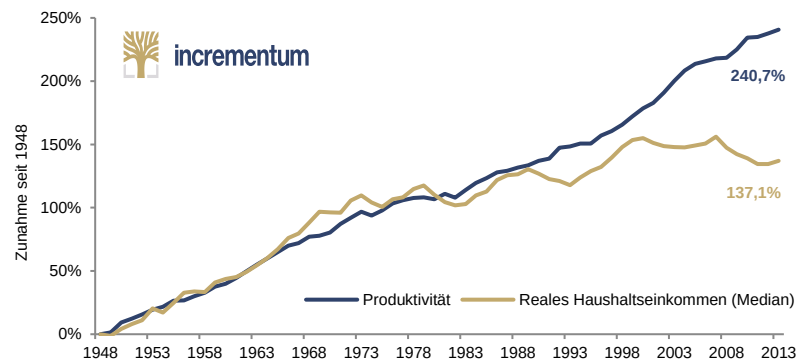


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

⁴² Im Kern ist die Deindustrialisierung vielerorts auch ein Problem des internationalen Währungsgefüges – siehe dazu auch die Ausführungen in den nachfolgenden Kapiteln.

Nachfolgende Grafik zeigt die wachsende Diskrepanz zwischen Produktivitätszuwächsen und den realen Haushaltseinkommen.⁴³ Herrschte nach dem Zweiten Weltkrieg lange ein Gleichlauf zwischen Einkommens- und Effizienzzuwächsen, so ist seit den 1980er Jahren eine wachsende Diskrepanz zu beobachten.

Die wachsende Diskrepanz zwischen Produktivitätszuwachs und realen Haushaltseinkommen



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

"The problem with fiat money is that it rewards the minority that can handle money, but fools the generation that has worked and saved money."

Adam Smith

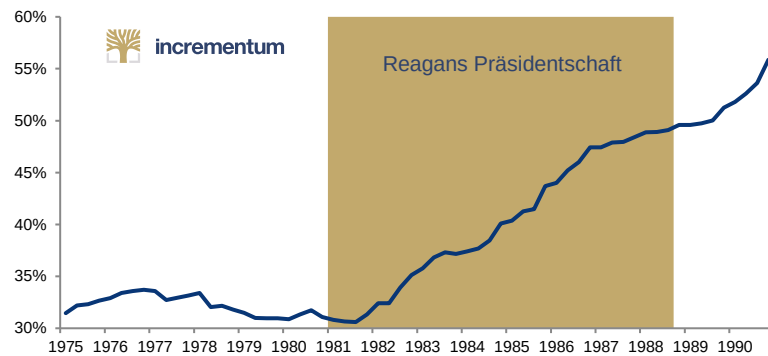
Ähnliches gilt auch für die Stundenlöhne: Seit 1973 stieg die Nettoproduktivität um 73,4%, während die stündliche Bezahlung eines typischen US-Arbeiters in dieser Zeit inflationsbereinigt um lediglich 11,1% anstieg und somit praktisch stagnierte. Unter diesem Gesichtspunkt scheint es nicht verwunderlich, dass sich Wähler zunehmend mit populistischen Ideen anfreunden.

b. Donald Trump der neue Ronald Reagan?

Kurz nach der Wahl von Donald Trump wurde oftmals der Vergleich mit der Präsidentschaft von Ronald Reagan gesucht. Zwischen den Beiden lassen sich tatsächlich einige Gemeinsamkeiten erkennen. Dies fängt bereits mit Trumps Wahlkampfslogan *"Make America Great Again"* an, der tatsächlich bereits von Ronald Reagan in seiner Präsidentschaftskampagne von 1980 genutzt wurde. Auch sind Reagan und Trump beide keine Berufspolitiker, sondern vielmehr Quereinsteiger. In Sachen Wirtschaftspolitik werden beide generell dem marktfreundlichen Lager zugerechnet. **Ronald Reagans politisches Vermächtnis war rückblickend gesehen jedoch weit weniger fiskalisch konservativ als sein Ruf es erahnen lassen würde.**

⁴³ Vgl. Bivens, Josh und Lawrence Mishel: "Understanding the Historic Divergence Between Productivity and a Typical Worker's Pay. Why It Matters and Why It's Real", *Economic Policy Institute*, 2015

Staatsverschuldung der USA in Prozent des BIPs



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG, eigene Berechnungen

"The virus of radical monetary intervention has entered the world's political bloodstream."
Jim Grant

Während Reagans Präsidentschaft stieg die Staatsschuldenquote der USA von 31% im Jahr 1981 auf 50% im Jahr 1988 an. **Falls Trumps Pläne umgesetzt werden, ist es sehr wahrscheinlich, dass auch Trump als kolossaler Schuldenmacher in die Geschichte eingehen wird.**

Trotz dieser Gemeinsamkeiten gibt es auch erhebliche Unterschiede. Dies liegt insbesondere an den fundamental unterschiedlichen ökonomischen Rahmenbedingungen zum Zeitpunkt des Amtsantritts. Der Vergleich einiger wichtiger ökonomischer Kennzahlen verdeutlicht dies.

Ausgewählte Makro-Kennzahlen Reagan vs. Trump

	Zu Beginn der Ära	Am Ende der Ära
Inflation (CPI):	14,8%	1,1%
Zinsen 10-jähriger T-Bonds:	10,7%	7%
S&P 500 P/E:	7,1x	22,4%
Staatsschulden:	0,8 Bio. US-Dollar	2,7 Bio. US-Dollar
Schulden/BIP:	30,8%	49,8%

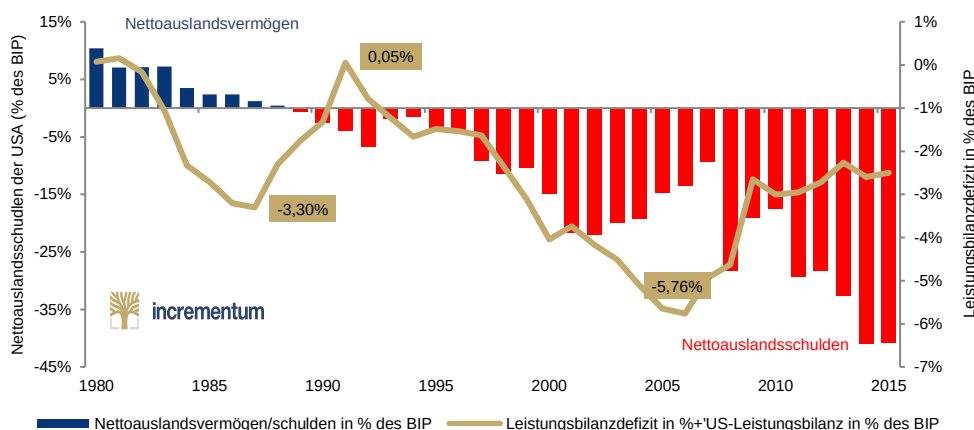
	Zu Beginn der Ära	Am Ende der Ära
Inflation (CPI):	1,6%	?
Zinsen 10-jähriger T-Bonds:	2,1%	?
S&P 500 P/E:	20,4x	?
Staatsschulden:	19,8 Bio. US-Dollar	?
Schulden/BIP:	105%	?

Quelle: Wikimedia Commons, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG, eigene Berechnungen

Die Startbedingungen der beiden Präsidenten könnten also nicht unterschiedlicher sein. Während Reagan in einer Zeit überdurchschnittlicher hoher Zinsen und steigender Konsumentenpreise sowie einem US-Auslandsvermögen von 7,1% des BIP sein Amt antrat, sieht dies bei Donald Trump komplett anders aus. Die Staatsverschuldung ist bereits exorbitant hoch und zudem hat sich die Struktur der Verschuldung gewandelt. Während die USA zu Beginn der Reagan-Ära Jahr für Jahr Vermögen im Ausland akkumulierten, drehte

sich dies im Laufe der darauffolgenden Jahre sukzessive um. **Heute sind die USA mit ca. 40% ihrer Wirtschaftsleistung im Ausland verschuldet.**

Nettoauslandsschulden der USA (linke Achse) und Leistungsbilanzüberschuss/defizit in % des BIP (rechte Achse)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

c. Die "Rückkehr" des Deficit Spending?

Nachdem die unheilvollen Konsequenzen des billigen Geldes von immer mehr Marktteilnehmern erkannt werden, scheint derzeit ein Wandel stattzufinden: In Zukunft wird das Heil vermehrt in einer expansiven Fiskalpolitik gesucht. Trump möchte die marode US-Infrastruktur durch ein gigantisches Infrastrukturprogramm auf Vordermann bringen und gleichzeitig den privaten Konsum durch erhebliche Steuersenkungen ankurbeln.⁴⁴ Auch in der EU werden immer lautere Vorbehalte gegen die vermeintliche Austeritätspolitik laut. Statt dem Spardiktat solle für "mehr Wachstum" gesorgt werden.

"All governments suffer a recurring problem: Power attracts pathological personalities."
 Frank Herbert

Zwar bleibt abzuwarten, ob und in welchem Umfang derartige Vorhaben tatsächlich durchgeführt werden (können), dennoch lässt sich ein klarer Sinneswandel erkennen. Während die letzten Jahre durch expansive Geldpolitik geprägt waren, ist mittlerweile vermehrt das alte Lied der expansiven Fiskalpolitik zu vernehmen. Hinter diesem schön klingenden Begriff verbirgt sich in der Regel nichts Anderes als schuldenfinanzierte Stimuli.

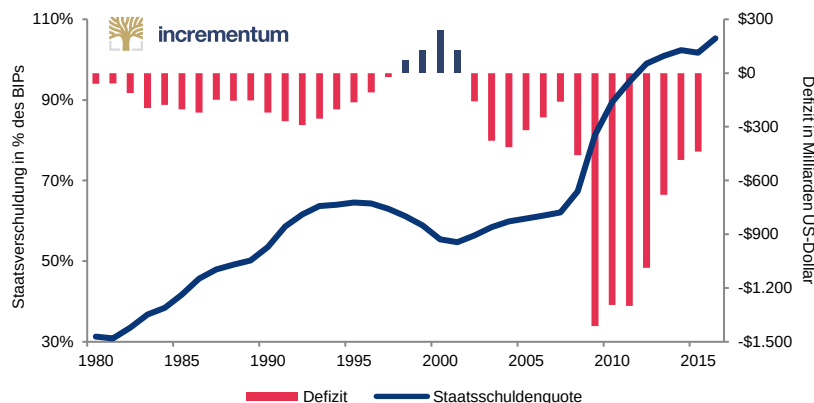
Doch ist es wahrscheinlich, dass eine neue Runde der expansiven Fiskalpolitik die gegenwärtige expansive Geldpolitik ablöst? Angesichts der exorbitant hohen Verschuldungslage erscheint dies schwer vorstellbar. Laut einer aktuellen Studie des Weltverbandes der Banken belaufen sich die globalen Schulden per Ende 2016 auf 215 Billionen Dollar oder 325 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung.⁴⁵

⁴⁴ Vgl. Berthold, Norbert: "Die Voodoo-Ökonomie des Donald Trump", *wirtschaftlichefreiheit.de*, 2017

⁴⁵ Siehe hierzu: Institute of International Finance

Während Reagan zu Beginn seiner Präsidentschaft noch genügend finanziellen Spielraum für zusätzliche Schulden und damit für expansive fiskalpolitische Experimente hatte, scheint das Pulver bei Trump weitestgehend verschossen. Die USA sind mit einer Staatsverschuldung von 105% zum BIP mittlerweile weit über beide Ohren verschuldet. Abgesehen von den Jahren der New Economy Bubble weisen die USA seit 1969 jedes Jahr ein Haushaltsdefizit auf.

Staatschuldenquote und Defizit der USA



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

"New CBO reports shows US debt on an unsustainable road to fiscal hell."

Peter Schiff

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

Woody Brock

Auch die nächsten Jahre versprechen keinerlei Besserung der Schuldenlage. **So warnte das Congressional Budget Office (CBO) jüngst in seinem Long-Term Budget Outlook vor einem Anstieg der Staats-Schuldenquote des Bundes von derzeit 77% auf 150% in den nächsten 30 Jahren.**⁴⁶

Doch nicht nur die schiere Größe der Staatsverschuldung sollte uns beunruhigen. Auch das durch zusätzliche Schuldenaufnahme erkaufte Wachstum fällt immer geringer aus. In unserem "In Gold we Trust"-Report 2015 haben wir uns dem Phänomen des abnehmenden Grenznutzens zusätzlicher Schuldeneinheiten bereits gewidmet.⁴⁷ Ein Blick auf die Tabelle zeigt eindeutig, dass ein vermeintlich wohlstandsmehrender "Multiplikatoreffekt" durch zusätzliche Schulden mittlerweile nur noch anämisches Wachstum bewirkt.

Abnehmender Grenznutzen zusätzlicher Schuldeneinheiten

Dekade	Neuverschuldung in Mrd. USD	BIP Wachstum in Mrd. USD	Zusätzliche Einheiten Staatsverschuldung, um das BIP um 1 Einheit zu erhöhen
1950 - 1960	33,6	243,1	0,14
1960 - 1970	90,4	497,4	0,18
1970 - 1980	528,1	1612,3	0,33
1980 - 1990	2297,3	3025,5	0,76
1990 - 2000	2422,4	4002,9	0,51
2000 - 2010	7900,1	4758,1	1,66
2010 - 2014	4265,7	2464,5	1,74

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

⁴⁶ Vgl. "The 2017 Long-Term Budget Outlook", Congress of the United States Congressional Budget Office, 2017

⁴⁷ Vgl. "In Gold we Trust"-Report 2015, S. 20-21

"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

"Nationalism is not a cause, it's a symptom. The cause is low growth. And the cause of low growth is too much debt."

Jim Rickards

"Wirtschaft verbindet, Politik trennt."

Roland Baader

Zwar hat Donald Trump angekündigt, dass seine fiskalpolitischen Aktivitäten durch Umschichtungen im Haushalt budgetneutral seien, doch dass Derartiges erreicht wird, scheint unwahrscheinlich. Angekündigte Steuersenkungen mögen zwar die Wirtschaft entlasten, die Probleme der Staatsverschuldung lindern sie jedoch nicht. **Für eine expansive Fiskalpolitik scheint im gegenwärtigen Umfeld kaum finanzieller Spielraum vorhanden zu sein. Vielleicht mögen einige neue Projekte medienwirksam angestoßen werden, ein substanzieller Wandel der Fiskalpolitik könnte aber an der drückenden Schuldenlast scheitern.**

Mit Hilfe der Einführung einer staatlichen Mehrwertsteuer könnte zwar erhebliches Steuerpotenzial gehoben werden, jedoch ist die politische Umsetzung dieses Vorhabens bislang noch nie geglückt. **Einzig die Nutzung der Druckerpresse könnte dem Staat die notwendigen Ressourcen verschaffen. In einem solchen Umfeld hat Gold traditionell als monetäres Krisenmetall hervorragende Zukunftsaussichten.**

d. Das Ende der Globalisierung

Neben dem erkennbaren Sinneswandel weg von der Geldpolitik, hin zu Fiskalpolitik, lässt sich noch eine weitere große Trendwende ausfindig machen. 2016 war geprägt von einer zunehmenden Abkehr vom wirtschaftlichen und politischen Globalismus. Zwar ist die Globalisierung bei vielen Menschen bereits zuvor in Verruf geraten, jedoch wurden 2016 erstmals handfeste politische Handlungen – der Beginn der Brexitverhandlungen oder die Aufkündigung von Freihandelsabkommen durch Donald Trump – eingeleitet.

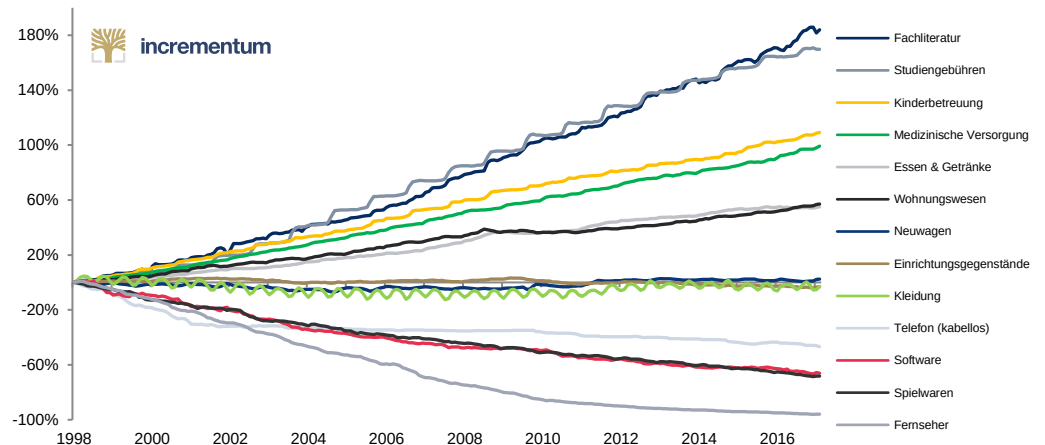
Wie Thorsten Polleit treffend aufzeigt, lassen sich hinter dem Begriff der Globalisierung zwei unterschiedliche Entwicklungen identifizieren: die wirtschaftliche und die politische Globalisierung.⁴⁸

Diese beiden Phänomene wirken auf den Wohlstand der Menschen höchst unterschiedlich, weshalb sie strikt zu trennen sind.

Wirtschaftliche Globalisierung beschreibt vor allem den internationalen Handel und die internationale Arbeitsteilung. Sie ist – David Ricardo folgend – für alle Teilnehmer von Vorteil, sorgt sie doch dafür, dass die Produktion an jenen Standorten stattfindet, die sich hierfür bestmöglich eignen. Daraus resultiert eine vermehrte Güterproduktion, wodurch sich schlussendlich die Kaufkraft der Marktteilnehmer erhöht. Diese erhöhte Kaufkraft schlägt sich in fallenden Güterpreisen nieder; eine Entwicklung, die wir selbst in unserem heutigen inflationären Geldsystem noch beobachten können. Der nachfolgende Chart zeigt die Preisentwicklung ausgewählter Güter seit 1998.

⁴⁸ Vgl. Polleit, Thorsten: "Bewahrt die wirtschaftliche Globalisierung", *finews.ch*, 2017

Preisentwicklung ausgewählter Güter in den USA seit 1998



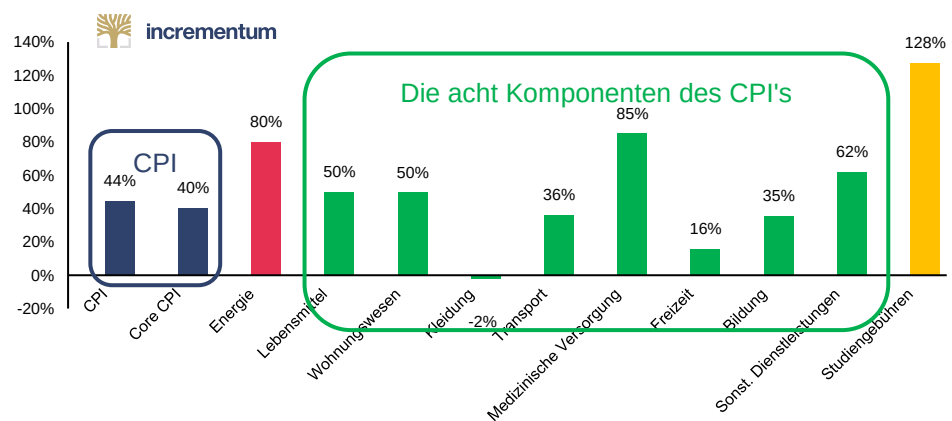
Quelle: BLS, Incrementum AG

"An zu viel Handel ist noch
 niemand verarmt, nur an zu
 wenig."

Rahim Taghizadegan

Hierbei lässt sich erkennen, dass insbesondere die Preise von jenen Gütern, die international gehandelt werden und die von relativ geringeren Staatseingriffen betroffen sind, über den Zeitverlauf *gefallen* sind. Dies trifft etwa auf TV-Geräte, Spielwaren oder Software zu. Auf der anderen Seite lässt sich erkennen, dass gerade die Preise jener Produkte, die mehrheitlich im Inland produziert bzw. bereitgestellt werden und die in erheblichem Maße von staatlichen Eingriffen geprägt sind, am meisten gestiegen sind. Es ist daher nicht verwunderlich, dass gerade Studiengebühren deutlich im Preis zugelegt haben oder auch die Preise für Gesundheitsausgaben und Kinderbetreuung exorbitant stiegen.

Die 8 Komponenten des CPI: Preisentwicklung in den USA seit 2000



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

Diese empirische Beobachtung unterstreicht auch das Institute for Research in Economic And Fiscal Issues für die Preisentwicklung in Deutschland. In ihrem Artikel *Verbraucherpreisindex unter der Lupe: Mehr Staat, höhere relative Preise* kommen die Autoren zu dem Ergebnis, dass tendenziell die Preise jener Güter ansteigen, welche der Staat entweder selbst

"When people complain of your complexity, they fail to remember that they made fun of your simplicity."

Michel Bassey Johnson

bereitstellt oder in welche er stark interveniert.⁴⁹ Andersherum zeigt sich, dass gerade intensiver Wettbewerb zu fallenden Preisen und Qualitätssteigerungen über den Zeitablauf führt.

Der Begriff der *politischen Globalisierung* beschreibt hingegen die zunehmende länderübergreifende Zentralisierung staatlicher Macht zur "Lenkung" der Wirtschaft. Gemäß diesem Dirigismus sollen nicht mehr die Menschen freiwillig Handel untereinander treiben, sondern dieser Austausch soll hinsichtlich politischen und geostrategischen Überlegungen gestaltet werden.

Gerade für diese Art der Globalisierung gibt es jedoch mit dem Brexit-Votum und der "America first"-Politik Donald Trumps ein erhebliches Gegengewicht, das einer weiteren Globalisierung entgegensteht. Das ist aus verschiedenen Gründen gutzuheißen, jedoch besteht die Gefahr einer Überdehnung, in der auch die wirtschaftliche Globalisierung zurückgedreht wird.

Ein Rückfall in einen neuen Protektionismus hätte für den Wohlstand erheblich negative Folgen. Die Einführung von Zöllen oder anderen Handelshemmnissen verteuern die angebotenen Produkte und führen zu einer geringeren Kaufkraft. Dadurch können die Bürger real weniger konsumieren und sparen. Oftmals sind protektionistische Maßnahmen auch Vorboten einer zunehmenden Entremdung und militärischer Konflikte. Unser Freund, der Ökonom und Philosoph Rahim Taghizadegan, führt hierzu folgendes aus:

"Frédéric Bastiat bemerkte: Wenn Güter die Grenzen nicht überschreiten können, dann werden es Armeen tun. Oft ist Protektionismus die Vorstufe von Krieg. Handel macht einander Fremde vertraut, außerdem haben immer mehr Menschen Anreize, nicht durch feindliche Gesinnung ihre Lebensgrundlage aufs Spiel zu setzen."⁵⁰

Festzuhalten bleibt, dass die protektionistischen Maßnahmen die eigentliche Ursache der globalen Ungleichgewichte, nämlich das ungedeckte Geld- und Kreditwesen, nicht lösen können. Die durch das Geldsystem hervorgerufene wirtschaftliche Misere wird nicht dadurch gelindert, dass zusätzlich schädliche Staatseingriffe in Form von protektionistischen Maßnahmen eingeführt werden.

Fazit

Wie wir in diesem Kapitel gezeigt haben, ist das wirtschaftliche Fundament vieler Industriestaaten alles andere als solide. Damit gehen eine zunehmend kritischere Bewertung der Zukunft und ein Vertrauensverlust in die politischen Institutionen einher. Dies bietet den idealen Nährboden für politische Radikalisierung.

⁴⁹ Vgl. Fink, Alexander et al.: "Verbraucherpreisindex unter der Lupe: Mehr Staat, höhere relative Preise", IREF, 2017

⁵⁰ Taghizadegan, Rahim: Alles, was sie über die Österreichische Schule der Nationalökonomie wissen müssen: Eine Einführung, 2017, S. 90.

"Um die Industrialisierung zu fördern, gibt es nur einen Weg: Man muß mehr Kapital haben. Protektionismus bewirkt lediglich die Umlenkung der Investitionen von einem Industriezweig zu einem anderen."

Ludwig von Mises

Donald Trump steht vor ganz anderen Herausforderungen als Ronald Reagan vor gut 36 Jahren. Während Reagans erste Amtsjahre durch ein hohes Zins- und Inflationsumfeld geprägt waren, trifft auf Donald Trump genau das Gegenteil zu. Historische Niedrig- und Negativzinsen haben den geldpolitischen Spielraum weitestgehend ausgereizt. Auch eine neue Runde expansiver Fiskalpolitik ist aufgrund der desolaten Haushaltslage kaum möglich. **Zumindest wäre diese ohne tatkräftige Unterstützung der Zentralbank in Form von Helicopter Money⁵¹ schwer vorstellbar.**

Viele der wirtschaftlichen- und gesellschaftspolitischen Entwicklungen gehen mit dem vorherrschenden Geldsystem einher. Während das globale ungedeckte Papiergeld zu Reagans Zeiten mit gut 10 Jahren noch in den Kinderschuhen steckte, so leidet es heute an Altersschwäche und könnte bald an multiple Organversagen sterben. Dies ist für Gold als Krisenwährung ein äußerst günstiges Umfeld.

⁵¹ Vgl. "In Gold we Trust"-Report 2016, "Helikoptergeld: Das Ass im Ärmel bei der Reflationierung?", S. 62 ff.

Key Takeaways

- Handelsströme und Leistungsbilanzsalden sind aktuell das Diskussionsthema der internationalen Wirtschaftspolitik.
- Präsident Trump und andere populistische Kräfte verkennen die wahre Wurzel der internationalen Ungleichgewichte und schieben den Schwarzen Peter vordergründigen Symptomen zu.
- Der wahre Ursprung der Ungleichgewichte liegt in den interventionistischen Eingriffen in die Weltwährungsarchitektur.
- Nicht neomerkantilistische Handelspolitiken, sondern ein nachhaltiges Geldsystem sind notwendig, um langfristig die Weltwirtschaft auf einen stabilen Pfad zu leiten.

Globale Ungleichgewichte: Die Wurzel der ungleichen Handelsströme

"Die bisherige Instabilität der Marktwirtschaft ist eine Folge davon, daß der wichtigste Regulator des Marktmechanismus, das Geld, seinerseits von der Regulierung durch den Marktprozeß ausgenommen wurde."

Friedrich August von Hayek

"Mr. Trump does not know it, but applying a policy of protectionism for American industry through tariffs on imports means the death of the world's monetary system based on the dollar."

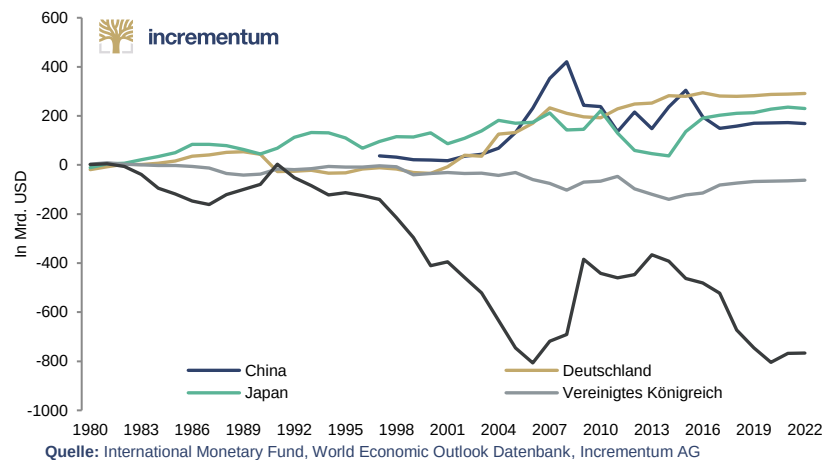
Hugo Salinas-Price

a. Leistungsbilanzen aus den Fugen

Kaum ein anderes wirtschaftspolitisches Thema beschäftigt Ökonomen und Politiker derzeit mehr als die Diskussion über Handelsungleichgewichte und divergierende Leistungsbilanzsalden.

Nicht erst seit Donald Trump rufen die Exportüberschüsse einiger Länder – insbesondere Deutschlands und Chinas – immer wieder Kritik hervor. Sei es von Seiten des IWF oder von Defizitländern wie Frankreich oder den USA. **Alle sind sich einig: Die wachsenden Überschüsse bzw. Defizite seien etwas Schädliches und müssten beseitigt werden.**

Entwicklung der Leistungsbilanzsalden in Mrd. USD



Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook Datenbank, Incrementum AG

"The ordinary means therefore to encrease our wealth and treasure is by Forraign Trade, wherein wee must ever observe this rule; to sell more to strangers yearly than wee consume of theirs in value."

Thomas Mun, England's treasure by forraign trade, 1630

Besonders Deutschland wird oftmals vorgeworfen, es würde durch die Exportüberschüsse die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen aus anderen Ländern "absaugen" und gleichzeitig nicht genügend im Inland investieren. Gleichfalls sollen Chinesen und Deutsche laut Trump ihre Währung manipulieren, um auf diese Weise ihren Exportsektor künstlich zu stärken. So hat Trumps Berater Peter Navarro Deutschland vorgehalten, andere Länder mithilfe eines niedrigen Euros auszubeuten.⁵² **Doch was ist von derartigen Vorwürfen zu halten? Wie stichhaltig sind die Argumente?**

Um den Argumenten auf den Grund zu gehen, unternehmen wir im folgenden Kapitel eine Reise durch einige der wichtigsten Perioden unserer Weltwährungsgeschichte. Wir werden zeigen, dass globale Handelsungleichgewichte bereits in früheren Weltwährungssystemen existierten und keinesfalls losgelöst von der Geldordnung betrachtet werden können.

⁵² Vgl. Piper, Nikolaus: "Trump's Berater wirft Deutschland Ausbeutung anderer Länder vor", *Süddeutsche Zeitung*, 2017

b. Der klassische Goldstandard: Vom Merkantilismus zum Goldautomatismus

Die Diskussion über Handel, Leistungsbilanzsalden und Wohlstand ist bereits seit mehreren Jahrhunderten im Gange. Vom 16. bis zum 18. Jahrhundert dominierte die interventionistische Außenhandelstheorie des Merkantilismus. Deren Maxime war die Mehrung des Reichtums des Herrschers durch die Maximierung der Staatseinnahmen. Da Reichtum mit Geld bzw. Gold gleichgesetzt wurde, bevorzugten damalige Ökonomen eine Handelspolitik der positiven Kapitalbilanz (Einfuhr von Gold). Durch die gezielte Förderung der Exportwirtschaft und dem gleichzeitigen Drosseln von Importen mittels Zöllen versuchte man den Handel so zu formen, dass die Gesamtbilanz einen Leistungsbilanzüberschuss aufweist.

In Zeiten der Aufklärung wurde die Sichtweise der Merkantilisten jedoch vermehrt in Frage gestellt. Die klassischen Ökonomen rund um Adam Smith, David Ricardo und David Hume kritisierten die Idee des gelenkten Handelsüberschusses scharf. Gemäß ihrer Ansicht war es ein Trugschluss, Reichtum mit der Menge an Geld bzw. Gold gleichzusetzen. Nicht die absolute Menge des Geldes, sondern vielmehr dessen Kaufkraft ist der entscheidende Faktor. Folglich sahen die klassischen Ökonomen den Merkantilismus als eine Politik, die Privilegien sichert und Monopole fördert. **Anstelle einer aktiven Außenwirtschaftspolitik forderten sie freien Handel zwischen Individuen und Nationen.**

"Theoretisch gilt: Handelsbilanzüberschüsse sind das Ergebnis privater Konsum-, Spar- und Investitionsentscheidungen, die dezentral getroffen werden. Sie spiegeln unterschiedliche Präferenzen bezüglich heutigem und zukünftigem Konsum in einzelnen Volkswirtschaften wider."
Gunther Schnabl

In der ökonomischen Theorie gleichen sich die Zahlungsbilanzen in der langen Frist immer aus. Oder anders ausgedrückt: Länder, die eine negative Handelsbilanz aufweisen, müssen langfristig ihre Importe mit Exporten bezahlen. David Hume zeigte, dass im Goldstandard ein Ausgleichsmechanismus am Werke war, der die Zahlungsbilanzen sämtlicher Länder ins Gleichgewicht bringt. **Bekannt wurde dieser Mechanismus unter dem Begriff des "Gold-Specie-Flow Mechanism", auf Deutsch "Goldautomatismus".** **Der Goldautomatismus besagt, dass Länder mit Exportüberschüssen einen Überschuss in der Kapitalbilanz aufweisen.** Die positive Kapitalbilanz ist das Spiegelbild einer positiven Leistungsbilanz (gemäß dem Prinzip der doppelten Buchführung). Ein Netto-Kapitalexport bedeutet in dieser Hinsicht, dass die Forderungen des Inlandes gegenüber dem Ausland steigen bzw. bestehende Verbindlichkeiten des Inlands gegen das Ausland sinken.

Die Begleichung dieser Überschüsse/Defizite geschieht durch den Transfer von Währungsreserven bzw. Goldzahlungen. Exportüberschüsse führen zu einem Anstieg der Goldreserven des einen Landes, während es zu Goldabflüssen in dem Defizit-Land kommt. Die Goldzuflüsse bzw. Goldabflüsse beeinflussen langfristig das allgemeine Preisniveau. Die Preise in Ländern mit Exportüberschüssen müssen bei gleichbleibendem Güterangebot steigen. In Ländern mit Importüberschüssen geschieht genau das Gegenteil: Die Preise beginnen zu sinken. Das gegenläufige Anpassen der Preise führt nun dazu, dass die Güter aus den Exportländern teurer und Güter aus Importländern günstiger werden. Die teurer gewordenen Exportprodukte werden weniger nachgefragt, was

"... if the gold standard were in place today we would not have reached the situation in which we now find ourselves."

Alan Greenspan

"But today, there is a widespread view that the 19th century gold standard didn't work. I think that's like wearing the wrong size shoes and saying the shoes are uncomfortable! It wasn't the gold standard that failed; it was politics. World War I disabled the fixed exchange rate parities and no country wanted to be exposed to the humiliation of having a lesser exchange rate against the US dollar than it enjoyed in 1913."

Alan Greenspan

den Exportüberschuss sinken lässt. Schlussendlich führt die Nachfrageverschiebung zu einer Reduzierung von Leistungsbilanzüberschüssen und Leistungsbilanzdefiziten, sodass langfristig ein Zahlungsbilanzgleichgewicht erreicht wird.

Der von David Hume beschriebene Ausgleichsmechanismus verliert jedoch seine Wirksamkeit, sobald er durch politische Kräfte gestört wird.

Dies geschieht durch staatliche Eingriffe in das Währungsgefüge, welche den freien Kapital- und Güterverkehr aus politischem Kalkül umlenken oder verhindern. Historisch geschah dies meist durch das übergeordnete Weltwährungsgefüge. Deshalb ist es wichtig, genau zwischen den einzelnen Währungsstandards zu unterscheiden. Das auf Gold basierende Bretton-Woods-System unterscheidet sich markant sowohl im Vergleich zum klassischen Goldstandard als auch zum gegenwärtigen Fiat-Dollarstandard.

c. Zwischenkriegsinstabilität und Gold-Devisen Standard

Ein für uns lehrreiches Beispiel ist der Golddevisen-Standard zwischen 1926 und 1931.

Noch vor dem Ersten Weltkrieg zur Zeit des klassischen Goldstandards war das britische Pfund die unangefochtene Leitwährung mit einem Wechselkurs von 4,68 GBP zum US-Dollar. Nach dem Krieg sah die politische Situation jedoch ganz anders aus. Die ehemalige Vormachtstellung Großbritanniens war gebrochen und wurde von den Vereinigten Staaten eingenommen. Das Pfund Sterling handelte mit einem Wechselkurs von 3,5 US-Dollar deutlich unterhalb seines Vorkriegsniveaus.

Aus Gründen des nationalen Prestiges und aus dem Wunsch heraus, London wieder als Hartgeld-Finanzplatz Nr. 1 zu etablieren, kehrte Großbritannien zum alten Wechselkurs von 4,86 US-Dollar zum Goldstandard zurück.⁵³ Durch die hohe Geldmengenausweitung im Zuge des Ersten Weltkrieges lag jedoch das Preisniveau mit diesem politisch festgezurrten Wechselkurs in England deutlich über dem des Auslandes.

Mithilfe der Amerikaner gelang es den Briten 1922 eine neue internationale Währungsordnung – den Golddevisen-Standard – zu etablieren. Die Funktionsweise dieser Währungsordnung sah vor, dass die USA bei einem klassischen Goldstandard blieben, während Großbritannien und andere westliche Länder einen "Pseudo"-Goldstandard einführten. In dieser Form waren die auf Papier basierenden Währungen nun lediglich in Standardbarren (400 Unzen, also 12,5 kg schwer) umtauschbar.

Aufgrund der schwierigen Konvertierbarkeit tauschten viele Länder ihre Währungen nicht mehr in Goldbarren, sondern vermehrt in Pfund Sterling. Großbritannien wiederum tauschte seine Pfund Sterling in US-Dollar. Es entstand ein bipolares Währungssystem, in dem der US-Dollar und das Britische Pfund in einer pyramidenartigen Struktur die beiden Leitwährungen waren. Dieses bis dato

⁵³ Vgl. Hülsmann, Jörg Guido: "Das Schein-Geld-System: Wie der Staat unser Geld zerstört", S. 92-96

"The adjustment mechanism was inadequate: weak-currency countries like Britain were saddled with chronic balance-of-payments deficits and hemorrhaged gold and exchange reserves, while strong-currency countries like France remained in persistent surplus."

Barry Eichengreen

Das britische Preisniveau verblieb über dem des Auslandes, weshalb die Exportpreise zu hoch waren, um auf dem Weltmarkt konkurrenzfähig zu bleiben.

Selbst Keynes wies auf diesen Tatbestand hin und beklagte, dass das Pfund um 10-15% überbewertet war.⁵⁴ Das Resultat war ein riesiges britisches Zahlungsbilanzdefizit. Wie die nachfolgende Tabelle zeigt, floss Mitte der 1920er-Jahre ein Großteil des britischen Goldschatzes ins Ausland ab.

Insbesondere Frankreich absorbierte während der späten 1920er-Jahre große Mengen an Gold.⁵⁵

Goldreserven von Zentralbanken und Regierungen, 1926-32 in % der globalen Goldreserven

	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
USA	44.3	31.6	37.4	37.8	38.7	35.9	34.0
Großbritannien	7.9	7.7	7.5	6.9	6.6	5.2	4.9
Frankreich	7.7	10.0	12.5	15.8	19.2	23.9	27.3
Deutschland	4.9	5.5	6.0	4.2	3.8	2.2	2.1
Italien	2.4	2.5	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6
Japan	6.1	5.7	5.4	5.3	3.8	2.1	1.8
Russland	0.9	1.0	0.9	1.4	2.3	2.9	3.1
Schweiz	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3	4.0	4.0
Alle Anderen	24.8	35.0	26.6	24.8	21.7	21.2	20.2

Quelle: Eichengreen (1998), Incrementum AG

Binnen weniger Jahre hatte Frankreich die zweitgrößten Goldreserven angehäuft, knapp hinter den Vereinigten Staaten. Barry Eichengreen attestiert:

"This gold avalanche pointed to an undervaluation of the franc Poincaré (as the currency was known in honor of the prime minister who had presided over its stabilization). So much gold would not have flooded into the coffers of the Bank of France if the rate at which the French authorities had chosen to stabilize had not conferred on domestic producers an undue competitive advantage. Had they allowed market forces to operate instead of intervening to prevent the currency's appreciation at the end of 1926, a stronger franc would have eliminated this artificial competitive advantage and neutralized the balance-of-payments consequences."

Sowohl Jörg Guido Hülsmann als auch Barry Eichengreen folgern, dass der "neue" Goldstandard nicht dauerhaft operieren konnte.

Während einige Länder in dauerhaften Zahlungsbilanzdefiziten versanken und ihre Goldreserven aufbrauchten, genossen andere Länder wie Frankreich einen dauerhaften Zustrom an Gold.

⁵⁴ Vgl. Keynes, John Maynard: "The Economic Consequences of Mr. Churchill", 1925

⁵⁵ Vgl. Eichengreen, Barry: Globalizing capital: a history of the international monetary system, 2008

"More and more people are asking if a gold standard will end the financial crisis in which we find ourselves. The question is not so much if it will help or if we will resort to gold, but when."

Ron Paul,
(Foreword to the Minority Report of the US Gold Commission, 1982)

"It was not the gold standard that failed, but those to whose care it had been entrusted."
Heinrich Rittershausen

d. Bretton Woods und das Triffin-Dilemma

Eine verblüffende Ähnlichkeit zur Zwischenkriegszeit weist das Bretton-Woods-System nach Ende des Zweiten Weltkrieges auf. Zu dieser Zeit war der US-Dollar mit 35 USD pro Feinunze an Gold gekoppelt. Andere internationale Währungen wie das Britische Pfund, die Deutsche Mark, der Französische Franc oder die Italienische Lira waren wiederum mit einem fixen Wechselkurs an den US-Dollar und damit indirekt an Gold gebunden. Zwischen den einzelnen Währungen waren lediglich Fluktuationen von 1% des Marktwertes erlaubt. Anpassungen des Wechselkurses benötigten die Zustimmung des Internationalen Währungsfonds welcher – neben der Weltbank – als neue Institution für die Durchsetzung des Wechselkurssystems verantwortlich war.

Dadurch, dass die Wechselkurse anderer Währungen an den US-Dollar und der US-Dollar wiederum an Gold gebunden waren, entstand ein hierarchisches System, in dem der Dollar eine einzigartige Stellung einnahm. Viele Autoren sprechen daher von einem *Gold-Dollar Standard*.⁵⁶ Anstatt Gold direkt zu halten, hielten viele Zentralbanken Dollarbestände, die (zunächst) als Äquivalent zu Gold betrachtet wurden. Hierdurch kristallisierte sich eine Quasi-Monopolstellung des US-Dollars heraus, in dem dieser die Stellung einer internationalen Leitwährung übernahm. Er wurde plötzlich als Zahlungs- und als Recheneinheit für den Kauf ausländischer Güter benötigt.⁵⁷

Der Haken an diesem System war, dass die Erzeugung von Dollars nicht strikt an die Goldproduktion oder an den Bestand der Währungsreserven des Federal Reserve Systems gekoppelt war.

Während die adjustierte Geldbasis in den USA zu Zeiten des Bretton-Woods-Systems im Schnitt um 3% jährlich zulegte, betrug das Wachstum der weltweiten Goldproduktion lediglich 1.5% pro Jahr.⁵⁸ Die Menge an US-Dollar wuchs schneller als die Währungsreserven der Federal Reserve, sodass die Gold-Deckung des Dollars sukzessive unterminiert wurde. Zudem war privater Goldbesitz seit 1933 durch die Executive Order 6102 der US-Regierung unter Präsident Franklin D. Roosevelt verboten. Jedoch halfen alle Eingriffe in Form von Preisobergrenzen und Besitzkontrollen nicht, die Preisdiskrepanz zwischen Gold und dem US-Dollar auf dem Schwarzmarkt zu verhindern.

Mit dem fixen Wechselkurs von 35 USD pro Unze war Gold in den Vereinigten Staaten massiv unterbewertet bzw. der US-Dollar gegenüber Gold und anderen Währungen künstlich überbewertet. Diese Überbewertung des US-Dollars erlaubte es den Amerikanern weit über ihre Verhältnisse zu leben. Zudem bescherte die Geldschöpfung den USA aufgrund der hohen Nachfrage nach der Reservewährung ungeahnte Seigniorage-Gewinne.

Zusammengefasst stärkten beide Effekte kurzfristig die Machtposition der USA. Als Konsequenz ließen die kriegesischen Auseinandersetzungen, die

⁵⁶ Vgl. Hochreiter, Gregor: "Die Goldwährung – eine begriffliche Klärung", *Smart Investor – Sonderausgabe Gutes Geld*, 2011

⁵⁷ Vgl. Bini Smaghi, Lorenzo: "The Triffin dilemma revisited", Rede auf der Conference on the International Monetary System: sustainability and reform proposals, marking the 100th anniversary of Robert Triffin, 2011

⁵⁸ Berechnung anhand der Daten des World Gold Councils und der Federal Reserve Bank of St. Louis.



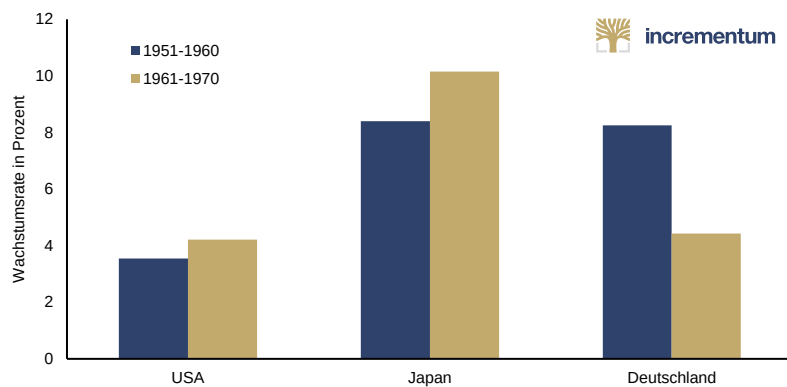
"Trust, like the soul, never returns once it goes."

Publilius Syrus

militärische Aufrüstung in Folge des Kalten Krieges und der Anstieg der Sozialausgaben das Leistungsbilanzdefizit in den USA anwachsen.

Da die Aushöhlung des Dollars schrittweise erfolgte, wurde sie von den anderen Staaten entweder zunächst nicht bemerkt oder aufgrund fehlender Weltwährungssubstitute hingenommen. Jedenfalls war das Vertrauen in die USA als Siegermacht und mit dem größten internationalen Goldschatz zunächst über alle Zweifel erhaben. 1950 verfügten die USA über 20.000 Tonnen Gold und damit 70% der weltweiten Goldreserven. Die Nachfrage nach US-Dollar nahm stetig zu. Zurückzuführen ist dieser Nachfrageanstieg vor allem auf die besiegten Länder Deutschland und Japan, die im Laufe der Nachkriegszeit jeweils ein sehr starkes Wirtschaftswachstum aufwiesen.⁵⁹

Durchschnittliches Wirtschaftswachstum in Japan, Deutschland und den USA

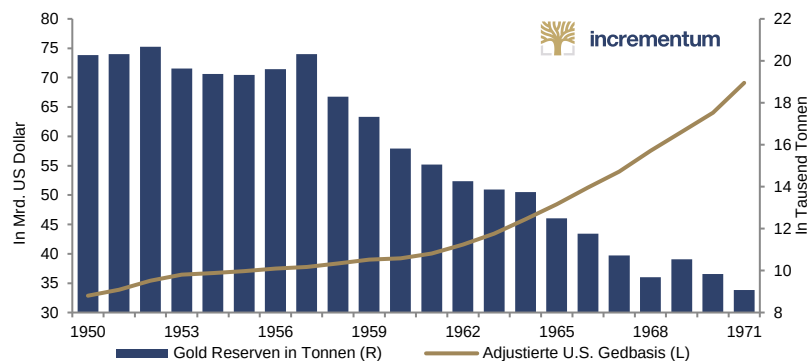


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Langfristig standen die USA nun vor der Zwickmühle des sogenannten Triffin-Dilemmas. Der belgische Ökonom Robert Triffin (1911-1993) stellte fest, dass die USA dazu bereit sein mussten, die steigende Nachfrage der Welt nach US-Dollar zu befriedigen, um dessen Stellung als Reservewährung zu wahren. Andererseits stellte die zusätzliche Ausgabe von Dollar-Liquidität die Konvertibilität des US-Dollar in Gold zunehmend in Frage. Dies musste langfristig das Vertrauen in den US-Dollar erschüttern. **Das Dilemma bestand also darin, dass beide Ziele sich gegenseitig ausschließen und somit nicht gleichzeitig verfolgt werden konnten.**

⁵⁹ Diese Periode ist in Deutschland auch als "Wirtschaftswunder" bekannt.

US Gold Reserven (rechte Skala) und Geldbasis (linke Skala)



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

"Bretton Woods taught us that a system predicated upon one nation's exorbitant privilege is inherently unstable. Other countries don't like it, and the kingpin doesn't like relinquishing it."

Russ Lamberti

Die USA entschieden sich die internationale Nachfrage nach Dollar zu bedienen. Bereits in den 1960er-Jahren überschritten die amerikanischen Auslandsverbindlichkeiten die hinterlegten Goldbestände der FED. Angetrieben durch die stetige Ausweitung der Dollar-Geldmenge ohne entsprechende Goldhinterlegung konnten die USA ihre Verpflichtung, Gold zu 35 USD pro Feinunze Gold einzutauschen, langfristig nicht aufrechterhalten.

Es war schließlich der französische Präsident de Gaulle, der sich öffentlich über das US-Privileg beschwerte, politische Aktivitäten mit der Druckerpresse zu finanzieren. Angeführt von de Gaulle begannen ausländische Zentralbanken in den 1960er-Jahren vermehrt Dollarreserven in Gold umzutauschen. Ende der 1960er-Jahre geriet das Bretton-Woods-System immer mehr unter Druck, bis schließlich Präsident Nixon die Eintauschverpflichtung des US-Dollars am 15. August 1971 aufhob. **Dies markiert die Geburtsstunde des heutigen ungedeckten Papiergeldsystems.**

e. Bretton Woods II & Fiat-Dollarstandard

"A heart attack is an acute symptom of heart disease. When financial investors think of a crisis, they think in terms of a heart attack. But heart disease is what causes heart attacks. And heart disease is a long-term condition that you can have for a very long time before it impairs you. And in some cases, it impairs you terminally.... So in that sense, I think that an early heart attack signalling the onset of heart disease, economic heart disease, happened in the 1970s. This resulted in going off the gold standard, and essentially monetizing and financializing the economy."

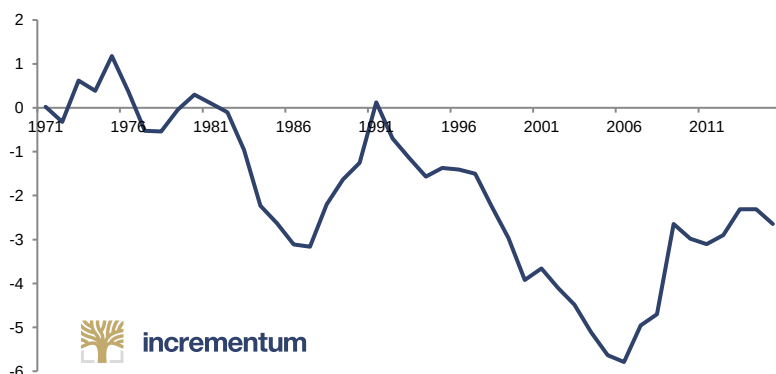
Simon Mikhailovich

Seit der Beerdigung des Bretton Woods-Systems durch Nixon ist das globale Währungssystem seines Goldankers beraubt. Erstmals ist ein globales ungedecktes Papiergeld mit freien Wechselkursen zwischen den großen Industrieländern und dem US-Dollar als unangefochtene Weltleitwährung etabliert. Die Terminologie "Bretton Woods II" unterstreicht unserer Meinung nach den wesentlichen Charakter, da erhebliche Parallelen zum Bretton-Woods System bestehen. Obwohl es keine zentrale Vorgabe gibt, wie die einzelnen Länder ihre Währungen zu gestalten haben, haben viele Nationen⁶⁰ ihre Währung direkt oder indirekt an den US-Dollar gebunden. Zudem halten die Zentralbanken der "emanzipierten" Währungen wie die EZB, die BoE und die BoJ weiterhin den größten Teil ihrer Auslandsreserven in US-Dollar.

Der US-Dollar hat somit seine Bedeutung als internationale Reservewährung verteidigen können. Er ist nach wie vor für die Abwicklung des internationalen Handels unerlässlich, was für die USA alles andere als ein schlechter Deal ist. Die hohe internationale Nachfrage nach der Reservewährung erlaubt es den USA zum einen mehr Güter zu importieren als exportieren zu müssen. Zum anderen lässt die hohe Nachfrage nach der Reservewährung den Dollar (*ceteris paribus*) weniger stark abwerten. Dadurch ist die Federal Reserve in der Lage eine expansive Geldpolitik zu verfolgen, ohne eine zu hohe Teuerungsrate in den USA zu riskieren. **Das Resultat ist, ähnlich wie im Bretton-Woods-System, ein chronisch überbewerteter US-Dollar.**

Ähnlich wie in den 1920er-Jahren in Großbritannien verteuert der überbewertete Dollar die Produktion von Gütern in den USA. Aus den bereits genannten Gründen ist es daher nicht verwunderlich, dass die Vereinigten Staaten ein chronisches Leistungsbilanzdefizit aufweisen.

Leistungsbilanz der USA in % zum BIP



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG, eigene Berechnungen.

Als Resultat lassen sich im heutigen System des Fiat-Dollarstandards ähnliche globale Ungleichgewichte erkennen. Dies veranlasst uns erneut auf das Triffin-Dilemma hinzuweisen und den Reservestatus des Dollars als Ursache globaler

⁶⁰ zB. Saudi-Arabien, Hongkong, Panama, Jordanien, die Vereinigten Arabischen Emirate etc.

"Die heutige europäische und amerikanische Wirtschaftsordnung kann in diesem Sinne nicht als Kapitalismus gelten. Es findet nämlich keine Überhöhung des Kapitals statt, sondern eine des Kredits und des Konsums – beides Gegensätze zum Kapitalaufbau. Solche Wirtschaftsordnungen sollte man korrekter als Kreditismus oder Konsumismus bezeichnen."
Rahim Taghizadegan

Ungleichgewichte zu identifizieren. So schreibt auch Lorenzo Bini Smaghi⁶¹, dass sich die Modalitäten im Vergleich zum Bretton Woods-System zwar geändert haben, das Problem der Spannung zwischen nationalen Interessen und der Stabilität des globalen monetären Systems aber weiterhin besteht.⁶² John Butler schlussfolgert in seinem lesenswerten Artikel "The reserve currency curse":⁶³

"Printing a reserve currency to pay for net imports is akin to owning an international 'printing press', the use of which causes net global monetary inflation and, by association, some degree of eventual, realized price inflation. It can also result in chronic imbalances and the associated accumulation of excessive, unserviceable debts."

Peter Schiff propagiert seit geraumer Zeit, dass die USA durch den überbewerteten Dollar enorm profitieren, da sie "stuff for free" bekommen. Sie drucken Dollar aus dem Nichts und können Güter konsumieren, ohne eine tatsächliche produktive Gegenleistung erbringen zu müssen. Gunther Schnabl resümiert:

*"Die USA beuten über die Leistungsbilanzungleichgewichte ihre Handelspartner aus, nicht umgekehrt! Neben Deutschland sind Japan und China die großen Zahlmeister. Donald Trump wäre irre, wenn er dieses Privileg durch eine ausgeglichene Leistungsbilanz aus der Hand geben würde. Andererseits sollte sich Deutschland überlegen, ob in einer Welt hoch volatiler und spekulativer Finanzmärkte so hohe Nettokapitalexporte sinnvoll sind. Sie könnten in Deutschland wohl besser investiert werden."*⁶⁴

Das moderne Triffin-Dilemma kann daher wie folgt zusammengefasst werden:

Um den Status der Reservewährung zu wahren und die weltweite Nachfrage nach Dollarreserven zu befriedigen, ist ein dauerhaftes Leistungsbilanzdefizit der USA notwendig. Dies erlaubt den USA einerseits weiter über ihre Verhältnisse zu leben, andererseits führt es jedoch zu globalen Ungleichgewichten, was schlussendlich das Vertrauen in den Dollarstandard unterminiert.

In diesem Sinne kann ein chronisches Leistungsbilanzdefizit problematisch sein. Um die aufgetürmten Schulden (Importüberschüsse) zu begleichen, ist Kapital notwendig. Da jedoch eine negative Leistungsbilanz bedeutet, dass Kapital das Land verlässt und nicht genügend Vermögenswerte zur Begleichung der Auslandsschuld bereitstehen, sind die USA auf die Re-Investition von Auslandsvermögen angewiesen. Sobald die Fähigkeit der USA zur Begleichung der Auslandsschulden in Frage gestellt wird, entsteht ein Vertrauensproblem in den US-Dollar.

Dieses Szenario droht ebenso bei einer zu expansiven Geldpolitik der Fed. In beiden Fällen entsteht ein Abhängigkeitsproblem, in dem der US-Dollar als Zahlungsmittel nicht mehr akzeptiert wird. Wenn dies geschieht, platzt die

⁶¹ Zu dieser Zeit (2011) Mitglied des EZB-Direktoriums

⁶² Vgl. Bini Smaghi, Lorenzo: "The Triffin dilemma revisited", Rede auf der Conference on the International Monetary System: sustainability and reform proposals, marking the 100th anniversary of Robert Triffin, 2011

⁶³ Vgl. Butler, John: "The reserve currency curse", GoldMoney Research, 2016

⁶⁴ Vgl. Schnabl, Gunther: "Trump hat recht: Leistungsbilanzüberschüsse sind Ausbeutung. Nur umgekehrt!", INSM ÖkonomenBlog, 2017

Wohlstandsblase und die Amerikaner müssten für ihre Importe plötzlich produktive Gegenleistungen anbieten und könnten ihr derzeitiges Konsumniveau nicht aufrechterhalten.

Im Gegensatz zum Bretton Woods-System haben die Vereinigten Staaten jedoch ein Ass im Ärmel. Sie befinden sich in der komfortablen Lage, dass sie die Entwertung der Auslandsschulden größtenteils selbst in der Hand haben. Prof. Schnabl rechnet vor, dass die von Deutschland über die Jahrtausendwende akkumulierten Leistungsbilanzüberschüsse in Höhe von 2600 Milliarden USD im Laufe der Finanzkrise verkonsumiert und entwertet wurden. Lediglich 1600 Milliarden USD werden nun in der Nettoauslands-Vermögensposition angegeben.

"Die USA haben im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern dieser Welt – auch ohne Krisen – die Entwertung ihrer Auslandsverbindlichkeiten selbst in der Hand. Da der Dollar die dominante Währung im Weltwährungssystem ist, sind die Auslandsverbindlichkeiten der USA überwiegend in Dollar denominiert. Verfolgen die USA eine expansive Geldpolitik und wertet der Dollar ab, dann sinkt der reale Wert der Auslandsverschuldung. Die Länder, die die Forderungen gegenüber den USA in Form von US-Staatsanleihen, Unternehmensanteilen oder forderungsbesicherten Wertpapieren etc. halten, realisieren gerechnet in ihrer Währung Verluste."

Gunther Schnabl

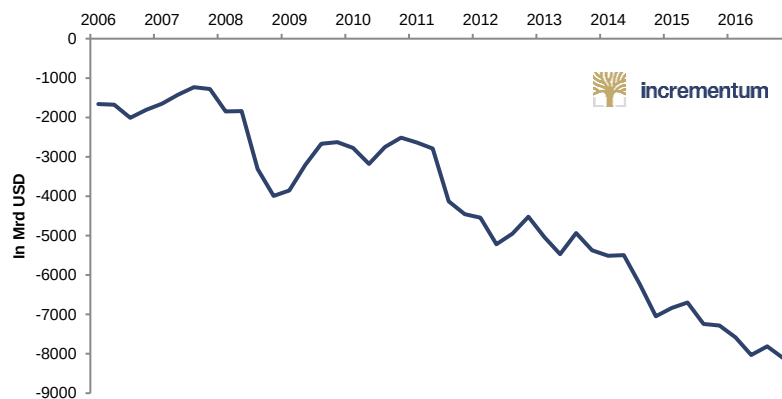
Schnabl weist darauf hin, dass während "sich die Leistungsbilanzdefizite (also Nettokapitalimporte) der USA seit 1980 auf 10.806 Milliarden Dollar akkumuliert haben, die Nettoauslandsverbindlichkeiten heute ca. 3.000 Milliarden Dollar niedriger liegen.⁶⁵ **Dieses ungeahnte Privileg wurde von Ronald McKinnon auch als "quasi-unbegrenzten Kreditlinie" bezeichnet, die in der Rolle des Dollars als Reservewährung verankert ist.**

Die anderen Länder stehen – ebenfalls wie die USA – in einer Zwickmühle, da sie viele in Dollar denominierte Auslandsverbindlichkeiten besitzen. Im nachfolgenden Chart sind die Nettoauslandsvermögen⁶⁶ der USA abgebildet. Das immer weiter ansteigende Defizit der USA zeigt an, dass die Summe der von Ausländern gehaltenen Vermögenswerte in den USA immer weiter ansteigt. Abwertungen des Greenbacks führen dazu, dass der Realwert dieser Vermögenswerte sinkt.

⁶⁵ Vgl. ebd.

⁶⁶ Diese Kennzahl bildet die Differenz zwischen der Summe aller ausländischer Vermögenswerte im Besitz von US-Bürgern und der Summe aller US-Vermögenswerte im Besitz von Ausländern.

US Nettoauslandsvermögen



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, Incrementum AG

"Oft geschieht im Augenblick, was nicht im Jahr gehofft wird."
Kaiser Ferdinand I.

Von einer Wachablöse des Dollars sind wir unserer Meinung nach noch ein wenig entfernt. Erstens sehen wir keine ernsthaften Alternativen, die die Stellung des US-Dollars kurzfristig angreifen könnten. Potenzielle Kandidaten wie der Euro oder der Renminbi haben eigene inhärente Probleme, die zunächst gelöst werden müssten. Zweitens ist die militärische Stärke und die Abhängigkeit des Rests der Welt von den USA so groß, dass zumindest kurzfristig eine Abkehr vom Dollarstandard nicht zu erwarten ist. Drittens sind die USA in der Entwicklung einiger Schlüsseltechnologien (Internet der Dinge, Industrie 4.0, etc.) weltweit führend. **Dennoch wird in nicht allzu ferner Zukunft der Tag-X kommen, an dem eine neue Währungsarchitektur installiert wird.**

f. Ausblick auf die zukünftige Währungsarchitektur

"Will man das Problem endgültig loswerden, braucht es eine 'neutrale' Währung, die keinen Währungsraum benachteiligt. Theoretisch könnten das die Sonderziehungsrechte (SZR) des Währungsfonds sein. Die SZR müssten allerdings gedeckt sein. Da der IWF nichts produziert und somit kein Wert hinter den SZR steht, muss die Währung anders gedeckt werden, zB. durch Gold."
Clemens Schmale

Um in Zukunft globale Ungleichgewichte zu vermeiden, müssen die Fehler der Vergangenheit vermieden werden. Die Lösung ist nicht in einer neomerkantilistischen Handelspolitik zu finden, sondern in einer nachhaltigen Weltwährungsarchitektur mit frei gestalteten Märkten.

Würden andere Papierwährungen wie beispielsweise der Euro oder der Renminbi den US-Dollar als Reservewährung ablösen, wäre die inhärente Problematik nicht beseitigt. Vor dem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass bereits seit Jahren Rufe nach einer neuen globalen Währungsarchitektur laut werden. Von zahlreichen Ökonomen und Zentralbankern wie beispielsweise von Zhou Xiaochuan, Gouverneur der chinesischen Zentralbank wird eine internationale Fiat-Weltwährung favorisiert.⁶⁷ Dies erinnert stark an Keynes' Idee des Bancor. Ein hoch gehandelter Kandidat für eine solche Währung sind die Sonderziehungsrechte (SDR) des IWF, denen wir uns ausführlich in unseren Reports 2015 und 2016⁶⁸ gewidmet hatten. **Man erhofft sich dadurch, dass die neue Zentralbank nicht mehr im Interessenkonflikt zwischen nationalen und internationalen Interessen steht.**

⁶⁷ Vgl. Zhou Xiaochuan: "Reform the international monetary system", BIS, 2009

⁶⁸ <https://ingoldwetrust.report/de/archiv/>



Doch neben den zentralplanerischen Visionen lässt sich auch eine Gegenbewegung entdecken:

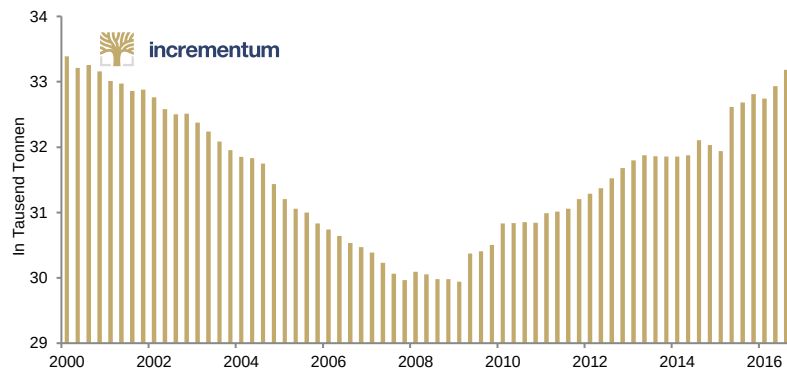
Der technologische Fortschritt wie auch die anhaltende Krise im Finanzwesen führen zu einem stetigen Vertrauensverlust und Wiedererstarken von alternativen Währungsformen. Gold hat in diesem Prozess den Vorteil, dass es bereits auf eine lange historische Tradition als monetäres Gut zurückgreifen kann und in vielen Fällen sich aus einem Bottom-Up-Approach durchgesetzt hat.

"The creation of an international currency unit, based on the Keynesian proposal, is a bold initiative that requires extraordinary political vision and courage."

Zhou Xiaochuan

Obwohl die überwiegende Mehrheit der Zentralbanker die Lösung in einer globalen Fiat-Währung sieht, hat Gold durchaus viele Verbündete und könnte als lachender Dritter eine übergeordnete Rolle im künftigen Währungsgefüge einnehmen. Gold als Geld hat insbesondere den Vorteil seiner historisch langen Tradition als monetäres Gut. Nicht umsonst halten Zentralbanken seit Jahrhunderten die größten Bestände des gelben Metalls. Die Finanzkrise stellt diesbezüglich einen historischen Wendepunkt dar. Seit 2009 sind die globalen Weltgoldreserven aller Zentralbanken wieder steigend und übertrafen 2017 erstmals den Bestand aus dem Jahre 2000.

Weltgoldreserven



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG.

Erst kürzlich scheint Alan Greenspan, der während seiner Amtszeit als Fed-Präsident noch als Maestro des billigen Geldes gefeiert wurde, seine Vorliebe zu Gold wiederentdeckt zu haben:

*"I view gold as the primary global currency. It is the only currency, along with silver, that does not require a counterparty signature. Gold, however, has always been far more valuable per ounce than silver. No one refuses gold as payment to discharge an obligation. Credit instruments and fiat currency depend on the credit worthiness of a counterparty. Gold, along with silver, is one of the only currencies that has an intrinsic value. It has always been that way. No one questions its value, and it has always been a valuable commodity, first coined in Asia Minor in 600 BC."*⁶⁹

⁶⁹ Greenspan, Alan: "Gold: The ultimate insurance policy", *Gold Investor*, 2017

"Time takes everybody out. It's undefeated."

Rocky Balboa

Fazit

Obwohl die Abkehr vom US-Dollarstandards noch in weiter Ferne zu liegen scheint, haben die wichtigen Diskussionen über eine Reform der internationalen Währungsordnung bereits begonnen. Potenzielle Vorschläge und Kandidaten versuchen sich bereits jetzt vorteilhaft zu positionieren. Es steht dabei zu hoffen, dass aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt wird und eine Rückbesinnung auf die Vorteile von (Gold-)gedeckten Währungen stattfindet. **Im nachfolgenden Kapitel werden wir uns deshalb ausführlich mit der De-Dollarization beschäftigen.**

DIE WELT DER EDELMETALLE



SEIT 1862

Investment & Recycling

bei Österreichs führender Edelmetall-Scheideanstalt



Wir bieten Ihnen für jede Geldanlage die richtige Barrengröße - damit können Sie Sicherheit aufbauen, Stück für Stück in 11 Größen - von 1 bis 1000 Gramm.

Österreichische Gold- und
Silber-Scheideanstalt Ges.m.b.H.
1230 Wien, Liesinger-Flur-Gasse 4
T 01 866 46, office@oegussa.at, www.oegussa.at

Filialen in Wien | Linz | Salzburg | Innsbruck | Dornbirn | Graz | Klagenfurt

Faires Gold

zertifiziert
konfliktfreie
Lieferkette



Certified Member
0000 0489
www.oegussa.at/responsible



Certified Number
C0000 0018
www.oegussa.at/responsible

De-Dollarization: Goodbye Dollar, hello Gold?

Key Takeaways

- Welche Hinweise gibt es darauf, dass die Rolle des Goldes in einem neuen System gestärkt werden könnte?
- Die Bindung einer Währung an Gold wird derzeit im Rahmen der Statuten des IWF untersagt.
- Im Rahmen der nächsten Finanzkrise erscheint eine Remonetarisierung von Gold möglich. Dies hätte signifikant höhere Preise zur Folge.
- Exklusiv-Interview mit Dr. Judy Shelton, Wirtschaftsberaterin von Präsident Trump

"Ich schlage nur vor, dass die Schwellenländer einen erheblichen Anteil ihrer Billionen Dollar an Fremdwährungsreserven in Gold reinvestieren."

Kenneth Rogoff

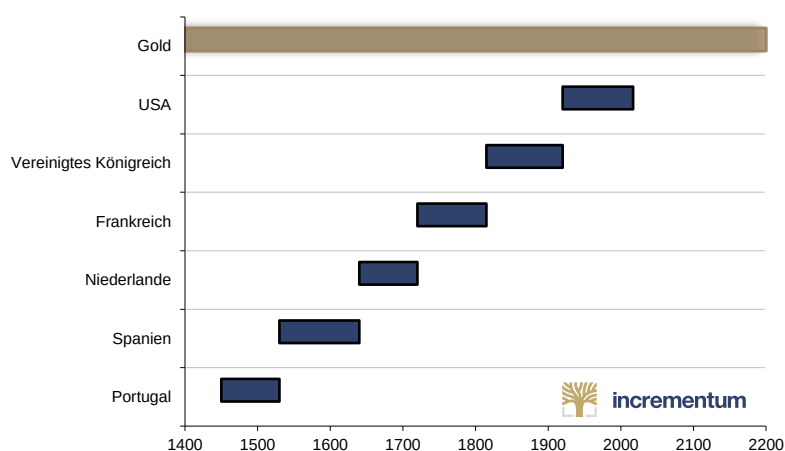
"Countries that have been exporting to the US and accumulating dollars in return are increasingly getting the joke, but they aren't laughing."

Luke Gromen

Die Frage nach dem Anfang oder dem Ende einer Weltreservewährung ist keine exakte Wissenschaft. Es gibt dazu meist keine Presseaussendungen und in der Regel auch keine aufwendigen internationalen Konferenzen, an deren Ende Verträge unterschrieben und Fotos gemacht werden. Alles, was wir haben, sind historische Fakten einerseits, sowie politische und ökonomische Indizien andererseits.

2012 hat Michael Cembalest⁷⁰ eine Grafik produziert, die seitdem oft verwendet und auch kopiert wurde. Sie zeigt die Phasen dominierender Weltwährungen zurück bis ins 15. Jahrhundert. Die Liste lautet: Portugal, Spanien, Niederlande, Frankreich, Großbritannien, USA.⁷¹

Weltreservewährungen seit 1400



Quelle: Incrementum AG, basierend auf einer Darstellung von Michael Cembalest

"History STRONGLY suggests betting on the people with all the guns and most of the money. If they want the USD to be devalued, it is going to be devalued."

Luke Gromen

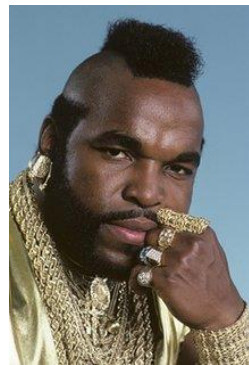
Nun können wir zur Auseinandersetzung mit der Gegenwart nur die Phasen der Dominanz des Pfunds und des Dollars heranziehen, weil die Welt vor dem 18. Jahrhundert mit der Welt des 21. Jahrhunderts nicht zu vergleichen ist. Allerdings gibt es drei grundsätzliche Schlüsse, die wir aus dieser Liste ziehen können.

- Die Leitwährung einer Epoche stammte immer aus dem wirtschaftlich dominanten Land dieser Epoche.
- **Gold (und eingeschränkt Silber) haben bisher bei jedem Wechsel von einer zur anderen Weltwährung eine entscheidende Rolle gespielt.** Grob gesagt zeichnen sich diese Umstellungsphasen dadurch aus, dass die Sachwerte (Gold, Unternehmensbeteiligungen) gegenüber den Finanzassets (Währungen, Anleihen) neu bewertet werden.
- Der dritte Schluss wird schon im Titel der Grafik von JP Morgan vorweggenommen: *"Reserve currency status does not last forever"*. Irgendwann muss jeder gehen, auch der seit 1970-Jahren allmächtige US-Dollar. Die Frage ist nur, wann?

⁷⁰ Chairman of Market and Investment Strategy, JP Morgan Asset Management in der Publikation "Eye on the Market", 2012

⁷¹ Wir haben uns im "Im Gold we Trust"-Report 2014 erlaubt, die Grafik um die Weltreservewährung Gold zu erweitern.

Die Tatsache, dass eine Bank wie JP Morgan das Thema seit mindestens fünf Jahren auf dem Radar hat, sollte zu denken geben. Die Frage nach der globalen Reservewährung wird auch nicht täglich auf CNBC besprochen. Die meisten Mainstream-Ökonomen meiden das Thema wie der Teufel das Weihwasser. Die Frage ist zu politisch. Aber das macht die Suche nach einer Antwort aus Anlegersicht nicht weniger wichtig. Im Gegenteil.



Wie die nachfolgende Tabelle zeigt, spielte Gold stets eine wesentliche Rolle für die jeweils vorherrschende Weltreservewährung. Niemand könnte dies wohl prägnanter formulieren als der "Goldexperte" Mr. T.⁷²:
"I believe in the Golden Rule - The Man with the Gold... rules."

Relativer Goldschatz: Veränderung des Anteils an den Weltgoldreserven (1880-2016)

	National gold reserves as percentage of total official holdings										
	US	UK	Germany	Italy	France	Switzerland	Russia	China	Belgium	Netherlands	Austria
1880	18.2	14.8	7	1.9	21.1	1.2**	17.0	-	1.8	3	4
1900	19	6.2	6.6	3.6	17.1	0.9	20.8	-	1	0.9	10.1
1920	32.6	7.6	3.5	2.7	14.4	1.3	-	-	0.6	3.4	0
1940	75.7	5.7*	0.2*	0.5	6.9	1.7	-	-	2.5	2.1	0.2*
1960	44.1	6.9	7.4	5.5	4.1	5.4	-	-	2.9	3.9	0.7
1980	22.9	1.6	8.3	5.8	7.1	7.2	-	1.1	3	3.8	1.8
2000	24.5	1.6	10.4	7.4	9.1	7.5	1.2	1.2	0.8	2.7	1.2
2016	24.8	0.9	10.3	7.5	7.4	3.2	4.5	5.5	0.7	1.9	0.9

Quelle: World Gold Council, OMFIF Estimates, Incrementum AG

In diesem Kapitel wollen wir drei Fragen beantworten: Welche Hinweise gibt es darauf, dass die Welt sich vom Dollar abwendet? Wie verlief die historische Entwicklung? Und welche Rolle spielt Gold bei dieser Veränderung des Währungssystems?

⁷² https://en.wikipedia.org/wiki/Mr._T

a. Wo stehen wir heute?

"The decisive new global reality was the appearance on the world scene of America as simultaneously the richest and militarily the most powerful player. During the latter part of the 20th century no other power even came close. That era is now ending."

Zbigniew Brzezinski

"I am just proposing that emerging markets shift a significant share of the trillions of dollars in foreign-currency reserves that they now hold into gold."

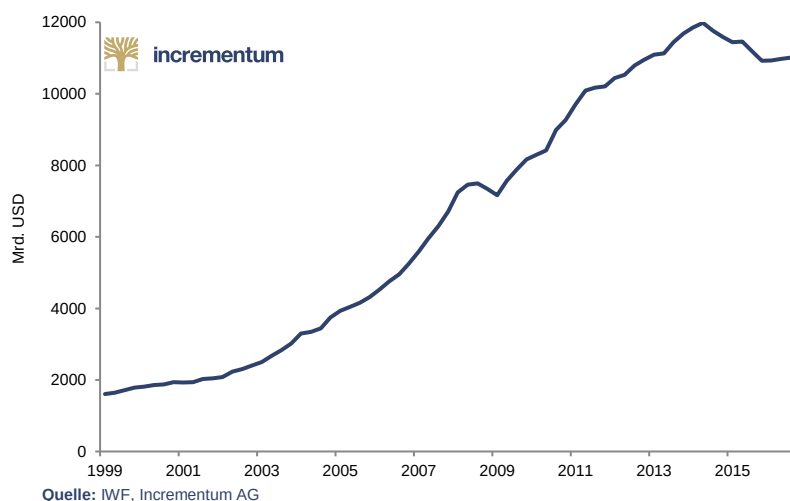
Kenneth Rogoff

Heute ist der Mechanismus, der dem aktuellen "Dollarstandard" zu Grunde liegt, bekannt und wird mit dem Begriff "Petrodollar" auch gut beschrieben. Dieses System basiert auf einem informellen Deal, den die USA in den 1970er-Jahren mit dem Königreich Saudi-Arabien geschlossen haben. Das Ergebnis dieses Deals: Öl, und in weiterer Konsequenz alle anderen wichtigen Rohstoffe, werden in US-Dollar gehandelt - und zwar *nur* in US-Dollar. Diese "Petrodollars" werden dann von den Ölproduzenten in US-Staatsanleihen "recycled". Dieser Dollarkreislauf hat es den USA ermöglicht, einen Schuldenberg von fast 20 Billionen USD aufzubauen – ohne sich Sorgen um die eigene finanzielle Stabilität zu machen. Zumindest bis jetzt.

Diese Funktionsweise des globalen Währungssystems war lange Zeit schlecht dokumentiert. Erst im Mai 2016 hat Bloomberg einen ausführlichen Artikel publiziert, der den bis dato nur als Gerücht bekannten Deal im Detail bestätigte.⁷³ Dass dieser Artikel jetzt erscheint, ist auch ein Hinweis auf im Hintergrund schwelende Verschiebungen im Weltwährungs-System.

Diese Tendenz wird immer stärker und kann mit folgendem Begriff beschrieben werden: De-Dollarization. Die Welt sucht nach Alternativen zum Dollar und wird dabei immer häufiger fündig. Gleichzeitig haben die großen Ölstaaten und die großen Exporteure die Anhäufung von US-Schulden eingestellt. In einem Satz: Der Dollarstandard basiert seit 1973 auf dem "Usage-Demand" für Dollars. Sie wurden gebraucht. Wenn nun aber China und Russland Alternativen für den Handel finden, brauchen sie weniger Dollar.

Globale Währungsreserven in Mrd. USD



⁷³ Vgl. Wong, Andrea: "The Untold Story Behind Saudi Arabia's 41-Year U.S. Debt Secret", *Bloomberg*, 2016

b. De-Dollarization - die Anfänge

"A rise in gold prices would close part of the gap between demand and supply for safe assets that has emerged due to the zero lower bound on interest rates."

Kenneth Rogoff

Tatsächlich ist den Zentralbanken und Regierungen schon lange bewusst, dass der US-Dollar als Reservewährung ein Ablaufdatum hat.

So hat sich der damalige US-Außenminister John Kerry im Jahr 2015 im Zuge des "Atom-Deals" mit dem Iran auch zum Dollar geäußert.

Kerry wurde gefragt, warum man den Deal eingegangen sei - statt ihn zu verweigern und mit Sanktionen zu drohen. Kerry antwortete darauf, indem er die Entstehungsgeschichte des Deals beschrieb: *"I went to China. We persuaded China: don't buy more oil. We persuaded India and other countries to step back. Can you imagine trying to sanction them after persuading them to put in place sanctions to bring Iran to the negotiating table. And when they not only have come to the table but they made a deal - we turn around and nix the deal. And then tell them you have to obey our rules under sanctions anyway. That is a recipe - very quickly, my friends, business people here - for the American Dollar to cease to be the reserve currency of the world. Which is already bubbling out there."*⁷⁴

Das ist unseres Wissens nach die bisher einzige Aussage eines US-Regierungsmitglieds zum internationalen Status des US-Dollars - und ein Eingeständnis von höchster Stelle, dass der Prozess der De-Dollarization tatsächlich stattfindet. Oder, wie Kerry es ausdrückt, "unter der Oberfläche brodeln".

*"I have warned that whenever a government creates a solution to any crisis, that solution becomes the next crisis. This is what I have called **the Paradox of Solution.**"*

Martin Armstrong

Nun hat es in den vergangenen Jahrzehnten viele Anläufe von verschiedensten Staaten gegeben, die Vormachtstellung des Dollars zu untergraben. Manche wurden durch direkte US-Intervention unterbunden. So zum Beispiel der Plan des irakischen Diktators Saddam Hussein, Öl für Euro zu verkaufen⁷⁵ oder der angebliche Plan von Libyens Diktator Muammar al-Gaddafi, eine pan-afrikanische Goldwährung auflegen zu lassen.⁷⁶

Andere sind weniger bekannt, "brodeln" aber tatsächlich weiterhin unter der Oberfläche: So besteht bereits seit 2008 ein Deal zwischen Saudi-Arabien, Kuwait, Bahrain und Qatar. Dieser sieht die Schaffung einer Währungsunion vor. Der Spitzname der geplanten Währung lautet – wenig einfallreich – "Gulfo". *"Das Projekt ist von der europäischen Währungsunion inspiriert, die in der arabischen Welt als großer Erfolg gesehen wird."*, schrieb Ambrose Evans-Pritchard. Zitiert wird auch Nahed Taher, der CEO der Bahrain Gulf One Investment Bank: *"The US dollar has failed. We need to delink."*⁷⁷

"Once is coincidence, twice is happenstance, three times is enemy action."

Auric Goldfinger

Viel klarer kann man es eigentlich nicht ausdrücken. Aus dem Deal der Golfstaaten ist auch eine Institution hervorgegangen: das Gulf Monetary Council (GMC). Diese in Saudi-Arabien beheimatete Institution hat die Aufgabe, die Einführung einer gemeinsamen Währung vorzubereiten. Allerdings ist dieser Plan in den vergangenen Jahren wohl eingeschlafen. So hieß es Mitte 2013 noch, dass bis "spätestens 2015" eine gemeinsame Währung entstehen soll. Heute ist davon keine

⁷⁴ Vgl. "John Kerry WARNS of DOLLAR COLLAPSE – The Beginning Of The End", YouTube, 2015

⁷⁵ Vgl. Nunan, Cólín: "Petrodollar or Petroeuro", *Feasta Review Number 2*

⁷⁶ Vgl. Swanson, David: "Libya: another neocon war", *The Guardian*, 2011

⁷⁷ Vgl. Evans-Pritchard, Ambrose: "Gulf petro-powers to launch currency in latest threat to dollar hegemony", *The Telegraph*, 2009



Rede mehr. Auch sind weitere potenzielle Kandidaten, etwa die Emirate oder der Oman, dem Klub bisher ferngeblieben. Die Entwicklungen am Golf müssen aber zumindest weiterhin beobachtet werden.

Ein eindeutiges Zeichen für Bewegung wäre das Ende der Bindung des saudischen Rials an den Dollar. Erst Mitte April dieses Jahres hat der einflussreiche Ökonom Nasser Saeedi den Staaten des Nahen Ostens geraten, sich auf eine "neue Normalität" einzustellen – und im speziellen auch die US-Dollar-Bindung der Währungen zur Disposition zu stellen: *"By 2025 it is clear that the centre of global economic geography is very much in Asia. What we've been living in over the past two decades is a very big shift in the political, economic, and financial geography."*⁷⁸

Angesichts des großen Vorbilds Euro war der Plan der Araber bis 2015 eine gemeinsame Währung einzuführen, wohl sehr ambitioniert. Aber das Vorbild war gut gewählt. Ohne die Geschichte des Euro zu verstehen, kann man auch die Strategie der Russen und Chinesen bei der schrittweisen De-Dollarization nicht nachvollziehen.

Die EU-Staaten haben mehr als vier Jahrzehnte gebraucht, um eine gemeinsame Währung auf die Beine zu stellen. Seit dem Ende des zweiten Weltkrieges ist das Euro-Projekt die erste ernstzunehmende Alternative zum US-Dollar. **Nicht zuletzt verfügen die Eurostaaten gemeinsam über mehr als 10.800 Tonnen Gold in ihren Währungsreserven, die sie in ihrer Bilanz vier Mal pro Jahr neu bewerten – nach Marktwert.**⁷⁹ Das Ergebnis ist ein entspanntes Verhältnis zwischen der Papierwährung und dem Gold als Referenzpunkt. Ein System, das dem des klassischen Goldstandards diametral gegenübersteht: Steigt der Goldpreis, wird die Zentralbankbilanz gestärkt. Ein Trick, den Russland und auch China inzwischen von den Europäern übernommen haben.

China, Russland und Europa

Während die Rolle der Ölstaaten (und hier besonders Saudi-Arabien) nicht unterschätzt werden darf, sitzen aktuell vor allem Moskau und Peking im Fahrersitz, wenn es um die De-Dollarization geht. Diesen Prozess wollen wir genauer beleuchten.

⁷⁸ Vgl. Staples, Andrew: "Middle East economies must adapt to 'new normal', expert says", *Gulf News*, 2017

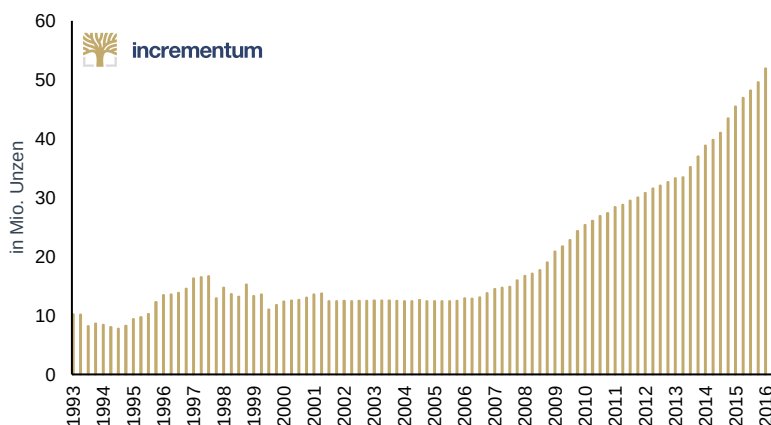
⁷⁹ Vgl. Jilch, Nikolaus: "Der Euro und das Gold, auf ewig geeint", *Die Presse*

"The more gold a country has, the more sovereignty it will have if there's a cataclysm with the dollar, the euro, the pound or any other reserve currency."
Evgeny Fedorov

Es gibt dazu eine lange Reihe von politischen Aussagen, die keine Zweifel aufkommen lassen. Auch was die Rolle des Goldes in dieser Phase der Transition betrifft, zeigen sich Russen und Chinesen sehr unmissverständlich. So hielt der aktuelle russische Ministerpräsident und damalige Präsident Dimitri Medwedew beim G8-Meeting in Aquila im Jahr 2008 einmal sogar eine Goldmünze in die Kamera.

Die Frage der Reservewährung sei inzwischen eine permanente bei den Treffen der Staats- und Regierungschefs, sagte Medwedew. Konkret sprach er von der Einführung eines "neuen Sets an Reservewährungen". Dann wurde er auf die Möglichkeit einer "supranationalen" Währung angesprochen. Seine Antwort: *"Ich habe zufällig eine gute Nachricht. In meiner Tasche ist so eine supranationale Münze. Das war ein Geschenk. (...) Hier ist sie. Sie können sie ansehen und auch angreifen."*⁸⁰

Entwicklung der russischen Goldreserven (Mio. Unzen)



Quelle: Bloomberg, IMF, Incrementum AG

"... As physical gold's spatial liquidity increases, economic agents will be less willing to hold credit money such as the dollar."
Daniel Oliver

Fast 10 Jahre später ist das Thema "Währungen und Gold" wieder auf der russisch-chinesischen Agenda. Im März 2017 hat die russische Zentralbank ihr erstes Büro in Peking eröffnet. Russland bereitet gerade die erste Staatsanleihe vor, die in chinesischen Renminbi denominated ist. In den vergangenen Jahren haben beide Seiten ihre Anstrengungen intensiviert, bilateralen Handel nicht mehr in US-Dollar sondern in Rubel und Renminbi abzuwickeln. Das Thema Gold liegt dabei beiden Seiten am Herzen.

"Wir haben Fragen zum Goldhandel diskutiert.", sagte der Vizepräsident der russischen Zentralbank Sergey Shvetsov. *"Die BRICS-Staaten sind große Wirtschaftsräume mit großen Goldreserven und einer beeindruckenden Kapazität zur Produktion und Nachfrage. In China wird der Goldhandel in Shanghai abgewickelt. In Russland in Moskau. Unsere Idee war eine Verbindung zwischen diesen Städten, um den Handel zwischen den zwei Märkten zu verstärken."*⁸¹

⁸⁰ Vgl. "Russian President Dmitry Medvedev pulls new world currency from his pocket", *The Telegraph*, 2017

⁸¹ Vgl. "Moscow And Beijing Join Forces To Bypass US Dollar In Global Markets, Shift To Gold Trade", *ZeroHedge*, 2017

"OPEC was made redundant once oil began being priced in both CNY & USD, because the position of the lowest cost producer shifts from the nation with the lowest USD production costs to the nation with the cheapest currency vs. gold."

Luke Gromen

Russland und China folgen damit einer langfristigen Strategie. Russlands Präsident Vladimir Putin hat im Sommer 2014 verkündet, dass Russland Öl und Gas in Rubel und anderen Währungen verkaufen soll, weil das Dollar-Monopol schlecht für die russische Wirtschaft sei. *"Wir sollten vorsichtig handeln"*, so Putin. Zwei Jahre später sind die russischen Ölexporte nach China um mehr als 50 Prozent gestiegen.

Einer der allerwichtigsten Meilensteine auf dem Weg vom unipolaren Dollar-Standard in ein multipolares System mit mehreren Reservewährungen war die Etablierung eines chinesischen Goldfixings in Shanghai vor knapp einem Jahr. Interessantes Detail am Rande: **Der Goldpreis in Shanghai wird in Gramm, nicht in Unzen festgelegt.**⁸²

Die Einrichtung des Shanghai Gold Fixings darf in ihrer Bedeutung keinesfalls unterschätzt werden. Der von uns außerordentlich geschätzte Analyst Luke Gromen,⁸³ der sich mit diesen Entwicklungen seit langer Zeit Woche für Woche auseinandersetzt, nennt es schlicht: "Die Wiedereröffnung des Goldfensters durch China." Nicht nur, dass China jetzt Geld (Renminbi/Yuan) drucken kann, um Rohstoffe zu importieren. Man garantiert den Ölstaaten auch die Konvertibilität in Gold durch das Shanghai-Goldfenster. Es scheint, als würde Shanghai langsam aber sicher den etablierten westlichen Gold-Handelsplätzen den Rang ablaufen. **So beliefen sich allein im 1. Quartal 2017 die physischen Entnahmen an der Shanghai Gold Exchange auf 555 Tonnen. Dies entspricht 80% der quartalsweisen Minenförderung.**⁸⁴

Die chinesische Strategie wurde beim LBMA Bullion Market Forum 2015 von dem chinesischen Notenbanker Yao Yudong in allen Details beschrieben. Der Titel seiner Präsentation lautete: "Die Welt braucht eine neue Reservewährung." Gold sei eine "super-sovereign reserve currency", so Yao. Dennoch sei der Goldmarkt alleine nicht in der Lage, eine etwaige Liquiditätskrise zu bekämpfen. Da käme der Renminbi ins Spiel.⁸⁵



"Wo Gefahr ist, wächst das Rettende auch."

Friedrich Hölderlin

In seiner Besprechung des anstehenden Starts der Shanghai Gold Exchange geht der chinesische Notenbanker auch sehr konkret auf die Rolle des Goldes bei der Internationalisierung des Renminbis ein. Dieser Punkt ist extrem wichtig für Goldanleger. Es geht den Vertretern von Euro, Rubel und Renminbi NICHT um Gold per se. Gold ist lediglich ein Mittel zum Zweck, das sich für diesen konkreten Zweck – also die Loslösung vom Dollar-Monopol – perfekt eignet. **Die "Schlüsselrolle einer internationalen Währung" sei "invoicing", also Rechnungslegung**, so Yao: *"Derzeit werden alle globalen Rohstoffe in USD denominiert...Der Renminbi hat das Potenzial, zu jener Währung zu werden, in*

⁸² Vgl. "In Gold we Trust"-Report 2016, "Von West nach Ost – Die Shanghai Gold Exchange", S. 106

⁸³ Luke Gromens Newsletter "The Forest for the Trees" können wir wärmstens empfehlen.

⁸⁴ Vgl. Bullionstar.com "Gold withdrawals on SGE a massive 555 tons in 1q17"

⁸⁵ Vgl. Yao Yudong: "The World Needs New Reserve Currency", The LBMA Bullion Market Forum 2015

der der Goldpreis denominiert wird." China sei der größte Goldproduzent der Welt und habe eine rasant wachsende Nachfrage seitens der Konsumenten.

Seit der Aussage Yaos sind nun zwei Jahre vergangen. Zusammenfassend ergibt sich heute folgendes Bild:

- Dem iranischen Notenbankchef zufolge exportiert der Iran sein Öl inzwischen ausschließlich für Euro. Einzige Ausnahme ist China, hier wird Öl in Renminbi fakturiert.
- China hat die USA im September als größter Ölimporteur der Welt abgelöst.
- China bemüht sich seit mehreren Jahren, den Renminbi als internationale Währung zu etablieren. Dieser Prozess hat zur Einbindung des Renminbis in den Korb der Sonderziehungsrechte des IWF geführt.
- Der (nicht unabhängigen) russischen Nachrichtenagentur Sputnik zufolge haben folgende Länder den US-Dollar im bilateralen Handel ganz oder teilweise ersetzt: Russland, Kasachstan, Weißrussland, Armenien, Türkei, Iran, Ägypten, China, Nordkorea, Japan (im Handel mit China), Vietnam, Thailand, Sri Lanka, Australien (im Handel mit China), UAE, Südafrika, Argentinien, Uruguay und Brasilien.⁸⁶
- **Gleichzeitig stocken praktisch alle dieser Länder ihre Goldreserven massiv auf, wozu sie nicht zuletzt auch der ehemalige Chefökonom des IWF, Kenneth Rogoff, aufgerufen hat.**⁸⁷

c. Die Folgen der De-Dollarization

Die schrittweise Bewegung weg vom Dollar hin zu einer multipolaren Währungsordnung hat viele verschiedene Facetten, die erst ersichtlich werden, wenn man sie aus einer ganzheitlichen Perspektive betrachtet. **Entgegen der meisten Mainstream-Berichte sind die Ölstaaten nicht an einem viel höheren USD-Ölpreis interessiert, sondern vielmehr an einem Wettbewerb um Marktanteile.** Sie können sich zunehmend aussuchen, in welchen Währungen sie Handel treiben.

"Der einzige Weg zu verhindern, dass man durch andauernde Inflation in eine zentral gelenkte Wirtschaft hineingleitet, und somit letztlich die Zivilisation zu retten, wird darin bestehen, den Regierungen ihre Macht über das Geld zu entziehen."

Friedrich August von Hayek

Die wichtigste Folge sehen wir seit 2014: Zwei wesentliche Halter von US-Staatsanleihen (China und Saudi-Arabien) haben die Unterstützung Washingtons aufgegeben. Global sinken seitdem die Währungsreserven. In den Medien wird dieser Rückgang damit erklärt, dass die betroffenen Staaten ihre Währungen verteidigen müssen. Das ist zum Teil sicher richtig, allerdings wird übersehen, dass die aufstrebende Supermacht China ihr Interesse an US-Staatsanleihen verliert, wenn sie Öl für frisch gedruckte Renminbi kaufen kann. China hat dann schlicht keine Verwendung mehr für US-Staatsanleihen, die sie im Laufe der Zeit angehäuft hat. Die chinesische Zentralbank hat diesen schwindenden Bedarf an US-Staatsanleihen auch mehrfach und sehr transparent bekannt gegeben.⁸⁸

⁸⁶ Vgl. "Dollar No More", *Sputniknews*, 2017

⁸⁷ Vgl. Rogoff, Kenneth: "Die Schwellenländer sollten auf Gold setzen", Project Syndicate, 2016

⁸⁸ Vgl. "No 'bottom line' for yuan or forex reserves: China central bank official", *Reuters*, 2017



Auf der anderen Seite haben die Ölstaaten kein Interesse, ihre Einnahmen als "Petrodollar" zu recyceln. Entweder Peking kommt in den Genuss dieses Geldes oder es wird anderweitig investiert, etwa in Gold, das auch durch das Goldfenster in Shanghai erworben werden kann. Interessant sind auch europäische Staatsanleihen, schließlich ist der Euro heute schon die zweitwichtigste Reservewährung hinter dem Dollar und als solche weitaus beliebter als der Renminbi.⁸⁹

Die zweite Folge: Die Frage nach dem drohenden Ende des Petrodollar-Deals stellt sich nicht mehr. Dieser ohnehin nie formal geschlossene Pakt scheint bereits obsolet. **Der von Europa vorbereitete und von China und Russland angestoßene Prozess weg vom Dollar ist nicht mehr aufzuhalten. Als "supranationale" Reserve spielt Gold eine wesentliche Rolle auf diesem Weg.**

d. Die Goldmänner (und Goldfrauen) in der Trump-Regierung

"Are people noticing that the Trump economics team is shaping up as a gathering of gold bugs?"
Paul Krugman

"If the United States would take this first step toward linking the dollar to gold, it would send a signal of America's commitment to restoring the integrity of the dollar as a meaningful unit of account and reliable store of value."
Judy Shelton

All diese Entwicklungen sind der US-Regierung nicht verborgen geblieben, wie wir auch an den Aussagen von Ex-Außenminister John Kerry ablesen können. Schon die Regierung Obama muss sich des Dollar-Problems bewusst gewesen sein. Jared Bernstein, der ökonomische Berater des damaligen Vize-Präsidenten Joe Biden, publizierte 2014 in der New York Times einen Artikel mit dem bezeichnenden Titel: **"Dethrone King Dollar"**, in dem er schreibt: *"New research reveals that what was once a privilege is now a burden, undermining job growth, pumping up budget and trade deficits and inflating financial bubbles. To get the American economy on track, the government needs to drop its commitment to maintaining the dollar's reserve-currency status."*⁹⁰

Es erscheint immer offensichtlicher, dass auch die Regierung von Donald Trump das Thema auf dem Radar hat. So ließ sich der Präsident im Februar bei einer Pressekonferenz mit dem Japanischen Premier Shinzo Abe zu einer rätselhaften und sensationellen Aussage hinreißen: **"Currencies are going to be on a level playing field much sooner than many people think."**⁹¹ Die gezielte Abwertungspolitik anderer Länder, insbesondere Chinas, haben sowohl Trump als auch Bernstein im Visier. Trump und seine Administration haben bislang vollkommen offengelassen, wie sie die Währungen der Welt auf ein **"level playing field"**, also auf Augenhöhe bringen wollen.

Solange der US-Dollar als Weltreservewährung einen Sonderstatus besitzt, kann davon keine Rede sein. Um die Währungen auf Augenhöhe zu bringen und um ein katastrophales Ende der gegenwärtigen Weltwährungsarchitektur zu vermeiden, muss als nächstes eine neue Reservewährung etabliert werden. Diese muss groß genug sein, um die globalen Handelsungleichgewichte ausgleichen zu können; sobald sie das ist, würden alle Währungen, wie Trump sagt, auf "Augenhöhe" sein.

⁸⁹ Vgl. "The international role of the euro", ECB, 2015

⁹⁰ Vgl. Bernstein, Jared: "Dethrone 'King Dollar'", *New York Times*, 2014

⁹¹ Vgl. Sink, Justin: "Trump Vows 'Level Playing Field'", *Bloomberg*, 2017

Donald Trump – Ein Gold Bug?

"I am a low interest rate person. If we raise interest rates and if the dollar starts getting too strong, we're going to have some very major problems."

"This is the United States government. First of all, you never have to default because you print the money."

"The Dollar is too strong. Our companies can't compete with them now because our currency is too strong. And it's killing us."

"The golden rule of negotiation: He who has the gold makes the rules."

"We used to have a very, very solid country because it was based on a gold standard. We don't have the gold. Other places have the gold."

"I have been complaining about currency devaluations for a long time. I believe that we will all eventually, and probably sooner than people understand or think, be on a level playing field because that's the only way it's fair."

Angesichts der aggressiven "America first"-Rhetorik Trumps wäre eine freiwillige Aufgabe dieses Sonderstatus zwar höchst eigenartig, aber keinesfalls auszuschließen. Donald Trump ist und bleibt unberechenbar. Trump hat den US-Dollar mehrmals als "überbewertet" bezeichnet, sich für niedrige Zinsen ausgesprochen und auch zahlreiche Hinweise in Richtung einer Abwertungspolitik fallen lassen. (siehe Infobox)

Nicht zuletzt wäre ein schwächerer Dollar erforderlich, um die US-Industrie wieder aufzubauen und international wettbewerbsfähig zu machen, wie Trump es angekündigt hat. Auch herrscht sowohl bei Trump selbst, als auch bei seinen Beratern, offenbar großes Verständnis für die Bedeutung des Goldes im internationalen Währungssystem.

In einer seiner ersten währungspolitischen Stellungnahmen hat sich Donald Trump sehr positiv zum Goldstandard geäußert: *"Bringing back the gold standard would be very hard to do, but boy, would it be wonderful. We'd have a standard on which to base our money."* Unterstützung erhält Trump ausgerechnet von Alan Greenspan. Der "Maestro" ist bekanntermaßen seit Jahrzehnten

ein erklärter Fan des Goldstandards und hat es sich in den vergangenen Jahren zur Aufgabe gemacht, das Thema auch in den US-Mainstreammedien zu platzieren.

Damit nicht genug. Auch Trumps Vizepräsident Mike Pence ist ein erklärter Fan des Goldstandards. Schon im Jahr 2010 sprach sich Pence für eine "stabile Geldpolitik" aus. In einer sehenswerten Rede in Detroit sagte er damals: *"My dear friend, the late Jack Kemp, probably would have urged me to adopt the gold standard, right here and now in Detroit. Robert Zoellick, the president of the World Bank, encouraged that we rethink the international currency system including the role of gold, and I agree. I think the time has come to have a debate over gold, and the proper role it should play in our nations monetary affairs. A pro-growth agenda begins with sound monetary policy."*⁹²

Es ist an dieser Stelle anzumerken, dass Robert Zoellick nach seinen Bemerkungen zu Gold nur wenige Tage vor der Rede von Mike Pence scharf kritisiert wurde. Er sah sich damals genötigt klar zu stellen: "Ich plädiere nicht dafür, in das 19.

⁹² Vgl. Zornick, George: "Rep. Mike Pence Suggests That The U.S. Return To The Gold Standard", *ThinkProgress*, 2010

Jahrhundert zurückzukehren, als die Geldversorgung an Gold gekoppelt war."⁹³ Er wiederholte jedoch seine Feststellung, wonach sich Gold bereits als "Referenzpunkt" etabliert habe. Das sei auch sein Vorschlag gewesen, so Zoellick: Ein neues Währungssystem solle "in Betracht ziehen, Gold als einen internationalen Bezugspunkt für Markterwartungen zu Inflation, Deflation und künftigem Währungswert zu nutzen. Laut Lehrbuch gilt Gold zwar als altes Geld, doch die Märkte nutzen Gold heute als alternative Form von Geldanlagen", so der damalige Weltbank-Präsident.⁹⁴

Die Anmerkungen von Trump, Pence, Greenspan und Zoellick sind in unseren Augen kompatibel mit dem bereits beschriebenen Prozess der De-Dollarization hin zu einem Geldsystem, das Gold als wichtigsten, internationalen Referenzpunkt nutzt.

"Das Glück dient wie ein Knecht für Sold,
 es ist ein schönes, schönes Ding,
 das Gold."

Rocco in Fidelio

Hochinteressant ist in diesem Zusammenhang auch ein kryptisches Statement Trumps aus dem Jahr 2015: "Wir haben das Gold nicht. Andere haben das Gold."⁹⁵ Kann es sein, dass der Goldfan Trump nicht weiß, dass die USA über mehr als 8.000 Tonnen an Goldreserven verfügen? War diese Aussage einfach unbedacht? Oder wollte er auf gewisse Finessen hinweisen? Etwa darauf, dass die USA ihr Gold nicht ins Spiel bringen können, solange es juristisch mit 42,22 Dollar pro Unze bewertet ist?

Wie dem auch sei, es gibt in Trumps Umfeld durchaus Experten, die eine Rückkehr des "klassischen Goldstandards" und eines Systems fixer Wechselkurse ins Auge gefasst haben. Die Ökonomin und Trump-Beraterin Judy Shelton, mit der wir ein exklusives Interview geführt haben, setzt sich schon lange mit dem Thema auseinander und beschreibt ihren Plan in einem Aufsatz aus dem Jahr 2015.⁹⁶

Ihr Einfluss auf die Rhetorik Trumps in Bezug auf die Ausgestaltung der künftigen Währungspolitik ist dabei nicht zu übersehen. "How can America promote the virtues of economic opportunity and honest competition in an open global marketplace while allowing currency disorder to distort the terms of trade?", fragt Shelton. Sie lobt den Gold-Exchange-Standard von Bretton Woods, bei dem der US-Dollar an Gold und alle Währungen an den Dollar gebunden waren. Ihre Kritik gilt dem System freier Wechselkurse, das keinesfalls ein System des freien Marktes darstelle, solange Zentralbanken das Währungsmonopol besitzen würden. Dennoch, so Shelton, würden die Ökonomen heute das Paradigma freier Wechselkurse mit derselben Überzeugung akzeptieren, mit der frühere Ökonomen den Goldstandard als "the most rational and efficient approach to structuring international monetary relations" akzeptiert hätten.

Shelton kommt zu einem ähnlichen Schluss wie Trump, Pence, Greenspan und Zoellick: Das Währungssystem braucht wieder einen Anker. Dieser muss nicht zwangsläufig Gold sein: "It may be possible to designate some other unit of value that is universally recognized, readily

⁹³ Vgl. "Gold-Standard nur ein Missverständnis: Zoellick zurück in die Zukunft", ntv, 2010

⁹⁴ Vgl. "Weltbank-Chef hat eine Idee: Neuer Gold-Standard für alle", ntv, 2010

⁹⁵ Vgl. "Conversation with the Candidate: Donald Trump", WMUR9, 2015

⁹⁶ Vgl. Shelton, Judy: "Fix what broke: Building an orderly and ethical international monetary system", *Cato Journal*, 2015



"Significant increases in inflation will ultimately increase the price of gold. Investment in gold now is insurance. It's not for short-term gain, but for long-term protection."

Alan Greenspan

"A pile of rock ceases to be a rock when somebody contemplates it with the idea of a cathedral in mind."

Antoine St. Exupery

*accessible to individuals, yet highly utilized by governments as a monetary reserve asset. But can anyone think of a better reference unit than gold to serve as a monetary standard?"*⁹⁷

Worin sich Shelton aber etwa von Zoellick unterscheidet ist, dass sie sehr wohl die Rückkehr zu einem "klassischen Goldstandard" im Auge hat. Sie schlägt die Einführung von Gold-gebundenen US-Staatsanleihen vor.

Diese wären *"redeemable at maturity for a fixed amount of dollars or a specified amount of gold, at the option of the bondholder"*.⁹⁸ Wenn die USA diesen ersten Schritt in Richtung Bindung des Dollars an Gold gehen würden, würden sie damit signalisieren, dass man die Integrität des Dollars wiederherstellen wolle. Andere Länder würden diesem Beispiel folgen. Diese Entwicklung würde Shelton begrüßen: *"An increasingly broader group of countries and successively larger set of gold-linked offerings should lead to greater monetary stability and effectively, fixed exchange rates among participating currencies."*⁹⁹ Und, so Shelton: Weil der IWF seinen Mitgliedern die Bindung der eigenen Währung an Gold verbietet, müsse sogar ein Austritt aus dem IWF angedacht werden.

Die Idee eines goldgedeckten Dollars ist freilich nicht neu. Der Vorschlag Sheltons zur Wiedereinführung der Golddeckung quasi durch die Hintertür hat unserer Meinung nach einen Makel: Weil sich Europa und Asien bereits der Bewertung der eigenen Goldreserven nach Marktwert verschrieben haben, ist ihnen die Rückkehr zum "klassischen Goldstandard" mit fixen Wechselkursen versperrt. Gleichzeitig blockieren sie aber auch für die USA diese Rückkehr, weil ein freier Marktpreis für Gold zu einem Abfluss von Gold aus den USA führen würde – sofern der Marktpreis über dem von den USA festgelegten Goldpreis liegt.¹⁰⁰ Das Ergebnis würde dem Ende von Bretton Woods ähneln und der US-Präsident müsste das Goldfenster wieder schließen bevor es noch richtig geöffnet war.

Diese Zusammenfassung sowohl der Maßnahmen in Europa, Russland, China, der arabischen Welt als auch in Amerika, führt uns zu mehreren Schlüssen - und ein paar offenen Fragen.

Die Schlüsse:

- Es ist offensichtlich, dass die negativen Effekte des herrschenden Dollar-zentrierten Währungssystems sowohl in den USA als auch in anderen wichtigen Ländern erkannt wurden.
- Die Etablierung des Euros, die Planung eines "Gulfo", sowie die wachsende monetäre Kooperation zwischen aufstrebenden Playern wie China und Russland sind als Schritte in eine "multipolare" Zukunft zu bewerten.
- Europa, China, Russland und die arabischen Länder machen absolut keinen Hehl daraus, dass Gold in dieser Zukunft eine entscheidende Rolle spielen wird.

⁹⁷ Vgl. ebd. S. 283

⁹⁸ Vgl. ebd. S. 285

⁹⁹ Vgl. ebd. 286

¹⁰⁰ Vgl. "Currency Wars: Why The United States Cannot Return To A Gold Standard", victorthecleaner.wordpress.com, 2012



- Inzwischen regiert in Washington ein Präsident, der die Rückkehr zu Gold als monetären Standard als wünschenswert bezeichnet und von einem "level playing field" zwischen den Währungen spricht.
- Noch ist man in Washington allerdings nicht so weit, zu einer Bewertung der Goldreserven zum Marktwert überzugehen. **Diese Remonetarisierung wird unserer Meinung nach im Rahmen der nächsten Finanzkrise stattfinden.**

Die Fragen:

- Wird die Neugestaltung des Weltwährungssystems durch eine formale Konferenz (etwa im Rahmen der G20) stattfinden, oder durch die (bereits laufende) Neubewertung der Goldreserven durch den Markt?
- Werden die USA den Vorschlag der Ökonomin und Trump-Beraterin Judy Shelton aufgreifen und goldgedeckte Bonds einführen - oder werden sie sich dem "Euro-Modell" der Bewertung der Goldreserven nach Marktwert anschließen?
- Oder wird der "Rest der Welt" die Bewertung der Goldreserven nach Marktwert aufgeben und den USA in ein System fester Wechselkurse ähnlich dem "klassischen Goldstandard" folgen?

"The business of central banks is like pornography: It's not the real thing."

Eugene Fama

Final lässt sich konstatieren: Egal in welcher Form Gold zurück ins Währungssystem kommt. Es ist von einem steigenden Preis auszugehen. Tatsächlich hat Bloomberg Intelligence ein Szenario für China durchgerechnet und ist zu dem Schluss gekommen, dass China schon den Goldstandard einführen könnte. **Allerdings nur bei einem Goldpreis von umgerechnet 64.000 USD pro Unze.¹⁰¹**

Addendum:

Vor wenigen Wochen ist Präsident Donald Trump zu seiner ersten Auslandsreise aufgebrochen. Das erste Ziel? Saudi-Arabien. Wir werten das als Zeichen dafür, dass die Allianz USA-Saudi Arabien intakt ist. Auch die Gespräche zwischen Washington und China haben sich in den vergangenen Monaten eindeutig intensiviert. Man wird an den chinesischen Währungsreserven ablesen können, ob es hier zu einer Art Waffenstillstand gekommen ist.

Wir wollen keineswegs den Fehler machen, die Rolle des US-Dollars als führende Weltreservewährung verfrüht für beendet zu erklären. Wie eingangs geschrieben, gibt es zu diesen Fragen keine Pressekonferenzen oder offizielle Statements. Es bleibt uns nur, die Sache laufend zu beobachten. Wie immer bei diesen Dingen werden erst die Historiker die neuralgisch bedeutsamsten Punkte genau bestimmen können.

Nachdem sich die Nachrichten in Bezug auf die De-Dollarization mittlerweile überschlagen, ist es uns nicht möglich das gesamte Spektrum im Detail zu behandeln. Dennoch möchten wir Ihnen weiterführende Links zur Verfügung stellen, welche einen tieferen Einblick in die Materie ermöglichen.

¹⁰¹ Vgl. "Chinese Gold Standard Would Need a Rate 50 Times Bullion's Price", *Bloomberg*, 2015

Weiterführende Links:

China reduces USDs weighting in currency basket
Dubai starts trading of CNY-denominated Shanghai gold futures
China to launch yuan's direct trading with Saudi riyal, UAE dirham
China plans launch of CNY oil futures in H2 2017
Russia, China sign deal to bypass US dollar
Russia Targets China for Gold Sales as VTB, Sberbank Expand
Shanghai signs Dubai as 1st foreign exchange to use its gold fix for futures products
As Yuan Sinks, Goldman Flags Scope for Gold Demand in China
TOCOM Plans Launch of a Physical Market for Gold

e. Exkurs: Ein Exklusiv-Interview mit Dr. Judy Shelton¹⁰²



Quelle: www.atlasnetwork.org

Biographie:

Dr. Judy Shelton is an economic advisor to President Donald Trump and the director of the Sound Money Project at the Atlas Network.

She is the author of *Fixing the Dollar Now: Why US Money Lost Its Integrity and How We Can Restore It*, *The Coming Soviet Crash*, *Money Meltdown* and *A Guide to Sound Money*. Her international economics articles have been published by the Wall Street Journal, the New York Times, Washington Post, Financial Times, Judy Shelton holds a Ph.D. in business administration from the University of Utah.

Mark Valek:

Good morning Dr. Shelton, thanks for taking the time to talk to us.

"Gold has been money for many thousands of years. Gold is mentioned repeatedly in the Bible. Every civilization and every government in history has treasured gold. Western United States was built on the '49ers quest for gold. It's been said that gold is built into man's DNA. If you can't accept the thesis that gold is the ultimate money, then you're 'out of it' and in denial. And most likely, you will not understand the coming 'big picture.'"

Richard Russell

The current monetary system is sometimes referred to as US-Dollar Standard or Bretton Woods II. Some central bankers also call it a "Non-Standard".

In the past President Trump said some very interesting things about the gold standard. And what we didn't know until recently is that Vice President Mike Pence delivered a fabulous speech where he mentioned the return to sound money, which we found extremely interesting.

How realistic is it in your opinion that there will be some serious considerations about the current global monetary system (the dollar standard) during this administration? Do you think it will be fundamentally questioned?

Dr. Judy Shelton:

I think Donald Trump brought to his candidacy a willingness to look at the relationship between currency movements and trade. And when I was serving on the transition team at the Treasury Department, which is responsible for the exchange rate policy of the US, there really was a great focus on the problem of not actually having any kind of rules.

There are a lot of references to the rules based global trading system and to Bretton Woods, but in fact when it comes to currencies and exchange rates there really are no rules. If you look at the IMF's own website they explain that today it's a "do your own thing" approach. Any country can have any kind of approach they want. They can intervene, like China does daily, they can have floating rates, they can peg or they can have a unified currency (like the Eurozone has).

Ironically, the only thing the IMF says they can't do is to peg their currency to gold, which is almost perverse given its heritage and its

¹⁰² Das Interview wurde am 24. April 2017 geführt.

"The time has come to establish the international monetary system on an unquestionable basis that does not bear the stamp of any country in particular. On what basis? Truly, it is hard to imagine that it could be any other standard than gold. Yes, gold whose nature does not alter, which may be formed equally into ingots, bars or coins; which has no nationality and which has, eternally and universally, been regarded as the unalterable currency par excellence."

Charles de Gaulle

raison d'être. I find that more than ironic. I published a piece in the Wall Street Journal called "Trump's Contribution To Sound Money" last year, and the very next day I was asked to join the Trump council of economic advisors by Steven Mnuchin.

And then I was asked to be the international advisor at Treasury for the Trump transition, a member of what they called the landing team. When you ask "will there be reforms?" I can't comment specifically, but in a recent interview where Steven Mnuchin was speaking with Christine Lagarde he said that the international monetary system is not working for everyone and I think that he has told the IMF that they need to speak candidly about the exchange rate arrangements of member countries.

We saw that China was not labeled a currency manipulator, nor was any other country, in the April report that just came out from the Treasury. I think that the criteria used in that report to define manipulation are inadequate. By those criteria, you would potentially label countries like China, Japan, Germany and Switzerland currency manipulators. So that tells you that we don't have a good definition of manipulation. For example, does manipulation mean that a country is deliberately and persistently trying to distort free market outcomes by intervening in forex markets? In the case of China that is the case; they are intervening persistently. But it's to hold their currency up. **It could be that we have been too narrowly focused on using competitive depreciation as a way to gain an export advantage; we should also be focused on the problem of altered capital flows. In short, we should be concerned about the distorting effects of deliberate government intervention to move its currency in either direction.**

Now we see the Fed is talking about raising interest rates. **If the ECB potentially moves toward higher rates in the future, we might see competitive appreciation going forward.** It's the capital flows that are most important to an economy, not exports. So perhaps in the interest of trying to attract capital, we will see central banks trying to competitively raise interest rates. That is also a form of manipulation.

What we have seen with Trump is that he is showing a certain sophistication with regards to the dollar. A recent headline story in the Wall Street Journal read: "Trump warns about dangers of a strong dollar". Normally a president wouldn't even comment about the currency, but he actually said that the only good thing about a strong dollar is the way it sounds. And he is right; no leader wants to call for a "weak" currency.

There is an adjective I would far prefer, one that our treasury secretary has used – which is a "dependable dollar". That is a much better way to describe our currency. It's interesting: President Trump has said that moving to a gold standard would be difficult, but that it would be wonderful, because we would "have a standard on which to base our money". Bravo! **If the next Bretton Woods conference takes place at Mar-a-Lago, I am very happy.**

Ronald Stoeferle:

I think that after the press conference with Shinzo Abe, Trump mentioned that the currencies of the U.S., China and Japan would soon be on "a level playing field".¹⁰³ But what I am highly interested in is, if a sound dollar policy would be compatible with Trump's plan to reduce the structural trade deficit? **I think it was quite a sensation that he was so vocal about the dollar and he seems to want a weaker dollar to kickstart the re-industrialization.** Do you think there will be another monetary conference like Bretton Woods if we have another financial crisis? And is it possible we get another monetary system that is linked to gold?

Dr. Judy Shelton:

I don't want to suggest that there is anything concrete that will happen, but I think the chances now are better than they were with prior US presidents. The overriding theme in the remarks that President Trump made during his campaign having to do with currency manipulation or about the Federal Reserve creating a false economy relate back to monetary integrity. **One thing that is very clear about Trump's policies is that he would like to re-connect monetary policy to the real economy.**

President Trump believes in real productive economic growth. Not just giving cheap money to already rich investors who proceed to bid up financial markets. He has always said that as a developer he loves zero cost money, but at the same time he has acknowledged that it has been extremely unfair to working people who just have normal bank accounts or who rely on normal pensions. He said, "they are getting creamed". It's been unfair to normal people and it has worsened the income inequality. **We have not seen productive growth or increases in wages or rising standards of living as a result of the zero cost money.** I think that Trump wants to make things real. He favors people who produce real goods and services. He appreciates manufacturing and skilled labor. Those workers matter greatly to him, and their output makes sense to him. The economy needs to work for them.

I was recently at a conference in Washington and I presented a proposal for a gold-linked Treasury bond. That is strictly my own opinion, but I think a gold-linked bond would be a good thing to think about both domestically and internationally. There was recently a conference in Washington that included video appearances by Paul Volcker, James Baker and Robert Mundell¹⁰⁴ and somebody asked if we need a new Plaza Accord if the dollar continues to strengthen. A strengthening dollar poses a problem for US exporters and the question is if the government would intervene to try to affect the exchange rate. I would rather see an initiative that involves trying to establish a new monetary playing field and I think that would be a longer-term approach, but it could be initiated fairly quickly if they wanted to (not that they actually will, though). I think they could introduce something comparable to TIPS bonds, but you would compensate people over the life of the bond with a stable value in terms of gold. Again, I'm just speaking on my own behalf.

¹⁰³ Vgl. "Trump Vows 'Level Playing Field' for U.S., Japan, China Currency", Bloomberg

¹⁰⁴ Vgl. "A Kemp Forum on Exchange Rates and the Dollar. Should the international monetary system be more stable?", www.jackkempfoundation.org



Ronald Stoeferle:

We did have gold linked bonds in the 1970s and it worked pretty well, especially for the French.

Dr. Judy Shelton:

I think in the US it was proposed by Alan Greenspan in 1981 and I think he still supports it. I've known him for a long time and we have spoken at some length about it. In the US in the 70s we did once issue a Deutsche Mark denominated bond and there was a currency risk with that; there could be a similar risk with a gold linked bond. But there are also important benefits. If you issue a gold linked bond with a convertibility option, you would have an instrument that linked the value of the dollar to gold. That would be a vitally important signal that the US intended to move towards a stable dollar. It would suggest an inclination to establish new currency arrangements – and would represent a first step toward building a new international monetary system. A stable monetary foundation is more consistent with genuine free trade, in my view. **It doesn't have to be linked to gold, but gold has certain advantages. It is a neutral reserve asset held by more than a hundred countries in their central banks. In that sense it's nonpolitical.** I personally think it would be an interesting initiative, but I am not suggesting it is something we should expect.

"Any intelligent fool can make things bigger, more complex, and more violent. It takes a touch of genius – and a lot of courage to move on the opposite direction."

Ernst F. Schumacher

When Vice President Mike Pence spoke at the Detroit Economic Club in 2010, he laid out his own pro-growth economic plan which he called **START**. The S stands for sound money and he even goes so far as to mention an idea floated by Robert Zoellick that we should use gold as a reference point in proposing new international currency arrangements. Unfortunately, that didn't go very far.

Zoellick was criticized for suggesting any role for gold in his Financial Times opinion essay and the idea largely went away. What I brought up at the Washington conference a few days ago was that James Baker as Treasury Secretary in 1987 during the IMF and World Bank meetings also suggested that the US would consider using a commodity basket that included the price of gold as a way to better coordinate international economic policy. The IMF dropped the ball on that; nothing was done. But we have another chance now.

"First, do no harm."

Hippocrates

If the dollar starts to get out of alignment with other currencies (and we know Trump is concerned about that) I think it will be an opening for new initiatives rather than just a bilateral side agreement on currencies and trade negotiations with individual countries. I think we need to develop a prototype for what we would consider as a way to disarm currency manipulation in a trade relationship. And one way might be for both countries to agree to use gold linked sovereign debt securities to track how their own currencies perform relative to a neutral reserve asset.

Mark Valek:

Just out of curiosity, would you accept a position at the Federal Reserve or the FOMC board if you were offered one?

Dr. Judy Shelton:

I would be honored, and I am happy even when my name is mentioned, but I think the next one will be Randal Quarles. I think the priority is on the vice chairman for bank supervision. Quarles is a rules-oriented person; he likes the Taylor rule. For me, the best monetary policy rule would involve some kind of reference to gold.

There is also talk about appointing a community banker to the Fed's governing board. I am hoping it would be John Allison who is a gold standard proponent and headed the Cato Institute. From the administration's point of view, Allison has the great advantage of really understanding the importance of giving small business more access to capital through community bank loans. We need to reduce the regulatory burden on community banks so that they can help support entrepreneurial aspirations. If we could get Allison, I think you would have a chance to make a real difference in the Fed's outlook. So, I'm hoping for that.

Ronald Stoeferle:

Dr. Shelton, thank you so much for your time!

Dr. Judy Shelton:

Thank you very much, it was my pleasure.



f. Addendum: Shadow Gold Price

"Jede Nation, ob reich oder arm, mächtig oder schwach, kann jederzeit wieder zum Goldstandard zurückkehren."
Ludwig von Mises

Der Schattenpreis für Gold liegt momentan bei 14.000 US-Dollar

Trotz der offiziellen Demonetisierung vor Jahrzehnten bleibt Gold weiterhin die Hauptwährungsreserve aller großen Zentralbanken. Den so genannten "Shadow Gold Price"¹⁰⁵ (dt. Schattenpreis für Gold) haben wir erstmals im "In Gold we Trust"-Report 2011 vorgestellt. Eine derartige Betrachtung ist keineswegs bloß eine intellektuelle Spielerei. Vielmehr entsprechen diese Berechnungen dem währungspolitischen Aufbau der BrettonWoods-Epoche (1944-1971). Wie Paul Brodsky und Lee Quaintance erklären:

"The Shadow Gold Price extrapolates forward the Bretton Woods model for valuing US dollars (USD base money/US official gold holdings), used from 1945 to 1973. Rather than fixing the gold/USD exchange rate (at 1/35 of an ounce, which assumed a static quantity of base money), it uses the actual quantity of base money vs. actual gold holdings.

A rising SGP implies USD purchasing power dilution in gold terms experienced under the post-Bretton Woods flexible exchange rate system. The widening gap between the SGP and the spot price from 1980 to 2008 reflects the steady creation of USD base money as US and global output expanded. The sudden exponential rise beginning in 2009 reflects extraordinary base money creation through Fed QE."¹⁰⁶

Um diesen Ansatz noch einen Schritt weiter zu denken, werden wir im Folgenden einen **internationalen Schattenpreis für Gold** berechnen. Dazu analysieren wir zunächst die implizite Goldhinterlegung der sechs bedeutendsten Währungen. Diese sind:

- US-Dollar
- Euro
- Britisches Pfund Sterling
- Schweizer Franken
- Japanischer Yen
- Chinesischer Yuan

Zunächst werden wir verschiedene Schatten-Goldpreise in jeder dieser sechs Währungen berechnen. Wir ziehen dafür die Geldmengenaggregate Mo (Geldbasis), M1, M2 und M3 heran und vergleichen diese mit deren jeweiliger Golddeckung auf Grundlage der Goldbestände der jeweiligen Zentralbank. Anschließend werden wir einen internationalen Schatten-Goldpreis errechnen, der auf den relativen Anteilen der einzelnen BIP dieser Länder im Verhältnis zum globalen BIP basiert.

¹⁰⁵ Vgl. "In Gold we Trust"-Report 2011

¹⁰⁶ Vgl. "Apropos of Everything (2&3)", QB Asset Management, April 2011



Globaler Goldbestand und Zentralbankgoldbestände

Die offiziellen Goldbestände der Notenbanken belaufen sich aktuell auf 33.259 Tonnen. Die Zentralbanken der sechs Länder, die wir als Grundlage unserer Analyse heranziehen, halten dabei mit knapp 70% den Löwenanteil der Notenbankbestände. Interessantes Detail am Rande: Der Löwenanteil der weltweiten Goldreserven (57% der weltweiten Goldreserven bzw. 80% der 6 untersuchten Länder) lagert in den Kellern der US-Notenbank und der EZB.

	Goldbestände (in metrischen Tonnen)	% der globalen Goldbestände
Dollar	8.133	24,45%
Euro	10.786	32,43%
Britisches Pfund Sterling	310	0,93%
Schweizer Franken	1.040	3,13%
Yen	765	2,30%
Yuan	1.842	5,54%
Welt	33.259	100,00%

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Golddeckung und Geldmengenaggregate

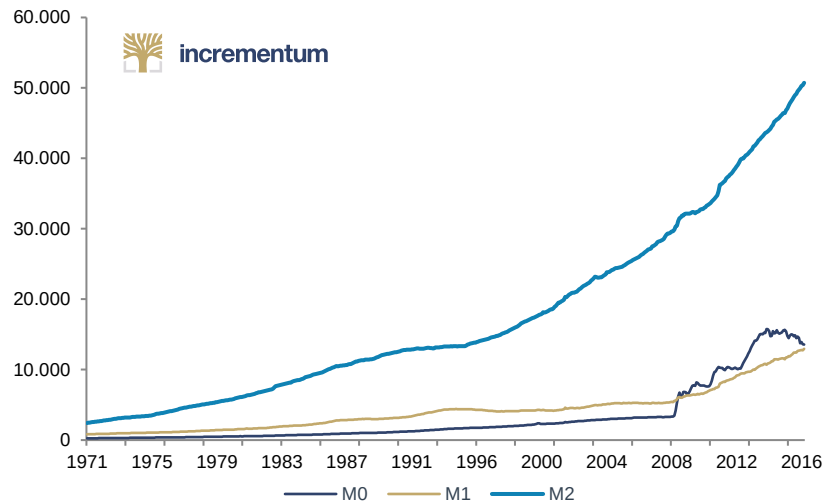
Im Folgenden haben wir eine Reihe von Schatten-Goldpreise in den sechs Währungen berechnet. Dadurch lässt sich ein Verständnis für die Golddeckung der einzelnen Währungen gewinnen.

Internationaler Schatten-Goldpreis (Landeswährung)	Schatten-Goldpreis M0	Schatten-Goldpreis M1	Schatten-Goldpreis M2	Schatten-Goldpreis M3
Dollar	13.749	12.987	50.746	58.677
Euro	10.923	20.731	30.817	32.792
Britisches Pfund Sterling	8.148	162.969	163.466	264.299
Schweizer Franken	16.208	17.745	28.217	29.762
Yen	3.861.364	28.158.519	39.085.684	52.155.305
Yuan	146.182	797.591	2.660.156	3.915.206

Quelle: OECD, Trading Economics, Incrementum AG

Die folgende Grafik zeigt die historische Entwicklung der unterschiedlichen Dollar-Schattenpreise. **Auf jede Unze Zentralbank-Gold kommt ein mindestens 5-stelliger Betrag an US-Dollar.**

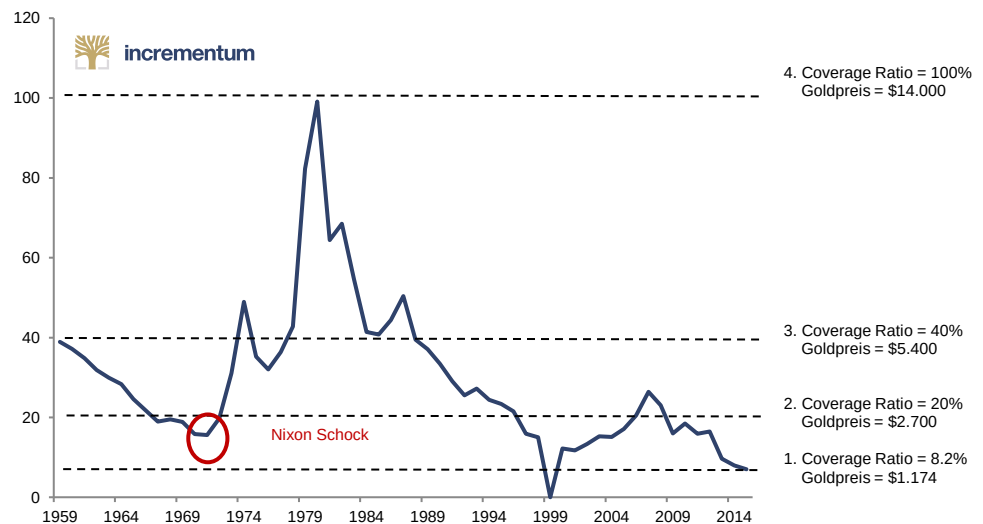
US-Geldmengenaggregate pro Feinunze Zentralbankgold (1971-2017):



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

Das Auftürmen von teilgedecktem Papiergeld auf den tatsächlichen Goldreserven in Form einer Pyramide verdeutlicht, inwieweit Gold in seiner Kaufkraft gegenüber dem US-Dollar und allen anderen Fiatwährungen unterbewertet ist. **Anders gesagt haben alle Geldmengenaggregate in den vergangenen Jahrzehnten einen deutlichen Rückgang ihrer Golddeckung verzeichnet.**

Deckungsgrad der US-Basisgeldmenge



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

Folgt man diesem Gedankengang, so lässt sich auch berechnen, zu welchem Marktpreis eine Feinunze Gold gehandelt werden müsste, um jedes dieser US-Geldmengenaggregate zu 20%, 40% oder zu 100% zu decken.

Golddeckung der US-Geldmenge	M0	M1	M2	M3
20%	2.712	2.590	10.144	14.089
40%	5.425	5.180	20.288	28.178
100%	13.563	12.951	50.720	70.447

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

Der internationale Schattenpreis für Gold

"As the bond market crashes, central bank balance sheets become insolvent on a mark-to-market basis. To the extent that the only meaningful asset on their balance sheets other than bonds is gold, central banks actually REQUIRE a substantially higher gold price to restore nominal solvency."

Lee Quaintance

Als nächsten Schritt berechnen wir nun den internationalen Schattenpreis für Gold. Dabei wird die Größe jeder dieser sechs Volkswirtschaften ins Verhältnis zum globalen BIP gesetzt. Mit dem sich daraus ergebenden Anteil am Welt-BIP wird der Schatten-Goldpreis jedes Geldmengenaggregats aller 6 Währungen homogenisiert und danach die 6 Schatten-Goldpreise zum internationalen Schatten-Goldpreis addiert.

Internationaler Schatten-Goldpreis in US-Dollar, basierend auf % des Welt-BIP	% des Welt-BIP	M0	M1	M2	M3
Dollar	24,70%	3.396	3.207	12.534	14.493
Euro	15,93%	1.841	3.494	5.194	5.527
Britisches Pfund Sterling	3,52%	360	7.199	7.221	11.676
Schweizer Franken	0,88%	141	154	245	259
Yen	6,29%	2.137	15.586	21.634	28.869
Yuan	15,10%	3.311	18.065	60.252	88.679
		11.186	47.708	107.084	149.505

Quelle: Statistics Times, OECD, Trading Economics

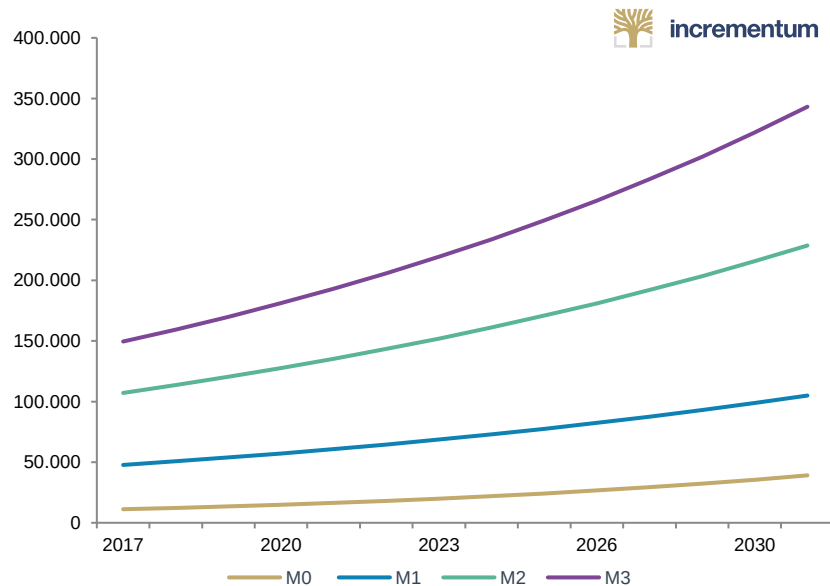
Je nachdem welches Geldmengenaggregat man also heranzieht und welchen Golddeckungsgrad man anstrebt, könnte der Goldpreis mindestens um 72% (M0, 20%), maximal um 4.500% (M3, 100%) ansteigen.

"Die Rückkehr zum Gold hängt nicht von der Erfüllung einer materiellen Voraussetzung ab. Es handelt sich um ein ideologisches Problem. Es setzt nur eine Sache voraus: die Abkehr von der Illusion, dass die Ausweitung der Geldmenge Wohlstand schafft."
Ludwig von Mises

Der voraussichtliche Schattenpreis für Gold bis zum Jahr 2030

Unter Berücksichtigung der durchschnittlichen Wachstumsraten der verschiedenen Geldmengenaggregate in den vergangenen drei Jahrzehnten können wir die Entwicklung des internationalen Schatten-Goldpreises projizieren.

Internationaler Schattengoldpreis 2017-2030



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Fazit

Wir wollen dieses Kapitel mit einem brillanten Kommentar unseres lieben Freundes John Butler aus seinem sehr empfehlenswerten Werk *The Golden Revolution – Revisited* beschließen:

"Some readers might express disbelief at the prospect of a gold price of \$20,000 on any relevant time-frame. I would advise these readers rather to express their disbelief at how the Federal Reserve has grown the money supply by such a colossal amount since president Nixon closed the gold window in 1971. All that we have done here is to run the numbers as they are."

The alternative to revaluing gold to the levels discussed here is to force an outright contraction of the US broad or possibly even narrow money supply, which would wreak havoc with the banking system and economy, exactly the opposite of what is needed to restore a degree of monetary stability not only to the US but also to the global economy.¹⁰⁷

¹⁰⁷ <https://wealth.goldmoney.com/research/goldmoney-insights/john-butler/popular/2017-the-golden-revolution-revisited>

Vorteile von MetalDesk



Echtzeit-Preise und Markttiefe für über 200 Verträge in 7 Ländern weltweit

Unterstützung in mehreren Sprachen



Auftragsbuch mit zentraler Begrenzung

Verwaltung von Tresorinhalten



Geringe Wartezeit bei der Ausführung von Bestellungen

Volle Markenbildung von Handelsformen, Marketingdokumenten und Leitfäden



Zugang zu einem globalen Netz von 7 Handelszentren und Zustellungsorten

Kontenverwaltung von Privatkunden für Mitglieder innerhalb MetalDesk



Handel 23 Stunden täglich, an 5 Tagen pro Woche

Finanzverwaltung beim Handeln mit Kredit oder Bareinlagen



Im Zeitalter des Kapitalkonsums

Key Takeaways

- Landläufig wird Kapital mit "Geld" gleichgesetzt. Doch Kapital ist etwas Anderes als Geld. Es ist eine größtenteils irreversible Struktur aus Gütern, Wissen, Kontext, Menschen, Talenten und Erfahrungen.
- Die Last der unproduktiven und kontraproduktiven Schulden auf den produktiven Teil der Wirtschaft ist so schwer geworden, dass ein Wirtschaftswachstum fast unmöglich geworden ist.
- Das Verhältnis von Geldmenge zu Ersparnissen steht aktuell auf einem Allzeithoch. Eine Trendumkehr könnte eine neue Aufschwungsphase des Goldpreises ankündigen.

"Kapitalkonsum äußert sich in mangelnden Rücklagen, zu hohen Gewinnausschüttungen, Boni und Leistungssteigerungen, übertriebenem Risiko bei sinkender Liquidität, geringere Sparneigung, Verschwendung, Wegwerf- und Anspruchsmentalität..."

Rahim Taghizadegan

a. Eine kleine Einführung in die österreichische Kapitaltheorie

"Thus, it is the aim of good government to stimulate production, of bad government to encourage consumption."

Jean-Baptiste Say

"Keine Volkswirtschaft kann sich reichkonsumieren, sowenig wie sich Münchhausen am eigenen Schopf aus dem Sumpf ziehen kann."

Rahim Taghizadegan

Jede Vertiefung der Produktionsstruktur entspricht dem Einschlagen von Umwegen. Man spricht von der Mehrenergiebigkeit der Produktionsumwege.

In der aktuellen politischen Debatte wird der Begriff Kapital meist eindimensional verstanden. Egal ob es sich um die Kapitalanlage eines sparenden Bürgers, die Frage der Kapitalreserven von Vorsorgekassen, das Startkapital eines Jungunternehmers oder die Kapitalgewinnsteuer auf Anlagen handelt: In all diesen Fällen wird Kapital mit *"Geld"* gleichgesetzt. Doch Kapital ist etwas Anderes als Geld. Es ist eine größtenteils irreversible Struktur aus Gütern, Wissen, Kontext, Menschen, Talenten und Erfahrungen.¹⁰⁸ Geld ist *"bloss"* dasjenige vereinfachende Hilfsmittel, welches es uns ermöglicht, die komplexe Heterogenität von Kapital einheitlich fassen zu können. Es dient uns als Bemessungsgrundlage für den Wert dieser unterschiedlichsten *"Kapitalien"*.

Die in den Wirtschaftslehrbüchern übliche Zusammenfassung dieser Kapitalien unter dem Kürzel *"K"* verhüllt somit den wichtigen Umstand, dass Kapital nicht eine homogene Masse ist, sondern aus vielen unterschiedlichen Kapitalien besteht. **Diese Sichtweise vertritt die Österreichischen Schule.** Die Austrians heben stets hervor, dass Kapital unter natürlichen Umständen nicht einfach so vorhanden ist, sondern aufgebaut und erhalten werden muss.

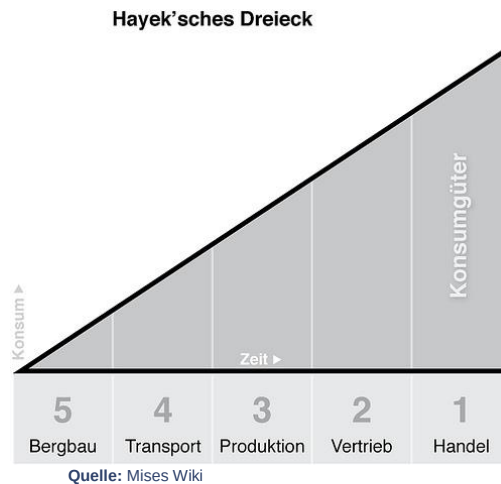
Zudem betonen die Austrians, dass es zwei Arten von Wirtschaftsgütern streng auseinanderzuhalten gilt: Konsum- und Kapitalgüter. *Konsumgüter* dienen dem unmittelbaren Konsum. Das Konsumgut ist jenes Mittel, mit dem ein Ziel *unmittelbar* erreicht wird, wie beispielsweise Nahrungsmittel, die das menschliche Grundbedürfnis nach Nahrung befriedigen. *Kapitalgüter* unterscheiden sich von Konsumgütern dahingehend, dass Kapitalgüter Konsumgüter hervorbringen. Kapitalgüter dienen also der *mittelbaren* Verwirklichung von Zielen. Sehen wir ein konkretes Beispiel an: Ein Backofen ist jenes Kapitalgut, das das Konsumgut Brot hervorbringt. Dank des Backofens geht die Herstellung von Brot wesentlich schneller und besser als ohne Nutzung desselben.

Die Einteilung dieser unterschiedlichen Güterklassen geht auf Carl Menger, den Begründer der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, zurück.¹⁰⁹ Die Konsumgüter bezeichnete er als Güter erster Ordnung, während Kapitalgüter Güter höherer Ordnung sind. Je kapitalintensiver eine Wirtschaft ist, desto mehr Stufen an Kapitalgütern gibt es; aus Eisen (Gut 5. Ordnung) wird Stahl (Gut 4. O.) gemacht, aus Stahl Blech (Gut 3. O.), aus Blech der Backofen (Gut 2. O.) und mittels des Backofens das Brot (Gut 1. O. - Konsumgut).

Die Stufenordnung des Produktionsprozesses hat Friedrich August von Hayek schematisch mit Hilfe des *"Hayek'sche Dreieck"* abzubilden versucht.

¹⁰⁸ Vgl. „Alles, was Sie über die Österreichische Schule der Nationalökonomie wissen müssen: Einführung in die Austrian Economics“, Rahim Taghizadegan, Finanzbuch-Verlag, Seite 77

¹⁰⁹ Vgl. „Alles, was Sie über die Österreichische Schule der Nationalökonomie wissen müssen: Einführung in die Austrian Economics“, Rahim Taghizadegan, Finanzbuch-Verlag, Seite 62



Eine Vertiefung der Produktionsstruktur erfolgt mit dem Ziel, die Qualität oder auch die Quantität der Konsumgüter zu erhöhen.

"If you want a guarantee, buy a toaster."

Clint Eastwood

Ein immenser Kapitalstock liegt unserer heutigen westlichen Gesellschaft zugrunde – ökonomischer sowie kultureller Art.

Durch den Aufbau von Kapitalgütern – kurz: Kapitalaufbau – schaffen wir uns also Mittel, welche unsere Produktivität erhöhen. Um einen derartigen Umbau der Produktionsstruktur zu verwirklichen, muss allerdings vorübergehend auf die Produktion von Konsumgütern verzichtet werden, da es die begrenzt vorhandenen Ressourcen für die Produktion von Kapitalgütern aufzuwenden gilt. Eugen von Böhm-Bawerk, ein Schüler Carl Mengers und ebenfalls Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie, prägte hierfür den Begriff der *Mehrertragsigkeit der Produktionsumwege*.

Kapitalaufbau ist also stets der Versuch, über Produktionsumwege längerfristig Mehrerträge zu generieren. Solche höheren Erträge sind jedoch keinesfalls garantiert, da sich die Umwege auch als Irrwege herausstellen können. Im besten Fall werden letztendlich nur solche Umwege beibehalten, welche die gewünschte Mehrertragsigkeit mit sich bringen. Deshalb darf davon ausgegangen werden, dass kapitalintensivere Produktionsstrukturen eine höhere Ertragsigkeit aufweisen als weniger kapitalintensive.¹¹⁰ **Je wohlhabender der Wirtschaftsstandort, desto kapitalintensiver ist auch dessen Wirtschaftsstruktur. Dass also gegenwärtige Generationen unserer Gesellschaft einen derart hohen Lebensstandard genießen können, ist auf jahrzehnte- oder gar jahrhundertelangen Kapitalaufbau zurückzuführen.**

Ist der Kapitalstock einmal aufgebaut, so ist dessen Fortbestand allerdings alles andere als sicher. Kapital ist durch und durch vergänglich, nützt sich ab oder wird gänzlich obsolet. Dies beweisen beispielsweise Fabriken zur Produktion von Schreibmaschinen, Faxgeräten oder Kutschen. Vorhandenes Kapital erfordert laufende Reinvestitionen, die oft direkt aus dem Kapitalertrag getätigt werden können. Werden solche Reinvestitionen vernachlässigt, weil beispielsweise der gesamte Ertrag oder mehr konsumiert wird oder das Unternehmen einen Verlust verbucht, kommt es zu einer Aufzehrung von Kapital.¹¹¹

¹¹⁰ Vgl. Österreichische Schule für Anleger: *Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, 2014, S. 117

¹¹¹ Vgl. „Alles, was Sie über die Österreichische Schule der Nationalökonomie wissen müssen: Einführung in die Austrian Economics“, Rahim Taghizadegan, Finanzbuch-Verlag, Seite 98

b. Im Zeitalter des Kapitalverzehr

"Early in a credit expansion income earners consume more than they otherwise would have, while later, they are forced to consume less than they could have."

Roger Garrison

Die "Yield Purchasing Power" hat aufgrund des Zinsverfalls massiv abgenommen.

Nicht nur das Schwinden des Verständnisses von Kapital, sondern auch die real-ökonomischen Bedingungen lassen uns heute Kapital verzehren, ohne dass uns dessen bewußt sind. Auch die real-ökonomischen Rahmenbedingungen sind es, die uns dazu treiben. Mit dem Jahr 1971 haben wir unser Geld endgültig vom Goldanker getrennt und sind in ein reines Papiergeldzeitalter übergegangen. Wie aus heutiger Sicht resümiert werden muss, war diese Loslösung vom Gold ein fataler Schritt. So hat die Abkoppelung eine noch nie da gewesene Instabilität bei den Zinsen verursacht. Als das Geld noch an das Gold gebunden war, wiesen die Zinsen eine verhältnismäßig geringe Volatilität auf. Damit war es nach 1971 vorbei. 1981 erreichten die Zinsen ihren bisherigen Höhepunkt von ungefähr 16 Prozent, ehe sie zu sinken begannen; ein Trend, der bis zum heutigen Zeitpunkt andauert. Es sind diese fallenden Zinsen, welche über die letzten 35 Jahre das Kapital erodiert haben.

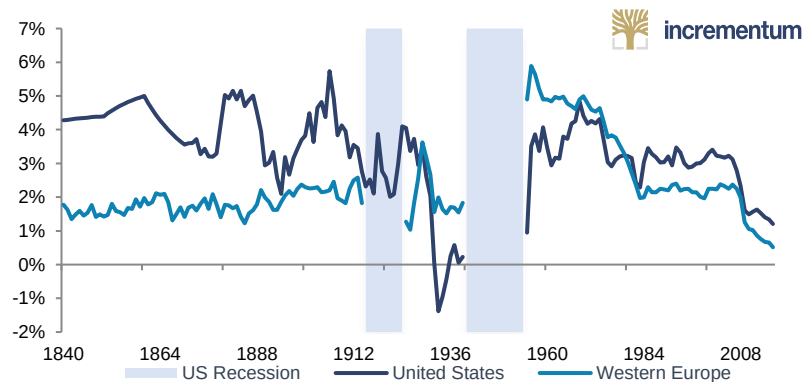
Unmittelbar offensichtlich ist der Verfall in der sogenannten "Yield Purchasing Power". Dieses Konzept beschreibt, wie viel das Einkommen – oder genauer: der Zinsertrag der Ersparnisse – an Gütern kauft. Ein Beispiel: Nehmen wir an, ein Rentner benötigt 10.000 Euro pro Jahr, um mit dem Nötigsten über die Runden zu kommen, und der Zins seiner Anlage wirft 5 Prozent ab. Um seine Ausgaben allein durch Zinserträge decken zu können, müsste er also 200.000 Euro veranlagt haben. Fallen die Zinsen hingegen auf 0,5 Prozent, das allgemeine Preisniveau bleibt aber gleich, so müsste die Anlagesumme 2 Millionen Euro betragen, damit die benötigten 10.000 Euro pro Jahr abfallen. Bei einem Zinsniveau von 0,1 Prozent wäre sogar eine Veranlagung von 10 Millionen Euro vonnöten.

Doch nicht nur den einzelnen Kleinsparer macht die anhaltende Zinsmisere zu schaffen. Auch die großen institutionellen Investoren geraten in die Bredouille. Nie und nimmer ging man davon aus, dass das Zinsniveau irgendwann einmal bei null liegen würde.¹¹² Um Pensionsversprechungen und sonstige versprochene Leistungen erfüllen zu können, sind viele Marktteilnehmer auf Zinseinkünfte angewiesen. **Die Folge ist, dass Anlagen liquidiert werden müssen und somit immer weniger Kapital produktiven Zwecken zur Verfügung steht.** Ein solcher Kapitalkonsum macht sich über kurz oder lang in einem wirtschaftlichen Abschwung und sinkenden Reallöhnen bemerkbar.

Betrachten wir zunächst das Wirtschaftswachstum anhand einer gleitenden 10-Jahre-Durchschnittswachstumsrate des realen BIP (CAGR; Compound Annual Growth Rate), so erkennen wir anhand nachfolgender Grafik, dass das Wirtschaftswachstum in der westlichen Welt niemals schwächer war als heute. Einzige Ausnahme ist das Wachstum in den USA während der Großen Depression.

¹¹² Weiner, Keith: Yield Purchasing Power

10-Jahres CAGR – Reales BIP-Wachstum¹¹³



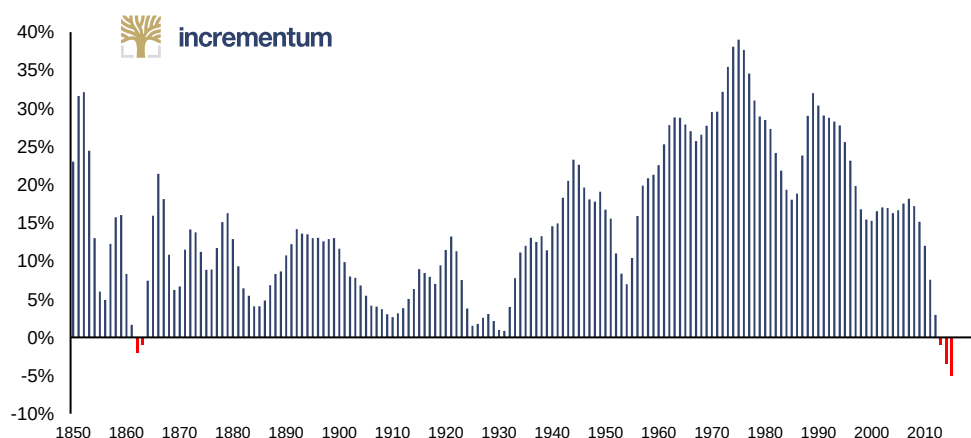
Quelle: Maddison Project, IMF, HFH

Man könnte nun einwenden, dass der Rückgang des realen Wirtschaftswachstums um einen Prozentpunkt kein Grund zur Besorgnis sei. Im Laufe der Zeit führt der Zinseszinsseffekt (compounding) bei dauerhaft niedrigen Wachstumsraten allerdings zu drastischen Ergebnissen. Wenn wir annehmen, dass das US-Wachstum seit 2008 auf seinem Vor-Krisen-Niveau geblieben wäre, wäre die US-Wirtschaftsleistung um 11% höher als heute. Das entspricht fast 16.000 USD an zusätzlichem Einkommen pro Haushalt.

Technologischer Fortschritt sowie die Erschließung neuer Märkte kaschiert den Kapitalkonsum im Westen.

Ein ähnliches Bild lässt sich in Großbritannien beobachten. Die nachfolgende Grafik zeigt, dass niemals in der Geschichte die Entwicklung des realen Wochenverdienstes so trist war wie in den vergangenen Jahren. Der langfristige Trend seit Mitte der 1970er-Jahre zeigt ebenfalls scharf nach unten.

Durchschnittliche Veränderungsrate des 10jährigen wöchentlichen Realeinkommens in UK



Quelle: Bank of England, IMF, HFH

Unserer Ansicht nach sind dies alles Zeichen eines massiven Kapitalverzehr. Nur sind nicht alle Menschen im gleichen Maß davon betroffen. Auf der einen Seite beeinflusst die von den Zentralbanken ausgelöste künstliche Herabsenkung des

¹¹³ Anmerkungen: Zeitreihe in WWI sowie WWII unterbrochen

Zinsniveaus den unternehmerischen Alltag auf vielfältige Weise negativ. So scheinen kapitalintensive Investitionen günstiger als sie bei einem realistischen Zinsniveau wären, die Gewinne erscheinen höher und die Rücklagen geringer. Dies sind alles Trugbilder, die zu einem Konsum des realen Kapitalstocks führen. Auf der anderen Seite wirkt insbesondere der technologische Fortschritt und die rapide Ausweitung unserer Wirtschaftsbeziehungen nach Osteuropa und Asien dem Kapitalkonsum entgegen. Ohne deren Nachholprozess der monetären und industriellen Revolution hätte der Konsum in den westlichen Ländern schon längst deutlich eingeschränkt werden müssen.¹¹⁴

c. Produktive, unproduktive und kontraproduktive Schulden

"You cannot escape the responsibility of tomorrow by evading it today."
Abraham Lincoln

Ein weiterer empirischer Beleg für unsere These, wonach sich die westliche Welt bereits seit längerem in einer Phase des Kapitalkonsums befindet, liefert eine differenzierende Betrachtung jener Schulden, die in den vergangenen 30 Jahren aufgenommen wurden. Hierzu unterteilen wir das Aggregat Verschuldung in drei Kategorien: a) produktive Schulden, b) unproduktive Schulden und c) kontraproduktive Schulden.¹¹⁵

- **Produktive Schulden** sind Schulden, die dazu verwendet werden, die Ausweitung der Produktion von Gütern und Dienstleistungen zu finanzieren, oder direkt Verkäufe vorzufinanzieren. Erwiesenermaßen sind nicht alle Unternehmenskredite profitabel, aber die *Intention* des Schuldners ist es, das produktive Leistungsvermögen der Gesellschaft zu steigern. Diese Form der Schulden ist gleichsam selbst-liquidierend in dem Sinne, dass genügend Einkommen generiert wird, um aus eigener Kraft sowohl die geschuldete Kreditsumme als auch die angefallenen Zinsen zurückzuzahlen. Produktive Schulden unterteilen sich wiederum in direkte produktive Schulden, die für den Ankauf von Warenvorräten, neuen Maschinen, usw. verwendet werden, und in indirekte produktive Schulden, die für Forschung&Entwicklung oder Studentendarlehen eingesetzt werden.
- **Unproduktive Schulden** sind Schulden, die dazu verwendet werden, dauerhafte Konsumgüter wie zB. Häuser und Autos zu kaufen. Diese langlebigen Anschaffungsgüter sind dem Schuldner von Nutzen, sie generieren jedoch keinerlei Einkommen. Der Hypothekarkredit muss vom Schuldner zurückgezahlt werden, ohne dass er laufende Einnahmen verbuchen kann.
- **Kontraproduktive Schulden** sind Schulden, die dazu verwendet werden, den laufenden Konsum zu finanzieren, ohne die zukünftige Produktion steigern zu wollen. Diese Schulden sind kontraproduktiv, weil sie die produktiven Teile der Gesellschaft daran hindern, Zugang zu der wertvollen Ressource Ersparnis zu erhalten, die andernfalls dazu verwendet werden könnte, in Zukunft ein höheres Produktionsniveau zu erreichen.

¹¹⁴ Vgl. Österreichische Schule für Anleger: *Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, 2014, S. 42

¹¹⁵ Diese Dreiteilung erinnert an Hyman P. Minsky's Einteilung der Schuldner, die wir im Kapitel „Die Grenzen der Aufschuldung“ vorstellen.

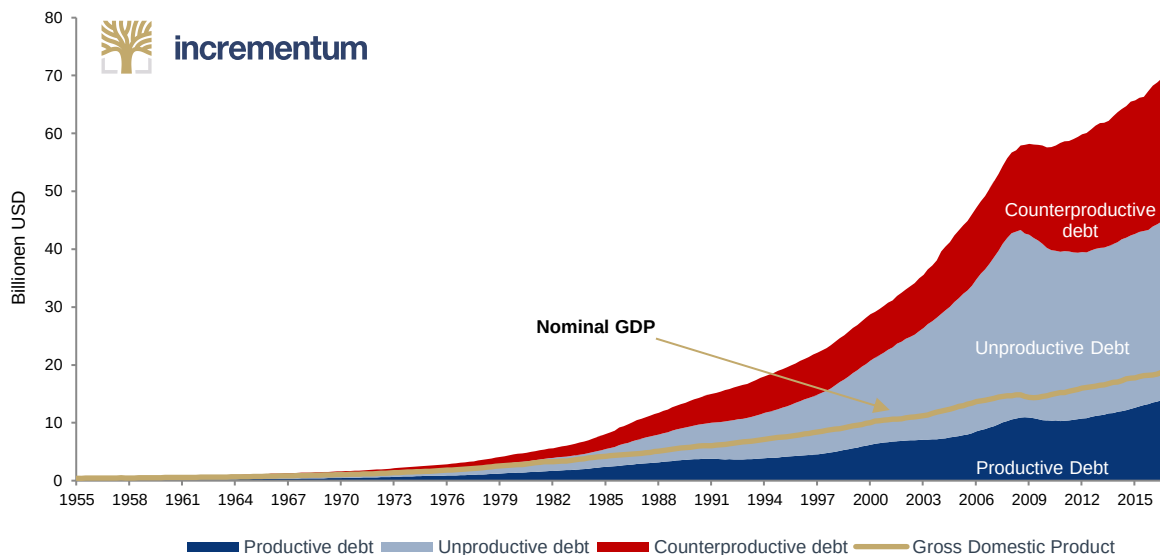
"Either the State ends public debt, or public debt will end the State."

David Hume

Es ist nicht notwendig extra zu betonen, dass sich kontraproduktive Schulden nicht selbst zurückzahlen. Die Rückzahlung ist vollständig von der Fähigkeit des Schuldners abhängig, ein Einkommen aus anderen Quellen zu lukrieren. Wenn zu viele kontraproduktive Schulden aufgenommen werden, führt dies dazu, dass die Produktivität und die Reallöhne in der Zukunft langsamer wachsen oder sogar zurückgehen. **In diese Kategorie fallen in erster Linie die Staatsverschuldung, die zum Großteil für Umverteilung und Konsum verwendet wird, sowie Konsumentenkredite.**

Die Financial Accounts of the United States enthalten die nötigen Daten, um annäherungsweise die obigen Verschuldungskategorien zu bestimmen. Die folgende Grafik bildet die Verschuldungsentwicklung seit 1955 ab. Bis in die 1970er Jahre bewegte sich der Anteil der produktiven Schulden am BIP um die 40%. Gegenwärtig beträgt er fast 75%.

Grafik: US-Schulden (nach Kategorien) vs. US-BIP (Billionen US-Dollar)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Bureau of Economic Analysis, HFH

*"Gold is the money of kings,
 silver is the money of gentlemen,
 barter is the money of peasant –
 but debt is the money of slaves."*

Franz Norm

Das ist grundsätzlich kein Problem. Wie weiter oben ausgeführt, tendieren produktive Schulden dazu, sich gleichsam selbst zurückzuzahlen. Des Weiteren belasten sie die anderen Wirtschaftsaktivitäten nicht. Der Anteil der unproduktiven Schulden am BIP lag im Schnitt mit 49% zwischen 1950 und 1980 ein wenig höher. Danach schoss der Anteil in die Höhe und erreichte mit 220% des BIP 2009 den bisherigen Höchststand. Seither verzeichneten die unproduktiven Schulden einen Rückgang auf weiterhin überdurchschnittliche 165% des BIP.

Allerdings wurde die Liquidierung der unproduktiven Schulden nach der Finanzkrise vom Anstieg der kontraproduktiven Schulden mehr als ausgeglichen. Die kontraproduktive Verschuldung, die nichts Anderes als unmittelbarer Kapitalkonsum ist, lag in diesen Jahren – aufgrund der Rückzahlung der Kriegsschulden – um die 60% des BIP. Seit der Präsidentschaft von Ronald Reagan legen die kontraproduktiven Schulden wieder zu – und zwar mit

exponentiellem Verlauf: Mittlerweile haben sie den Rekordstand von 130% des BIP erreicht.

Lange Rede, kurzer Sinn: Die explodierenden Schuldenstände seit dem Ende von Bretton Woods führten nicht nur zu höheren Verschuldungsraten. Sie führten – was viel schlimmer ist – zu einer starken Zunahme der falschen Form der Verschuldung. Vorräte, die zur Aussaat vorgesehen waren, wurden zusehends verspeist, um das gegenwärtige Konsumniveau aufrechtzuerhalten. Das Resultat ist eine nicht nachhaltige Ressourcenallokation in der westlichen Welt. Doch nicht nur Vermögenswerte wurden für den Konsum verpfändet, sondern auch das Leben: **Das Ergebnis sind Massen von Schuldklaven, die keine plausible Aussicht haben, jemals ihre Schulden zurückzahlen zu können.**

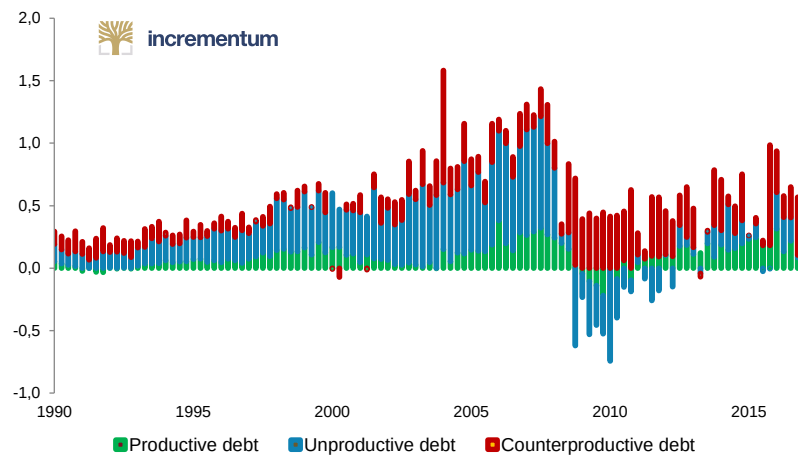
"As we look back throughout history, it quickly becomes obvious that Christopher Columbus was the world's first modern central banker. He left without knowing where he was going, when he arrived he did not know where he was, and he did it all with other people's money."

Charles Gave

Der Hauptgrund für diese Entwicklung ist, dass die Zentralbanken die direkte und indirekte Bindung des Geldes an Gold lösten. Dadurch konnten die Zentralbanken flexibler agieren, wann immer Rezessionen, d.h. Reallokationen von Ressourcen, auftraten. Anders gesagt, sobald die unproduktive Verschuldung ein Niveau erreichte, auf dem zu viele Ressourcen vom produktiven Teil der Gesellschaft weggeleitet wurden, war eine Marktanpassung unausweichlich – einfach und allein deswegen, weil eine unproduktive wirtschaftliche Aktivität definitionsgemäß nicht vom real existierenden Pool an Ressourcen finanziert werden kann. Der einzige Weg die Neuordnung von Ressourcen in einer Rezession konsequent zu stoppen, ist durch die sehr sichtbare Hand des Staates. Dies geschieht entweder indirekt durch das Anwerfen der Notenpresse oder direkt durch eine expansive Fiskalpolitik.

Die Entwicklungen im Anschluss an die Banken- und Finanzkrise 2008 sind ein ausgezeichnetes Beispiel dafür. Im Vorfeld nahmen die unproduktiven Schulden zu, als die Konsumenten sich darum mühten mit Hilfe von Konsumentenkrediten und Hypotheken, die das fehlende Einkommenswachstum kompensieren sollten, das Wohlstandswachstum aufrechtzuerhalten. Als der Crash kam, kaufte der Staat in einer großen Rettungsaktion die unproduktiven Schulden auf und verfrachtete sie in die Bilanz öffentlicher Institutionen. Dies führte folgerichtig zur wirtschaftlichen Stagnation. Die Negativzinspolitik und die Quantitative Lockerung der Federal Reserve verschlimmerte eine ohnehin schon schlechte Situation noch weiter.

Grafik US-Schulden, Sequenzielle Änderung (in Billionen US-Dollar)



Quelle: Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, HFH

d. Fazit

*"Es ist mitunter zweckmässig,
mit den Möbeln einzuheizen.
Doch wenn man es tut, dann soll
man es in Erkenntnis aller
Folgen tun."*

Ludwig von Mises

Die Last der unproduktiven und kontraproduktiven Schulden auf den produktiven Teil der Wirtschaft ist so schwer geworden, dass ein Wirtschaftswachstum fast unmöglich geworden ist. Die naheliegende Lösung ist klarerweise die Anhebung der Zinsen, um dadurch den Zufluss weiteren Geldes zu beenden, aber dies würde die Finanzierung der unproduktiven und kontraproduktiven Teile der Wirtschaft trockenlegen und zu einer weiteren großen Rezession führen.

Obwohl eine dringend nötige Rezession die Ressourcen zu produktiveren Projekten umleiten würde, steht die bewusste Hervorbringung einer Rezession im Widerspruch sowohl zum kurzfristigen Handlungshorizont der Politiker als auch zu der Geisteshaltung der Geldpolitiker, die geistig im Netz der keynesianischen Voodoo-Ökonomie verfangen sind.

Daher wird beim geringsten Anzeichen einer heraufziehenden Rezession die Notenpresse angeworfen werden. Nicht nur aufgrund des Unwillens eine kurzfristige Anpassungsrezession durchleiden zu wollen, konsumiert die westliche Gesellschaft massenhaft Kapital und lässt es in unproduktiven Sektoren verharren. Es liegt unserer Meinung nach auch daran, dass wir uns die Verschwendung – noch – "leisten" können, da die Marktwirtschaft unglaublichen Wohlstand und einen enormen Kapitalstock aufgebaut hat.

Dem heute allumfassenden Umverteilungsstaat, der direkt über Steuern oder indirekt über das Geldsystem Kapital en masse umschichtet, gelingt es den Kapitalverzehr zu übertünchen. **Wie lange das noch gut gehen kann, wird sich zeigen. Ist der Kapitalstock erst einmal aufgebraucht, wird das Erwachen allerdings bitter sein.**



e. Addendum: Das Verhältnis von Geldmenge zu Ersparnissen und die Konsequenzen für den Goldpreis¹¹⁶

In den Abschnitten zuvor gingen wir bereits auf die Struktur von Kapital ein. Eine wesentliche Relevanz für die Gesundheit unserer Ökonomie liegt im Sparvolumen. Dieser Tage wird die grundlegende Erkenntnis, dass angemessene Ersparnisse zu gesunder Kapitalakkumulation und wirtschaftlicher Stabilität beitragen, leider komplett ignoriert. Da Geld im derzeitigen Geldsystem aus Schulden geschaffen wird, können Änderungen der Geldmenge im Verhältnis zu den Ersparnissen daher als Indikator für das Maß an wirtschaftlichem Risiko in einer Volkswirtschaft dienen.

"The more successful you are at avoiding creative destruction, the more pent-up destruction you have in store."

Bill Bonner

Im Folgenden betrachten wir das Verhältnis von Geldmenge zu Ersparnissen (MS/S-Ratio), ein Verhältnis, das auf einer Erkenntnis von F.A. Hayek beruht. Wie unter einer Minderheit der Ökonomen wohlbekannt ist, sind die ökonomischen Kosten monetärer Inflation erheblich. Dazu zählen ua. der relative Rückgang der Sparquote, Preisverzerrungen, Überkonsum und Fehlinvestitionen. Es ist äußerst zutreffend, dass Hayek einst schrieb, dass

...Sparen auf einem stetig hohen Niveau [...] ein wichtiger Schutz der Stabilität [ist]

und dass eine hohe Sparquote ebenso dazu

...neigt, Störungen, die die Kreditschwankungen verursachen, abzuschwächen.¹¹⁷

Im Grunde weist Hayek darauf hin, was einst auf dem Gebiet der Ökonomie als gesunder Menschenverstand angesehen wurde; nämlich, dass Sparen etwas Gutes ist (ein "Schutz der Stabilität"), während die Geldinflation das Gegenteil ist (weil sie "Störungen" verursacht). Die Beziehung zwischen den beiden Größen ist daher von größter Wichtigkeit.

Im Allgemeinen gilt: Je höher die MS/S-Quote, desto größer die wirtschaftlichen Verzerrungen und desto höher das Risiko von Boom-Bust-Zyklen. Wenn die kumulierten Ersparnisse in einem inflationären Umfeld unzureichend sind, werden sowohl die Verbraucher als auch die Produzenten früher oder später feststellen, dass sie nicht genug Geld beiseitegelegt haben, um ihre laufenden Ausgaben und notwendigen Investitionen aufrechtzuerhalten. Das wird deutlich, wenn neue Kredite schwer zu erhalten sind oder wann immer die Kosten dieser Kredite steigen. Sowohl Ausgaben als auch Investitionen müssen dann sinken. Der deflationäre Druck und die wirtschaftlichen Verzerrungen zeigen sich in Form einer Rezession.¹¹⁸

¹¹⁶ Wir bedanken uns bei Atle Willems für die Zurverfügungstellung dieses Kapitels. Atle ist unabhängiger Analyst und Autor des höchst lesenswerten Blogs EcPoFi – www.ecpofi.com. Zudem ist er auch Autor des hervorragenden Buches „Money Cycles – The Curse of an Elastic Money Supply“.

¹¹⁷ Vgl. "Profits, Interest, and Investment", F.A. Hayek, S. 168

¹¹⁸ Vgl. "The Austrian Theory of the Business Cycle – A Short Synthesis", Atle Willems, Seeking Alpha.com



"Das Geld ist leider die Sache, für die man im Leben am meisten zahlen muß."

Juliette Gréco

Was den Nenner im Quotienten (Sparen) angeht, so werden Menschen und Unternehmen ihre Sparquote steigern, wenn sich die Unsicherheit erhöht. Dies kann gemeinsam mit oder sogar aufgrund einer sinkenden Geldmengenwachstumsrate erfolgen. Zu beachten ist, dass sich die Präferenzen der Sparer wesentlich schneller ändern als die Geldmenge.

Die Verringerung der Sparquote wird notwendigerweise die wirtschaftlichen Verzerrungen aufzeigen, die durch den vorherigen Anstieg der Geldmenge im Vergleich zu den Ersparnissen verursacht wurden. Zusammen mit der zunehmenden Ungewissheit können diese Reaktionen in der Folge eine Flucht hin zum Bargeld und zu sicheren Vermögensanlagen auslösen, eine Reaktion, die dem Goldpreis zugutekommt. **Dies trifft besonders dann zu, wenn die beiden Faktoren zusammen eine Wirtschaftskrise auslösen.**

Dass die Geldmenge in der Regel wesentlich schneller wächst als die Goldmenge, ist ein Hauptgrund dafür, warum Gold als eine dauerhafte Wertanlage im Laufe der Zeit dem Bargeld oder gewöhnlichen Sparbüchern überlegen ist. Im aktuellen Umfeld niedriger oder negativer Realzinsen trifft das umso mehr zu.

Grundsätzlich profitiert der Goldpreis also von der Geldinflation, wie es viele Finanz- und Immobilienanlagen und Rohstoffe tun, die sich ebenfalls langsamer als die Geldmenge ausdehnen. Die Stärke des Goldes liegt natürlich in seinen unverderblichen Eigenschaften, seiner Knappheit und der Tatsache, dass seine Menge weniger als die der meisten anderen Vermögenswerte und Waren ansteigt. **Zudem ist die hohe Absatzfähigkeit ein wesentliches Merkmal von Gold. Je leichter ein Gut getauscht werden kann, desto ausgeprägter ist seine "moneyness".** Carl Menger hatte die **Theorie der Markt- bzw. Absatzfähigkeit** bereit im 19. Jahrhundert entwickelt. Demnach hat sich Gold in einem langfristigen Evolutionsprozess durchgesetzt, weil seine Marktfähigkeit höher war, als bei jedem anderen Gut. **Gold und Silber erlangten ihren monetären Status nicht aufgrund ihrer angeblichen Knappheit, sondern vielmehr aufgrund ihrer überlegenen Marktfähigkeit.**¹¹⁹

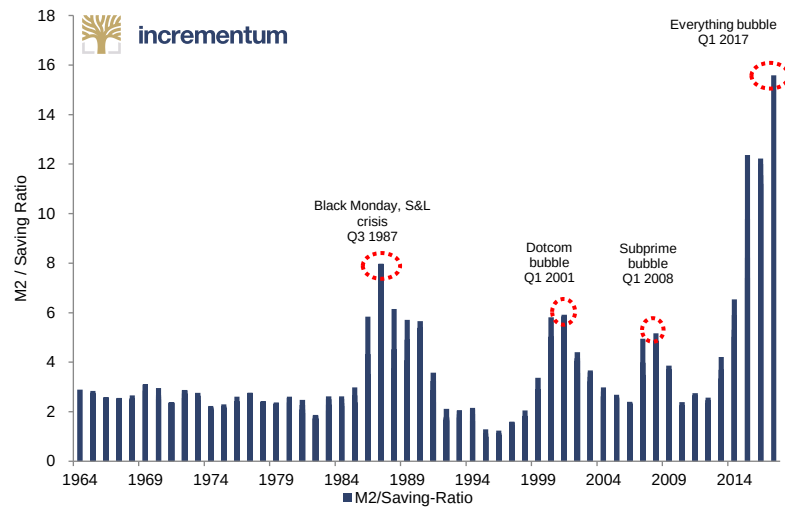
Eine Ausnahme von der oben beschriebenen allgemeinen Regel besteht in Zeiten des Überschwangs, wenn Anleger weniger risikoavers werden und zunehmend auf den schnellen Gewinn schielen. Die 1990er-Jahre sind dafür ein Paradebeispiel: die Geldmenge verdoppelte sich und der S&P 500 haussierte um 310% (15,1% p.a.), während der Goldpreis um 31% fiel.

"The reflation trade may have worked, but the economic reflation, in fundamental terms, has not worked."

Simon Mikhailovich

Wenn das Verhältnis von Geldmenge zu Ersparnissen jedoch einen Höchststand erreicht und die Wahrscheinlichkeit einer Korrektur zunimmt, so schlägt die Stunde des Goldes. Die nachstehende Grafik zeigt, wie die Höchststände der MS/S-Quote in der US-Wirtschaft regelmäßig mit dem Ende von Inflationsbooms und dem Anfang von Finanzkrisen verbunden sind.

¹¹⁹ Vgl. "Critique of Mainstream Austrian Economics", Prof. Antal Fekete

Verhältnis von Geldmenge M2 zu Ersparnissen in den USA¹²⁰


Quelle: US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve St. Louis, Atle Willems, Incrementum AG

Im 1. Quartal 2017 hat das Ratio nun wieder ein neues Allzeithoch gebildet, die Fallhöhe scheint somit höher denn je. Dennoch ist die zeitliche Vorhersage der Höchststände bzw. der darauffolgenden Trendumkehr mehr eine Kunst, denn eine Wissenschaft. **Man erkennt am obigen Chart aber eindrucksvoll, dass der beginnende Rückgang vom Höchststand der MS/S-Quote in den Jahren 1987, 2001 und 2008 jeweils das Ende des Aufschwungs signalisierte.**

In der Tat zeigte Gold im Anschluss an die vorangegangenen Höchststände der MS/S-Quote sein wahres Gesicht, vor allem nach den Spitzenwerten 2000 und 2008. Die nachstehende Tabelle zeigt die jährlichen Preisänderungen von Gold und Aktien (Russell 3000) für sechs verschiedene Zeiträume nach den Höchstständen 2000 und 2008.

Zum Beispiel belegt die Tabelle, dass Gold während des 18-monatigen Zeitraums nach dem Höchststand der MS/S-Quote im Q1 2001 um 13,6% aufwertete, während Aktien im selben Zeitraum um 16,8% fielen. Gold übertraf Aktien damit um 30,4 Prozentpunkte (annualisiert). Insgesamt wertete Gold über 18-Monats-Intervalle nach Höchstwerten der Quote erheblich auf und übertraf Aktien in allen Fällen außer einem, nämlich in der sechsmonatigen Periode nach dem Höchstwert 2008.

¹²⁰ Berechnet als Vier-Quartalsdurchschnitt einer 5-Jahresänderung der Geldmenge M2 geteilt durch die 5-Jahresänderung im Brutto der privaten Ersparnisse.

Jährliche Renditen nach dem Höchststand der MS/S-Quote	Gold	Aktien	%-Punkt-Unterschied
Q1 2001			
6 Monate	15,12%	-19,59%	34,71%
1 Jahre	11,81%	-0,24%	12,05%
18 Monate	13,61%	-16,76%	30,37%
2 Jahre	13,90%	-13,58%	27,48%
3 Jahre	15,53%	1,04%	14,49%
5 Jahre	16,18%	4,73%	11,45%
Durchschnitt	14,36%	-7,40%	21,76%
Q1 2008			
6 Monate	-27,83%	-10,93%	-16,91%
1 Jahr	-4,64%	-41,17%	36,53%
18 Monate	1,74%	-11,44%	13,17%
2 Jahre	7,18%	-3,39%	10,57%
3 Jahre	13,58%	2,92%	10,66%
5 Jahre	10,38%	6,16%	4,22%
Durchschnitt	0,07%	-9,64%	9,71%

Quelle: ICE Benchmark Administration, Federal Reserve St. Louis, Atle Willems, Incrementum AG

Im Allgemeinen gilt: Je höher die MS/S-Quote und je länger sie erhöht bleibt, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit einer wirtschaftlichen Korrektur und damit umso größer die Chance, dass Gold aufwertet. Es könnte sich also als weise herausstellen, die Allokation von Gold proportional zum Anstieg des MS/S-Ratios zu erhöhen, und das aus zwei Hauptgründen:

- Gold profitiert von der Inflation während des gesamten Anstiegs der MS/S-Quote.
- Gold profitiert von der Ungewissheit und sogar Panik, die einsetzt, wenn die Quote schließlich fällt.

Fazit

Ausgehend von den obigen Beobachtungen und der Theorie, die die MS/S-Quote untermauert, wäre es nicht unvernünftig, sich auf Rückgänge in der Quote und folglich auf eine weitere Finanzkrise gefasst zu machen. **Da das Ratio im 1. Quartal 2017 ein neues Allzeithoch markiert hat, scheint die Fallhöhe für die nächste Krise höher denn je.** Wir gehen davon aus, dass Gold im Zuge der zu erwartenden Malversationen wieder sein wahres Gesicht zeigen wird.

Die systemische Überschuldung

Key Takeaways

- Das gegenwärtige Geldsystem ist so ausgestaltet, dass die Gleichung $\text{Geld} = \text{Kredit}$ gilt. Die Geldmenge auszuweiten bedeutet, die nominelle Verschuldung zu erhöhen.
- Hyman Minsky hat drei Klassen von Schuldnern unterschieden, deren wagemutigsten die so genannten "Ponzi-Schuldner" sind. Sobald diese vermehrt auftreten, droht der Zusammenbruch der inflationären Aufschuldungsdynamik.
- Giroguthaben sind lediglich *Forderungen auf Geld* und deshalb einem Ausfallsrisiko ausgesetzt. Die neuen Regelungen zum "Bail-In" bekräftigen dies.

"Stability leads to instability. The more stable things become and the longer things are stable, the more unstable they will be when the crisis hits."

Hyman P. Minsky

a. Die Schuldendynamik des gegenwärtigen Geldsystems

"Schulden sind wie ein Nilpferds Fußstapfen."

Nigerianisches Sprichwort

Schulden, Umschuldung, Überschuldung – dieses Begriffsfeld ist ein fixer Bestandteil der Wirtschaftsnachrichten. Meist sind es finanzielle Schwierigkeiten der Staaten und von Großunternehmen, die die Nachrichtenseiten füllen. Doch speziell im US-amerikanischen Kontext sind Kreditkartenschulden und ausufernden Hypothekarkredite der privaten Haushalte ebenfalls regelmäßig ein Thema. Man kann sich nicht des Eindrucks erwehren, dass Schuldenmachen und Bankrotterklärungen heutzutage zu unserem Alltag gehören.

Sicherlich, viele dieser finanziellen Schiefen sind auf individuelles Fehlverhalten zurückzuführen: politische Verantwortungslosigkeit, wirtschaftlicher Größenwahn und individuelle Konsumsucht. Doch ein weiterer, institutioneller Umstand wird in der öffentlichen Debatte um die Schuldenproblematik fast vollständig ausgeblendet: **Die Tatsache, dass das gegenwärtige Geldsystem ein Schuldgeldsystem ist.**

Würde sich niemand mehr verschulden, würde so gut wie die gesamte Geldmenge verschwinden – mit katastrophalen Auswirkungen auf die Wirtschaft. Diese Besonderheit des modernen Geldsystems wollen wir im Folgenden näher beleuchten.

Im Goldreport 2015¹²¹ haben wir bereits darauf hingewiesen, dass dem gegenwärtigen Geldsystem eine inhärente Schuldendynamik innewohnt. **Mit inhärenter Schuldendynamik ist gemeint, dass die Geldmenge heutzutage im Wesentlichen aus zinsenbelasteten Krediten besteht.** Die Giralgeldmenge erhöht sich im Status Quo nur dann, wenn zusätzliche Schuldner einen Kredit aufnehmen. Wird ein Kredit zurückbezahlt, so sinkt die Geldmenge.¹²²

"Diese andere Art der Geldbeschaffung ist die Geldschaffung durch die Banken. [...] immer handelt es sich nicht um Transformation von Kaufkraft, die bei irgendwem schon vorher existiert hätte, sondern um die Schaffung von neuer aus Nichts."

Joseph A. Schumpeter

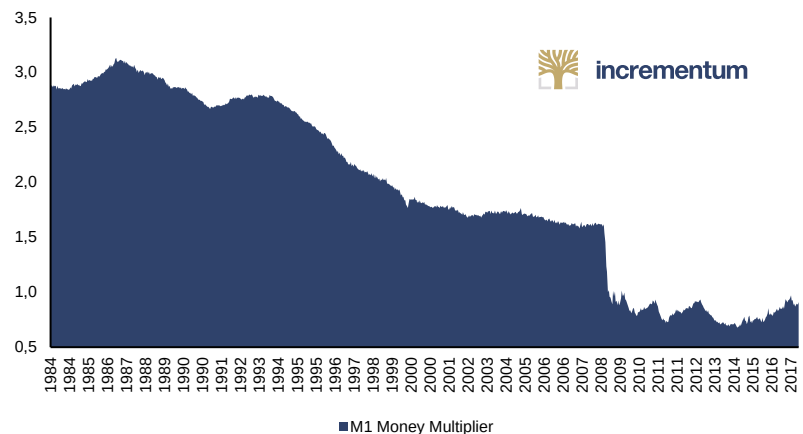
Der Großteil des Kreditgeldes wird in unserem zweistufigen Geldschöpfungssystem von den Geschäftsbanken in Umlauf gebracht.

Dieses Geld wird gemeinhin als Giralgeld bezeichnet und die Form der Geldschöpfung folglich Giralgeldschöpfung. Den Grad der Hebelung des Zentralbankgeldes durch die Geschäftsbanken, d.h. wie viele Einheiten Giralgeld die Geschäftsbanken auf eine Einheit Zentralbankgeld (auch: high-powered money) schöpfen, gibt der so genannte *Geldschöpfungsmultiplikator* an. Je höher die Ziffer, desto ausgeprägter ist die Hebelung des Zentralbankgeldes durch die Geschäftsbanken.

¹²¹ Vgl. „In Gold we Trust 2015“

¹²² Anmerkung: Einzige Ausnahme ist die Ausweitung der Geldmenge in Münzen.

US M1-Geldmengenmultiplikator



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Die obige Grafik zeigt eindrücklich wie der Geldschöpfungsmultiplikator nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 kollabierte und sich seither nicht mehr erholt hat. Die tatsächliche Kreditvergabe der Geschäftsbanken bleibt weit hinter der geldpolitisch und regulatorisch möglichen Kreditvergabe zurück.

Geld- und damit die Kreditmenge ausweitend sind jene Kreditvergaben, die aus den täglich fälligen Sichtguthaben (=Girokonten) finanziert werden. Zudem erhalten die Geschäftsbanken über die klassischen Mittel der Geldpolitik Zentralbankgeld, auf deren Grundlage sie wiederum ein Vielfaches an Krediten vergeben können. Das Zentralbankgeld kommt in Umlauf, indem die Zentralbank den Geschäftsbanken gegen die Hinterlegung von zentralbankfähigen Anleihen neu geschöpftes und positiv verzinstes Zentralbankgeld als Kredit einräumt.

Im gegenwärtigen Geldsystem gilt somit Geld=Kredit. Eine weitere Geldmengenausweitung ist deshalb nur dann möglich, wenn sich irgendjemand zusätzlich verschulden will. Daraus folgt unmittelbar, dass bei Zunahme der finanziellen Vermögenswerte, die finanziellen Verbindlichkeiten im selben Ausmaße zunehmen müssen.

Infobox: Umlaufgeschwindigkeit des Geldes vs. Nachfrage nach Geld

Die Vertreter der österreichischen Schule der Nationalökonomie lehnen die Quantitätsgleichung $M \cdot v = P \cdot Q$ (wobei M =Geldmenge, v =Umlaufgeschwindigkeit, P =Preisniveau, Q =Transaktionen) aus grundsätzlichen Erwägungen ab. Aggregate wie P verhüllen die für das wirtschaftliche Handeln relevanten individuellen Entscheidungen und verkennen die Subjektivität des wirtschaftlichen Werts. So läuft auch Geld nicht einfach um, sondern ist immer im Besitz eines Wirtschaftsakteurs.

Es ist demnach die Nachfrage nach Geld, genauer nach vorübergehender Geldhaltung, die entscheidenden Einfluss auf die Kaufkraft des Geldes hat. Je größer die Nachfrage nach Geld, desto größer ist die Kaufkraft der für die Abwicklung von Käufen zur Verfügung stehenden Geldmenge.

Für den Mainstream ist die *innere Stabilität des Geldes* eines der

geldpolitischen Hauptziele.¹²³ Wird dieses Ziel verfolgt, so gibt es zahlreiche Faktoren, die zu einer fortwährenden Ausweitung der Geld- und damit der Kreditmenge drängen. Hierzu gehören beispielsweise das Bevölkerungswachstum, die Einbindung zusätzlicher Bevölkerungsgruppen in den Geldkreislauf (zB. Frauenerwerbstätigkeit), und die Ausweitung der Geldwirtschaft auf zusätzliche Güter und Dienstleistungen (zB. Restaurantbesuch statt Selbstversorgung). Alle diese Entwicklungen erhöhen die Nachfrage nach Geld, die ohne Ausweitung der Geldmenge zu einer negativen Teuerungsrate führen würde.

Soll das Geldsystem in dieser Art weiterfunktionieren, so ist es unausweichlich, dass sich fortlaufend neue Schuldner finden oder bisherige Schuldner zusätzliche verschulden. Durch Entschuldungen würde die Geldmenge kontrahieren und es würden deflationäre Tendenzen einsetzen, die das Kartenhaus zum

Einsturz bringen könnten. Des Weiteren folgt daraus, dass der Schuldenabbau bei *einem* Wirtschaftsakteur von einem *anderen* Wirtschaftsakteur kompensiert werden muss. **Daher ist der Satz, der Staat könne sich durch die Notenpresse entschulden, nur bedingt richtig. Denn er kann sich nur entschulden, wenn sich andere Wirtschaftsakteure stärker verschulden.**

"Wenn die öffentliche Schuld eine bestimmte Höhe überschritten hat, so gibt es, glaube ich, kein einziges Beispiel, wo es je gelungen wäre, sie auf gerechte Weise und vollständig zurückzuzahlen."

Adam Smith

Exemplarisch sei auf die Entwicklung in Schweden im 1. Jahrzehnt des neuen Jahrtausends verwiesen. In diesem Zeitraum ging die Staatsverschuldung von 77% auf 58% des BIP zurück, was insbesondere von wirtschaftsliberalen Ökonomen gefeiert wird. Was meist unterschlagen wird, oder unter dem Stichwort überhitzter Immobilienmarkt verschleiert bleibt, ist, dass die privaten Haushalte in eben diesem Zeitraum einen starken Anstieg ihrer Verschuldung verzeichneten und zwar um 36 Prozentpunkte auf 87% des BIP.

b. Die Grenzen der Aufschuldung

Für den Anleger von entscheidender Bedeutung ist eine möglichst genaue Einschätzung der Konjunkturlage. **Vom amerikanischen Ökonomen Hyman Minsky stammt eine dreiteilige Kategorisierung von Schuldnern, deren relatives Auftreten ein guter Indikator dafür ist, in welchem Abschnitt des Konjunkturzyklus eine Wirtschaft sich befindet.**¹²⁴

¹²³ Die Goldwährung hatte hingegen die äußere Stabilität des Geldwertes, d.h. die Wechselkursstabilität als vorrangiges Ziel.

¹²⁴ Vgl. "The Financial Instability Hypothesis.", Hyman P. Minsky



"The world's most influential economic mentor is neither Keynes nor Hayek, but Charles Ponzi."

Tim Morgan

- **Hedge Finance:** Jene Schuldner, die die von ihnen aufgenommenen Kredite regelmäßig bedienen und fristgerecht zurückzahlen.
- **Speculative Finance:** Diese bedienen pünktlich die anfallenden Zinsen, bezahlen jedoch den Kredit nicht zurück, sondern spekulieren auf dessen Verlängerung oder die zeitgerechte Aufnahme eines neuen Kredits.
- **Ponzi Finance: Ein untrügliches Zeichen für den baldigen Börsenkrach ist das Auftreten der sogenannten "Ponzi-Schuldner",** die weder die Zinsen, noch die Kreditsumme bedienen können. Diese Ponzi-Schuldner spekulieren in besonderer Weise darauf, dass der als Sicherheit gegebene Vermögenswert beständig an Wert gewinnt.⁶ Dies ist in einem inflationären Umfeld für gewöhnlich der Fall. Man erinnere sich an das Aufkommen endfälliger Kredite mit zweifelhaften Tilgungsträgern. Das Kreditkartenhaus bricht zusammen, sobald die Vermögenswertblase platzt und allen voran die Ponzi-Schuldner zahlungsunfähig werden. **Dieser Zeitpunkt wird "Minsky-Moment" genannt.**

Die Länge und die Intensität der vorausgehenden Kreditmengeninflation bestimmt die Heftigkeit der Anpassungsrezession. Diese äußert sich in stark fallenden Aktienkursen, Unternehmenskonkursen, Arbeitslosigkeit und im Extremfall in Staatsbankrotten. Besonders stark betroffen sind im Regelfall jene Branchen, die im Aufschwung überdurchschnittlich stark profitiert haben; das sind tendenziell kapitalintensive Branchen wie die Immobilienbranche und jene, die die Aufschwungsphase besonders geprägt haben wie zB. die Eisenbahnunternehmen vor dem Börsenkrach von 1873 oder die Dotcom-Unternehmen vor dem Börsenkrach von 2000. **Weil physisches Anlagegold und – silber nicht produktiv eingesetzt wird, läuft es nicht Gefahr von diesen konjunkturellen Schwankungen erfasst zu werden.**

Für die Konjunkturlage verschärfend ist der Umstand, dass bei einem großflächigen Zahlungsausfall die Geschäftsbanken Abschreibungen vorzunehmen haben, die ceteris paribus die Geldmenge (stark) reduzieren. Das Deleveraging hat eine dämpfende Wirkung auf das nominelle BIP und erhöht in weiterer Folge die reale Schuldenlast der bislang noch solventen Schuldner. Diese Furcht vor einer durch die Deflation bewirkten Abwärtsspirale hat die Zentralbanken im Anschluss an den Zusammenbruch von Lehman Brothers dazu bewogen, die Zentralbankgeldmenge massiv auszuweiten und auf Maßnahmen der unkonventionellen Geldpolitik – Stichwort: Quantitative Easing – zurückzugreifen.

Wie geht es nun weiter? Hat unser Schuldgeldsystem sein Ablaufdatum und seine Grenzen bereits überschritten? Behält man die Grundzüge des gegenwärtigen Geldsystems bei, so sind folgende lebenserhaltenden Maßnahmen zur Verlängerung des Status Quo denkbar:

- **Die bereits beschriebene stärkere Aufschuldung eines vergleichsweise gering verschuldeten Sektors.** Die wirtschaftspolitische einfachste Maßnahme ist die Ausweitung der Staatsverschuldung.¹²⁵ Keynes wird die Aussage zugeschrieben, er habe mit seiner "Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes" und mit der von ihm befürworteten – allerdings zeitlich begrenzten – Defizitfinanzierung das kreditfinanzierte und wachstumsorientierte Wirtschaftssystem retten wollen. In diese Kategorie fällt auch das Rühren der Kriegstrommel und die damit einhergehende Propaganda, höhere (Staats-)Schulden zur Finanzierung des Krieges zu akzeptieren. **Dies betrifft auch die Kriege gegen den Terror, die Armut, den Klimawandel etc.**
- **Die Erhöhung der Zahl potentiellen Kreditnehmer,** zB. durch stärkere Zuwanderung, die Erleichterung und finanzielle Begünstigung der Kreditaufnahme, der Zulassung von weiteren Vermögenswerten als Kreditsicherheit, die Begünstigung der Fremdkapital- zulasten der Eigenkapitalfinanzierung etc.
- **Zinssenkungen,** die den laufenden und zukünftigen Schuldendienst und damit die Kosten der Verschuldung reduzieren und damit die Kreditfähigkeit und Kreditwilligkeit potentieller Kreditnehmer ausweiten. Hier scheinen wir jedoch das Potenzial mittlerweile weitgehend ausgereizt zu haben.
- **Helicopter-Money,** also die breitflächige Verteilung von Schuldgeld unter der Bevölkerung.¹²⁶
- **Systemfremde Lösungen:** Die systemische Überschuldungskomponente könnte nur dann behoben werden, wenn Geld nicht mehr als Kredit in Umlauf gebracht wird.¹²⁷ Das bedeutet nicht, dass die Kreditvergabe als solche unterbunden wird, sondern nur, dass mit Geld, das als solches Niemandes Guthaben und Niemandes Verbindlichkeit ist, gezahlt werden würde.

Fazit

Ende mit Schrecken oder Schrecken ohne (vorläufiges) Ende? Auch wenn der genaue Zeitpunkt des finalen Absturzes nicht im Vorhinein bestimmbar ist, auch wenn nicht ausgeschlossen ist, dass mit weiteren brachialen Eingriffen in das Geldsystem – Stichwort: Bargeldverbot, Banken- und Fiskalunion, Negativzinsen, Helicopter Money etc. –, versucht wird, das Unvermeidliche hinauszuzögern. Niemand wird umhinkommen, grundlegende Entscheidungen zu treffen, weder Politiker, noch Anleger.

¹²⁵ Unbeschadet rechtlicher Vorgaben (zB. Maastricht-Kriterien) ist die Kennzahl "Staatsverschuldung in % des BIP" in mehrfacher Hinsicht problematisch. Einerseits wird die Verschuldung eines Sektors der monetären Wirtschaftsleistung der Gesamtgesellschaft gegenübergestellt. Dies lässt die Verschuldung deutlich niedriger erscheinen. Andererseits sind die – meist nicht bewerteten – Vermögenswerte des Staates signifikant höher als das BIP. Dadurch erscheint die Verschuldung drückender.

¹²⁶ Vgl. „In Gold we Trust“ 2016, Kapitel „Helikoptergeld: Das Ass im Ärmel bei der Reflationierung?“

¹²⁷ Vorschläge in diese Richtung sind etwa das Vollgeld (Prof. Huber) und das Aktivgeld (Thomas Mayer).

Der Kampf um das Bargeld geht in die nächste Runde

Key Takeaways

- Der Kampf gegen das Bargeld intensiviert sich, sowohl legislativ als auch in den akademischen und öffentlichen Diskussionen.
- Die Argumente der Befürworter der Bargeldabschaffung halten häufig einer Überprüfung nicht stand. Vorgesprochen wird meist der Kampf gegen die Terrorfinanzierung.
- Ein bargeldloser Zahlungsverkehr würde die finanzielle Repression intensivieren, weil Negativzinsen dann nicht mehr nur Geschäftsbanken, sondern auch Privatkunden auferlegt würden. Ein Ausweichen auf das negativzinsfreie Bargeld wäre dann nicht mehr möglich.

"Für die Alchemisten stellt Bargeld eine störende Hürde dar, da es verhindert, die Leitzinsen tief in den negativen Bereich abzusinken, um die wirtschaftliche Aktivität anzukurbeln. Denn über die Flucht ins Bargeld können Haushalte und Firmen der nominalen Entwertung ihrer Bankeinlagen entgehen."

Yves Mersch, Mitglied des EZB-Direktoriums

a. Aktuelle Entwicklungen rund um Bargeldeinschränkungen

In den beiden vorangegangenen Jahren haben wir uns ausführlich mit dem "Feldzug gegen das Bargeld" auseinandergesetzt. Die Angriffe einer Phalanx aus Ökonomen, Zentralbankern, Geschäftsbanken und Politikern haben seither nicht abgenommen. Im Gegenteil. Angesichts der weltweit und auch in Europa zunehmenden Anzahl an Terroranschlägen sowie weiterhin klammer Staatskassen wird das Bargeldverbot immer stärker öffentlich thematisiert.

"Some observers are concerned about what they call 'the war on cash'. Don't worry – the war on cash is over and the government won."

Jim Rickards

In einer äußerst lesenswerten Studie mit dem Titel "Bargeld , Freiheit und Verbrechen. Bargeld in der digitalen Welt"¹²⁸ räumt das Research der Deutschen Bank mit einigen gängigen Mythen rund um das Bargeldverbot auf, so auch in Bezug auf die Kriminalität und den Terrorismus. Ohne Bargeld gibt es keinen Bankraub mit vorgehaltener Pistole mehr, dafür kommt der elektronische Bankraub auf. Der Betrug mit Kredit- und Bankomatkarten legt im Vorreiterland des bargeldlosen Zahlungsverkehrs, in Schweden, massiv zu. Und auch das Argument, der bargeldlose Zahlungsverkehr würde die Terrorismusbekämpfung bekämpfen, ist nicht zu halten:

"Was den Terrorismus in Europa betrifft, so zeigt eine Analyse von 40 Terroranschlägen mit dschihadistischem Hintergrund in den vergangenen 20 Jahren, dass der größte Teil der eingesetzten Finanzmittel aus eigenen Geldquellen der Täter stammte. 75% der Anschläge konnten mit einem Kostenaufwand von insgesamt weniger als 10.000 US-Dollar durchgeführt werden – Geldbeträge, die kaum Verdacht erregen, selbst wenn sie mit Karte gezahlt werden."¹²⁹

"There is a pervasive and increasing conviction in world public opinion that high-denomination bank notes are used for criminal purposes."

Mario Draghi

Zudem werden Terroristen, insbesondere dann, wenn sie den eigenen Tod in Kauf nehmen, sich nicht von Verboten aufhalten lassen, so wie auch strengere Waffengesetze jene nicht treffen, die für ihre Straftaten ohnehin illegale Waffen verwenden müssen, weil sie zB. aufgrund einer Vorstrafe auf legalem Weg gar keine Waffe mehr erhalten. Geplante Anschläge zeichnen sich ja gerade dadurch aus, dass mit Umsicht vorgegangen wird. Bestenfalls dürfte ein Bargeldverbot also die Terrorfinanzierung erschweren, allerdings um den Preis, dass die friedfertige Gesamtbevölkerung noch strenger überwacht wird.

Die Gesetzgeber haben auch in den vergangenen 12 Monaten konkrete Schritte unternommen, um den Bargeldgebrauch zumindest einzuschränken; das Verbot von Geldscheinen mit hoher Nominale (zB. der 500-Euro-Schein) und (sinkende) Höchstgrenzen für Bargeldzahlungen. Es gibt aber auch technologische Entwicklungen, die die Transaktionskosten des unbaren Zahlungsverkehrs deutlich reduzieren und damit das Bargeld unattraktiver machen.

In Schweden, das als Vorreiter des bargeldlosen Zahlungsverkehrs gilt, hat die von den führenden Banken des Landes lancierte App "Swish"¹³⁰ das bargeldlose

¹²⁸ https://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000430065.pdf

¹²⁹ "Bargeld, Freiheit und Verbrechen – Bargeld in der digitalen Welt", S. 11.

¹³⁰ <https://www.getswish.se>

Zahlen revolutioniert. Die App wurde mittlerweile 5,5 Millionen Mal heruntergeladen. Nur mehr 2% aller Zahlungen werden in dem skandinavischen Land bar abgewickelt. Die schwedische Zentralbank rechnet damit, dass diese Zahl sich bis zum Ende des laufenden Jahrzehnts um weitere 75% auf 0,5% reduzieren wird. 900 der insgesamt 1600 Bankfilialen im Lande haben kein Bargeld mehr vorrätig.

b. The Macroeconomics of De-Cashing

Auch die akademische Diskussion setzt sich unvermittelt fort. Ein intensiv diskutiertes Paper ist das IWF-Working Paper "The Macroeconomics of De-Cashing", das im März 2017 veröffentlicht wurde.¹³¹ In diesem untersucht der Autor Alexei Kirejev die möglichen makroökonomischen Konsequenzen einer Bargeldabschaffung. Seine Kernthesen sind:

- Ein bargeldloser Zahlungsverkehr würde den geldpolitischen Transmissionsmechanismus effizienter machen. Insbesondere wäre es möglich, eine Negativzinspolitik großflächig umzusetzen, um dadurch die Konsumneigung der Konsumenten zu erhöhen.
- Da bei einem Rückgang der Bargeldhaltung die (täglich fälligen Sicht-) Einlagen bei den Banken zunehmen werden, würde der Bankensektor in die Lage versetzt werden, mehr Kredite zu vergeben. Dies würde das Zinsniveau dämpfen und das Wirtschaftswachstum ankurbeln.
- Als ein Anzeichen für eine unmittelbar bevorstehende Finanzkrise wird die zunehmende Nachfrage nach Bargeldhaltung gesehen. Im September 2008, also kurz vor dem Zusammenbruch von Lehman Brothers legte die Nachfrage nach Bargeld deutlich zu. Dies war ein Ausdruck des steigenden Misstrauens der Bankkunden gegenüber der Solvenz und Liquidität der Banken. Dieses Warnsignal würde nach der Abschaffung des Bargeldes nicht mehr zur Verfügung stehen.
- Eine bargeldlose Wirtschaft erleichtert die Steuereintreibung, wie das Beispiel Schweden zeigt.

"In principle, cutting interest rates below zero ought to stimulate consumption and investment in the same way as normal monetary policy. Unfortunately, the existence of cash gums up the works."
Kenneth Rogoff

"We decide on something, leave it lying around and wait and see what happens. If no one kicks up a fuss, because most people don't understand what has been decided, we continue step by step until there is no turning back."
Jean-Claude Juncker

Unbeschadet der in weiten Teilen ausgewogenen Darstellung ist die Grundtendenz des Artikels eindeutig in Richtung Bargeldabschaffung gerichtet. Einige Argumente sind an den Haaren herbeigezogen und ein intellektueller Kotau vor dem Zeitgeist. So soll eine bargeldlose Wirtschaft die wirtschaftliche Inklusivität erhöhen – denn jeder Bürger und jeder Wirtschaftstreibende müsste ein Konto besitzen –, die illegale Migration reduzieren – denn die illegale Beschäftigung (von Ausländern) wäre erschwert –, und den Umweltschutz verbessern – denn die Produktion des Papiers bzw. des Polymers für die Banknoten belasten die Umwelt mehr als elektronisches Geld.

¹³¹ Vgl. „The Macroeconomics of De-Cashing“, Alexei Koreyev, IMF Working Paper

Ob jedoch das vorgegebene Ziel der Kriminalitäts- und Schwarzmarktbekämpfung mittels einer Bargeldabschaffung wirklich erreicht werden kann, bleibt äußerst umstritten. So legte etwa Prof. Friedrich Schneider, einer der renommiertesten Experten im Bereich Schattenwirtschaft und Steuerhinterziehung, in Studien für Europa dar, dass ein Bargeldverbot lediglich zu einer Reduktion von weniger als 10% der Schwarzarbeit und eine Abnahme der organisierten Kriminalität von weniger als 5% führe.¹³²

Die Schlussfolgerungen des Papers lesen sich dann auch wie ein politisches Handbuch zur Bargeldabschaffung mittels Salami-taktik.

Durch die scheibchenweise Verdrängung soll die Bevölkerung ja nicht aufgescheucht werden und in verträglichen Dosen vom Bargeld entwöhnt werden. Es sollten *ökonomische Anreize für bargeldloses Zahlen gesetzt werden*, d.h. konkret Gebühren für Barzahlungen eingeführt bzw. erhöht werden. Am zentralsten erscheint uns jedoch der Punkt, wonach De-Cashing "*kritisch für die Effizienz*" einer Negativzinsstrategie sei.

¹³² Vgl. "Ready for Rally", Ralf Flierl und Ralph Malisch, Smart Investor 11.2016, S. 40

In Bitcoin We Trust?

Key Takeaway

- Bitcoin und Kryptowährungen könnten ein integraler Bestandteil des Vermögensmanagements und der Portfolio-Diversifizierung werden.
- Bitcoin stellt eine vollkommen neuartige Assetklasse dar, mit unterschiedlichen Risiken und mannigfachen Vorteilen.
- Die Korrelation zwischen Gold und Bitcoin ist bisher leicht negativ.
- Bitcoin steht vor einigen Herausforderungen. Allerdings kann uns diese junge Technologie einen Einblick davon geben, was unser vorherrschendes System der Fiatwährungen verdrängen könnte.

"Spend some time with Bitcoin. Learn it, challenge it, and use it. You can assume no government wants you adopting this system in any capacity, and for that reason alone it's worth consideration by honest, moral, and industrious people."

Erik Voorhees

Wir bedanken uns herzlich bei Demelza Hays für die Zurverfügungstellung dieses Kapitels.

Biographie von Demelza: Demelza Hays is a blockchain researcher at the Centre for Global Finance and Technology at the Imperial College in London, and she operates the only Bitcoin ATM in Liechtenstein. At the University of Liechtenstein, Demelza is completing her doctoral thesis on the role of cryptocurrency in asset management, and she teaches a course for bachelors and masters students on Bitcoin and the Blockchain technology. **In partnership with Incrementum, Demelza is working on cryptocurrency research and a bitcoin-based investment fund.**

"I think the internet is going to be one of the major forces for reducing the role of government. The one thing that's missing but that will soon be developed, is a reliable e-cash."

Milton Friedman

"Banking is necessary, banks are not."

Bill Gates

Nachdem Bitcoin lange Zeit als monetäre Spinnerei von Computerfreaks abgetan und als Instrument für rechtswidrige Aktivitäten schlechtgeredet wurde, interessieren sich nun langsam auch Investoren ernsthaft für die Kryptowährung und die zugrundeliegende Blockchain-Technologie.¹³³ Nach 20 Jahren vergeblichen Versuchens eine virtuelle Privatwährung ins Leben zu rufen, ist Bitcoin aus der globalen Bankenkrise 2007/08 hervorgegangen. Der weiterhin unbekannte Bitcoin-Erfinder, der unter dem Pseudonym Satoshi Nakamoto auftritt, war fest entschlossen, ein dezentralisiertes, privates und sicheres Mittel zur Online-Wertübertragung zu schaffen, das nicht auf das Vertrauen in Staatsoberhäupter, Zentralbanken oder Finanzintermediäre angewiesen sein sollte.¹³⁴ Obwohl Bitcoin und die ihm zugrundeliegende Blockchain-Technologie ursprünglich so konstruiert wurden, dass sie diejenigen Eigenschaften von Gold nachbilden, die es als Geld besonders geeignet machen, stellt Bitcoin eine eigenständige Assetklasse dar und könnte in Bezug auf Portfolio-Diversifizierung ein integraler Bestandteil des Vermögensmanagements werden.

a. Bitcoin oder Nicht-Bitcoin

Noch vor zwei Jahren wurde Bitcoin als Randtechnologie für Libertäre und Computerfreaks angesehen. Heute erfreuen sich Bitcoin und andere Kryptowährungen wie Ethereum wachsender Akzeptanz im Mainstream. Bitcoins Marktkapitalisierung von 36 Milliarden US-Dollar hat bereits die Marktkapitalisierung mehrerer Fiatwährungen wie die der isländischen Krone oder des guatemaltekischen Quetzals übertroffen. Im März 2017 stieg der Bitcoin-Preis zum ersten Mal über den Preis einer Feinunze Gold. Während Gold bei rund 1.225 USD handelte, sprang Bitcoin auf 1.290 USD. Im Mai durchbrach der Preis eines Bitcoins die Marke von 2.000 EUR. Wie in einem Gastbeitrag vom 14. April in *Forbes Austria* erwähnt, entspricht der Vergleich von Gold und Bitcoin dem von Äpfeln und Birnen. Gold wird in Gewichtseinheiten gemessen, während Bitcoin nur in Bitcoin gemessen wird.¹³⁵ Die nachfolgende Grafik zeigt den BTC-Preis und den Goldpreis.

¹³³ Auch bekannt als Distributed Ledger Technology (DLT)

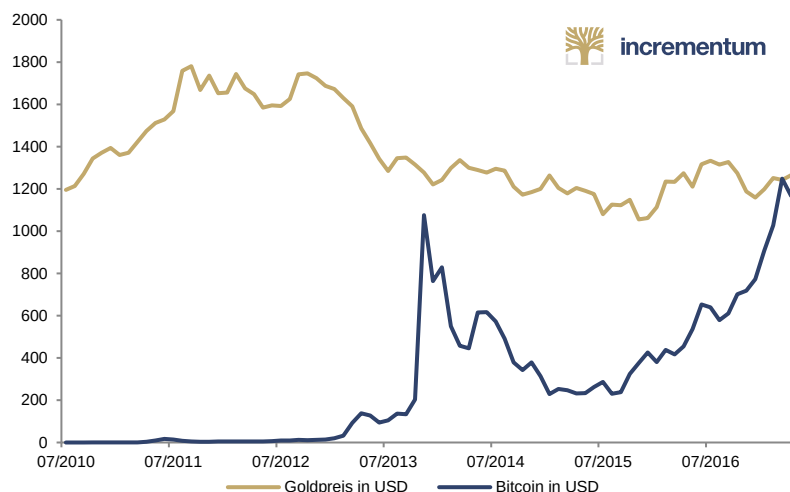
¹³⁴ Vgl. "Currency Policy Perspectives: Bitcoin as Money?",

<http://www.bostonfed.org/economic/currentpolicy/perspectives/2014/cppl404.pdf>.

¹³⁵ Wieler. (2017). Goldmoney.com



Wechselkurse von Gold und Bitcoin zum US-Dollar (Monatsdurchschnitt)



Quelle: Quandl.com, Demelza Hays, Incrementum AG

Der Preis von Bitcoin bildet sich genauso wie der aller anderen ökonomischen Güter: durch die Wechselwirkung von Angebot und Nachfrage. Die Nachfrage wächst im Wesentlichen aus zwei Gründen.

Grundsätzlich bietet die Technologie den Nutzern, die weltweit handeln wollen, einen guten Dienst. Bitcoin-Transaktionen können zu jeder Tageszeit, an jedem Ort der Welt und gegen eine geringe Gebühr von maximal 0,40 USD ausgeführt werden, unabhängig von der Transaktionsgröße. Die wachsende Beliebtheit von Bitcoin als Zahlungssystem ist an der zunehmenden Anzahl von Transaktionen erkennbar. Jeden Tag kommt es zu rund 315.000 Transaktionen weltweit mit einem Gesamtvolumen von rund 100 Millionen USD.

Der jüngste Preisanstieg auf über 2.500USD pro Bitcoin hat Investoren zur Frage veranlasst, ob es für einen Einstieg nicht schon zu spät ist?

Trotz des starken Anstiegs, könnte es langfristig immer noch eine gute Entscheidung sein, das Bitcoin-Exposure zu erhöhen. **Was sind nun die**

Eigenheiten von Bitcoin? Was spricht für ein Bitcoin-Investment?

- **Neue Assetklasse:** Bitcoin stellt eine eigenständige Assetklasse mit einzigartigen statistischen Merkmalen dar. *ARK Invest* hat vier Hauptgründe dargelegt, warum Bitcoin Portfolio-Diversifizierung bietet: Investierbarkeit, politisch-ökonomische Merkmale, Korrelation der Renditen und das Risiko-Ertrags-Verhältnis.¹³⁶

Obwohl nur eine begrenzte Anzahl von Daten verfügbar ist, weisen die historischen Preise von Bitcoin eine geringe Korrelation zu anderen Assetklassen auf. Wie von Burton Gordon Malkiel in seinem Klassiker *A Random Walk Down Wall Street* beschrieben, kann das Abwärtsrisiko einer Gesamtallokation minimiert werden, indem eine Assetklasse mit einer geringen Korrelation dem bisherigen Portfolio hinzugefügt wird.

¹³⁶ Vgl. "Bitcoin: Ringing the Bell for a New Asset Class", Burniske/White

"I don't know if helicopter money will help the US economy. But I am pretty sure it will help the Bitcoin economy."

Balaji S. Srinivasan

- **Die dem Menschen eigene Abneigung gegen Ungewissheit:** Bitcoin ist noch sehr jung und niemand weiß, wie diese Erfindung die Welt verändern wird. Die Aufzeichnungen der Preisentwicklung decken nur die letzten sechs Jahre ab, d.h. es liegen im Grunde genommen keine Daten zur statistischen Analyse vor. Das Ellsberg-Paradoxon besagt, dass Menschen Ereignisse mit bekannten Wahrscheinlichkeitsverteilungen im Vergleich zu Ereignissen bevorzugen, deren Wahrscheinlichkeiten unbekannt sind. Der Mensch hat also eine Abneigung gegen Ungewissheit (engl. aversion ambiguity).¹³⁷ Im Laufe der Zeit werden Menschen mehr Erfahrungen mit Bitcoin sammeln, was die Ungewissheit und den mit ihr einhergehenden Abschlag auf den Bitcoin-Preis verringern wird.
- **Große Investoren:** Bitcoin weist als Netzwerkgut eine positive Rückkopplungsschleife auf. Je mehr Menschen es benutzen, desto wertvoller wird jeder Bitcoin, weshalb es wiederum mehr Menschen benutzen wollen. Im Jahr 2014 investierte die New Yorker Börse (NYSE) in die US-amerikanische Bitcoin-Börse Coinbase. Im Jahr 2015 rief die NYSE den Bitcoin Investment Trust ins Leben, der IRA-Investitionen ermöglichte. 2016 boten mehr als zehn Universitäten, darunter Stanford und Princeton, spezielle Kurse zum Thema Bitcoin an. Neben dem überzeugenden Kursverlauf sehen die Zukunftsperspektiven ermutigend aus. Neue Geschäftsmodelle wie Bitcoin-Banken, Broker und Depots werden entwickelt, die das Nutzererlebnis verbessern und die Popularität erhöhen.
- **Negativzinsen:** Die Feindseligkeit von Regierungen und Banken gegenüber Bitcoin unterstreicht den Wert dieser Technologie. Mario Draghi und die EZB drucken 60 Milliarden Euro pro Monat und machen bislang keinerlei Anstalten damit aufzuhören. Der EZB-Einlagesatz von -0,4 Prozent wirkt effektiv wie eine Steuer auf die Geldaufbewahrung in einer Bank. Die SNB zieht nach, um Schweizer Exporte in die Eurozone zu stützen. Bitcoin bietet eine Alternative zu inflationären Fiatwährungen, die Gebühren für Girokonten verlangen. Dagegen ist die Gesamtmenge an Bitcoins auf 21 Millionen festgesetzt und es kann kostenlos aufbewahrt werden.
- **Bargeldlose Gesellschaft:** Wir bewegen uns langsam in eine bargeldlose Gesellschaft. Der Großteil einer Fiatwährung existiert schon heute nur mehr digital. Da Regierungen physische Geldscheine demonetisieren, werden mehr Transaktionen digital vollzogen werden. Bitcoin stellt eine Alternative zu Kreditkartenfirmen und Banken dar, die gehackt werden können, hohe Gebühren berechnen und Konten einfrieren. Offline- oder "kalte" Bitcoin-Wallets sind durch Kryptographie nach Militärstandards geschützt. Ihre Einrichtung erfordert keinen Papierkram und kostet keine Gebühren.

¹³⁷ Wie John Maynard Keynes (1921) und später Daniel Ellsberg (1961) bemerkten, beschreibt das Ellsberg-Paradoxon eine Situation, in der die Akteure es vorziehen, auf ein Ereignis mit einem hohen, aber bekannten Risiko zu setzen, anstatt auf ein Ereignis mit einem unbekannten Risiko.

b. Bitcoin – Digitales Gold oder Narrengold?

Wie Bitcoin bietet auch Gold Schutz vor Negativzinsen und der Demonetisierung von Fiatgeld. Essentiell für das Verständnis von Gold und Bitcoin ist unserer Meinung nach die Thematik rund um das Stock-to-Flow Ratio (SFR). Bitcoin dürfte eindeutig den Eigenschaften von Gold nachempfunden sein.

"You can't stop things like Bitcoin. It will be everywhere and the world will have to readjust. World governments will have to readjust."

John McAfee

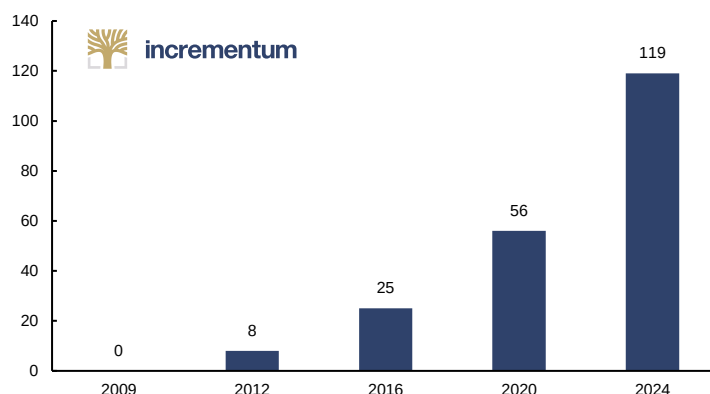
"There are 3 eras of currency: Commodity based, politically based, and now, math based."

Chris Dixon

Gold besitzt eine SFR von ca. 64 Jahren während die von Bitcoin gegenwärtig bei ca. 25 Jahren liegt. Die Gesamtmenge an Bitcoins, die bis zum heutigen Tag erzeugt worden ist, beträgt ca. 16,32 Millionen. Dies bezeichnen wir als *Stock*. Alle zehn Minuten erzeugt das Netzwerk 12,5 neue Bitcoins. Deshalb beträgt die tägliche Inflation 1.800 neue Bitcoins. Im Jahr 2017 wird die Anzahl neuer Bitcoins etwa 657.000 betragen. Dies nennen wir *Flow*. Wenn wir Stock durch Flow teilen, erhalten wir die Stock-to-Flow-Ratio. Es zeigt sich, dass die SFR von Bitcoin niedriger als die von Gold ist.

Die SFR von Bitcoin wird sich im Laufe der Zeit weiter erhöhen, da sich die Anzahl an Bitcoins, die alle 10 Minuten erzeugt wird, alle vier Jahre halbiert. Die letzte "Halbierung" erfolgte im Juni 2016 und die nächste Halbierung wird daher im Jahr 2020 stattfinden. Bis dahin wird die SFR auf etwa 56 Jahre angestiegen sein. Die SFR von Bitcoin sollte in den nächsten fünf Jahren diejenige von Gold übertreffen. Der nächste Chart zeigt die SFT von Bitcoin im Zeitablauf. Vor dem 3. Jänner 2009 existierte Bitcoin noch nicht. Im Jahr 2024 werden alle zehn Minuten nur noch 3,25 Bitcoins erzeugt, was einer SFR von ca. 119 Jahren entspricht.

Stock-to-Flow Ratio von Bitcoin



Quelle: Demelza Hays, Incrementum AG

"Gold is bitcoin without electricity."

Charlie Morris

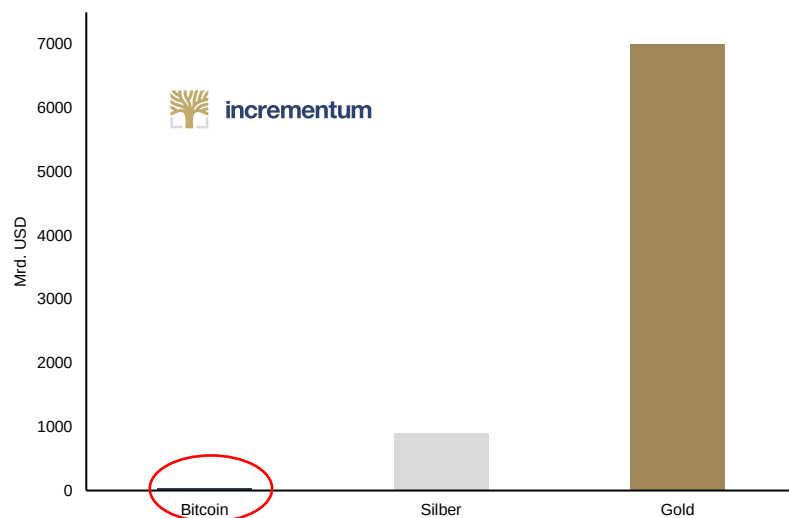
Die Umkehrung dieser Rechnung ergibt die Inflationsrate. Sie zeigt, dass der Bestand an Bitcoin pro Jahr um etwa 4 Prozent steigt. Das Angebot neu erzeugter Bitcoins folgt einer vorhersagbaren Inflationsrate. Satoshi Nakamoto modellierte den Zuwachs neuer Bitcoins als Poisson-Prozess,¹³⁸ der bis 2020 im Verhältnis zum bereits vorhandenen Bestand an Bitcoins zu einer sichtbaren Inflationsrate führen wird.

¹³⁸ <https://de.wikipedia.org/wiki/Poisson-Prozess>

Die niedrige und stetige Inflationsrate von Bitcoin ist eines der attraktivsten Merkmale dieses Experiments aus dem Bereich der monetären Technologie. Wie bei Gold liegen die Entscheidungen über die Geldausgabe und die Kontrolle der Geldmenge nicht in den Händen fehlbarer Menschen. Bitcoin überträgt diese Verantwortung auf den Computer, während Gold auf die Natur setzt. Algorithmisches oder programmierbares Geld nimmt passives "digitales Geld"¹³⁹, das von Banken und Regierungen kontrolliert wird, und macht es zu einer aktiven "virtuellen Währung"¹⁴⁰, die von Softwareprotokollen und kryptographischen Algorithmen gesteuert wird, welche untrennbar mit der Währung verbunden sind.¹⁴¹

Allerdings relativiert sich die derzeitige Bitcoin-Marktkapitalisierung in Höhe von 36 Milliarden US-Dollar, wenn man sie ins Verhältnis zur Marktkapitalisierung von Gold in Höhe von 7 Billionen US-Dollar setzt. Die nachfolgende Grafik vergleicht die Marktkapitalisierungen von Gold, Silber und Bitcoin. Obwohl Bitcoins Marktkapitalisierung zuletzt stark zugelegt hat, beträgt sie weiterhin lediglich 0,5% der Kapitalisierung von Gold.

Marktkapitalisierungen von Bitcoin, Silber und Gold im Vergleich



Quelle: Demelza Hays, Incrementum AG

Als Geld besitzt Bitcoin drei Hauptvorteile und vier Hauptnachteile gegenüber Gold.

Vorteile von Bitcoin:

- **Schnelle Verrechnung und Abwicklung von Transaktionen:**
 Bitcoin ermöglicht eine unmittelbare Verrechnung, da man jederzeit ein

¹³⁹ "Digitales Geld ist elektronisches Geld oder mit anderen Worten, so genanntes elektronisch gespeichertes Fiatgeld, d.h. Geld auf Bankkonten in verschiedenen Währungen wie Schweizer Franken, US-Dollar, Euro etc., das dazu verwendet wird, Zahlungen zu leisten. Wenn man Bargeld auf sein Bankkonto eingezahlt hat, wird es zu digitalem (elektronischem) Geld." Kremeth. (2016), Incrementum AG.

¹⁴⁰ Laut der EZB sind virtuelle Währungen wie Bitcoin "eine Art unreguliertes, digitales Geld, das in der Regel von seinen Entwicklern ausgegeben und kontrolliert wird, und von den Mitgliedern einer bestimmten virtuellen Gemeinschaft verwendet und akzeptiert wird." European Central Bank, (2012), Virtual Currency Schemes.

¹⁴¹ Vgl. "On the Use of Computer Programs as Money", Shin

Konto ohne Identifikationsunterlagen einrichten kann. Heute akzeptieren weltweit über 125.000 Händler Bitcoin. Im Gegensatz dazu führt eine Google-Suche nach Händlern, die Gold als Zahlungsmittel akzeptieren, zu ein paar verstaubten Goldbug-Foren, in denen diskutiert wird, wie Gold wieder zu altem Glanz verholfen werden kann.

- **Niedrige Versandkosten:** Transaktionsgebühren für den "Versand" von Bitcoin zwischen Kontoinhabern reichen von Null bis vierzig Cent, unabhängig von der Anzahl an Bitcoins, die verschickt wird. Für ein Zahlungsnetzwerk und Tauschmittel ist entscheidend, wie schnell es benutzt werden kann. In diesem Sinne ist Gold langsames Geld. Der physische Aspekt von Gold ist grandios, bis man versucht, es in die USB-Schnittstelle seines Computers zu stecken, um es an jemanden am anderen Ende der Welt zu verschicken.
- **Niedrige Aufbewahrungskosten:** Die Aufbewahrung von Bitcoin entspricht der Speicherung einer großen Zeichenfolge, die digitale Daten repräsentiert. Online- und Papier-Geldbörsen sowie die Möglichkeit, sich einfach den Zugangscode zu merken, sind völlig kostenfrei. Ein "Hardware-Wallet" für Bitcoins kostet zwischen 15 und 240 Euro. Dies entspricht jedoch immer noch nur einem Bruchteil der Kosten, die für die Lagerung von physischem Gold anfallen können.

Nachteile von Bitcoin:

- **Risiko eines 51-Prozent-Angriffs:** Dieses Risiko besteht, wenn ein Miner, eine Gruppe von Minern oder ein Miner-Pool eine Mehrheit der Entscheidungsgewalt im Netzwerk erlangt. Die Volatilität im Preis von Bitcoin, die in den vergangenen Wochen beobachtbar war, lässt sich auf dieses Risiko zurückführen. Ein Bitcoin-Miner ist ein Individuum oder eine Gruppe von Leuten, die eine Version der Bitcoin-Software auf einem Hardwaregerät (einer anwendungsspezifischen integrierten Schaltung, im Englischen ASIC genannt) ausführen, das speziell für das Bitcoin-Mining entwickelt wurde.

Als Mining bezeichnet man den Prozess, bei dem neue Transaktionen zur Bitcoin-Datenbank aus bisherigen Transaktionen hinzugefügt werden. Mining könnte man somit als Münzprägung des digitalen Zeitalters bezeichnen.

Die Debatte zwischen den großen Blockern aus von Bitcoin Unlimited (BU) Camp und den kleinen Blockern von Segregated Witness (SegWit) dreht sich darum, welche Version der Bitcoin-Software auf den Hardwaregeräten ausgeführt werden soll. Die beliebteste Software, die von Minern genutzt wird, Bitcoin Core, besitzt eine Datenkapazität von 1 MB pro Transaktions-Block. Ein neuer Transaktions-Block wird etwa alle 10 Minuten erzeugt, was zu einer Beschränkung der neuen Daten führt, die das Netzwerk alle zehn Minuten mit 1 MB erfassen kann. Die BU-

Miner wollen diese Beschränkung lockern, während das SegWit-Camp die Datengröße pro Transaktion verringern möchte. Zuletzt drohte der Präsident des größten Bitcoin-Mining-Pools, der ein Verfechter von BU ist, dass "... [ein 51-Prozent-] Angriff stets eine Option sei."¹⁴²

- **Risiko, dass alternative Kryptowährungen Marktanteile gewinnen:** Kryptowährungen wie Bitcoin und Ethereum verkörpern das Ideal Friedrich August von Hayeks im Hinblick auf konkurrierenden Privatwährungen.¹⁴³ Mehr als 1.000 neue Kryptowährungen wurden seit der Erfindung von Bitcoin entwickelt. Jede neue Währung verspricht, Bitcoin auf die eine oder andere Weise zu verbessern. Jedoch konnte (noch) keine Bitcoin übertreffen. Computer haben sich vom ENIAC aus den 1950er Jahren über Laptops in den frühen 2000er Jahren bis hin zum Raspberry Pi entwickelt, der 5 US-Dollar kostet und bequem mit einer Hand gehalten werden kann. Die Bitcoin-Blockchain ist eine langsame und energieintensive Datenbank und Unternehmer aus der ganzen Welt wetteifern um die Entwicklung einer Kryptowährung, die den Marktanteil von Bitcoin schmälern kann. **Der Markt wird über die Gewinner und Verlierer entscheiden.**
- **Gefahr von Änderungen der Regulierungen:** In Europa und in den USA sind die regulatorischen Aussichten düster. Die SEC hat den Bitcoin-ETF der Winklevoss-Zwillinge vorerst abgelehnt, könnte ihre Meinung nun jedoch revidieren. Gleichzeitig plädiert die vierte Richtlinie zur Bekämpfung der Geldwäsche (engl. Anti-Money Laundering Directive, AMLD) der Europäischen Union für eine strengere Überwachung von Kryptowährungen, Börsen und Wallet-Anbietern.
- **Abhängigkeit von Strom, Internet und Hardwaregeräten:** Ohne Internet würde die Geschwindigkeit der Übertragung einer Transaktion auf alle Knoten im Netzwerk steil abfallen. Die erhöhte Latenz würde zu mehr Aufspaltungen des Bitcoin-Netzwerks führen, weil Miner Blöcke aus einer unvollständigen Liste vergangener Transaktionen erzeugen würden. Ebenso geht man davon aus, dass Bitcoins Proof-of-Work-Mining jährlich 400 Millionen Dollar an Elektrizität und Hardware kostet.

Fazit

Insgesamt stellen Bitcoin und Gold zwei verschiedene Assetklassen bzw. Währungen dar und sollten von Investoren auch als solche behandelt werden. Die mittelfristigen Aussichten sind für beide positiv, weil sie beide deflationäre Arten von Geld sind, die es den Anlegern ermöglichen, sich vor expansiven Fiatwährungen und künstlich tief gehaltenen Zinsen zu schützen. Zukünftige Generationen werden möglicherweise Gold lagern, während sie eine Kryptowährung als Tauschmittel verwenden.

¹⁴² Vgl. "Is This Massive Power Struggle About To Blow Up Bitcoin?", Forbes Magazine

¹⁴³ Vgl. "The Denationalization of Money: The Argument Refined", Friedrich August von Hayek



"Gold is a great way to preserve wealth, but it is hard to move around. You do need some kind of alternative and Bitcoin fits the bill. I'm not surprised to see that happening."

Jim Rickards

Allerdings sollten Käufer Vorsicht walten lassen: Immer mehr Forschungsergebnisse legen nahe, dass nur 2-4 Prozent eines diversifizierten Portfolios in Bitcoin¹⁴⁴ investiert sein sollten,¹⁴⁵ während bis zu 20 Prozent in Gold investiert werden können.

Bitcoin steht vor einigen Herausforderungen. Allerdings kann uns diese junge Technologie einen Einblick davon geben, was unser vorherrschendes System der Fiatwährungen verdrängen wird.

Bei Incrementum hat sich unser Interesse an Bitcoin und Kryptowährungen von bloßer Neugierde zur Überzeugung gewandelt, dass es sich um eine legitime Assetklasse handelt, die das Interesse der Anleger verdient. Aufgrund des Mangels an hochwertigen institutionellen Anlageinstrumenten für Bitcoin hat Incrementum mit der Arbeit an einem Kryptowährungs-Investmentfonds begonnen.

Voraussichtlich im dritten Quartal 2017 werden wir neue Informationen über unseren geplanten Krypto-Fonds bekannt geben.

Hong. 2016. Bitcoin as an alternative investment vehicle; Brière, Oosterlinck, & Szafarz. 2013. Virtual Currency, Tangible Return: Portfolio Diversification with Bitcoin; Pandey. 2014. The Value of Bitcoin in enhancing the efficiency of an investor's portfolio.

¹⁴⁵ Hong. 2016. Bitcoin as an alternative investment vehicle; Brière, Oosterlinck, & Szafarz. 2013. Virtual Currency, Tangible Return: Portfolio Diversification with Bitcoin; Pandey. 2014. The Value of Bitcoin in enhancing the efficiency of an investor's portfolio.



YOUR LEGACY, YOUR VALUES, OUR EXPERIENCE.



Tocqueville Asset Management is proud to support the “In Gold We Trust” report as a premium partner.

At Tocqueville, our commitment to the preservation of wealth over the long term relies on thoughtful diversification and a prudent allocation to gold and other hard assets.



FOR FURTHER INFORMATION PLEASE CONTACT US AT
INSTITUTIONAL@TOCQUEVILLE.COM
(212) 903-0300

©TOCQUEVILLE ASSET MANAGEMENT L.P.
ALL RIGHTS RESERVED

Portfolioeigenschaften von Gold

Key Takeaways

- Mittel- und langfristig dürfte sich nicht nur aufgrund der Instabilität des Geldsystems, sondern auch aufgrund des extrem festen US-Dollars erhebliches Aufwertungspotenzial für Gold ergeben.
- Unsere Analysen zeigen, dass sich Gold hervorragend als Hedge in Stresssituationen am Aktienmarkt eignet.
- Sofern die Inflationierungspolitik nicht in naher Zukunft zum Stillstand kommt, werden die Kosten der Remonetarisierung von Gold weiter ansteigen.

"It ain't what you don't know that gets you in trouble. It's what you know for certain that just ain't true."

Mark Twain

a. Einleitung

"Gold funktioniert seit der Zeit Alexander des Großen. Wenn etwas über zweitausend Jahre Bestand hat, dann nicht aufgrund von Vorurteilen oder einer falschen Theorie."

Bernard Baruch

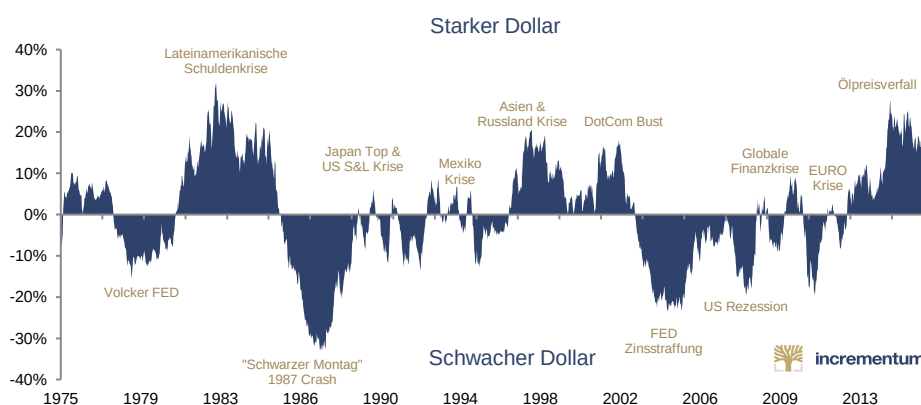
Die Analyse von Gold im Portfoliokontext ist eine alljährliche Tradition in unseren Goldstudien. Während wir uns 2015 ausführlich mit den außergewöhnlichen Portfolieigenschaften von Gold, der Beziehung zwischen Gold und Zinsen und den Opportunitätskosten von Gold beschäftigt hatten, untersuchten wir im Jahr 2016, inwiefern sich Gold als Portfolioversicherung eignet.¹⁴⁶ Hierzu haben wir Gold als elementaren Bestandteil eines Permanenten Portfolios gewürdigt und sind anschließend auf die Antifragilitätseigenschaft des Goldes eingegangen.

In unserem diesjährigen Report erweitern wir unsere Erkenntnisse aus den Vorjahren. Zunächst untersuchen wir die Beziehung zwischen Gold und dem US-Dollar. Diese Beziehung ist insbesondere in Krisensituationen von besonderer Bedeutung. Im darauffolgenden Abschnitt legen wir den Fokus auf die Verbindung zwischen Gold und Realzinsen, während wir uns im letzten Abschnitt näher mit der Beziehung zwischen Gold und Aktien beschäftigen. **Hier betrachten wir insbesondere die Performance von Gold während ausgeprägten Aktien-Bärenmärkten.**

b. Gold und der US-Dollar

Der US-Dollar ist – trotz der zuvor beschriebenen strukturellen Probleme – immer noch die unangefochtene internationale Fiat-Leitwährung und daher zugleich Spiegelbild der internationalen Entwicklungen. Der nachfolgende Chart stellt die 30-monatige Veränderungsrate des USD-Index dar.

USD-Index: Indikator für Finanzkrisen?



USD Index (30mo Veränderung.)
 Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

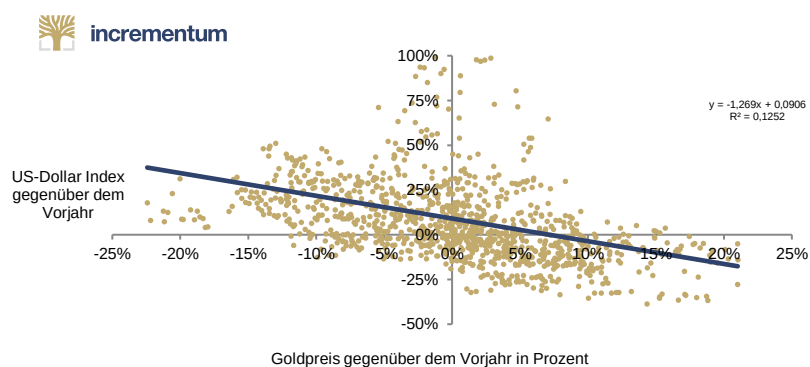
Wie bereits vermutet eignet sich der USD-Index sehr gut für eine Abbildung der ökonomischen und politischen Geschehnisse und Krisensituationen. Krisen im

¹⁴⁶ Die ausführliche Analyse finden Sie hier:
 In Gold we Trust-Report 2016
 In Gold we Trust-Report 2015



Ausland, welche die US-Wirtschaft nicht direkt treffen – wie etwa die lateinamerikanische Schuldenkrise oder die Asien- und Russlandkrise – führen traditionell zu einer Flucht in den Dollar. Ein steigender USD-Index spiegelt diese Entwicklung wider. Gerade in derartigen Stresssituationen vertrauen Anleger dem Greenback als sicheren Hafen, eine Eigenschaft, die immer auch Gold nachgesagt wird. Dementsprechend könnte man eine positive Korrelation zwischen Gold und dem US-Dollar erwarten.

Korrelation zwischen US-Dollar Index und Gold seit 1974



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Wie der vorherige Chart zeigt, ist dem jedoch nicht so. Tatsächlich besteht eine signifikant negative Korrelation zwischen dem USD-Index und Gold. Doch wie passt das zusammen?

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

Jim Rickards

Eine mögliche Erklärung für die negative Korrelation zwischen Gold und Dollar lässt sich in der Eigenschaft als sicheres Investment in Krisensituationen verorten. Obwohl Gold und der US-Dollar vordergründig einen substitutiven Charakter aufweisen, zeigt sich bei genauerer Betrachtung ein anderes Bild. **Bei lokalen Krisen ist der US-Dollar für viele Marktteilnehmer ein interessantes Investment, da der Fortbestand des Fiatgeldsystems nicht in Frage gestellt wird.**

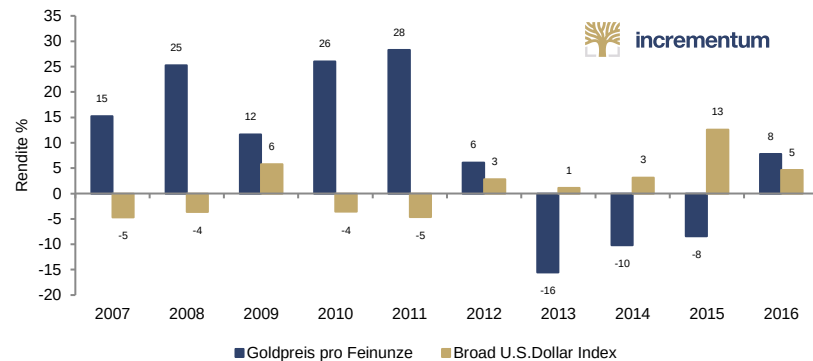
Anders verhält es sich bei systemgefährdenden Krisen. In derartigen Situationen ist das Vertrauen in Papiergeldwährungen fundamental erschüttert und viele Marktteilnehmer besinnen sich auf die historische Geldfunktion des Goldes. Gerade während Systemkrisen bewahrt Gold seinen Wert, während Papiergeld Gefahr läuft, wertlos zu werden.

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

Russell Napier

Betrachtet man nun die Performance der beiden Währungen in den letzten Jahren, so bestätigt sich die inverse Beziehung zwischen dem US-Dollar und Gold. Wies Gold eine relative hohe Rendite auf, so wertete der US-Dollar gegenüber anderen Währungen tendenziell ab. Dies war etwa in den Jahren 2007, 2008, 2010 und 2011 sehr gut zu beobachten. Andererseits konnte der US-Dollar gegenüber anderen Währungen aufwerten, sobald Gold negativ performte. Dies ist sehr gut in den Jahren 2013, 2014 und 2015 erkennbar.

Performance von US-Dollar Index und Gold in %



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Insgesamt ist die historisch inverse Beziehung zwischen Gold und US-Dollar im Portfoliokontext extrem hilfreich, um die Volatilität des Portfolios zu senken und Risiken zu verringern. Dies gilt insbesondere für das derzeitige Marktumfeld, in dem der US-Dollar unweit seines 14-Jahres-Hochs notiert. **Mittel- und langfristig dürfte sich daher nicht nur aufgrund der Instabilität des Geldsystems, sondern auch aufgrund des festen US-Dollars erhebliches Aufwertungspotenzial für Gold ergeben.**

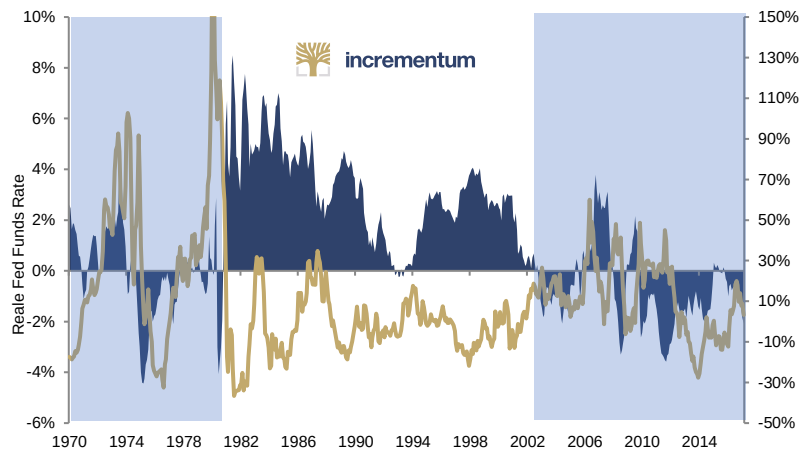
c. Gold und Zinsen

In unserem "In Gold we Trust"-Report 2015 haben wir bereits die Beziehung zwischen Gold und Zinsen untersucht.¹⁴⁷ Damals lag der Fokus auf der Beziehung zwischen Gold und der nominalen Federal Funds Rate. Das Ergebnis unserer Analyse war, dass steigende (nominale) Zinsen nicht notwendigerweise fallende Goldpreise implizieren. Auch wiesen wir darauf hin, dass die Realzinsen und deren Momentum wichtiger für die Goldpreisentwicklung sind als der Nominalzins. An dieser Stelle wollen wir anknüpfen und unsere Analyse auf die realen, also inflationsbereinigten Zinsen erweitern.

Der nachfolgende Chart zeigt die Entwicklung der realen Fed Funds Rate und den Goldpreis seit 1970.

¹⁴⁷ Vgl. "In Gold we Trust"-Report 2015

Realzinsen (linke Skala) und Goldpreis (yoy Veränderung, rechte Skala)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

"Modern portfolio theory is Ptolemaic theory. Are powerful institutional investors ready to fight?"

Ben Hunt

Es zeigt sich, dass insbesondere Zeiträume mit mehrheitlich negativen Realzinsen (im Chart blau hinterlegte Zeiträume) deutlich positiv auf den Goldpreis wirken. So stieg der Goldpreis im Zeitraum von 1970 bis 1980 von ursprünglich USD 34,90 auf USD 850, während die realen Zinsen mehrheitlich negativ notierten. Gleiches lässt sich für den Zeitraum 2003 bis 2017 attestieren. Hier stieg der Goldpreis von 356 auf aktuell 1.250 Dollar. Dies entspricht einer jährlichen Performance von fast 9%. Umgekehrt gilt, dass deutlich positive Realzinsen ein relativ schwieriges Umfeld für Gold darstellen, wie im Zeitraum von 1980 bis 2002 ersichtlich ist.

"Better to have, and not need, than to need, and not have."

Franz Kafka

Aus Portfoliosicht ist die Performance unterschiedlicher Anlagegüter in den verschiedenen Realzinsumfeldern interessant. Die nachfolgende Tabelle zeigt die durchschnittliche monatliche Performance von Gold, Silber, dem S&P 500 sowie dem US-Dollar Index seit 1970 in unterschiedlichen Realzinsniveaus.

Performance von Gold, Silber, S&P 500 und USD-Dollar Index

Realverzinsung USA	Durchschnittliche monatliche Entwicklung			
	Gold	Silber	S&P 500	US-Dollar Index*
Unter -2%	0,89%	-1,52%	0,28%	0,24%
-2% bis -1%	0,09%	0,35%	1,23%	-0,01%
-1% bis 0%	2,07%	3,13%	0,31%	0,11%
0% bis 1%	1,66%	2,01%	0,05%	0,34%
1% bis 2%	0,69%	-0,89%	-0,17%	-0,07%
Über 2%	-0,17%	-0,49%	0,91%	-0,24%

*Daten ab 1973, reale Fed Funds Rate

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

Historisch zeigt sich, dass gerade Gold und Silber am besten bei einem Realzins im Bereich zwischen -1% bis +1% performten. Während sich Gold bei negativer Verzinsung positiv entwickelt, ist für Silber ein Umfeld negativer

Realzinsen relativ schwer zu verdauen. Intuitiv ergibt dies Sinn, wenn man die realen Fed Funds als Proxy für expansive bzw. restriktive Geldpolitik interpretiert.

Für den S&P 500 Index lässt sich erkennen, dass ein Umfeld von negativen Fed Funds Raten (expansive Geldpolitik) im Bereich zwischen -2% bis -1% historisch zu den höchsten Kursgewinnen geführt hat. Im Bereich zwischen +1% bis +2% werden leichte monatliche Kursverluste verzeichnet. Verglichen mit den anderen Zinsumfeldern performt der US-Dollar Index im Bereich zwischen -1% und +1% am besten. Die positive Performance des US-Dollar Index im Umfeld von negativen Fed Funds lässt sich aufgrund seiner Funktion als sicherer Hafen erklären.

d. Gold und Aktien

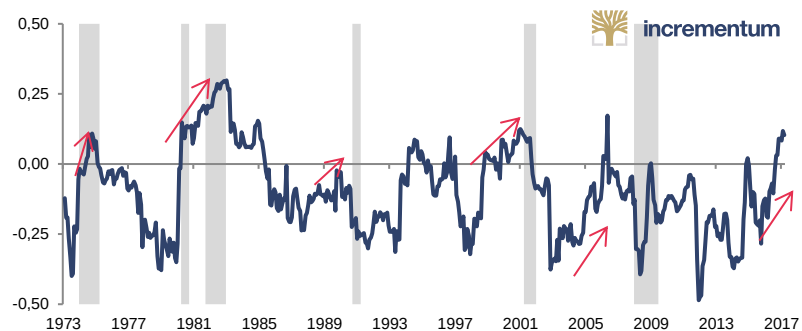
"Volatility is the only asset class. We are all volatility traders and the only question is whether we realize it or not."

Christopher Cole

Im folgenden Abschnitt wollen wir einen näheren Blick auf die Beziehung zwischen Gold und Aktien werfen. Nachdem wir bereits in den Vorjahren festgestellt haben, dass haussierende US-Aktienmärkte für Gold kein gutes Umfeld sind, wollen wir nun die schwankende Korrelation zwischen Gold und dem S&P 500 untersuchen. Zudem wollen wir die Goldpreisentwicklung im Umfeld von Aktien-Bärenmärkten analysieren.

Beginnen wir mit der Betrachtung der 3-jährigen rollierenden Korrelation zwischen Gold und dem S&P 500 Index.

3-jährige, rollierende Korrelation von Gold und S&P 500



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

"Equity markets are priced for too much hope, high yield bond markets for too much growth, and all asset prices elevated to artificial levels that only a model driven, historically biased investor would believe could lead to returns resembling the past six years, or the decades predating Lehman."

Bill Gross

Der Chart offenbart, dass die Korrelation zwischen Gold und dem S&P 500 Index über den Zeitverlauf erheblichen Schwankungen unterworfen ist und keinem einheitlichen Trend folgt. Allerdings lässt sich aus dem Chart ebenfalls erkennen, dass sich vor Rezessionen (gekennzeichnet durch graue Balken) eine Zunahme der Korrelation beobachten lässt. Aktuell befindet sich die Korrelation auf dem höchsten Stand seit 2005, was ein früher Hinweis auf eine sich anbahnende Rezession sein könnte.

Ebenfalls interessant ist die Performance von Gold und dem US-Dollar während Bärenmärkten bei Aktien. Die nachfolgende Tabelle zeigt die Performance von

Gold und dem USD-Index während maximaler Drawdown-Perioden des S&P 500 von 20% und mehr.

Performance von Gold und USD-Dollar Index bei maximalen Drawdowns des S&P 500 größer 20%

Zeitraum	Maximaler Drawdown des S&P 500	Entwicklung von Gold	Entwicklung des USD-Index
Dez. 72 – Sept. 74	-46,2%	137,8%	-4,3%
Nov. 80 – Juli 82	-23,8%	-45,8%	24,0%
Aug. 86 – Nov. 87	-30,2%	14,5%	-6,9%
Mrz. 00 – Sept. 02	-46,3%	16,1%	1,0%
Okt. 07 – Feb. 09	-52,6%	24,6%	12,3%

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

Die Tabelle zeigt, dass Gold bei maximalen Drawdowns des S&P 500 von mehr als 20%, konträr zu Aktien performt hat. Mit Ausnahme des Zeitraumes November 1980 bis Juli 1982 konnte Gold in Perioden haussieren, in welchen der S&P 500 Kursverluste von über 20% markierte. Auch die Performance des US-Dollars im Zuge von Crash-Phasen erscheint uns interessant. Betrachten wir die einzelnen Perioden einmal näher:

- Im Zeitraum Dezember 1972 bis September 1974 waren die Nachwirkungen der Beendigung des Bretton Woods-System noch deutlich zu spüren, was bei Gold zu einer wahren Preisexplosion führte und den US-Dollar abwerten ließ.
- Im Aktienbärenmarkt der Periode von November 1980 bis Juli 1982 konnte hingegen der US-Dollar erheblich aufwerten, während Gold deutlich Federn lassen musste (wobei es zuvor allerdings innerhalb von 9 Jahren von USD 35 auf USD 850 gestiegen war). Diese Bewegung ist allerdings den damaligen Geschehnissen geschuldet. So war diese Phase geprägt von Paul Volcker, der das Vertrauen in den US-Dollar wiederherstellte und die Zinsen radikal anhub.
- Anders verhielt es sich im Umfeld des Schwarzen Montags. Während der Dollar fast 30% abwertete, konnte Gold mit 14,5% deutlich zulegen.
- Die New Economy Bubble und die Finanzmarktkrise von 2008 waren geprägt von einem festen Dollar und zugleich steigenden Goldpreisen, wobei Gold deutlich stärker aufwertete als der Dollar.

"Until gold can start to out-perform equities, there is little incentive for fund managers and asset allocators to pile in. That's important because investment demand is typically the swing factor."

Charlie Morris

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich Gold hervorragend als Hedge in Stresssituationen am Aktienmarkt eignet.

Lokale Krisen, von welchen die USA nur indirekt betroffen sind, stärken hingegen den US-Dollar. Dies gilt auch für globale Krisen, in der Investoren Anlagen in vermeintlich sicheren Häfen präferieren. Allerdings übertrifft in derartigen Situationen Gold klar den US-Dollar, wie zB. die Finanzmarktkrise 2008 gezeigt hat. Dies ist der Tatsache geschuldet, dass auch der Dollar nur eine Fiatwährung ist. Kommt es hart auf hart, läuft der US-Dollar als Papiergeld Gefahr, dass die Marktteilnehmer das Vertrauen in seine Tausch- und Wertaufbewahrungsfunktion verlieren. **Ist dieses einmal verloren, kehrt das**

Papiergeld zu seinem intrinsischen Wert zurück, dem Wert von bedruckten Papierzetteln.

f. Langfristige Kaufkraftvergleiche von Gold

"There is no such thing as an inflation of prices, relative to gold. There is such a thing as a depreciated paper currency."

Lysander Spooner

Mensch und Maschine werden produktiver und arbeiten effizienter. In einem gesunden, weil wertgedeckten Geldsystem würde die Mehrzahl der Preise deshalb stetig fallen. Doch das Gegenteil ist der Fall. Was sich stets ändert, ist der Wert des Papiergeldes. Er sinkt von Jahr zu Jahr, während die arbeitende Bevölkerung mit stagnierenden oder gar fallenden Reallöhnen zu kämpfen hat. **Gold hat hingegen eine Jahrtausendelange Erfolgsgeschichte als Mittel zum Wert- und Kaufkraftherhalt.** Der Markt hat es innerhalb der letzten Jahrtausende aus logischen und rationalen Gründen – zB. hohe Liquidität, Unzerstörbarkeit, hohe Wertdichte, Fungibilität, leichte Teilbarkeit, weltweite Akzeptanz – als das optimale Geld auserkoren. **Diese einzigartigen Eigenschaften machen Gold zu einem der besten Hedges gegen die exzessive Geldmengenausweitung.**

Im Folgenden werden wir – wie auch schon in den Vorjahren – daher einen kleinen Blick auf die Entwicklung der Kaufkraft von Gold in Bezug auf einige maßgebliche Güter und Dienstleistungen werfen.

Die Preisentwicklung von Briefmarken

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

Jim Rickards

Ein interessanter Untersuchungsgegenstand ist die Preisentwicklung von Briefmarken. Die vom staatlichen US Postal Service angebotene Dienstleistung ist nicht nur inflationär, wenn man den Preis in US-Dollar betrachtet. Sie ist es besonders dann, wenn man untersucht, wie viele Briefmarken eine Unze Gold im Laufe der Zeit gekauft hat.

In den 1930er-Jahren konnte man mit einem US-Dollar 33 Briefmarken kaufen. Wollte man seiner Angebeteten täglich einen Liebesbrief¹⁴⁸ schicken, so belief sich das Porto auf 11 Dollar. 2017 müsste man für den Kauf derselben Anzahl an Briefmarken hingegen mehr als 182 US-Dollar ausgeben. Das sind fast 17-mal mehr US-Dollar innerhalb von etwa 80 Jahren.

"Wenn Papiergeldsysteme anfangen, aus den Fugen zu geraten, könnte der Ansturm aufs Gold explosiv werden."

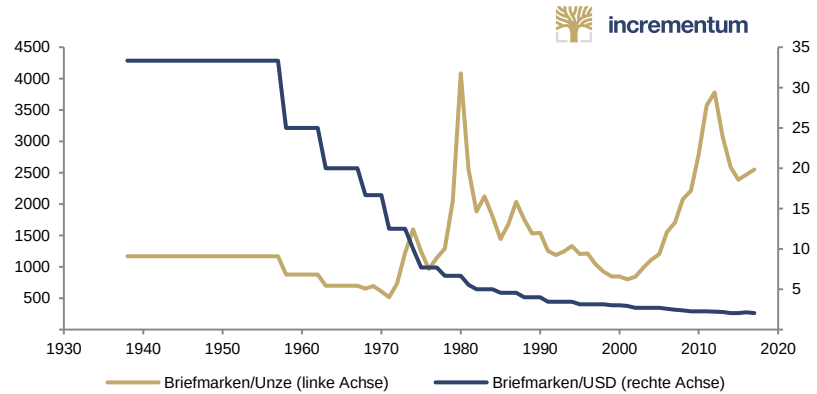
Harry Browne

In Gold betrachtet sieht das Bild anders aus: 1930 hätte man 10 Gramm Gold benötigt, um ein ganzes Jahr lang einen Brief pro Tag zu verschicken. Heute bräuchte man dazu weniger als ein Sechstel einer Feinunze Gold. **Dies zeigt deutlich, dass sich die Kaufkraft des Goldes gemessen an Briefmarken im Verlauf von acht Jahrzehnten mehr als verdoppelt hat, während die Kaufkraft des US-Dollar seitdem auf weniger als ein Sechzehntel gefallen ist.**

Die folgende Grafik bildet den Verlauf der beiden Entwicklungen – Anzahl der Briefmarken pro US-Dollar bzw. Anzahl der Briefmarken pro Feinunze Gold – ab:

¹⁴⁸ Für die jüngere Leserschaft: Briefe sind eine mittlerweile leider etwas anachronistisch anmutende Form der Kommunikation.

Briefmarken/Feinunze Gold (linke Skala) vs. Briefmarken/US-Dollar (rechte Skala)



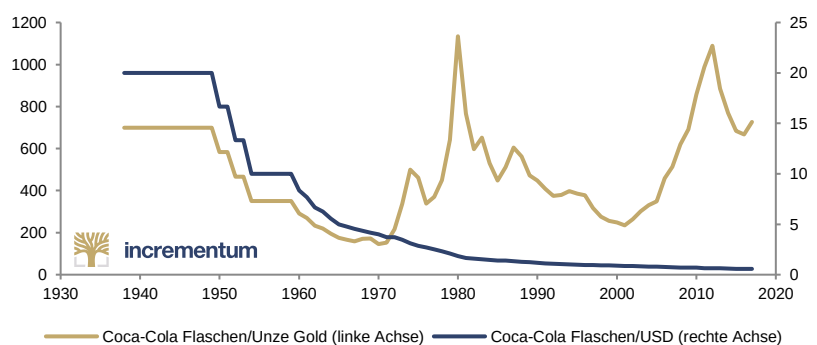
Die Preisentwicklung von Coca-Cola

"Wherever you go, there are three icons that everyone knows: Jesus Christ, Pele and Coca-Cola."

Pele

Seit seiner Erfindung im Jahre 1886 und bis in die 1950er Jahre war der Preis für eine Flasche Coca-Cola (ca. 0,35l) auf 0,05 US-Dollar festgelegt. An dieser Stelle sei auf eine kuriose Begebenheit hingewiesen. Robert Woodruff, der damalige Chef von Coca-Cola, setzte seine Verbindungen zu seinem Freund Präsident Dwight D. Eisenhower ein, um eine 0,075-US-Dollar-Münze prägen zu lassen. Damit sollte der neue, höhere Preis einer Flasche Cola weiterhin durch eine Münze reflektiert werden, genau wie es der Nickel, die 5-Cent-Münze, über 7 Jahrzehnte lang getan hatte. Langer Rede, kurzer Sinn: Der Preis einer Flasche Coca-Cola ist seitdem viele Male angepasst worden, was unterschiedliche Auswirkungen auf die Kaufkraft des US-Dollar und die des Goldes ausgedrückt in Cola-Flaschen hatte, wie die folgende Grafik zeigt.

„Cola-Kaufkraft“ von Gold (linke Achse) und dem USD (rechte Achse)



In den 30er Jahren hätte man also mit jedem US-Dollar 20 Flaschen Coca-Cola kaufen konnte, während man heutzutage mehr als einen US-Dollar benötigt, um auch nur eine einzige Flasche zu kaufen. **In Bezug auf Gold ist die Kaufkraft jedoch mit knapp über 700 Flaschen Cola pro Feinunze stabil geblieben.** Zu heutigen Preisen könnte man 726 Flaschen im Vergleich zu 700 Flaschen in den späten 1930er-Jahren kaufen. Die Kaufkraft in Bezug auf Coca-Cola wäre also ziemlich stabil geblieben, wenn man Gold gespart hätte. **Beim**

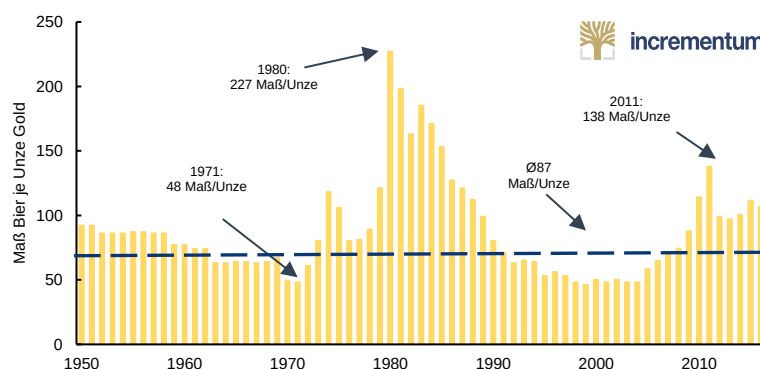
"A woman is like beer. They look good, they smell good, and you'd step over your own mother just to get one!"

Homer Simpson

Sparen in US-Dollar wäre die Kaufkraft dagegen auf ein 33-stel dessen abgesunken, was sie vor achtzig Jahren einmal gewesen ist.

Ein Fixpunkt in unserem Report gilt stets der "Bierkaufkraft" von Gold. Kostete eine Maß Bier auf dem Münchner Oktoberfest im Jahre 1950 noch umgerechnet 0,82 Euro, so lag der Preis 2016 im Schnitt bereits bei 10,55 Euro.¹⁴⁹ Die jährliche Bierpreis-Teuerung beläuft sich seit 1950 somit auf 4,2%. Setzt man den Bierpreis in Relation zum Goldpreis, so erhielt man 2016 111 Maß Bier je Unze Gold. Historisch gesehen liegt der Mittelwert bei 87 Maß – die "Bierkaufkraft" des Goldes ist derzeit somit leicht über dem langfristigen Mittel. Der bisherige Höchststand wurde im Jahre 1980 bei 227 Maß je Unze Gold erreicht. Wir halten es für gut möglich, dass diese Werte wieder erzielt werden. **Hopfenaffine Freunde des Goldes sollten somit von einer steigenden Bier-Kaufkraft ausgehen.**

Gold/Wiesnbier-Ratio



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

Fazit

In unserem Buch schreiben wir: "Es ist verblüffend, wie sehr die Menschen die Entwertungsspirale namens Inflation unterschätzen. Es handelt sich vermutlich um das größte offene Geheimnis der Wirtschaftsgeschichte. Offen, weil es allen Geschichtsschreibern bekannt, hinreichend dokumentiert und erstaunlich universell ist. In fast jeder Kultur und zu fast jeder Zeit haben sich die Hüter des Geldes an diesem vergriffen. Seit der monetären Revolution der Moderne ist dieser Zugriff jedoch noch weniger offensichtlich, da den Währungen die materielle Grundlage entzogen ist und sie beliebig dehnbar wurden. Daher bleibt die Aufblähung und damit Entwertung der Schuldwährungen, die man in der Ökonomik "Inflation" nennt, ein Geheimnis für die meisten Menschen: Sie spüren die Entwertung als laufenden Druck, kennen aber die Ursache nicht und blicken in die falsche Richtung."¹⁵⁰

¹⁴⁹ Abhängig vom Festzelt kostete eine Maß zwischen 10,40 Euro und 10,70 Euro.

¹⁵⁰ Vgl. Österreichische Schule für Anleger: *Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, 2014, S. 30



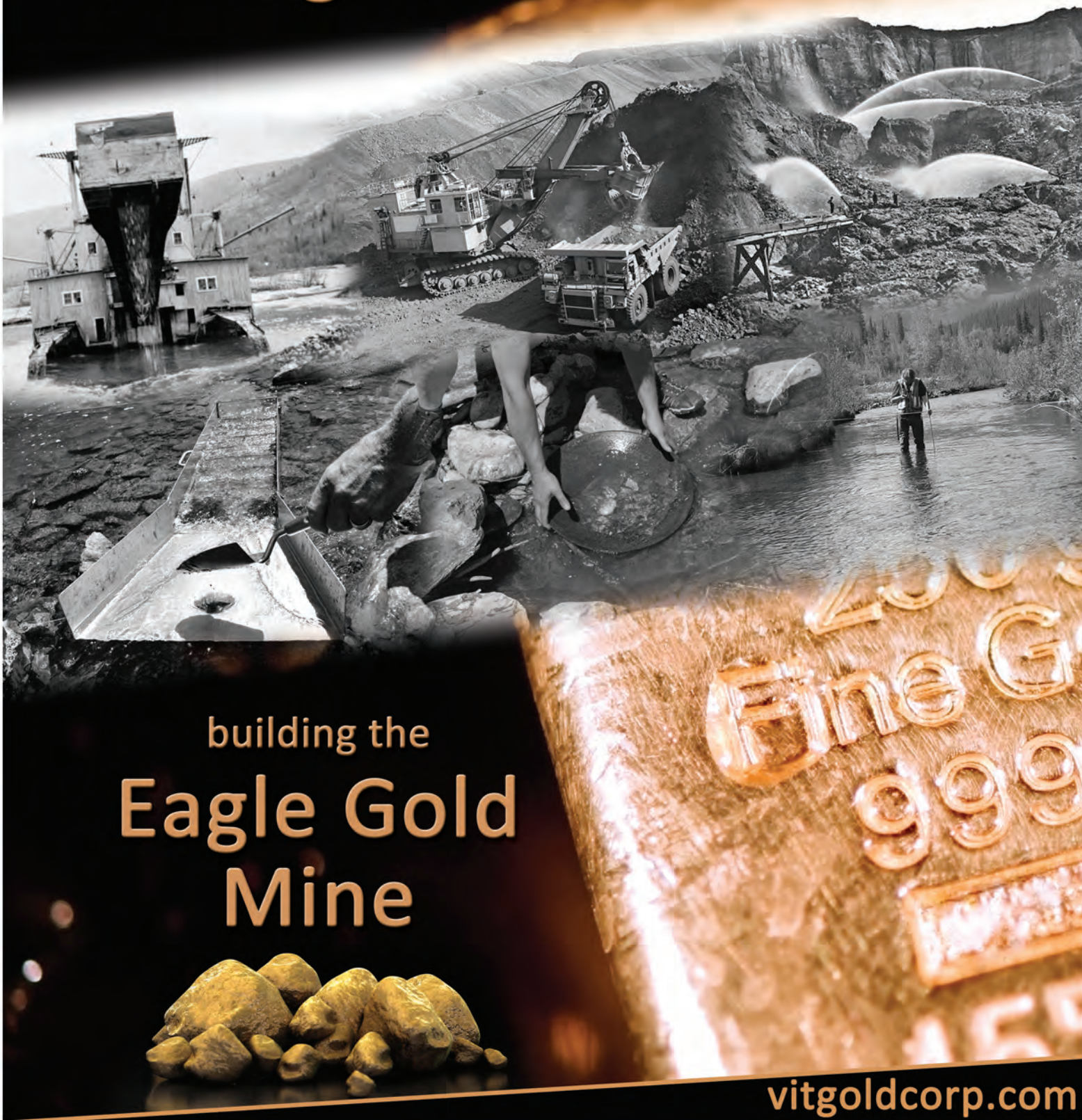
TSX-V:VIT



Victoria
GOLD CORP

Continuing a Yukon Tradition

“Mining Gold”



building the
Eagle Gold
Mine

vitgoldcorp.com

Key Takeaways

- Der vergangene Bärenmarkt im Bereich der Minenaktien war der längste und ausgeprägteste der Geschichte.
- Einen Vorgeschmack auf das möglicherweise deutlich asymmetrische Auszahlungsprofil und den erhöhten Hebel auf steigende Goldpreise haben uns die ersten Monate des letzten Jahres geliefert.
- Bewertungstechnisch erscheinen uns das Wachstum von Free Cash-Flow, Goldreserven je Aktie und Gewinnwachstum je Aktie als wichtigste Kennzahlen.

Minenaktien

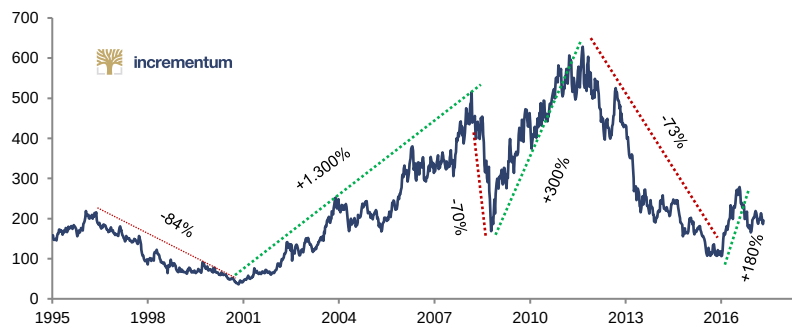
"Going in one more round when you don't think you can – that's what makes all the difference in your life".

Rocky Balboa, Rocky IV

Als unser letzter "In Gold we Trust"-Report erschien, notierte der Gold Bugs Index (kurz HUI) bei 240 Punkten. Nach einer fulminanten Rally von mehr als 180% innerhalb von 8 Monaten, korrigierte der Sektor 61,8% seines vorherigen Anstieges. Seit Jahresbeginn hat sich das Blatt wieder gewendet und sich das technische Bild klar aufgeheitelt. **Auf den folgenden Seiten werden wir erläutern, wieso wir davon ausgehen, dass der Ausbruch im Vorjahr die Beendigung des zyklischen Bärenmarktes markierte und warum der Höhenflug der Minenaktien gerade erst begonnen hat.**

Eingangs wollen wir erneut auf die enorme Volatilität und Inflationssensitivität des Minensektors hinweisen. Die nachfolgende Grafik illustriert, dass Goldaktien alles andere als "buy and hold"-Investments darstellen und aktiv verwaltet werden müssen. Dies bestätigt auch das folgende Zitat von Benjamin F. King: *"Market and sector forces together typically cause 80% of the price movement in a stock. That means the company fundamentals usually account for less than 20% of a stock's price movement. This is the reason a company's stock price sometimes seems to move independently of the fundamentals".¹⁵¹*

Amex Gold Bugs Index: Bullenmarkt- und Bärenmarkzyklen seit 1995



Quelle: Incrementum AG, Bloomberg

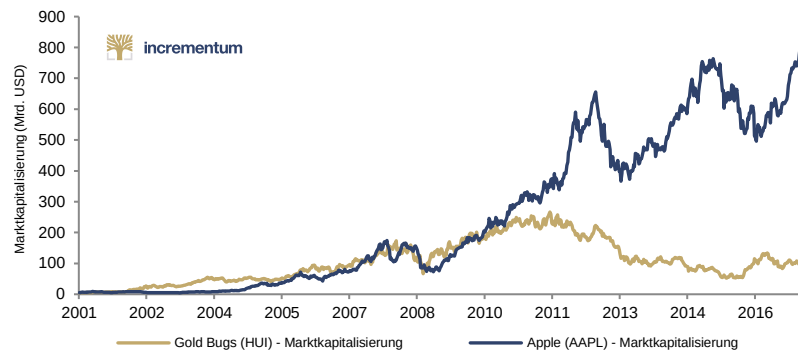
"The great financial success stories are people who had cash to buy at the bottom."

Russell Napier

Ein Blick auf die Marktkapitalisierung der Goldminenunternehmen zeigt eine beträchtliche Bewertungsdiskrepanz gegenüber anderen Anlageklassen. Derzeit wird der Gold Bugs Index (kurz: HUI), welcher die 16 größten ungehedgten Goldproduzenten umfasst, mit lediglich 99 Mrd. USD bewertet. Diese Summe beträgt 0,4% der Marktkapitalisierung aller Titel im S&P 500 Index. Allein Apple ist aktuell um 720% höher kapitalisiert als alle 16 Unternehmen aus dem Index. **Eine weitere interessante Zahlenspielerei: Allein mit dem derzeitigen Cash-Bestand von Apple könnte man entweder 2,5 Mal den Gold Bugs Index oder wahlweise auch 6.500 Tonnen Gold kaufen. Nach den USA wäre Apple gemäß dieses Gedankenspiels somit der zweitgrößte Goldhalter der Welt.**

¹⁵¹ "The Latent Statistical Structure of Securities Price Changes", Benjamin F. King

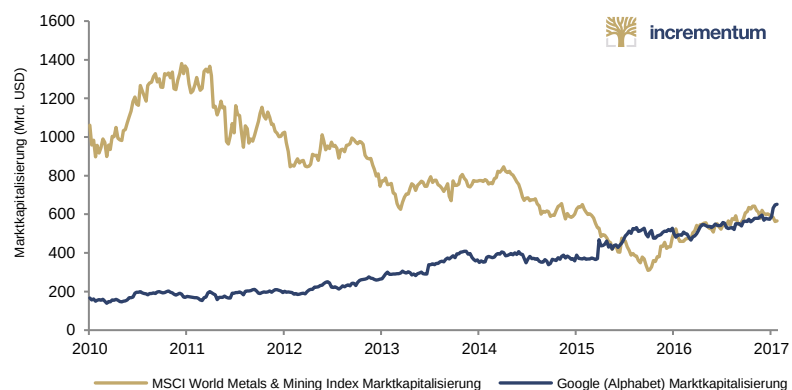
Marktkapitalisierungen Gold Bugs Index (HUI) vs. Apple, in Mrd. USD



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Nachfolgend zeigen wir die Marktkapitalisierung des MSCI World Metals & Mining Index im Vergleich zu Internetgigant Google (nun Alphabet). Der Index, der die 39 größten Minenkonzerne der Welt, also auch die breit diversifizierten Unternehmen wie BHP Billiton und Rio Tinto enthält, verfügt derzeit über eine geringere Bewertung als Google.

Marktkapitalisierungen MSCI World Metals & Mining Index vs. Google (Alphabet), Mrd. USD



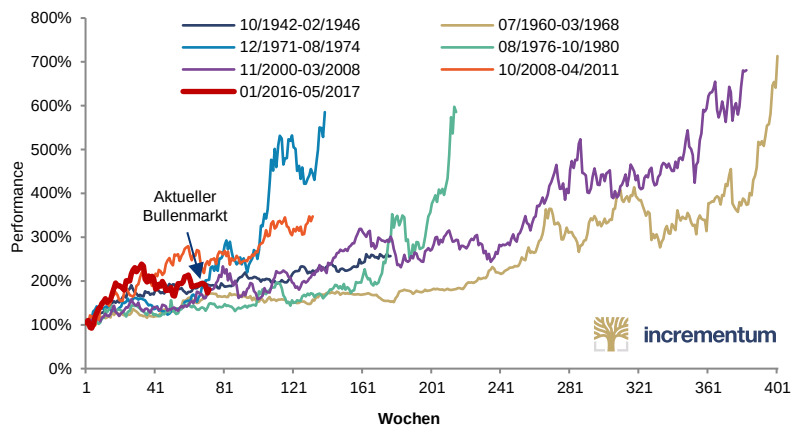
Quelle: Bloomberg, Incrementum AG, Dr. Torsten Dennin

*"Ein Bullenmarkt ist wie Sex.
 Kurz vor dem Ende fühlt er sich
 am besten an."*
Barton Biggs

Werfen wir nun einen Blick auf alle Bullenmärkte des Barrons Gold Mining Index (BGMI)¹⁵², so erkennt man, dass der aktuelle Aufwärtstrend im Vergleich zum vorangegangenen noch relativ kurz und schwach ausfällt. Sollten wir uns wirklich am Beginn einer ausgeprägten Trendphase bei den Minen befinden – wovon wir ausgehen – so dürfte noch ausreichend Aufwärtspotenzial vorhanden sein.

¹⁵² Seines Zeichens der älteste verfügbare Goldminenindex. Der Index kann unter www.bgmi.us bezogen werden.

Bullenmärkte im Vergleich: BGMI Bullenmärkte seit 1942



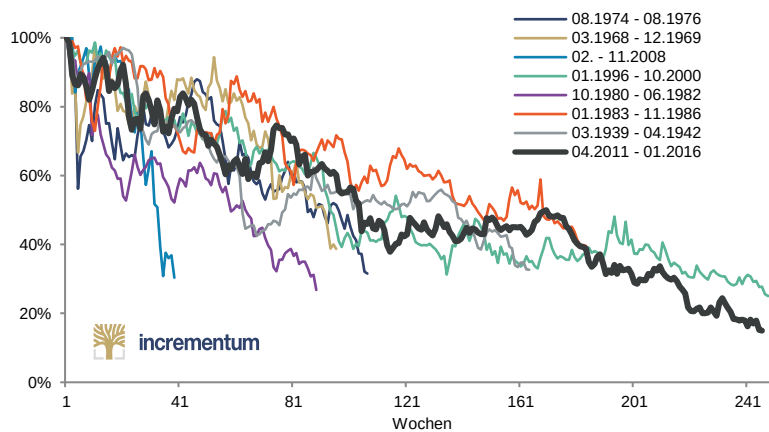
Quelle: Nowandfutures, TheDailyGold.com, Barrons, Incrementum AG

"A speculator is a man who observes the future, and acts before it occurs."

Bernard Baruch

Der von uns sehr geschätzte Analyst Jordan Roy-Byrne beschreibt den aktuellen Zustand des Sektors mit "Bearish Bull". Nachdem sich die Fundamentaldaten des Bergbausektors bereits 2014 und 2015 stabilisiert hatten, setzte Ende 2015 die finale Kapitulation des Sektors ein. Dies lässt sich daran erkennen, dass Minenaktien zu diesem Zeitpunkt die schlechteste 5- und 10-Jahres rollierende Performance seit 90 Jahren aufwiesen. Relativ zum S&P markierten Minentitel im Zuge dieser finalen Trendbeschleunigung ein Allzeit-Tief und das Preis/Buchwert-Verhältnis lag auf dem tiefsten Stand seit Beginn der Aufzeichnungen vor mehr als 40 Jahren. **Auch anhand der nächsten Grafik erkennt man, dass der vorangegangene Bärenmarkt historisch einzigartig war.**¹⁵³

Bärenmärkte im Vergleich: BGMI Bärenmärkte seit 1942



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

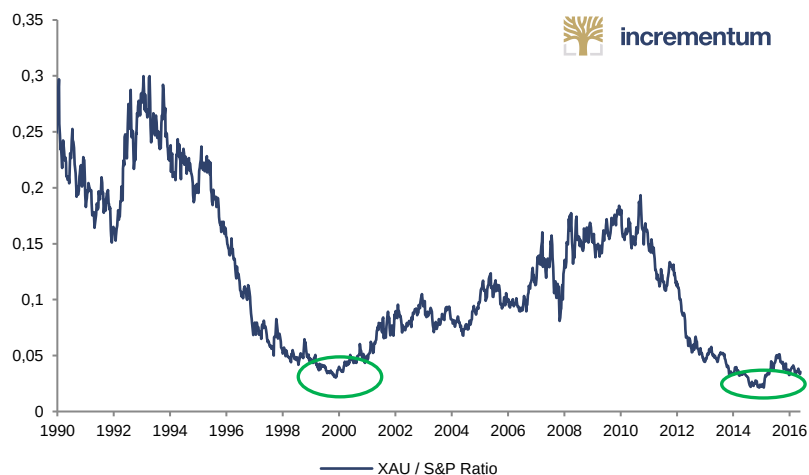
Sehen wir uns nun die Minenaktien in Relation zum breiten Aktienmarkt an, so erkennt man, dass dem Goldsektor seit 2011 extrem viel Skepsis entgegengebracht wird. Das Verhältnis liegt derzeit auf dem gleichen Stand wie im Jahre 2001, als der Goldpreis bei USD 300 notierte und der große Bullenmarkt bei den Minenaktien begann. Sollte das 20. Jahres Hoch auf Wochenbasis aus dem Jahr 2011 wieder erreicht werden, so müsste der XAU-Index

¹⁵³ Vgl. "The Bearish Bull", Jordan Roy-Byrne, TheDailyGold.com



auf 460 Punkte steigen. Das entspräche - bei gleichbleibendem S&P 500 - einem Kursplus von mehr als 370%. Auch wenn solche Zahlen auf den ersten Blick utopisch erscheinen, darf nicht vergessen werden, dass der Edelmetallsektor in der Vergangenheit oftmals euphorische Trendphasen durchlebt hat. Vor allem in Zeiten steigender Inflationsraten und eines Vertrauensschwunds in das Geldsystem erscheinen solche Indexstände vorstellbar.¹⁵⁴

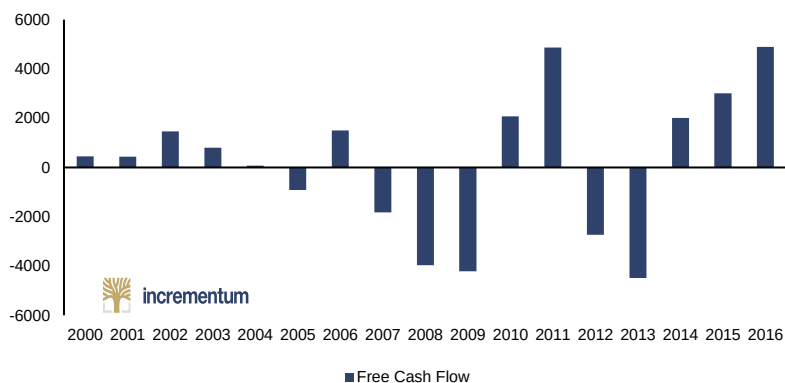
Philadelphia Gold and Silver Index (XAU) / S&P 500 Ratio



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Auch was die operativen Ergebnisse betrifft, so zeichnet sich ein klar positiver Trend ab. Die Branche dürfte gelernt haben, mit den niedrigen Preisen zu leben. **2012 und 2013 wurde seitens der Unternehmen im HUI-Index noch signifikant negativer Free Cash Flow erwirtschaftet. Die Ertragslage hellte sich in den Folgejahren deutlich auf. Im Vorjahr generierten die Miner einen Free Cash Flow von USD 4,8 Mrd., was den Rekordwert von 2011 übertraf.**

Free Cash Flow Gold Bugs Index (in Mio. USD)



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Bei aller Zuversicht, die wir hinsichtlich der Miner an den Tag legen, sollte jedoch auf folgende Tatsachen nicht vergessen werden:

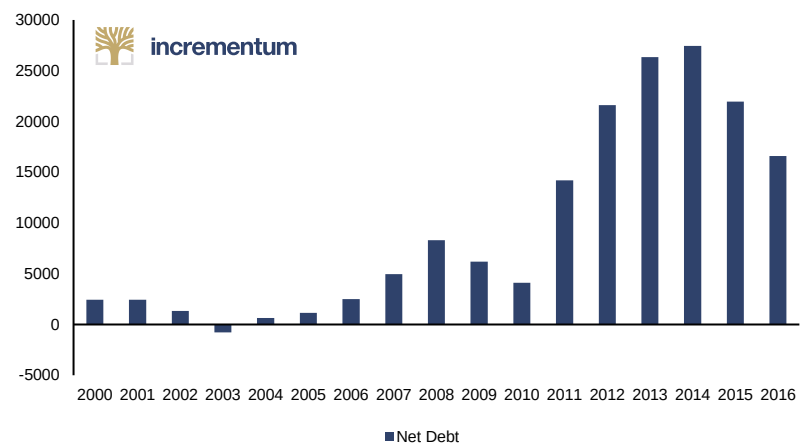
¹⁵⁴ Quelle: Ringler Research: www.mining-research.de

"Buying natural resources at the right time of the cycle can be extremely rewarding business. Producers tend to suffer from the triple whammy of lower prices, lower volumes, and expensive financing. A great combination for anyone with cash and hungry for resources."

Diego Parilla

- Die Goldproduzenten schafften es in den letzten Jahren durch umfangreiche Einsparungsmaßnahmen die Förderkosten deutlich zu senken. Geholfen haben in diesem Zusammenhang sicherlich auch die deutlich gefallen Energiepreise, die traditionell einen signifikanten Anteil an den reinen Förderkosten ausmachen. Viele Produzenten haben zudem massive Ausgabenkürzungen bei den jährlichen Explorationsausgaben gemacht. Da die Goldreservenbasis durch den Goldabbau stetig fällt, erwarten wir in den nächsten Jahren eine deutliche Beschleunigung der Übernahmeaktivitäten. Wir erwarten hier besonders M&A-Aktivitäten bei Explorern und Developern mit Projekten in politisch stabilen Regionen wie Australien und Nordamerika. Die jüngste Übernahme von Integra Gold im Mai durch Eldorado Gold bestätigt unsere Einschätzung.
- Obwohl in den Vorjahren ein Schuldenabbau stattfand, sind die Titel im Amex Gold Bugs Index mit insgesamt USD 16 Mrd. weiterhin hoch verschuldet.

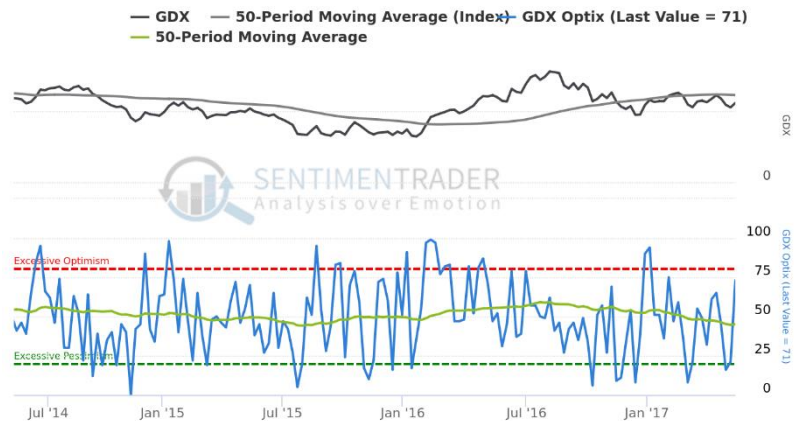
Amex Gold Bugs Index – Net Debt (in Mio. USD)



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

- Die enorme Kapitalintensität des Sektors führt dazu, dass selbst in Haussejahren des Goldpreises viele Unternehmen Verluste verzeichnen. Um diese Verluste bzw. Mega-Übernahmen zu finanzieren, emittierten die Unternehmen im großen Stile neue Aktien. Ironischerweise könnten die viel gescholtenen Notenbanker hier Vorbild bei der Inflationierungspolitik gewesen sein. Die Verwässerung der Aktionärsstruktur ist einer der wesentlichsten Gründe für die enttäuschende Entwicklung des Sektors.
- Kurzfristig erscheint uns die technische Lage etwas zu optimistisch. Wie anhand des Optix-Index erkenntlich, nähert sich die Stimmung im GDX Index bereits einem optimistischen Extrem. Hier könnte – auch passend zum saisonalen Verlauf der Miner – ein sommerlicher Rücksetzer hervorragende Einstiegsmöglichkeiten bieten.

GDx Optix



Quelle: Sentimentrader

Fazit

"The great menace to the life of an industry is industrial self-complacency."

Joyce Carol Oates

Wir sind weiterhin der festen Überzeugung, dass der vierjährige Bärenmarkt dazu geführt hat, dass ein Großteil der Mining-Unternehmen nun auf einem solideren Fundament steht. Die operativen Anstrengungen haben dazu geführt, dass die Produzenten nun schlanker sind, Verschuldung abgebaut haben und stärker von steigenden Goldpreisen profitieren werden. **Einen Vorgeschmack auf dieses asymmetrische Auszahlungsprofil und den erhöhten Hebel auf steigende Goldpreise haben uns bereits die ersten Monate des letzten Jahres geliefert, als die Minenaktien eine Rally von 180% markierten, während Gold um "lediglich" 28% fester tendierte.**

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

Antizyklische Investoren finden im Edelmetallsektor auf Sicht der nächsten Jahre eine attraktive Nische mit einem hervorragendem Chance-Risiko-Verhältnis vor. Der Fokus sollte weiterhin auf konservative Unternehmen gesetzt werden, die nicht nur Wachstum um jeden Preis auf der Agenda haben, sondern bei denen die Interessen der Aktionäre im Vordergrund stehen. **Bewertungstechnisch erscheinen uns das Wachstum von Free Cash-Flow, Goldreserven je Aktie und Gewinnwachstum je Aktie als wichtigste Kennzahlen.** Der Papierflut sollte man besonders in diesem Sektor entgehen können, vor allem wenn man sich gegen die Inflationierung seitens der Notenbanken absichern möchte.

"Put not your trust in money, but put your money in trust."

Oliver Wendell Homes Sr.



In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns derzeit auf Developer und Emerging Producer. Ausgehend von unserer Prämisse, dass sich Gold nun wieder im Bullenmarkt befindet, rechnen wir mittelfristig mit einem fallenden Gold-Silber-Ratio. **In diesem Szenario müssten sich besonders bei Silberminern herausragende Investmentopportunitäten ergeben.**

Endeavour
SILVER



NYSE: EXK | TSX: EDR | FSE: EJD

Endeavour Silver Corp. ist ein Edelmetall-Minenunternehmen mittlerer Marktkapitalisierung. Das Unternehmen besitzt und betreibt drei hochwertige Untertagebau-Minen, welche Silber und Gold fördern, in Mexiko: die Guanaceví-Mine in Durango, die Bolañitos- und die El Cubo-Minen in Guanajuato.

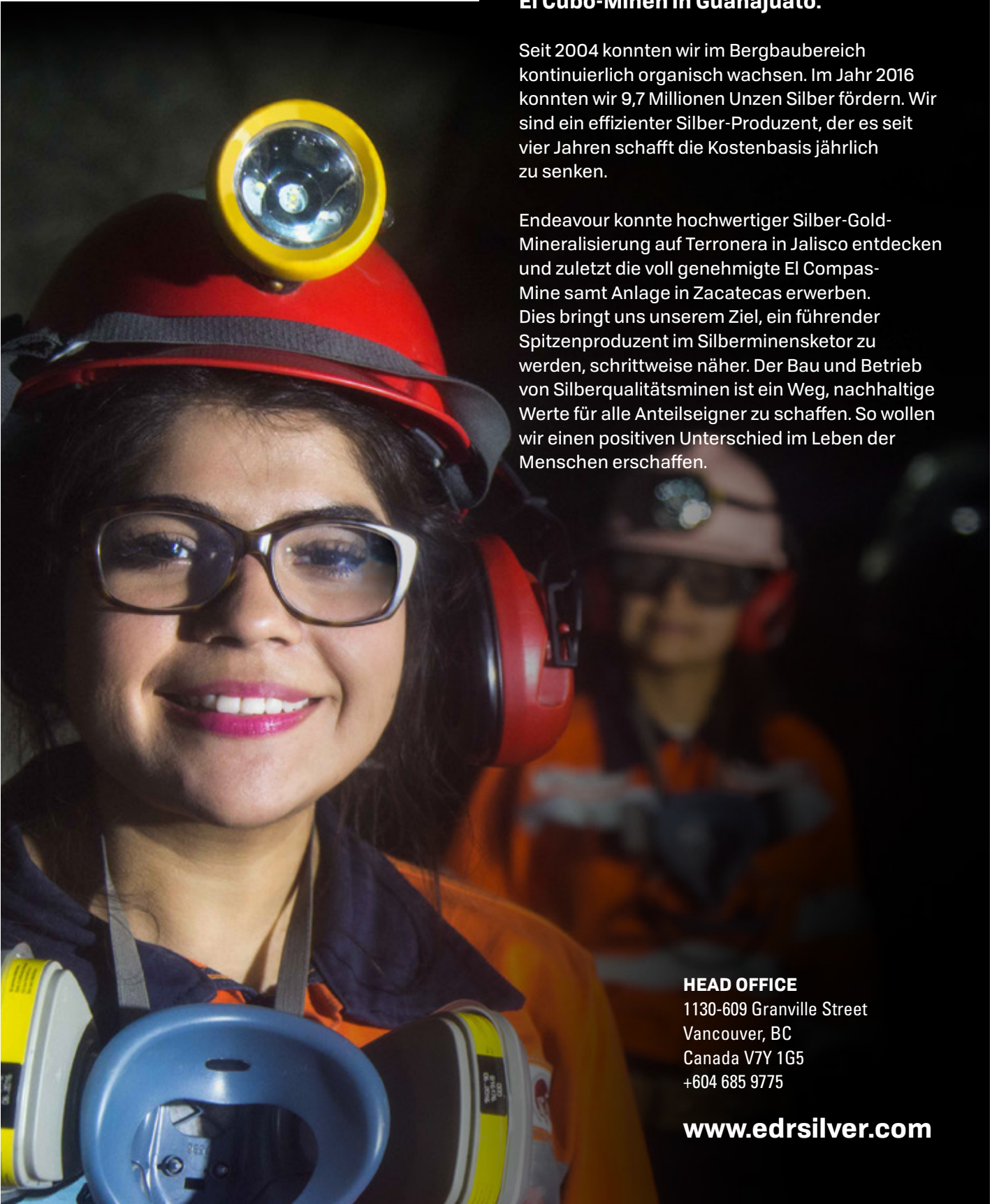
Seit 2004 konnten wir im Bergbaubereich kontinuierlich organisch wachsen. Im Jahr 2016 konnten wir 9,7 Millionen Unzen Silber fördern. Wir sind ein effizienter Silber-Produzent, der es seit vier Jahren schafft die Kostenbasis jährlich zu senken.

Endeavour konnte hochwertiger Silber-Gold-Mineralisierung auf Terronera in Jalisco entdecken und zuletzt die voll genehmigte El Compas-Mine samt Anlage in Zacatecas erwerben. Dies bringt uns unserem Ziel, ein führender Spitzenproduzent im Silberminensktor zu werden, schrittweise näher. Der Bau und Betrieb von Silberqualitätsminen ist ein Weg, nachhaltige Werte für alle Anteilseigner zu schaffen. So wollen wir einen positiven Unterschied im Leben der Menschen erschaffen.

HEAD OFFICE

1130-609 Granville Street
Vancouver, BC
Canada V7Y 1G5
+604 685 9775

www.edrsilver.com



Technische Analyse

Key Takeaways

- Der Coppock-Indikator hat 2015 auf Kauf gedreht und Anfang 2017 das Kaufsignal bestätigt.
- Das Gold-Sentiment oszilliert weiterhin zwischen Desinteresse, Pessimismus und leichter Zuversicht.
- Der CoT-Report hat sich bei Gold und Silber zuletzt gebessert, für eine Entwarnung scheint es jedoch noch zu früh.
- Gemäß Midas Touch wäre der finale Rücksetzer auf die 200-Tagelinie im Sommer der ideale Zeitpunkt, um für die Rally im zweiten Halbjahr positioniert zu sein. Diese könnte den Goldpreis bis zum Frühjahr 2018 bis auf ca. 1.500 USD voranbringen.

"The illusion of randomness gradually disappears as the skill in chart reading improves."

John Murphy

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

Barton Biggs

Im Rahmen einer umfassenden Analyse darf eine technische Analyse des Goldpreises keinesfalls fehlen. Bei dieser ist es wichtig, dass das Augenmerk *ausschließlich* auf die technischen Preis- bzw. Marktgegebenheiten gerichtet wird und die Betrachtung objektiv und unabhängig von der fundamentalen Meinung erstellt wird. Dies kann unter Umständen dazu führen, dass ein und derselbe Analyst bei einer rein technischen Betrachtung zu völlig verschiedenen Ergebnissen kommen kann als bei seiner fundamentalen Analyse.

Im Vorjahr hatten wir geschrieben: *"Aus Sicht der Marktstimmung und des CoT-Reports würde uns eine kurze Phase des "Durchschnaufens" nicht verwundern. Wir erwarten jedoch keine tiefe Korrektur, nachdem scheinbar großes Kauf-Interesse an der Seitenlinie wartet, was zu einem "buy the dips" führt."*

Hinsichtlich des langfristigen Chartbildes kamen wir zu folgender

Conclusio: *"Im Dezember wurde ein Doppelboden bei 1.046 US-Dollar ausgebildet, welcher aus unserer Sicht den Tiefststand des Bärenmarktes darstellt. Ein Anstieg würde demnach ohne viel "Gegenwehr" und relativ zügig verlaufen. Konkret könnte ein nachhaltiges Überschreiten der 1.300 US-Dollar eine Hausse bis hinein in den Bereich von 1.530 US-Dollar auslösen."*

Diese Einschätzung erwies sich nur teilweise als korrekt. Zwar führte die Rally bis auf 1.375 USD, das anschließende "Durchschnaufen" fiel jedoch deutlich stärker als erwartet aus. Ob die impulsive Bewegung im ersten Halbjahr 2016 nur einen "dead cat bounce"¹⁵⁵ oder den Beginn eines neuen Bullenmarktes markierte, werden wir auf den nachfolgenden Seiten analysieren.

Für die langfristige Standortbestimmung sehen wir uns zuerst die Coppock-Kurve, einen äußerst langfristigen und verlässlichen

Momentum-Indikator, an.¹⁵⁶ Als Kaufsignal gilt, wenn der Indikator unter der Nulllinie nach oben dreht, also eine positive Steigung annimmt. Der Vorteil dieses Indikators liegt darin, dass man große Trendwechsel verlässlich erkennt. Seit Anfang 2015 steht der Indikator auf Kauf und bewegt sich seitdem sukzessive nach oben. Anfang 2017 hat der Coppock nun auch die Null-Linie durchkreuzt, was das bullische Setup klar bestätigt.¹⁵⁷

¹⁵⁵ Wikipedia: **Dead-Cat-Bounce** (dt. *Hüpfen einer toten Katze*) ist eine Metapher an den Finanzmärkten. Sie beschreibt die nicht nachhaltige Erholung eines Wertpapierkurses oder Wertpapierindex' nach einem starken, meist länger andauernden Einbruch. Der Begriff ist abgeleitet von dem zynischen englischen Sprichwort: *"Even a dead cat will bounce if it is dropped from high enough"*

¹⁵⁶ 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.

¹⁵⁷ Vgl. "Gold Sector Update – What Stance is Appropriate", acting-man.com



Gold und Coppock-Indikator seit 1998



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

a. Sentiment

"Gold remains the asset that
Wall Street loves to hate."
www.acting-man.com

Die Stimmungslage bezüglich Gold oszilliert weiterhin zwischen Desinteresse, Pessimismus und leichter Zuversicht. Gemäß Bloomberg liegt der Konsens für Ende 2017 mittlerweile bei 1.244 USD. Anschließend erwartet man bis 2020 einen Anstieg auf 1.336 USD, was de facto einem Seitwärtslauf entspricht. Das wäre eine Entwicklung, die – sofern man sich mit Marktzyklen beschäftigt – äußerst unwahrscheinlich erscheint. Allerdings sollte auch erwähnt werden, dass keiner der knapp 40 befragten Analysten langfristig von Preisen unter 1.000 USD ausgeht. Dies ist aus antizyklischer Sicht durchaus besorgniserregend.

Bloomberg: Analysten-Konsensus für Gold und Silber: Q2 2017-2020

	Sent.	Spot	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	2017	2018	2019	2020
1) Gold \$/t oz		1224	1236	1224	1228	1234	1227	1242	1268	1292
Forecast (Median)			1250	1248	1233	1270	1244	1273	1300	1336
Diff (Median - Curr)			+14	+24	+4	+36	+17	+32	+32	+44
2) Silver \$/t oz		16.39	16.76	16.26	16.38	16.48	16.71	16.64	17.02	17.46
Forecast (Median)			17.75	17.75	17.67	18.50	17.70	18.50	19.25	20.00
Diff (Median - Curr)			+0.99	+1.49	+1.30	+2.02	+0.99	+1.86	+2.23	+2.54

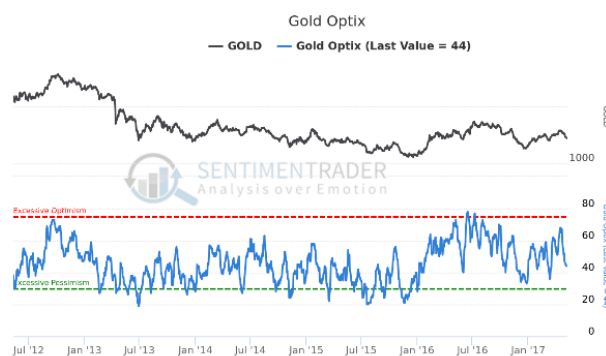
Quelle: Bloomberg

"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

Einer unserer favorisierten Stimmungsindikatoren ist der Optix-Index von Sentimentrader. Er inkludiert die gängigsten Stimmungsindikatoren sowie Daten aus dem Futures- und Optionsmarkt. So wie jeder Stimmungsindikator ist er als Kontraindikator zu interpretieren, d.h. ein hoher Optimismus ist negativ zu werten und vice versa. Man erkennt anhand der Grafik, dass im Sommer des Vorjahres bereits hoher Optimismus vorherrschte. Dieser hat sich im Laufe der letzten Monate signifikant abgebaut und wir befinden uns nun nahe des Niveaus, das bislang meist gute Kaufopportunitäten lieferte.



Optix-Indikator und Goldpreis seit 2012



Quelle: Sentimentrader.com

Die Kombination aus weiterhin relativ geringem Interesse seitens der Investoren sowie der mangelnden Kursphantasie seitens der Analysten ist unserer Meinung nach ein gutes Fundament für eine Fortsetzung der Rally.

b. Saisonalität

*"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

Dass Gold eine ausgeprägte Saisonalität besitzt, haben wir bereits in den letzten Reports beschrieben. Man erkennt, dass Gold typischerweise von Anfang August bis Ende Februar steigt. In dieser Zeit trat mit 7,5% fast der gesamte mittlere Jahresgewinn auf. In den übrigen 167 Kalendertagen vom 21. Februar bis 6. August wurden hingegen saisonal kaum Kursgewinne verzeichnet. Im Mittel stieg Gold in dieser Phase lediglich um 0,30%.

Goldpreis in US-Dollar, saisonaler Verlauf, ermittelt über 46 Jahre¹⁵⁸

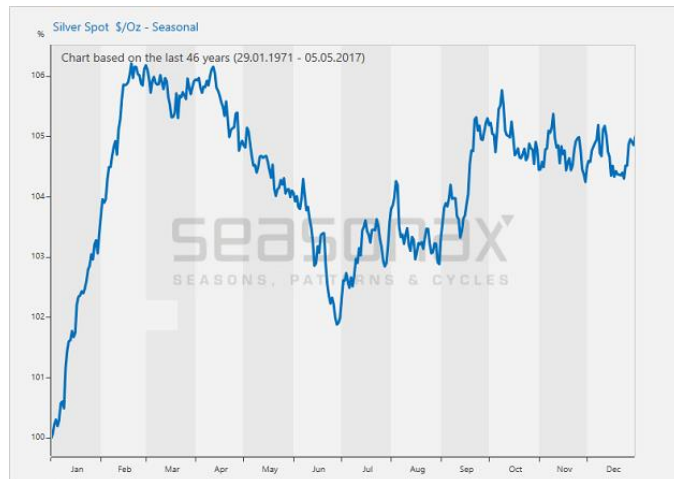


Quelle: www.seasonax.com

¹⁵⁸ Die saisonalen Charts wurden uns dankenswerterweise von Dimitri Speck, dem Gründer von Seasonax zur Verfügung gestellt. Seasonax ist eine App für Bloomberg- und Thomson Reuters-User für Saisonalität, Event-Studies und Intraday-Order-Optimierungen. Allen Lesern des Goldreports, die sich bis zum 14. Juni anmelden, bietet Seasonax, zusätzlich zum einmonatigen Gratis-Test, eine dreimonatige Geld-Zurück-Garantie an: www.seasonax.com/#trial

Und wie sieht es bei Silber aus? Silber und Gold korrelieren stark, deswegen liegt die Vermutung nahe, dass auch der jahreszeitliche Verlauf ähnlich ist. Doch ist dem so?

Silberpreis in US-Dollar, saisonaler Verlauf, ermittelt über 46 Jahre



Quelle: www.seasonax.com

*"The early bird gets the worm,
 but the second mouse gets the
 cheese."*

Willie Nelson

Wie Sie sehen, verläuft der Silberpreis völlig anders als der Goldpreis. Silber steigt typischerweise zum Jahresbeginn rasant an. Alleine vom ersten Handelstag des Jahres bis Ende Februar legte Silber im Mittel um 9,78% Prozent zu und damit in bloß zwei Monaten mehr als im ganzen Jahr. In den übrigen zehn Monaten fiel Silber im Schnitt.

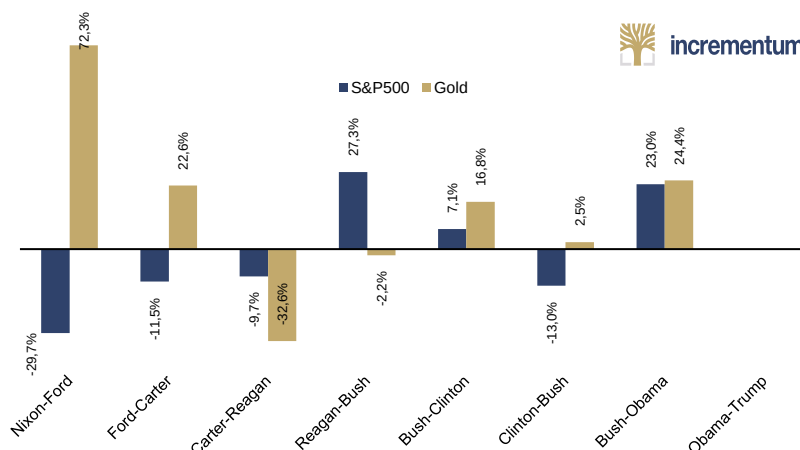
Warum ist das so? Silber ist in viel stärkerem Maße Industriemetall.

Die Nachfrage als Industriemetall dominiert den saisonalen Preisverlauf. Hintergrund dürfte sein, dass viele industrielle Verarbeiter ihre Kaufaufträge vermehrt zum neuen Geschäftsjahr platzieren, wenn sie ihre Rückschau auf das vergangene Jahr und ihre Planungen für das angelaufene Jahr abgeschlossen haben.

Analysieren wir nun die Saisonalität des Goldpreises im Rahmen des US-Präsidentschaftszyklus. Seit Richard Nixon gab es insgesamt 7 Transitionsjahre (von Republikanern zu Demokraten bzw. umgekehrt). Sehen wir uns die Performance in diesen Jahren an, so ist das Ergebnis durchwegs positiv und liegt bei 14,8% (versus 8,4% annualisiert zwischen 1974 und 2016). Ebenso interessant erscheint die Tatsache, dass der S&P500 in diesen Jahren deutlich underperformte. Ein Minus von 0,9% steht einer Gesamtperformance von 9% gegenüber.¹⁵⁹

¹⁵⁹ Vgl. "Gold in Presidential Transition Years", Merk Investments LLC

Gold und S&P500 in Transitionsjahren



Quelle: Merk Investments, Incrementum AG

Sehen wir uns nun die US-Präsidentschaften seit Richard Nixon an, so zeigt sich klar, dass Demokraten für den Goldpreis vorteilhafter waren. Dies liegt vermutlich daran, dass demokratische Präsidenten grosso modo geldpolitisch expansiver agierten als ihre republikanischen Pendants.

Übersicht: US-Präsidenten und Goldpreisperformance

Präsident	Partei	Amtsantritt	Preis bei Amtsantritt	Amtsende	Preis bei Amtsende	Performance
Richard Nixon	Republikanische Partei	20.01.1969	\$42,30	09.08.1974	\$152	260,5%
Gerald Ford	Republikanische Partei	09.08.1974	\$152	20.01.1977	\$132	-12,8%
Jimmy Carter	Demokratische Partei	20.01.1977	\$132	20.01.1981	\$563	324,4%
Ronald Reagan	Republikanische Partei	20.01.1981	\$563	20.01.1989	\$404	-28,2%
George Bush	Republikanische Partei	20.01.1989	\$404	20.01.1993	\$328	-18,7%
Bill Clinton	Demokratische Partei	20.01.1993	\$328	20.01.2001	\$265	-19,1%
George W. Bush	Republikanische Partei	20.01.2001	\$265	20.01.2009	\$835	214,2%
Barack Obama	Demokratische Partei	20.01.2009	\$835	30.11.2016	\$1.189	42,4%
Donald Trump	Republikanische Partei	20.01.2017	\$ 1210	???	???	

Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

c. Exkurs: Das Midas-Touch-Gold-Modell¹⁶⁰

Gold – ein Thema an dem sich die Geister scheiden. Fakt ist, dass das Thema Gold extrem emotionalisiert. Der Glaube an das Gold ist tief im Menschen verwurzelt und seit über fünftausend Jahren konditioniert. Ganz nüchtern betrachtet ist es nur ein seltenes Metall, dessen Preis in einem fast 24-stündigen Handel täglich neu an den Märkten ermittelt wird.

In Zeiten heiß laufender Druckerpressen und Negativzinsen können es sich Anleger aber nicht erlauben, die Anlageklasse "Edelmetalle" zu ignorieren. Schließlich ist die Geschichte der Menschheit voll von Währungszusammenbrüchen und Katastrophen. **Gold hat sie alle überlebt.**

¹⁶⁰ Wir bedanken uns bei Florian Grummes für diesen Exkurs. Florian ist Gründer und Geschäftsführer von Midas Touch Consulting (www.goldnewsletter.de). Unsere Leser können sich auf folgendem Link für kostenlose Updates und den dazugehörigen Newsletter eintragen: <http://bit.ly/1EUdt2K>

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

Warren Buffett

Allerdings sollten Sie sich nicht von Ihren Emotionen leiten lassen, sondern auf eine Methode stützen, die klare und einfache Signale liefert. Zudem sind die Edelmetalle einer der schwierigsten und mittlerweile auch intransparentesten Anlageklasse überhaupt. Obwohl zwischen 2011 und 2016 zahlreiche fundamentale Gründe eigentlich für einen weiter steigenden Goldpreis hätten sorgen sollen, fiel das Edelmetall in US-Dollar gerechnet um knapp 45%. **Mit dem höheren Tief im Dezember 2016 bei 1.123 USD gegenüber dem Bärenmarkttief bei 1.046 USD im Dezember 2015 hat der Trend mittlerweile aber wieder nach oben gedreht.**

Das Midas-Touch-Gold-Modell™ verfolgt einen holistischen, also ganzheitlichen Ansatz. Ziel ist es, den Goldmarkt aus möglichst vielen Perspektiven unabhängig voneinander und vor allem rational zu analysieren und aus den Ergebnissen ein einfaches, kurz- bis mittelfristiges Signal abzuleiten. Obwohl dem Modell sehr viele Daten zugrunde liegen, gelingt es, eine umfangreiche Analyse kompakt und übersichtlich in relativ kurzer Zeit zu erstellen und zusammenzufassen.

Wie sieht das Modell nun konkret aus? Der erste Baustein, ein Trendfolgeindikator auf dem Monatschart, hat Mitte November 2016 ein Verkaufssignal geliefert. Damit steht den Goldbullen schon im ganz großen Bild eine Hürde gegenüber, deren Überwinden offensichtlich noch mehr Zeit benötigen wird. Mit dem Wochen- und Tageschart zoomt das Modell tiefer in das kurzfristigere Preisgeschehen hinein. Als Nächstes wird die Volatilität analysiert. Hier gilt, dass steigende Volatilitäten vor allem in Abwärtsbewegungen auftreten, während in Aufwärtstrends meist eine niedrige Volatilität beobachtet werden kann. Die zugrundeliegende Formel bezieht sich aber vor allem auf die jeweilige Preisrichtung, die gleichzeitig von einer steigenden oder fallenden Volatilität begleitet wird. Aktuell ist die Volatilität extrem niedrig und wenig aussagekräftig.

Mit den CoT-Daten und dem Sentiment folgen zwei antizyklische ("contrarian") Signale. Während die Profis im längerfristigen Vergleich derzeit immer noch eine zu hohe Shortposition halten, überwiegt der Pessimismus am Goldmarkt nur leicht. Ideale Einstiegchancen ergeben sich immer in einem extrem pessimistischen bzw. panischen Umfeld.

Ratios und Bestandsveränderungen

Als Nächstes fließt eine Reihe von Ratios in das Modell ein. Neben den Klassikern Dow Jones/Gold-Ratio und Gold/Silber-Ratio, interessiert hier auch das Gold/Öl-Ratio sowie das Verhalten gegenüber anderen Rohstoffen. Kann Gold die anderen Rohstoffe klar outperformen, ist vermutlich die "Sicherer Hafen"-Funktion des Goldes aktiviert. Dann sind oft steile, irrationale Anstiege zu beobachten. Stellvertretend für die Investmentnachfrage analysiert das Modell darüberhinaus die Bestandsveränderungen des größten und wichtigsten Gold-ETFs, des SPDR Gold Shares (GLD) im wöchentlichen Vergleich.

Multipolare Goldwelt

Des Weiteren liefert das Modell zwei Trendfolgesignale abhängig von der Preisentwicklung in chinesischen Renminbi sowie in indischen Rupien. China und Indien stehen mittlerweile für mehr als 50% der weltweiten physischen Goldnachfrage. Natürlich dürfen auch die Goldminenaktien nicht fehlen. Hierfür wird ein Trendfolgechart auf den Minen-ETF "GDX" sowie das dazugehörige Sentiment verwendet. Oft laufen die Minenaktien dem Goldpreis voraus (aktuell allerdings auf der Unterseite). Abgerundet wird das Modell durch die Entwicklung des US-Dollar und dessen Konstellation am Terminmarkt sowie die Entwicklung der Realzinsen in den USA.

Midas-Touch-Gold-Modell™ vom 27. Mai 2017

Gold USD - Monatschart	2.66,70USD	Verkaufssignal 14.11.2016, Umkehrsignal @ 1.320,20USD	Bullisch
Gold USD - Wochenchart	1.266,70USD	Kaufsignal 05.06.2017, Umkehrsignal @ 1.285,72USD	Bullisch
Gold USD - Tageschart	1.266,70USD	Kaufsignal 05.16.2017, Umkehrsignal @ 1.239,97USD	Bullisch
Gold Volatilität CBOE Index	11,59	Sehr niedrige Volatilität, es bilden sich Divergenzen	Neutral
Gold CoT-Report	-174.291	Kommerzielle Shortposition zu hoch	Bullisch
Gold Sentiment	57	Sentiment neutral	Neutral
Gold Saisonalität	Juni	Statistisch -0,351%, Saisonalität bei Anfang Juli negativ	Bullisch
Ratio DowJones/Gold	16,62	Verkaufssignal 25.11.2016, Umkehrsignal @ 13,47	Bullisch
Ratio Gold/Silber	73,20	Verkaufssignal 10.03.2017, Umkehrsignal @ 69,48	Bullisch
Ratio Gold/Öl	25,46	Kaufsignal 08.03.2017, Umkehrsignal @ 23,60	Bullisch
Ratio Gold/Rohstoffe (GNX)	3,28	Kaufsignal 24.02.2017, Umkehrsignal @ 3,21	Bullisch
SPDR Gold Trust Bestände (GLD)	847,45t	Minus 4,44t in der letzten Woche	Bullisch
Gold in \$, €, £, ¥	3 von 4	Auf Monatschart: Zugewinne gegen US-Dollar, Pfund & Yen, Verluste gegen Euro	Neutral
Gold in chinesischen Rupien	81.699¥	Kaufsignal 17.05.2017, Umkehrsignal @ 79.375¥	Bullisch
Gold in chinesischen Renminbi Yuan	8.684,5¥	Kaufsignal 17.05.2017, Umkehrsignal @ 8.471,2¥	Bullisch
GDX Goldminen ETF - Tageschart	22,94USD	Kaufsignal 11.05.2017, Umkehrsignal @ 22,20USD	Bullisch
GDX Goldminen ETF - Sentiment	58	Sentiment neutral	Neutral
US-Dollar - Tageschart	97,36	Kaufsignal 16.05.2017, Umkehrsignal @ 98,40	Bullisch
US-Dollar CoT-Report	-37.302	Kommerzieller Händler immer noch short auf den US-Dollar	Bullisch
US Realzinsen	-0,908%	3-Monatsiger T-Bill Zins (0,94%) - 3-Monats Durchschnitt des Jährl. CPI (1,848%)	Bullisch

Das Gold-Modell ist seit dem 24.April 2017 im neutralen Modus

Quelle: Midas Touch Consulting, Florian Grummes

Insgesamt hat das Modell bisher hervorragende Dienste geleistet. Ende Dezember 2016 kam es wieder zu einem bullischen Signal, welches rechtzeitig für die kurze Korrektur Anfang März negiert wurde. Ab Mitte März wurde das Modell erneut bullisch und ist jetzt seit dem 24. April im neutralen Modus, wobei schon seit über zehn Tagen nur minimal zu einem klar bärischen Signal fehlt.

Goldpreis und Phasen des Midas Touch Modells



Quelle: Midas Touch Consulting, Florian Grummes, tradingview.com

Charttechnisch ist der Goldpreis an der sechsjährigen Abwärtstrendlinie erneut gescheitert. Das gerissene Gap bei 1.285 USD ist aber positiv und sollte die Kurse

mittelfristig wie ein Magnet anziehen. Bis zum Sommer kann es aber ungemütlich bleiben. Insbesondere wenn der Goldpreis nochmal die untere Begrenzung des symmetrischen Dreiecks ansteuern sollte. **Kurse unterhalb von 1.200 USD sind also durchaus doch noch einmal möglich.**

Technische Einschätzung des Wochencharts



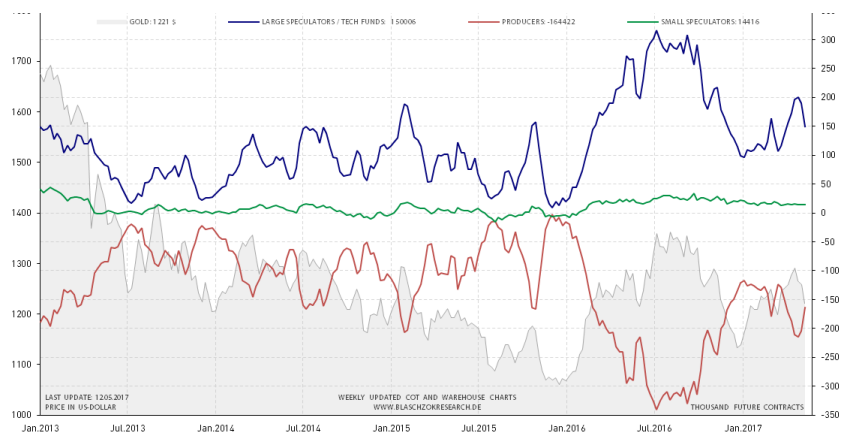
Angesichts des noch aktiven Stochastik-Verkaufssignals auf dem Wochenchart sind Anleger jedenfalls gut beraten, ihre Erwartungen an einen steigenden Goldpreis auf Sicht der kommenden Wochen ad acta zu legen. Vielmehr dürfte sich erst zwischen Mitte Juni und Anfang August wieder eine hervorragende Einstiegschance ergeben. Bis dahin wird der Goldpreis höchstwahrscheinlich zwischen 1.200 und 1.290 seitwärts laufen. **Der finale Rücksetzer auf die 200-Tagelinie im Sommer wäre dann der ideale Zeitpunkt, um für die Rally im zweiten Halbjahr positioniert zu sein. Diese könnte den Goldpreis bis zum Frühjahr 2018 bis auf ca. 1.500 USD voranbringen.**

Ende des Exkurses

d. Commitment of Traders-Report¹⁶¹

Die spekulativen Positionen an der Terminbörse COMEX waren in den vergangenen Wochen so divergent wie nur sehr selten in ihrer Geschichte. Die Daten für Gold wurden sukzessive besser und demonstrierten Stärke, während jene für Silber schlecht blieben und Schwäche offenbarten. Aufgrund der starken Rallye im Gold seit Jahresbeginn nahmen Spekulanten Gewinne mit und der Terminmarkt bereinigte sich. Dies ließ auf eine temporär starke physische Nachfrage schließen und war insgesamt ein Indiz für einen weiterhin gut unterstützten Goldpreis.

Gold: Commitment of Traders Report



Quelle: www.blaschzokresearch.de

"In short, it helps to have an edge. And by definition, the mass financial media cannot give you that edge. You may think you're pretty smart by subscribing to the financial cable channel CNBC. Think again."

Tim Price

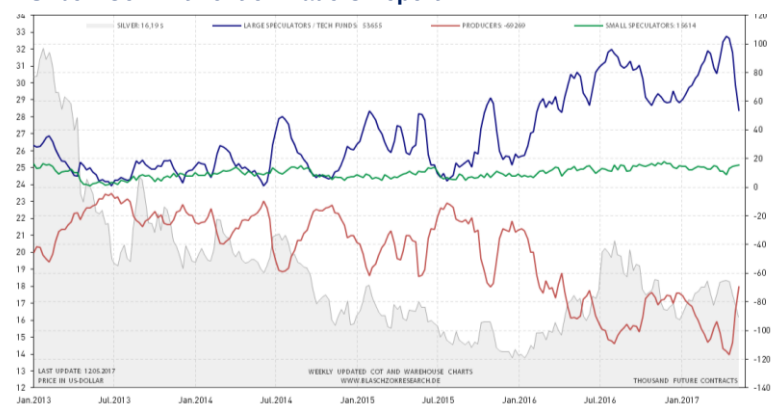
Im Silber war die Lage jedoch umgekehrt. Ein scheinbar starkes physisches Überangebot verhinderte, dass Spekulanten den Preis nach oben treiben konnten. Die Rallye im Gold veranlasste immer mehr Spekulanten dazu, auf eine verspätete Rallye im Silber zu setzen. So wuchsen die spekulativen Long-Positionen in den Himmel und erreichten ein neues historisches Extremniveau. Das Überangebot am Silbermarkt hielt an und so kam es Mitte April dazu, dass die Hoffnungen der Bullen enttäuscht wurden und es zu einem Long-Drop kam. Binnen drei Wochen fiel der Preis für Silber um 3,5 USD auf 16 USD ab, während die Bullen massakriert wurden.

Im Rahmen der Preisschwäche wurde der spekulative Überhang zuletzt massiv abgebaut. Zwar verfügen die Commercials weiterhin über eine recht hohe Netto-Short-Position, die starke Liquidation innerhalb kurzer Zeit ist jedoch als "reinigendes Gewitter" zu interpretieren.

¹⁶¹ Wir bedanken uns bei Markus Blaschzok (www.blaschzokresearch.de) für die Zurverfügungstellung der Charts und der CoT-Interpretationen.



Silber: Commitment of Traders Report



Quelle: www.blaschzokresearch.de

Fazit der CoT-Analyse

Die ersten vier Monate des Jahres waren von fundamentaler Stärke am Goldmarkt und von Schwäche am Silbermarkt geprägt. Die gute Bereinigung am Terminmarkt für Silber in den letzten drei Wochen lässt Hoffnung auf eine nun stärkere physische Nachfrage aufkeimen. Der Terminmarkt im Gold dürfte zu zwei Drittel bereinigt sein und im Silber etwa zur Hälfte.

Eine völlige Bereinigung spekulativer Long-Positionen nach einer Verkaufspanik gab es nicht, sodass die kurzfristige Entwicklung unsicher ist. Es ist möglich, dass sich die Stärke im Gold und die Schwäche im Silber fortsetzen wird. Dies wäre im Rahmen eines zunehmend disinflationären oder gar deflationären Umfeldes wahrscheinlich. Sollte dies eintreffen, so könnte Silber die Tiefs des Jahres 2015 noch einmal testen. Die Nachfrage im Gold scheint hingegen robust zu sein und ein Test der Vorjahrestiefs erscheint höchst unwahrscheinlich.

Fazit

Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns zu einer positiven technischen Einschätzung kommen. Aus Sicht des Terminmarktes hat eine spekulative Bereinigung stattgefunden, die ein gesundes Fundament für weitere Kursanstiege bieten sollte. Der Coppock-Indikator hat Ende 2015 ein langfristiges Kaufsignal generiert und das Sentiment scheint weiterhin überwiegend skeptisch.

Auf Sicht der nächsten Wochen ist unserer Meinung nach nur relativ wenig Aufwärtsmomentum zu erwarten. Dies liegt in erster Linie an der Saisonalität, andererseits aber auch an einigen Oszillatoren die sich noch im bearishen Terrain befinden.

EXKURS: Die Nullzinsfalle

Key Takeaways

- "Nachhaltigkeit" ist ein Symptomwort unserer Tage. Über die fehlende Nachhaltigkeit unseres Geldsystems wird jedoch kaum gesprochen.
- Anders als goldgedecktes Geld ist Fiat-Geld weitgehend elastisch.
- Wir sind der Auffassung, dass die Nullzinsen das Ende einer monetären Sackgasse sind.
- Sollte der Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik nicht gelingen, wird das Vertrauen in die Zentralbanken weltweit bröckeln.
- Die Geldpolitik – und mit ihr das gesamte Finanzsystem – stecken in der Nullzinsfalle.

"Government is the great fiction, through which everybody endeavors to live at the expense of everybody else."

Frédéric Bastiat

"What causes poverty? Nothing. It's the original state, the default and starting point. The real question is 'What causes prosperity'?"

Per Bylund

"There is only one way to kill capitalism - by taxes, taxes, and more taxes."

Karl Marx

"Unternehmer sein heißt, eine differenzierte Sicht der Zukunft haben."

Ludwig von Mises

"Nachhaltigkeit" ist ein Symptomwort unserer Tage. Nachhaltigkeit ist zu einem Ideal avanciert, da Menschen zusehends erkennen – oder zumindest den Eindruck haben –, dass in vielen Bereichen des modernen Wirtschaftens und Handelns Raubbau an der Zukunft betrieben wird.

Viele Liberale stehen dem Nachhaltigkeitsthema skeptisch gegenüber, da es von vielen dogmatischen Verfechtern besetzt ist und oft mit einer sehr unpräzisen Kapitalismuskritik, gekoppelt mit dem Ruf nach der ordnenden Hand des Staates, einhergeht. Wir halten es jedoch für verfehlt, das Thema der Nachhaltigkeit deshalb gar nicht erst zu behandeln und es anderen zu überlassen.

In Analyse und Lösungsansatz zwar grundlegend verschieden, stimmen wir mit der gängigen, vornehmlich im linken politischen Spektrum vertretenen Auffassung überein, wonach unsere gegenwärtige Wirtschaftsordnung alles andere als nachhaltig ist. Die Ursache sehen wir in unserem Geldsystem – dieses ist in unseren Augen ein Inbegriff der Nicht-Nachhaltigkeit!

In unserem bald erscheinenden Buch *Die Nullzinsfalle: Nachhaltiger Vermögensaufbau in einem nicht nachhaltigen Geldsystem* gehen wir dieser Problematik auf den Grund. Hier geben wir einen kleinen Vorgeschmack. ¹⁶²

Wenn jene, die im Einsatz für mehr Nachhaltigkeit unterwegs sind, den Kapitalismus kritisieren, meinen sie damit implizit die Wirtschaftsordnung, die in den westlichen Industrienationen vorherrschend ist. Problematisch ist allerdings, dass nur in den seltensten Fällen begrifflich klargestellt wird, was eigentlich gemeint ist, wenn von Kapitalismus die Rede ist. Wir wollen eine minimalistische Definition verwenden, die den **Kapitalismus anhand zweier Charakteristika beschreibt:**

- **Schutz von Eigentumsrechten**
- **Steuerung des Wirtschaftsgeschehens über den Markt**

In einer so definierten Wirtschaftsordnung werden Unternehmer belohnt, die neue Lösungen für bislang unbefriedigte Bedürfnisse ihrer Mitmenschen bereitstellen.

Die Verbesserung der eigenen Situation geschieht über die Verbesserung der Situation von anderen. Es besteht der Anreiz, neue Werte zu schaffen.

Sich auf Kosten anderer zu bereichern – was in der Vorstellung vieler Kapitalismuskritiker Unternehmer tun –, hat gemäß obiger Definition in einer kapitalistischen Ordnung hingegen keinen Platz.¹⁶³ Das hieße nämlich, die Eigentumsrechte anderer zu verletzen. Sicher: Derartiges kommt vor. Deshalb halten wir es für zentral, folgende zwei Punkte zu betonen:

¹⁶² Dieses Kapitel basiert auf unserem bald erscheinenden Buch *Die Nullzinsfalle – Nachhaltiger Vermögensaufbau in einem nicht nachhaltigen Geldsystem*. Das Buch kann unter folgendem Link vorbestellt werden: <https://www.incrementum.li/buch-die-nullzinsfalle/>

¹⁶³ Anmerkung: Zudem ist es uns wichtig zu betonen, dass Kapitalismus – im Gegensatz zu Sozialismus und Marxismus – kein Gedankenkonstrukt ideologiebeseelter Menschen, sondern ein kulturelles Phänomen darstellt. Dies ist auch der Grund, wieso der Kapitalismus in der Praxis funktioniert, während noch alle kollektivistischen Modelle gescheitert sind.

"Geld lässt sich beliebig vermehren – so lange gar, bis ein jeder Millionär ist. Nur hört es dann auf, Geld zu sein."

Dieter Schnaas

"Theoretisch Marge, theoretisch funktioniert sogar der Kommunismus."

Homer Simpson

- (1) Die vorherrschende Wirtschaftsordnung ist nicht gleichzusetzen mit der idealtypischen kapitalistischen Wirtschaftsordnung gemäß obiger Definition.**
- (2) Die Bereicherung auf Kosten anderer kann auch durch staatliche Macht oder durch vom Gesetzgeber zugestandene Privilegien geschehen.**

Der zweite Punkt ist tief in unserem Geldsystem verwurzelt. Schon seit jeher versuchten Menschen, die in die Geldproduktion involviert waren, sich mithilfe von Fälschungen besserzustellen. Früher waren es Münzpräger, die den Feingehalt der Münzen herabsenkten und so den Materialwert immer weiter unter den Nominalwert drückten. Später waren es die Banken, die ursprünglich Münzgeld ihrer Einleger verwahrten und jenen im Gegenzug Verwahrscheine (bzw. Banknoten) ausgaben, aber bald darauf verfielen, das Münzgeld ihrer Einleger weiterzuverleihen und so immer mehr Banknoten in Umlauf zu bringen. In beiden Fällen wurden die Eigentumsrechte der Geldempfänger verletzt, die weniger erhielten, als ihnen zustand oder dem Risiko eines Zahlkraftverlustes ausgesetzt wurden, da sich Banknoten als wertlos herausstellen konnten.

Diese Entwicklung gipfelte darin, dass die Fälschungen legalisiert wurden und Banken de jure mehr Banknoten ausgeben durften, als sie in Form von Einlagen hielten. **Dadurch wird ein Kartenhaus aus Krediten errichtet, dessen Architektur umso anfälliger ist, je höher es gebaut wird: Zahlungsausfälle können kaskadenhaft um sich greifen und das Kartenhaus zum Einsturz bringen.** Um eine Kontraktion der Geldmenge zu verhindern, bedarf es daher einer proaktiven Geldpolitik, die sicherstellt, dass jederzeit genügend Kredite vergeben werden. Die frühen Empfänger neuen Geldes profitieren infolgedessen auf Kosten der späteren Empfänger, Schuldner werden somit auf dem Rücken der Gläubiger entlastet. **Das heißt, dass die Aufrechterhaltung des Kreditgeldsystems, das im Keim schon auf der Verletzung von Eigentumsrechten beruht, im Zuge der sich ausdehnenden Geldmenge und damit zunehmenden systemischen Fragilität immer stärkere vermögensumverteilende Maßnahmen nach sich zieht.**

Seit 1971, als die Goldanbindung des Geldes aufgegeben und das moderne, vollständig aus dem Nichts geschöpfte Fiat-Geld geboren wurde, erfuhr das Ganze eine besondere Dynamik. Die Teuerung wurde strukturell gedrückt, wodurch die Geldpolitik besonders locker gehalten werden konnte und die Zinsen stetig herabsanken. Im Zusammenspiel mit Finanzinnovationen erfuhr die Ausdehnung der Geldmenge eine völlig neue Dimension – ehe in der Finanzkrise ab 2007 der Kollaps drohte, der geradeso noch abgewendet werden konnte.

Doch nach der Krise war die Devise der Notenbanken die gleiche wie vor der Krise: Eine noch lockerere Geldpolitik sollte eine Geldmengenkontraktion verhindern und die Kreditvergabe beflügeln. Da die Zinsen zur Abfederung der Krise auf null gesenkt worden waren, musste das Instrumentarium der Geldpolitik erweitert werden, ua. um Quantitative Easing.

"Markets don't have a purpose any more—they just reflect whatever central planners want them to. Why wouldn't it lead to the biggest collapse? My strategy doesn't require that I'm right about the likelihood of that scenario. Logic dictates to me that it's inevitable."

Mark Spitznagel

Seither ist klar, dass sich die Welt in einer monetären Ausnahmesituation befindet, aus der man sich wieder befreien will, um Handlungsspielraum für die Bekämpfung möglicher weiterer Krisen zurückzugewinnen. Als Wegbereiter gelten die USA, die mit zaghaften Zinsschrittchen eine geldpolitische Straffung starten. Doch gelingt der Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik? Können die Märkte für Vermögenswerte, die infolge niedrigster Zinsen Bewertungen in schwindelerregenden Höhen erreicht haben, einen Entzug des künstlichen monetären Rückenwindes überhaupt verkraften? **Können die Notenbanken die Geldpolitik tatsächlich normalisieren, ohne die nächste Krise heraufzubeschwören? Oder steckt die Welt längst in der Nullzinsfalle fest?**

Wir sind der Auffassung, dass die Nullzinsen das Ende einer monetären Sackgasse sind. Niedrige Zinsen haben etliche Nebenwirkungen, die das Wirtschaftsgeschehen bereits stark verzerrt – mittelfristig ist die Folge niedriger Zinsen wiederum ein wachsender Zinssenkungsdruck. Folgende Grafik gibt einen Überblick über die mannigfaltigen Konsequenzen der Nullzinspolitik.

Übersicht: Die verheerenden Folgen der Niedrigzinsen



Quelle: Incrementum AG

Fazit

Sollte der Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik nicht gelingen, könnte das Vertrauen in die Zentralbanken weltweit bröckeln – ein Vertrauen, auf das sich die Stabilität der Post-Lehman-Ökonomie begründet.

"Vor Schulden, die man gemacht hat, auch Staatsschulden kann man nur eine Zeit lang davonlaufen, eingeholt wird man schließlich doch."

Milton Friedman

Die genannten Punkte lassen es als eher unwahrscheinlich erscheinen, dass die geldpolitische Normalisierung gelingen wird, da es an der Grundlage für eine solche – nämlich eine nachhaltige Gesundung der Wirtschaft – mangelt. Ein ambitioniertes Anheben der Zinsen wird zwangsläufig eine erneute Krise heraufbeschwören. Vermutlich kommen die Fed und andere Zentralbanken nicht umhin, den geldpolitischen Rückenwind aufrechtzuerhalten – doch dieser Rückenwind würde die zuvor beschriebenen Probleme weiter verstärken. **Die Geldpolitik – und mit ihr das gesamte Finanzsystem – stecken in der Nullzinsfalle:**

- Eine Fortsetzung der Niedrigzinspolitik verzerrt die Wirtschaftsstruktur weiter, treibt Pensionsfonds, Versicherer und Sparer in den schleichenden Ruin und heizt Vermögensblasen weiter an.
- Eine Beendigung der Niedrigzinspolitik hieße, einen Kreditkollaps bzw. eine Rezession/Depression zu riskieren.

Bald im Handel erhältlich: Die Nullzinsfalle: Nachhaltiger Vermögensaufbau in einem nicht nachhaltigen Geldsystem

In unserem in Kürze erscheinenden Buch *Die Nullzinsfalle: Nachhaltiger Vermögensaufbau in einem nicht nachhaltigen Geldsystem*¹⁶⁴ gehen wir nicht nur der Konstitution des gegenwärtigen Geld- und Finanzsystems auf den Grund und zeigen Szenarien für die Zukunft auf. Wir bieten überdies Sparern Denkanstöße und Inspirationen, wie ihnen trotz der widrigen systemischen Umstände ein nachhaltiger Vermögensaufbau gelingen kann.

¹⁶⁴ <https://www.incrementum.li/buch-die-nullzinsfalle/>

Fazit

Key Takeaways

- Wir erwarten in den kommenden Jahren deutliche Veränderungen mit entsprechend starken Auswirkungen auf den Goldpreis.
- Der weitere Verlauf der geldpolitischen Normalisierung in den USA wird sich als Lackmustest für die US-Wirtschaft erweisen und entscheidend für die Goldpreisentwicklung sein.
- 5 triftige Gründe für die Fortsetzung des säkularen Bullenmarktes.
- „Sicherheitsgold“ zu halten ist für den umsichtigen Anleger ein Gebot der Stunde.

"There are about three hundred economists in the world who are against gold, and they think that gold is a barbarous relic - and they might be right. Unfortunately, there are three billion inhabitants of the world who believe in gold."

Janos Fekete

"The optimist thinks this is the best of all possible worlds. The pessimist fears it is true."

J. Robert Oppenheimer

Nach Jahren der Nullzinspolitik haben sich Anleger auf die "Schöne neue Welt" ohne Zinserträge eingestellt. Die Aktie wird nun vermehrt aus Cashflow- bzw. Dividenden-Überlegungen gehalten und gilt als alternativlos. Als sichere Rentensurrogate finden sich in Anlegerportfolios zunehmend illiquide Immobilien, welche durch das Wunder der Verbriefung liquide erscheinen. Staatsanleihen selbst werden hingegen nicht mehr aus Renditeüberlegungen, sondern oftmals aufgrund von weiteren Kurssteigerungsphantasien oder lediglich regulatorischen Gründen gehalten. **Gold scheint für das renditehungrige Anlegerportfolio zurzeit zu niedrigkalorisch.**



Quelle: Hedgeye

Die aktuelle Lage an den Kapitalmärkten scheint verheißungsvoll. Gemäß dem von der US-Zentralbank vorgegebenen Narrativ schreitet die Genesung der Wirtschaft stetig voran. Als Belege der erfolgreichen Wirtschaftspolitik dienen die rekordhohen Kursstände an den Börsen sowie das Absinken der Arbeitslosenquote auf das Vorkrisenniveau. Nach einer ausgedehnten Phase extremer geldpolitischer Eingriffe kehrt nun die lang angekündigte Normalisierung ein. Auch um China, das ökonomische Sorgenkind der letzten Jahre, ist es derzeit wieder etwas ruhiger geworden. Sogar im krisengeplagten Europa stehen die Zeichen aktuell auf Entwarnung. Diesem Bild zufolge sind die Aussichten für die Kapitalmärkte gut und die geringe Risikoaversion gerechtfertigt.

Wir erachten diese von den Märkten reflektierte Sichtweise jedoch als unvollständig und hochgradig inkonsistent. Die meisten Marktteilnehmer übersehen, dass die Vermögenswerte zum dritten Mal in nur zwei Jahrzehnten deutlich überteuert sind.

"There's no harm in hoping for the best as long as you are prepared for the worst."

Stephen King

Viele Investoren blenden zudem die negativen Auswirkungen von Zinserhöhungen auf den Wirtschaftszyklus aus; sie ignorieren die erneute Rekordverschuldung der US-Konsumenten und sie gehen mit ihren Portfoliopositionierungen implizit davon aus, dass der aktuelle US-Aufschwung der längste der Geschichte sein wird. Und vielleicht am ironischsten: Sie feiern geradezu die politische Folge einer jahrelang verfehlten Wirtschaftspolitik: **die Wahl des wohl unberechenbarsten US-Präsidenten aller Zeiten – Donald J. Trump.**



"Never underestimate the power of stupid people in large groups."

George Carlin

Unsere ökonomische Bestandsaufnahme scheint also diametral entgegengesetzt zum vorherrschenden Konsens zu sein. Man könnte meinen, wir wären mit dermaßen konträren Einschätzungen einsame Wölfe. Zu einem gewissen Grad mag das stimmen. Unserer Erfahrung nach sind wir jedoch bei weitem nicht so alleine, wie man dies anhand der derzeitigen Kursstände vermuten würde. Eine wachsende Zahl unserer Leser sind institutionelle Anleger, die unsere Skepsis teilen. Paradoxe Weise sind es gerade die aktuellen Kurssteigerungen, die sie dazu drängen, weiter im Finanzmarktkarussell mitzufahren, auch wenn ihnen dabei schon etwas schwindlig ist. Es geht derzeit eine Angst um: die Angst nicht dabei zu sein ("fear of missing out"). Viele

Alle Wege führen zu Gold...

*"Societal scale increases.
 Instability grows exponentially.
 Complexity breeds complexity."*
Jim Rickards

Skeptiker tanzen weiter auf dieser Party – wenngleich in der Nähe des Ausgangs.
Die Frage ist jedoch: Wird der Ausgang groß genug für alle sein?

Mitverantwortlich für unsere Überzeugung, dass es in naher Zukunft zu Turbulenzen an den Finanzmärkten kommen wird, ist die Einsicht, dass dieses Geldsystem nicht nachhaltig ist. Es führt inhärent zu einer steigenden Gesamtverschuldung, welche seit Jahrzehnten stärker wächst als die Wirtschaftsleistung. Die Schaffung weiteren Wohlstands wird durch die Überschuldung sukzessive erschwert und das Wirtschaftssystem damit zunehmend krisenanfälliger. Je höher die Schuldenstände, desto größer die Zinssensitivität – wir stecken längst in der Nullzinsfalle. Dennoch gibt es – obwohl die Symptome so gut wie niemandem mehr entgehen – bislang keinerlei öffentlichen Diskurs um eine grundlegende Reform des Geld- und Weltwährungssystems.

Ob man unserer bescheidenen, systemkritischen Meinung vollumfänglich zustimmt, ist eine Sache. Die Frage, ob man angemessenen Teil seines liquiden Vermögens als "goldene Sicherheitsreserve" halten sollte, eine andere. Um sich darüber klar zu werden, kann man sich vereinfacht folgende Fragen stellen:

Wann brauche ich kein Gold im Portfolio?

wenn...

- die Schuldenstände tragfähig sind bzw. glaubwürdig abgebaut werden können
- die Inflationsgefahr als gering eingestuft wird
- die Realzinsen hoch sind
- das Vertrauen in die Währungshüter gefestigt ist
- das politische Umfeld berechenbar ist
- die geopolitische Lage stabil ist
- die Regierungen Märkte liberalisieren, die Steuergesetzgebung vereinfachen und die bürgerlichen Freiheiten achten



Quelle: Hedgeye

Aus unserer Sicht spricht das Umfeld eine klare Sprache: Sicherheitsgold zu halten, ist für den umsichtigen Anleger ein Gebot der Stunde.

Wie geht es mit dem Goldpreis weiter?

Vor knapp zwei Jahren hatten wir die gewagte Prognose aufgestellt, bis Juni 2018 könne der Goldpreis 2.300 USD erreichen. Dies scheint zum jetzigen Zeitpunkt unwahrscheinlich. Trotzdem sieht es im langfristigen Preisverlauf so aus, als hätte der Goldpreis seine Formkrise überwunden. Unserer Überzeugung nach liegt der zweite Teil des säkularen Bullenmarktes noch vor uns. Die Gründe dafür sind mannigfaltig:

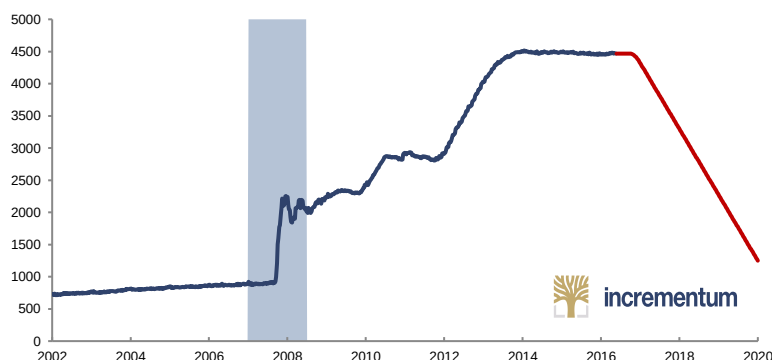
1. **Die nächste US-Rezession kommt unweigerlich.** Die Frage ist nur: wann? Genauso sicher wie das Ausbrechen der nächsten Rezession ist die

Reaktion der Zentralbanken: die Rückkehr zur expansiven Geldpolitik, also Zinssenkungen, eine neue Runde Quantitative Easing und vermutlich Helicopter Money. Wenn die geldpolitische Normalisierung vor dem Ausbruch der nächsten Rezession noch nicht abgeschlossen ist, könnte sich dies für das Vertrauen in die bisherigen Maßnahmen als desaströs erweisen. Als Beleg für den Erfolg der geldpolitischen Normalisierung können folgende zwei Kriterien herangezogen werden:

- die Durchsetzung von positiven Realzinsen von 1-2%. Bei der angepeilten Teuerungsrate von etwa 2% entspricht dies **einem nominellen Zinsniveau von etwa 3,5%.**
- **die Verkürzung der FED-Bilanz auf das Vorkrisenniveau.**

Reduktion der Notenbankbilanz: Lackmustest der geldpolitischen Normalisierung (US Geldmengenbasis Mrd. USD)

Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis



"Our winnings will come...from the people who wake up one morning to find their savings have been devalued or bailed-in...It's going to come from the pension funds of teachers and firefighters. The irony is that when gold finally pays off, it will not be a cause for celebration."

Brent Johnson

Gemäß der aktuellen Diskussion im entsprechenden Gremium der US-Zentralbank (FOMC) ist eine vorsichtige Reduktion der Bilanzsumme demnächst angedacht (wobei zum jetzigen Zeitpunkt noch keine Zahlen bekannt sind).¹⁶⁵ Selbst wenn die Zentralbank ihre Bilanz im selben Tempo reduziert wie sie diese beim letzten QE-Programm ausgeweitet hat, d.h. eine Reduktion um 85 Mrd. USD pro Monat, würde es bis über das Jahr 2020 hinaus dauern, ehe die Basisgeldmenge wieder auf dem Vorkrisenniveau angelangt wäre. **Aus unserer Sicht ist es nahezu ausgeschlossen, dass dies gelingen wird, ohne dass durch die geldpolitische Straffung eine erneute Rezession losgetreten wird.**

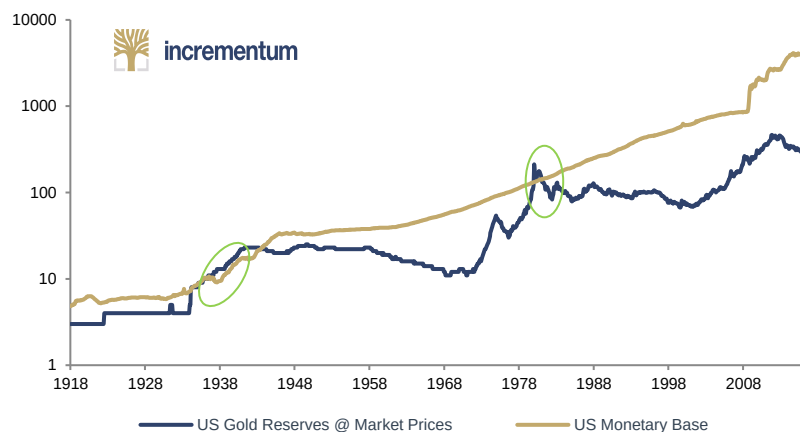
2. **Die globale Überschuldung ist mittlerweile evident.** Dies gilt nicht mehr ausschließlich nur für die Industriestaaten, sondern auch für viele Schwellenländer. Ein "Herauswachsen" scheint faktisch unmöglich. Der eleganteste Weg aus der Situation wäre eine deutliche Abwertung des US-Dollars (und implizit auch der anderen Währungen) gegenüber Rohstoffen bzw. gegenüber Gold. Dies könnte der Verschuldung wieder zurück auf ein tragbares Niveau verhelfen. **Höhere Teuerungsraten bzw. ein stagflationäres Umfeld wären die Konsequenz.** Ein Nebeneffekt wäre

¹⁶⁵ vgl. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20170503.pdf>; S.12

wohl, dass sich die derzeitige Unterbewertung des Goldes relativ zur Zentralbank-Geldmenge zumindest verringern würde.

US-Geldmengenbasis und US-Goldreserven zu Marktpreisen (logarithmische Skalierung)

Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis



Die US-Notenbankgeldmenge wurde seit dem Ende des klassischen Goldstandards bereits zweimal (Mitte der 1930er und Ende der 1970er Jahre) durch die Aufwertung des Goldpreises wieder in Parität zum Wert der US-Goldreserven gebracht. Ob eine US-Dollar-Abwertung im Rahmen einer internationalen Übereinkunft oder aber unkoordiniert eintritt, bleibt abzuwarten.

3. **Die De-Dollarization hat begonnen.** Diesen Prozess betrachten wir als unkoordinierte Form der Dollar-Abwertung. Er äußert sich im Rückgang des US-Dollars in seinem Stellenwert als internationale Währungsreserve. Gold – und nicht etwa Schuldverschreibungen anderer Fiatwährungen – ist die einzige echte Alternative für internationale Zentralbanken, die ein liquides, staatenloses und vor allem gegenpartiefreies monetäres Asset halten wollen. Dies wird sich vor allem dann bewahrheiten, sobald die derzeit präferierten Währungsreserven aufgrund von Kursverlusten der gehaltenen Wertpapiere abwerten und die Zentralbanken deswegen unter politischen Druck geraten.
4. **Das Eintreten eines Black Swan-Ereignisses.** In der gegenwärtigen Lage sind etliche mögliche Schockereignisse denkbar. Ob ein solches einem (geo-)politischen Konflikt entspringt oder einen wirtschaftlichen Hintergrund hat – eine angemessene Goldallokation kann die negative Performance jener Asset-Klassen im Portfolio, die auf solche Ereignisse mit (deutlichen) Verlusten reagieren, abfedern.
5. **Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns zu einer positiven technischen Einschätzung kommen.** Aus Sicht des Terminmarktes hat eine spekulative Bereinigung stattgefunden, die ein gesundes Fundament für weitere Kursanstiege bieten sollte. Der Coppock-Indikator hat Ende 2015 ein langfristiges Kaufsignal generiert, doch das Sentiment deutet weiterhin Skepsis im Markt. Unserer Meinung nach ist in den nächsten Wochen nur ein recht schwaches Aufwärtsmomentum zu

"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

"Gold is a currency. It always has been. It always will be."

Brent Johnson

erwarten. Dies liegt in erster Linie an der Saisonalität, andererseits aber auch an einigen Oszillatoren, die sich noch im bearishen Terrain befinden.

Selbstverständlich ist die Zukunft ungewiss, weswegen wir einige Szenarien für den zukünftigen Goldpreis entwerfen wollen. Eine Konstante besteht jedoch (vorerst) noch: die Leitwährungsfunktion des US-Dollar. Daher ist aus unserer Sicht die wirtschaftliche Entwicklung im Dollarraum nach wie vor für die Preisentwicklung von Gold ausschlaggebend.

Da die Finanzmärkte nach der US-Präsidentenwahl eine grundlegend neue Einschätzung für die nächsten Jahre vorgenommen haben, werden wir unsere Szenarien zeitlich auf die Amtszeit des derzeitigen US-Präsidenten Donald Trump, die regulär Anfang 2021 endet, ausrichten. **Entscheidend für den Goldpreis werden aus unserer Sicht die Dynamik des BIP-Wachstums sowie der weitere Verlauf der geldpolitischen Normalisierung sein.**

Szenario A: "Hohes reales Wachstum"

Die angekündigten wirtschaftspolitischen Maßnahmen greifen, die US-Wirtschaft springt an (>3% p.a.) und die Preisinflation bleibt innerhalb eines vertraglichen Rahmens (<3%). Die geldpolitische Normalisierung glückt. Das "Experiment" der Notenbank ist gelungen.

Der Goldpreis handelt etwa zwischen 700 – 1.000 USD.

Szenario B: "Weiteres Muddling-Through"

Das reale US-BIP-Wachstum und die Teuerungsrate bewegen sich im Bereich von 1-3% p.a. In diesem Fall wird der Goldpreis nicht zum zweiten Teil des von uns antizipierten Bullenmarktes ansetzen können.

Der Goldpreis bewegt sich in dem Fall im Bereich von 1.000 – 1.400 USD.

Szenario C: "Hohes, inflationäres Wachstum"

Die angekündigten wirtschaftspolitischen Maßnahmen greifen, ein massives Infrastrukturprogramm wird lanciert, die US-Wirtschaft springt signifikant an (>3% p.a.), jedoch auch die Inflationsrate (>3%). Die geldpolitische Normalisierung ist nur zum Teil gelungen, da die Realzinsen tief bleiben.

Der Goldpreis liegt bei etwa 1.400 – 2.300 USD.

Szenario D: Eines der unter den Punkten 1-4 aufgelisteten Ereignisse tritt ein. Rezession, Stagflation und/oder eine deutliche US-Dollar-Schwäche lassen den Goldpreis in die Höhe schnellen. Veränderungen der globalen monetären Ordnung sind als Konsequenz einer weiteren US-Rezession und eines Abbruchs der geldpolitischen Normalisierung nicht auszuschließen. In diesem Umfeld ist mit einer signifikanten Aufwertung des Goldpreises zu rechnen.

Möglich erscheinen Goldpreise zwischen 1.800 und 5.000 USD.

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

"Let us not look back in anger, nor forward in fear, but around in awareness."

James Thurber

"Security... it's simply the recognition that changes will take place and the knowledge that you're willing to deal with whatever happens."

Harry Browne

"Whether it's the best of times or the worst of times, it's the only time we've got."

Art Buchwald

Nach der Lektüre dieses "In Gold we Trust"-Reports sollte es keine Überraschung sein, dass wir den letzten beiden Szenarien die größte Wahrscheinlichkeit beimessen. Ähnlich wie in den 1930er- und den 1970er-Jahren bieten diese Szenarien vorbereiteten Anlegern spannende Opportunitäten. Wir bieten mitunter speziell auf diese Szenarien ausgerichtete Anlageprodukte an.

Bei Fortsetzung des Bullenmarktes werden neben den Edelmetallen selbst auch Minenaktien ein interessanter Performancebringer sein. Der Fokus sollte auf konservative Unternehmen gesetzt werden, die nicht nur "Wachstum um jeden Preis" auf der Agenda haben, sondern bei denen die Interessen der Aktionäre im Vordergrund stehen. Bewertungstechnisch erscheinen uns das Wachstum der Indikatoren Free Cash-Flow, Goldreserven je Aktie und Gewinnwachstum je Aktie als wichtigste Kennzahlen. **In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns derzeit auf Developer- und Emerging-Producer.** Ausgehend von unserer Prämisse, dass sich Gold nun wieder im Bullenmarkt befindet, rechnen wir mittelfristig mit einer fallenden Gold-Silber-Ratio. **In diesem Szenario werden sich besonders bei Silberminern herausragende Investmentopportunitäten ergeben.**

Wir erwarten also in den kommenden Jahren deutliche Umbrüche mit spürbaren Auswirkungen auf den Goldpreis. Wir werden die Geschehnisse aufmerksam verfolgen und regelmäßig kommentieren.

www.ingoldwetrust.report



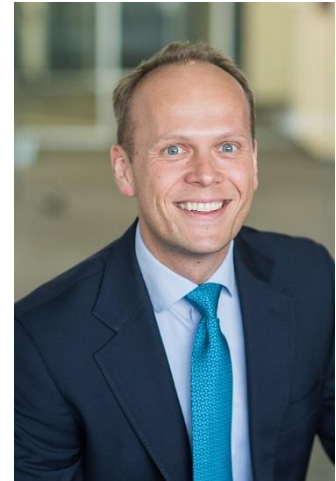
Über uns

Ronald-Peter Stöferle, CMT

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

Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der Wirtschaftsuniversität Wien und sammelte während des Studiums praktische Erfahrung am Trading-Desk einer Bank. Nach seinem Studienabschluss arbeitet er bei der Erste Group im Research, wo er 2007 erstmals den "In Gold we Trust" Report publizierte. Im Laufe der Jahre avancierte die Goldstudie zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation.

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch "Österreichische Schule für Anleger" und 2017 das Buch "Die Nullzinsfalle". Zudem ist er Advisor für Tudor Gold, einem kanadischen Explorationsunternehmen mit Projekten im legendären Golden Triangle (British Columbia).



Mark J. Valek, CAIA

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

Berufsbegleitend studierte Mark Betriebswirtschaftslehre an der Wirtschaftsuniversität Wien und ist seit 1999 durchgehend in den Bereichen Finanzmärkte und Asset Management tätig. Vor der Gründung der Incrementum AG war er zehn Jahre lang bei Raiffeisen Capital Management tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments. Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der Philoro Edelmetalle GmbH sammeln.

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch "Österreichische Schule für Anleger" und 2017 das Buch "Die Nullzinsfalle".



Incrementum AG

Die Incrementum AG ist eine unabhängige Anlage- und Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein. Unabhängigkeit und Eigenständigkeit sind die Eckpfeiler unserer Philosophie, daher ist das Unternehmen zu 100 Prozent in unserem Eigentum. Bevor wir Incrementum gründeten, waren wir jahrelang im Veranlagungs- und Finanzbereich in Frankfurt, Madrid, Toronto, Zürich und Wien tätig.

Die ökonomischen Entwicklungen der vergangenen Jahre um die globale Schuldenzunahme und die extremen geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbanken betrachten wir mit großer Sorge. Wir sind davon überzeugt, dass das Fundament der heutigen Wirtschaft – das ungedeckte Kreditgeldsystem – nicht nachhaltig ist. Insbesondere beim Thema Veranlagungen sollte deshalb mehr denn je über den Tellerrand des herrschenden Geldsystems hinausgeblickt werden.



Rahim Taghizadegan
Ronald Stöferle
Mark Valek

ÖSTERREICHISCHE SCHULE FÜR ANLEGER

*Austrian Investing zwischen
Inflation und Deflation*



FBV

Vom Autor des Bestsellers
Wirtschaft wirklich verstehen

**Rahim Taghizadegan
Ronald Stöferle | Mark Valek
Österreichische Schule für Anleger
Austrian Investing zwischen
Inflation und Deflation**

ISBN 978-3-89879-856-3 | 24,99 € (D)

Überall im Buchhandel erhältlich!



**Ronald Stöferle | Mark Valek
Die Nullzinsfalle
Nachhaltiger Vermögensaufbau in einem
nicht nachhaltigen Geldsystem**
ISBN 978-3-95972-019-9 | 16,99 € (D)

**Ab 11.09.2017 im Buchhandel
erhältlich! Jetzt schon
vorbestellen sowie weitere
Informationen unter
www.finanzbuchverlag.de**



Wir bedanken uns herzlich bei Marc Waldhausen, Tobias Müller, Sebastian Müller, Nikolaus Jilch, Demelza Hays, Yannick Möhring, Lars Haugen, Bawerk.net, Philip Barton, Brent Johnson, Florian Grummes, Katja Stöferle, Laura Sánchez Escario, Markus Blaschzok, Thomas Vesely, Carsten Ringler, Georg Bühler, Gregor Hochreiter, Nikolaus Jilch, Atle Willems, Hans Fredrik Hansen, Pascal Hügli, Luis Enrique, David Holzinger, Markus Rossmiller, Pater Tenebrarum, Dimitri Speck, Veronika Svihalkova und Florian Hulan für die tatkräftige Unterstützung!

Kontakt

Incrementum AG
Im alten Riet 102
9494 – Schaan/Liechtenstein
www.incrementum.li
www.ingoldwetrust.li
Email: ingoldwetrust@incrementum.li

Disclaimer

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

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

Copyright: 2017 Incrementum AG. All rights reserved.