in gold we trust

.report

27. Mai 2021

Der monetäre Klimawandel

incrementum

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

in gold we trust .report

Wir bedanken uns herzlich bei unseren Premium-Partnern für die Unterstützung des *In Gold We Trust*-Reports 2021

Details zu unseren Premium-Partnern finden Sie auf Seite 355 f.

AGNICO EAGLE

EMX ROYALTYCORP THE ROYALTY GENERATOR

Endeavour SILVER

GATOS SILVER

Hecla 130 YEARS MINING COMPANY Largest U.S. Silver Producer

MATTERHORN ASSET MANAGEMENT AG

McEWEN MINING NYSE MUX TSX

MÜNZE ÖSTERREICH

NOVAGOLD

NZBD New Zealand Bullion Depository

OSISKO GOLD ROYALTIES

philoro EDELMETALLE

SolGold

10 Jahre Solit

Sprott

SUNSHINE SILVER MINING & REFINING

TUDOR GOLD

VICTORIA GOLD CORP TSX | VGCX

Ximen MINING CORP.

incrementum

Inhalt

Einleitung	4
Der Status Quo des Goldes	19
Minenaktien und Realzinsen: Eine wenig überraschende Beziehung	92
„Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far!“ – Exklusivinterview mit Russell Napier	103
Die Demographie als Inflationstreiber	117
De-Dollarization 2021: Europa kauft Gold, China eröffnet die digitale Front	133
Der langfristige Schuldenzyklus	155
Goldlagerung: Faktencheck für Österreich, die USA und die Cayman Islands	169
Eine kurze Geschichte der Goldkonfiszierungen	182
Wie Banker Geld in „Σ 0 ∞ € ¥“ verwandelten	198
Von Dekaden, in denen nichts passiert, zu Wochen, in denen Geschichte geschrieben wird	209
My View of the Nixon Shock – Exklusivinterview mit FOFOA	224
Was ist Geld?	234
Die silberne Dekade	250
Bitcoin & Gold – Unsere Multi-Asset-Anlagestrategie in der Praxis	265
Der chinesische Goldminensektor	273
Goldene Chancen im Minensektor	286
ESG und Ihr Portfolio	311
Technische Analyse	326
Quo vadis, aurum?	336

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: 2021 Incrementum AG. All rights reserved.

Einleitung

„An idea is like a virus. Resilient. Highly contagious. And even the smallest seed of an idea can grow. It can grow to define or destroy you.“

Dominic Cobb, Inception

Key Takeaways

- **Ein monetärer Klimawandel zeichnet sich derzeit ab. Darunter verstehen wir einen vielschichtigen Paradigmenwechsel der Fiskal- und Geldpolitik.**
- **Eine Phase höherer Inflationsraten ist absehbar. Steigende Renditen werden die Zentralbanken dazu zwingen, explizit oder implizit eine „Yield Curve Control“ umzusetzen. Dies käme einem „Quantitative Easing“ ohne Mengenbeschränkung gleich.**
- **Wir vertreten die Ansicht, dass die Realzinsen auf Sicht der nächsten Dekade im negativen Bereich verharren werden. In einem solchen Marktumfeld sollten Sachgüter, insbesondere Aktien aus den richtigen Sektoren, Rohstoffe und Edelmetalle die solide Basis des Portfolios bilden.**
- **Kryptowährungen werden physisches Gold als Wertanlage nicht ablösen. Aufgrund seiner einzigartigen Eigenschaften wird physisches Gold auch in Zukunft eine elementare Rolle bei der Vermögensanlage spielen.**
- **Wir halten an unserer letztjährigen Preisprognose für den Goldpreis am Ende des Jahrzehnts fest. Für ein konservatives Basisszenario haben wir ein Kursziel von USD 4.800 ausgegeben.**

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

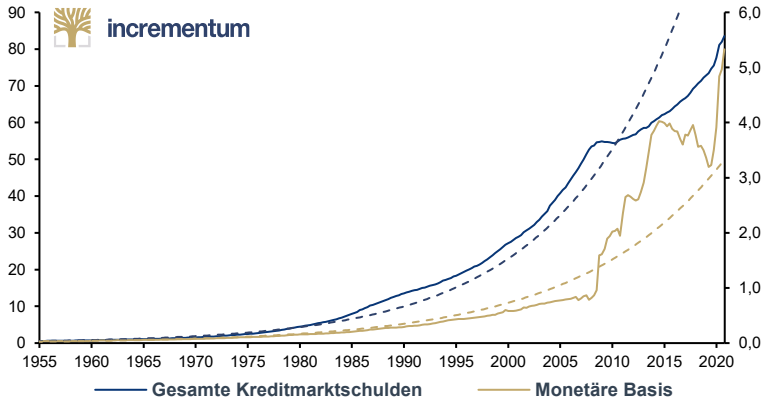
Climate change is something misunderstood as being about changes in the weather. In reality it is about changes in our very way of life.
Paul Polman

Der Klimawandel und das damit verbundene Streben nach einem nachhaltigeren Wirtschaften sind allgegenwärtig. Angefangen bei der Energiegewinnung und der Mobilität, über die Lebensmittelindustrie und den Einzelhandel, bis hin zur Staatsanleihe und dem Investmentfonds, alles Erdenkliche erhält Prädikate wie grün, nachhaltig oder klimaneutral. „ESG“[1] und „SRI“[2] sind geflügelte Akronyme geworden, an denen niemand mehr vorbeizukommen scheint.

Selbstverständlich sind Bemühungen, die auf eine strukturelle Verbesserung in den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung abzielen, begrüßenswert. Aus unserer Sicht haben die Überlegungen jedoch ein schwerwiegendes Manko. **Sie beziehen das Fundament des gegenwärtigen Wirtschaftssystems nicht in ihre Betrachtung ein: das schuldenbasierte Geldsystem.**

Dessen Geburtsstunde jährt sich heuer zum 50. Mal – die endgültige Trennung des Weltwährungssystems von Gold feiert also in wenigen Wochen ironischerweise seine „Goldene Hochzeit“. Wie unsere treuen Leser wissen, wurde am 15. August 1971 die letzte Bindung des US-Dollars zum Gold gelöst und somit das globale Geldsystem vollständig entmaterialisiert. Seither ist keine Währung mehr mit einem knappen Vermögenswert wie Gold gedeckt. Zentralbanken können ohne jegliche Beschränkung Geld schöpfen und machen von diesem Privileg auch zunehmend Gebrauch. **Diverse Geldmengen- und Schuldenaggregate steigen seither exponentiell an.**

Gesamte Kreditmarktschulden (lhs), in Bill. USD, und Monetäre Basis (rhs), in Bill. USD, Q1/1955-Q4/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Im *In Gold We Trust*-Report 2019 war unser Leitmotiv „Vertrauen“.[3] Währungen beruhen auf einem Dreiklang aus Stabilität, Glaubwürdigkeit und Vertrauen.[4] Dieses Vertrauen in die zukünftige Kaufkraft des Geldes steht unserer Meinung nach auf der Kippe, wie die Crack-Up-Boom-ähnliche Entwicklung an

—
[1] „Environmental Social Governance“ (ESG) (dt.: Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) wird als weiter Begriff für CSR („Corporate Social Responsibility“) verwendet. Hierbei handelt es sich um die Evaluierung der unternehmerischen Sozialverantwortung. In anderen Worten der freiwillige Beitrag der Wirtschaft zu einer nachhaltigen Entwicklung, der über die gesetzlichen Anforderungen hinausgeht.
[2] Social Responsible Investing (SRI), auch als „Social Investment“ bezeichnet, ist eine Investition, die aufgrund der Art des Geschäfts, das das Unternehmen betreibt, als sozial verantwortlich angesehen wird.
[3] „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“, *In Gold We Trust*-Report 2019
[4] „3. Währungen und Werte“, *Studienreihe*, Donner & Reuschel, 24. Februar 2021

den Finanzmärkten aktuell belegt. Letztlich steht und fällt das Vertrauen der Bevölkerung in ungedeckte Währungen damit, dass die Währungshüter das Geldschöpfungsprivileg nicht missbrauchen, zum Beispiel für eine verdeckte Staatsfinanzierung. Doch genau in diesem Zusammenhang registrieren wir jene fundamentalen Veränderungen, die zusammengenommen das Bild eines „monetären Klimawandels“ ergeben.

Was genau verstehen wir unter „monetärem Klimawandel“?[5] Wir spielen damit auf einen vielschichtigen Paradigmenwechsel an, der durch die Pandemie und die politischen Reaktionen darauf ausgelöst wurde. **Die folgenden Entwicklungen sind Ausdruck dieser tiefgreifenden Veränderung:**

In short, austerity is out.
Henry Maxey

1. **Budgetäre Nonchalance**
   Der fiskalische Konservativismus ist schon seit geraumer Zeit im Rückzug. Im Euroraum herrschte im Nachklang der Griechenland-Krise – insbesondere auf Betreiben Deutschlands – noch das Credo der schwäbischen Hausfrau. Doch spätestens seit der Pandemie finden Regierungen zunehmend Gefallen an ihrer Rolle als „Big Spender“. Ob schuldenfinanzierte Fördertöpfe für „grüne“ Unternehmen oder permanente Transferzahlungen an immer größere Teile der Bevölkerung, es gibt immer mehr Ziele, die als so wichtig angesehen werden, dass für diese eine höhere Verschuldung in Kauf genommen wird. Die letzten Beschränkungen wie die US-Schuldenobergrenze, nationale Schuldenbremsen und die europäischen Maastricht-Kriterien werden ausgesetzt, großzügig interpretiert oder schlichtweg ignoriert. „Après nous le déluge“ – Dieser neue freizügige fiskalische Zeitgeist hat auch maßgebliche Auswirkungen auf die Geldpolitik.

We want to change the game.
Janet Yellen

2. **Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik**
   Die neue fiskalische Dominanz beschleunigt die Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik. Sinnbildlich hierfür steht die Ernennung der vormaligen FED Vorsitzenden Janet Yellen zur US-Finanzministerin und des ehemaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi zum italienischen Ministerpräsidenten. Selbst die Notenbankpräsidenten der ehemaligen Hartwährungsländer im Euroraum animieren die verantwortlichen Budgetpolitiker nun regelrecht zu noch höheren Defiziten.[6] Ein sukzessive höherer Anteil der Defizite muss folglich über die digitale Druckerpresse finanziert werden. Immer mehr Aspekte der „Modern Monetary Theory“[7] (MMT) scheinen nun einem Praxistest unterzogen zu werden. Doch die politische Unabhängigkeit der Notenbanken war stets der institutionelle Garant für das Vertrauen in die Stabilität der Währung. Je länger und enger diese Liaison zwischen Geld- und Fiskalpolitik anhält, desto größer die Wahrscheinlichkeit eines Vertrauensverlustes.

—
[5] Im Duden findet man zweierlei Bedeutungen für den Begriff „Klima“, einerseits die meteorologische Bedeutung und andererseits jene, die wir für unsere Interpretation des Begriffes „monetärer Klimawandel“ als relevant ansehen. Klima ist *„durch bestimmte Ereignisse oder Umstände hervorgerufene Atmosphäre oder Beziehungen zwischen Personen, Gruppen, Staaten oder Ähnlichem.“ Siehe*: Duden: Klima
[6] *Vgl.* Ferber, Michael: „Völlige Enthemmung der Geld- und der Finanzpolitik“, *Neue Zürcher Zeitung*, 5. Dezember 2020
[7] *Vgl.* „Aufbruch in eine goldene Dekade“, *In Gold We Trust*-Report 2020, „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“, *In Gold We Trust*-Report 2019

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

3. Neue Aufgaben der Geldpolitik

Die Sicherung der Preisstabilität galt stets als oberstes Ziel einer unabhängigen Notenbank. Immer öfter gewinnt man den Eindruck, dass sich Notenbanker häufiger zu Themen wie Nachhaltigkeit, Klimawandel oder Diversität zu Wort melden, als zu geldpolitischen Angelegenheiten. So hat EZB-Präsidentin Christine Lagarde entgegen allen Gepflogenheiten eine öffentliche Unterstützungsbekundung für die Spitzenkandidatin der Grünen für die anstehende deutsche Bundestagswahl gegeben. Die Fremd- und Selbstbezeichnung von Notenbankern als „Währungshüter" wirkt deshalb wie aus der Zeit gefallen. Darüber hinaus werden die Kriterien für die Preisstabilität vielerorts neu definiert. Die Federal Reserve hat diesen Schritt mit der Umstellung auf das „Average Inflation Targeting" (AIT) im Sommer 2020 bereits vollzogen, während die EZB derzeit ihre geldpolitische Strategie überprüft. Es ist aus unserer Sicht gut möglich, dass das bislang als sakrosankt geltende Preisstabilitätsziel der EZB künftig aufgeweicht wird.

CBCDs show a stark contrast from the ethos of cryptocurrencies in that they are issued by the state as a centralized form of digital money.
Kraken Intelligence

4. Digitale Zentralbankwährungen vs. dezentrale Kryptowährungen

Ein Bestreben vieler Zentralbanken ist es, eilig eine digitale Zentralbankwährung (CBDC) einzuführen. CBDCs sind aus unserer Sicht ein Wolf im Schafspelz. Es scheint, als würde die Aufbruchsstimmung rund um „digitale Vermögenswerte" ausgenutzt werden, um staatliche Digitalwährungen als große Errungenschaft zu vermarkten. Tatsächlich ermöglichen diese die Umsetzung noch tieferer Negativzinsen sowie die weitestgehende Zurückdrängung des anonymen Bargeldes. Das wäre ein Meilenstein am Weg zum gläsernen Bürger.[8] Eine vor kurzem von Kraken veröffentlichte Studie bezeichnet digitale Zentralbankwährungen passenderweise als „*digitized fiat currency*".[9] Das Gegenmittel zu digitalen Zentralbankwährungen sind nicht-inflationierbare, dezentrale Kryptowährungen, die als Konsequenz des monetären Klimawandels weiterhin florieren und zunehmend in den Fokus des Mainstreams gelangen werden.[10]

Build your opponent a golden bridge to retreat across.
Sun Tzu

5. Die neue Eiszeit zwischen Ost und West

Die Kluft zwischen den USA und ihren Verbündeten auf der einen Seite, sowie China und Russland[11] auf der anderen Seite bestand bereits vor der Pandemie, hat sich zuletzt aber noch weiter vergrößert. Die stetige Abkühlung der diplomatischen Beziehungen hat einen markanten Einfluss auf die ökonomische Situation der jeweiligen Staaten. Aber auch der „alte Kontinent" wurde durch die Corona-Krise eher auseinanderdividiert als zusammengeschweißt. Sowohl eine Nord-Süd-Teilung als auch eine Ost-West-Spaltung (Visegrád-Staaten) ist feststellbar. Der monetäre Klimawandel hat auch auf Ebene der

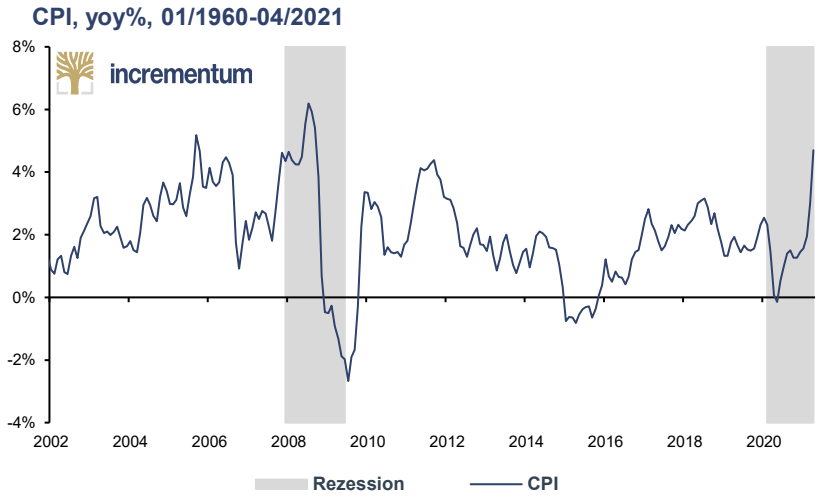
—
[8] *Vgl.* „Central bank digital currencies", *Committee on Payments and Market Infrastructures*, BIS, März 2018
[9] *Vgl.* „The rise of Central Bank Digital Currencies", Kraken Intelligence, April 2021
[10] Seit kurzem bieten wir zwei Fondsstrategien an, die sowohl in Gold als auch in Bitcoin investieren. Nähere Informationen finden Sie auf unserer Webseite incrementum.li.
[11] *Vgl.* Doff, Natasha und Biryukov, Andrey: „Russia Ditches the Dollar in More Than Half of Its Exports" , Bloomberg, 26. April 2021

internationalen Währungspolitik weitreichende Konsequenzen. Das Streben nach neuen Handels- und Reservewährungen nimmt weiter zu, die De-Dollarization schreitet weiter voran. Gold spielt bei dieser Emanzipation vom US-Dollar eine nicht zu unterschätzende Rolle.

Von der Vermögenspreisinflation zur Konsumentenpreisinflation

We are seeing very substantial Inflation.
Warren Buffett, Mai 2021

Der *meteorologische* Klimawandel birgt die Gefahr, den Meeresspiegel ansteigen zu lassen. Eine Begleiterscheinung des *monetären* Klimawandels ist die schier unbegrenzte Liquiditätsflut, die seit Beginn der Corona-Pandemie die Märkte überschwemmt und bereits eine merkliche Anhebung des Vermögenspreis- und auch des Konsumentenpreisniveaus bewirkt hat. Eine der möglicherweise dramatischsten Konsequenzen, welche das neue monetäre Klima mit sich bringen könnte, ist die Renaissance der Verbraucherpreisinflation. **Unserer Meinung nach befinden wir uns derzeit erst in der Anfangsphase dieser inflationären Entwicklung.**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Im Zentrum des Narrativs der westlichen Zentralbanken hinsichtlich der aktuell einsetzenden Teuerungsdynamiken steht ein Begriff: „vorübergehend". So äußerte sich beispielsweise das jüngste Mitglied des „Board of Governors" der Federal Reserve, Christopher Waller folgendermaßen: „*Whatever temporary surge in inflation we see right now is not going to last*."[12] Der Vorsitzende der Federal Reserve, Jerome Powell vermittelt konsequent die gleiche Botschaft. Auch diesseits des Atlantiks stößt EZB-Präsidentin Christine Lagarde ins selbe Horn. **Mit Spannung dürfen wir auf die kommenden Monate und Jahre blicken, in denen sich weisen wird, ob der aktuelle Teuerungsschub der Konsumentenpreise vorübergehender oder dauerhafter Natur sein wird.**

[12] Saphir, Ann und Marte, Jonnelle: „Fed's Waller says U.S. economy is 'ready to rip'", Reuters, 16. April 2021

Ideas and products and messages and behaviors spread like viruses do.
Malcolm Gladwell

In diesem Zusammenhang lohnt es sich, das Buch „The Tipping Point, How little things can make a big difference“[13] von Malcolm Gladwell zu studieren. Gladwell beschreibt den Kipppunkt als „den Moment der kritischen Masse, die Schwelle, den Siedepunkt“. Vor dem Erreichen irreversibler Kipppunkte beim menschengemachten Klimawandel wird in den Medien regelmäßig gewarnt. Dass im Rahmen des monetären Klimawandels solche Kipppunkte drohen – ein Umschlagen der Inflationserwartungen oder gar die breite Vertrauenserosion in das Währungsfundament – wird vom Gros der Marktteilnehmer, Politiker und Ökonomen nicht einmal in Betracht gezogen. **Unserer Meinung nach hat das Inflationspendel im Vorjahr endgültig umgeschlagen. Die inflationären Kräfte sind nun stärker als die deflationären Kräfte.**

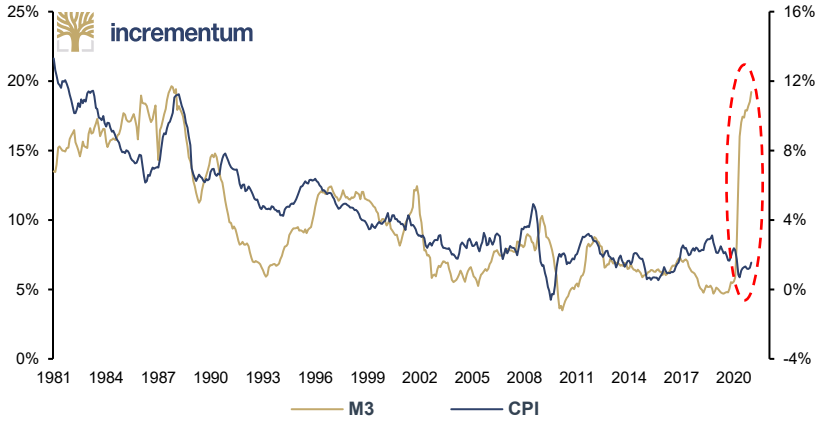
Der Junge, der Wolf rief

In the past couple of decades, the 2% inflation target behaved like a ceiling.
In the next twenty-years, the 2% inflation target will become a floor.
Kevin Muir

Im Herbst des Vorjahres haben wir uns erstmals dazu veranlasst gesehen, ein *In Gold We Trust*-Spezial mit dem Titel „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?“[14] zu publizieren. In der Parabel von Aesop wird beschrieben, wie die Dorfbewohner nach falschen Alarmierungen eines Hirtenjungen die neuerliche Warnung vor dem Wolf ignorieren. Ähnliches widerfährt aktuell Sparern und Anlegern im Zusammenhang mit der Gefahr einer Teuerungswelle. Im Zuge dieses *In Gold We Trust*-Spezials haben wir aufgezeigt, wieso die inflationären Kräfte nun endgültig die Oberhand gewinnen. **Auch im vorliegenden *In Gold We Trust*-Report werden wir das vielschichtige Thema der Inflation aus unterschiedlichen Blickwinkeln beleuchten.**

Ein naheliegender Grund für stark anziehende Inflationsraten in den kommenden Monaten ist der historische Anstieg der Geldmenge M3 in vielen Teilen der Welt.

OECD M3 (lhs), yoy%, und OECD CPI (rhs), yoy%, 01/1982-01/2021



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

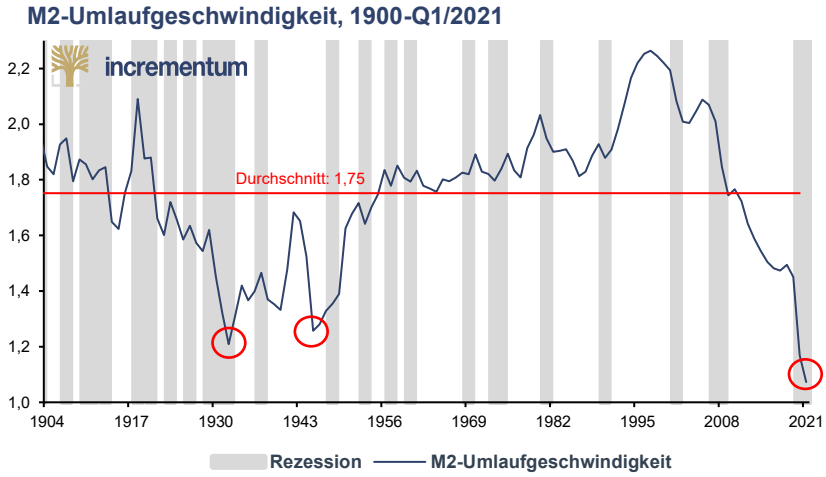
Ein weiterer Punkt für das Verständnis, warum uns die Inflation länger begleiten wird, ist unserer Meinung nach die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Zu dem Zeitpunkt, an dem die Zuversicht der Bevölkerung langsam

[13] Gladwell, Malcom: *The Tipping Point: How Little Things Can Make a Big Difference*, 2000
[14] *Vgl.* „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?“, *In Gold We Trust*-Spezial, 30. November 2020

zurückkehrt, wird sich die Umlaufgeschwindigkeit normalisieren, weswegen die Inflation merklich anziehen könnte. **Die Zentralbanken müssten in dem Maße, wie die Ungewissheit schwindet und die Umlaufgeschwindigkeit zulegt, dem System Liquidität entziehen.** Unserer Meinung nach ist dies jedoch so wahrscheinlich wie ein Sieg eines holländischen Abfahrers auf der Kitzbüheler Streif.

The cycle of manias and panics results from procyclical changes in the supply of credit... Money always seems free in manias.
Charles Kindleberger

In den Jahren 1933 und 1946 lag die Umlaufgeschwindigkeit ähnlich niedrig wie heute und in beiden Fällen griff die US-Regierung zu radikalen Maßnahmen. Im Jänner 1934 wertete sie den US-Dollar gegenüber Gold um knapp 70% ab, im Zeitraum 1946-1951 setzte sie in Zusammenarbeit mit der Federal Reserve, die die Zinsen auf niedrigem Niveau deckelte, eine finanzielle Repression durch. Beide Male kam es in den darauffolgenden Jahren zu deutlich höheren Inflationsraten. **Aktuell liegt die Umlaufgeschwindigkeit auf noch niedrigerem Niveau als 1933 und 1946. Wir gehen davon aus, dass sich die Geschichte wiederholen wird, und die Zentralbanken bzw. die Politik ihr Heil in der finanziellen Repression suchen werden.**[15]



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

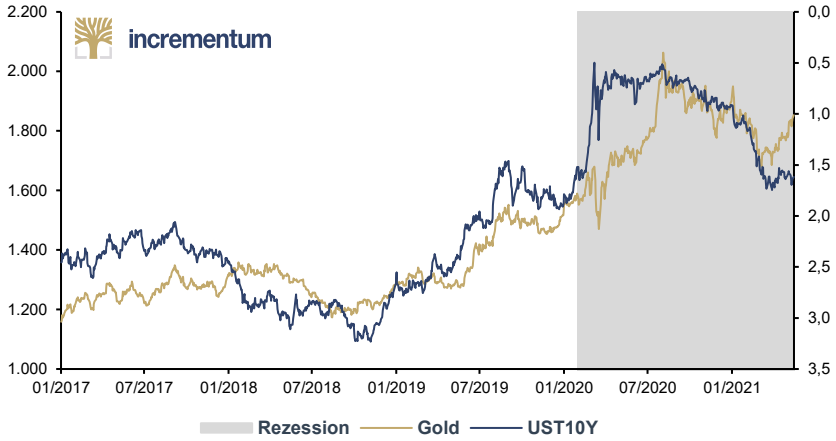
Die Zinswende und Bitcoin als Damoklesschwerter über dem Goldpreis?

Everyone hates gold. I learned a new line from some traders on my desk: "Gold will make you old" and I can attest to its truth, as over the past few months, I feel as old as Yoda.
Kevin Muir

Viele Goldinvestoren sind verwundert, dass sich der Goldpreis seit dem vergangenen Sommer in einer Konsolidierungsphase befindet und zwischenzeitlich fast 20% von seinem Allzeithoch am 6. August 2020 abgegeben hat. Aus unserer Sicht liegt einer der wesentlichen Gründe in den steigenden US-Renditen. Klassischerweise spiegelt die Zinskurve den erwarteten Zinspfad wider. Im August 2020 fing die Zinskurve an, am langen Ende zu drehen, und sorgte beim Goldpreis für deutlichen Gegenwind. **Der Goldpreis scheint bereits mittelfristige Zinserhöhungen zu diskontieren.**

[15] *Vgl.* „EMA GARP – Report for the first quarter", Equity Management Associates, Larry Lepard, 1. Quartal 2021

Gold (lhs), in USD, und UST10Y (rhs, invertiert), in %, 01/2017-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

One day, central banks will decide that they now need to support their currencies instead of supporting their bond markets. In this scenario, bond markets will implode.
Louis-Vincent Gave

Ein Blick in die Vergangenheit beweist jedoch, dass der Goldpreis auch bei steigenden nominellen Renditen stark performen kann, insbesondere dann, wenn die Inflationsraten schneller steigen als die Zinsen. Dennoch stellen steigende Renditen für den Goldpreis kurzfristig Risiken dar, solange nicht klar ist, wie sich die Teuerungstendenzen entwickeln werden. Spätestens wenn den Marktteilnehmern bewusst wird, dass die Realzinsen – trotz steigender nomineller Renditen – tief bleiben bzw. sogar weiter fallen, sollte sich der Gold-Bullenmarkt fortsetzen.

More money has been lost reaching for yield than at the point of a gun.
Raymond DeVoe Jr.

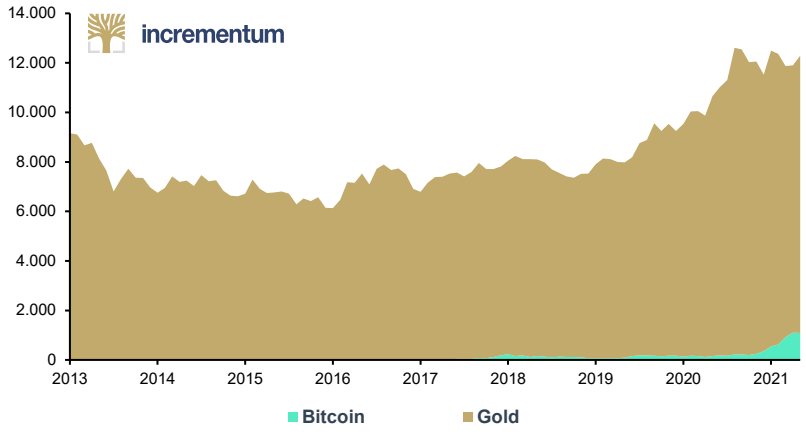
Dass ansteigende Anleiherenditen Nervosität an den Märkten auslösen, konnte man bereit im März erkennen, als die Renditen der 10-jährigen US-Treasuries auf 1,75% stiegen. Sobald die „Wohlfühlzone" der Inflation verlassen wird und sich höhere Inflationserwartungen verankern, sind größere Verwerfungen an den Rentenmärkten unausweichlich. **Mehr und mehr Zentralbanken werden sich gezwungen sehen, explizit oder implizit eine Geldpolitik der „Zinskurvenkontrolle" („Yield Curve Control") umzusetzen.**[16] **Dies käme einem „Quantitative Easing" ohne Mengenbeschränkung gleich.** Die Zentralbank müsste versprechen, so viele Staatsanleihen aufzukaufen, wie zur Deckelung der Rendite nötig sind.

Is BTC a threat to the status quo, post-1971 USD system? Absolutely. The more important question is „Is the status quo, post-1971 USD system actually good for the US anymore?"
Peter Thiel

Einen weiteren Erklärungsansatz für die zum Teil enttäuschende Entwicklung des Goldpreises der vergangenen Monate ist die zunehmende Akzeptanz von Bitcoin im traditionellen Finanzsektor. Tatsächlich scheint es, als würde Bitcoin als nicht-inflationierbarer Wertspeicher langsam auch von institutionellen Anlegern angenommen werden. Es ist daher naheliegend, dass Bitcoin – und andere Kryptowährungen – Gelder, die traditionellerweise in Goldveranlagungen geflossen wären, absorbiert hat. Aus unserer Sicht ist dieser Effekt jedoch nicht maßgeblich für die Preisentwicklung von Gold gewesen, gänzlich spurlos ist er am Goldmarkt aber auch nicht vorbeigegangen.

[16] Die „Reserve Bank of Australia" (RBA) hat beispielweise bereits eine YCC eingeführt. Die RBA gab bekannt, dass sie nicht nur ihre Absicht bekräftigte, den aktuellen Leitzins bis 2024 stabil zu halten, sondern sich auch auf ein 3-jähriges Renditeziel von 0,10% festlegen würde, um die Kreditkosten niedrig zu halten.

Gold und Bitcoin, Marktkapitalisierung, in Mrd. USD, 01/2013-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, World Gold Council, coinmarketcap.com, Incrementum AG

Think about it: Every time a Bitbug refers to crypto as „the new gold" or „digital gold", they are paying a compliment to gold.
Thomas Kaplan

Wird nun digitales Gold physisches Gold als Anlage ablösen? Nein, wird es nicht. Wir sind weiterhin davon überzeugt, dass physisches Gold aufgrund seiner einzigartigen Eigenschaften und der Faszination, die es seit jeher auf Menschen ausstrahlt, auch in Zukunft eine elementare Rolle in der Vermögensanlage spielen wird. **Dennoch ist es sinnvoll, sich mit digitalen Wertaufbewahrungsmitteln auseinanderzusetzen, besonders in Zeiten in denen altes Vermögen in Gefahr ist, entwertet zu werden, während neue Vermögen entstehen.**

Bereits seit 2015 verfolgen wir das Phänomen Bitcoin im Rahmen unseres *In Gold We Trust*-Reports. 2019 haben wir in einem eigenen Kapitel ein Plädoyer für eine Beimischung von Bitcoin zu einem Goldportfolio gehalten.[17] Konsequenterweise haben wir Anfang 2020 eine Anlagestrategie als Fonds aufgelegt, von der wir überzeugt sind, dass sie einem Einzelinvestment in Gold – oder auch in Bitcoin – in vielerlei Hinsicht überlegen ist. Über die bisherigen Ergebnisse der Strategie berichten wir im Rahmen dieses *In Gold We Trust*-Reports.[18]

What's Next? „Yield Curve Control" und finanzielle Repression

The death of inflation has been greatly exaggerated.
Henry Maxey

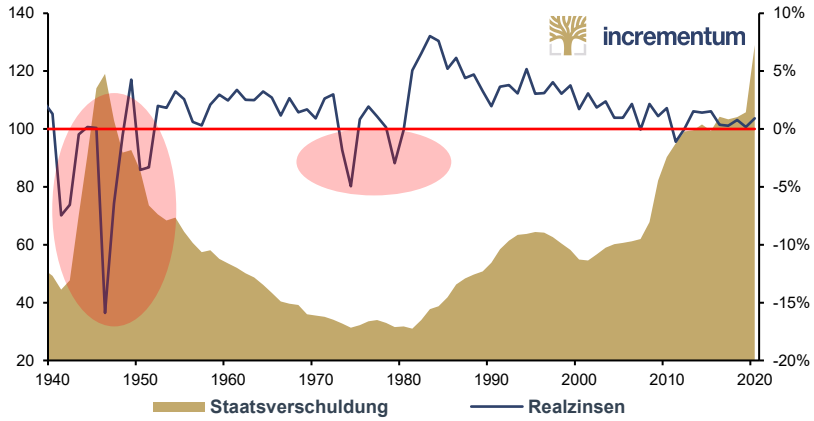
Wir wissen: Die Staatsverschuldung befindet sich in vielen Ländern auf dem höchsten Stand in Friedenszeiten. Unter den G7 Staaten weisen nur Kanada und Deutschland eine Verschuldung von weniger als 100% des BIP auf, wobei auch diese beiden Staaten, wenn man die impliziten Schulden, d. h. etwa die Anwartschaften in der Pensionsversicherung, hinzurechnet, deutlich höhere Verschuldungsquoten aufweisen. **Wie werden die Staaten diese Verschuldungslage überwinden können?**

[17] *Vgl.* „Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?", *In Gold We Trust*-Report 2019
[18] *Siehe* Kapitel „Bitcoin & Gold – Unsere Multi-Asset-Anlagestrategie in der Praxis" in diesem *In Gold We Trust*-Report

I'm kind of in a position that FDR was…What in fact FDR did was not ideological, it was completely practical.
Joe Biden

Ein Blick in die Geschichtsbücher könnte die Frage beantworten. Die USA beendeten den Zweiten Weltkrieg mit einer Verschuldung von fast 120% des BIP, während sie in Großbritannien bei 250% lag. In den frühen 1970er Jahre war die Schuldenquote in den USA auf etwa 25% und in Großbritannien auf unter 50% gesunken. Wie wurde dies erreicht? Die Antwort lautet: durch finanzielle Repression, also die Deckelung der Rendite von Staatsanleihen – deutlich – unterhalb der Inflationsrate.

Staatsverschuldung (lhs), in % des BIP, und Realzinsen (rhs), 1940-2020



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

Successful financial repression requires a widespread belief that conventional government bonds are safe.
Peter Warburton

Denn die bereits zuvor erwähnte Kontrolle der Renditekurve ist keineswegs neu. Im Jahr 1942 verpflichtete sich die Federal Reserve gegenüber dem US-Finanzministerium, genügend Anleihen zu kaufen, um die Zinssätze bei 0,375% für kurzfristige Wechsel und 2,5% für 10-jährige Treasuries zu deckeln. Dadurch wurden die Finanzierungskosten des Zweiten Weltkrieges deutlich gemindert. Bis 1951 blieb diese Deckelung aufrecht, im Schnitt lag die Inflationsrate in diesem Zeitraum bei 5,8% pro Jahr, in den Jahren unmittelbar nach dem 2. Weltkrieg bei bis zu 20%. Infolgedessen waren die realen Zinssätze tief negativ und der Schuldenstand im Verhältnis zum nominellen BIP konnte wieder auf ein vertretbares Niveau schrumpfen.[19] **Die Legitimation für eine zukünftige Zinskurvenkontrolle gibt sich die Federal Reserve praktischerweise gleich selbst:**

> *„The period 1942-47 provides some evidence that the Federal Reserve can lower long-term rates by committing to keeping short-term rates low. The brief period from 1947 to 1948 may also provide additional evidence that long rates can be reduced by direct interventions in the market for long-term Treasuries."*[20]

Ein wesentlicher Unterschied besteht jedoch: 1942 waren 84% aller Verbindlichkeiten der Federal Reserve durch Gold gedeckt. Die USA waren damals im Besitz von knapp einem Viertel des weltweiten Goldbestandes. Unser Freund Daniel Oliver schlussfolgert:

---

19 *Vgl.* „Jurassic Risk and the chomping of the traditional balanced portfolio", Ruffer Review, 2. März 2021
20 Carlson, Mark et al.: „2. Federal Reserve Experiences with Very Low Interest Rates: Lessons Learned", *FOMC Memo*, 5. Dezember 2008, S. 14

„If inflation breaks out and market rate for Treasuries jumps above the Fed's targets, it will have to purchase the entire stock to control rates. There is no doubt the Fed can do this, but it would herald the final end of the dollar."[21]

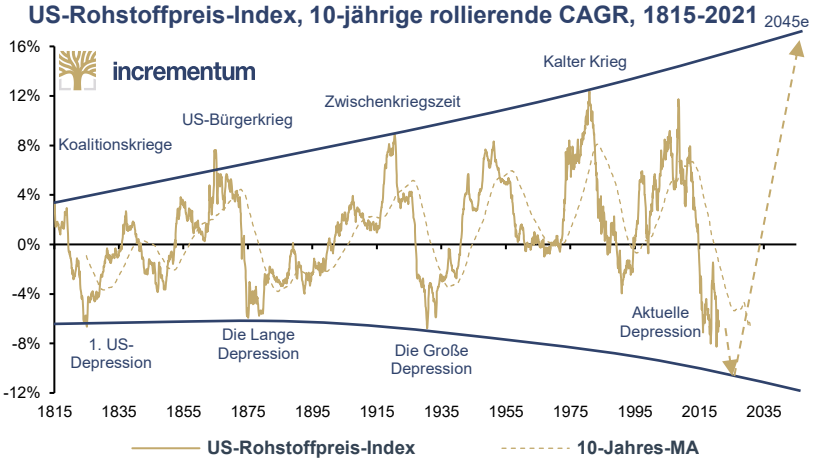
Gewinner und Verlierer

Der Wandel des meteorologischen Klimas kann, je nach Region und wirtschaftlichem Betätigungsfeld, sowohl negative als auch positive Effekte auf die Bevölkerung haben. **Auch der monetäre Klimawandel bietet für Anleger erhebliche Risiken, aber auch enorme Chancen.** Im vergangenen Jahr schrieben wir in diesem Zusammenhang:

„Es ist sehr gut möglich, dass die experimentelle Geldpolitik eine Renaissance von „Hard Assets" auslösen wird. Wenn die These stimmt, so sollte auch der gebeutelte Rohstoffsektor couragierten Antizyklikern Chancen bieten."[22]

Like the weather, markets are turbulent.
Benoit Mandelbrot

Nach einem jahrelangen Winterschlaf sind die Rohstoffpreise nun erwacht. Es ist gut möglich, dass sich die 2010er-Jahre als Wiederholung der 1960er-Jahre und die 2020er-Jahre als die der 1970er-Jahre entpuppen werden. Aus unserer Sicht verdichten sich die Indikationen jedenfalls deutlich, dass der gesamte Bereich der inflationssensitiven Vermögenswerte am Anfang eines ausgeprägten Bullenmarktes stehen könnte.



Quelle: Stifel Research, Incrementum AG

So unbequem die Dynamiken im Allgemeinen sind, für Gold könnten die Voraussetzungen besser nicht sein: massiv überschuldete Volkswirtschaften, welche als letzten Ausweg die Entwertung ihrer Währungen zum Abbau ihrer Schulden heranziehen werden. Wir vertreten die Ansicht, dass die Realzinsen auf Sicht der nächsten Dekade im negativen Bereich verharren werden. **In einem solchen Marktumfeld sollten Sachgüter, insbesondere Aktien aus den richtigen Sektoren, Rohstoffe und Edelmetalle die solide Basis des Portfolios bilden.**

—
[21] Oliver, Daniel: „The Slingshot", Myrmikan Research, 13. Juli 2020, S. 6
[22] „Einleitung", *In Gold We Trust*-Report 2020, S. 14

„Zozobra“ und die goldene Dekade

Die 15. Ausgabe unseres *In Gold We Trust*-Reports[23] erscheint in einer Zeit, die geprägt ist von „Zozobra“, einem spanischen Begriff, der an das Schwanken eines Schiffes, das zu kentern droht, erinnert.[24] Dieser Begriff entstand unter mexikanischen Intellektuellen im frühen 20. Jahrhundert, um das Gefühl zu beschreiben, keinen festen Boden unter den Füßen zu haben und sich in der Welt fehl am Platz zu fühlen. Unserer Meinung nach hat Gold zuletzt erneut unter Beweis gestellt, erspartes Vermögen gegen diese latenten Unsicherheiten und Sorgen zu schützen.

Vertrauen kommt zu Fuß und flieht auf dem Pferde.
Holländisches Sprichwort

Sie wissen, Vertrauen entsteht durch das wiederholte Erfüllen von Erwartungen. Im Vorjahr hat Gold einmal mehr seinen feinfühligen siebten Sinn bewiesen und das in es gesetzte Vertrauen gerechtfertigt. Es hat den aufmerksamen Beobachter davor gewarnt, dass die Großwetterlage vor einem Umschwung steht.[25] **In Antizipation und Reaktion auf die fiskalische und monetäre Largesse haussierte Gold im Laufe des Kalenderjahres 2020 in US-Dollar 24,6%. Auf Euro-Basis stieg der Goldpreis um 14,4% und markierte in zahlreichen Währungen neue Allzeithochs.**

If you think that you're living in the best of all worlds, then you don't need gold.
Daniel Briesemann

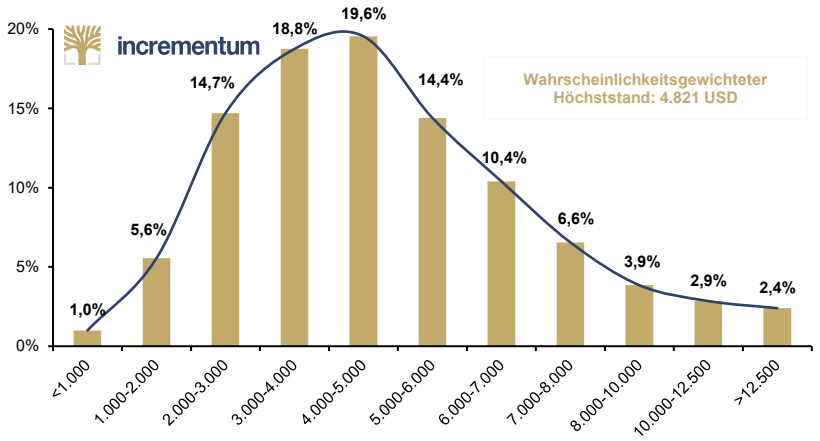
Im Zuge des monetären Klimawandels macht sich nun ein neuer Zugang zu Verschuldung und zur digitalen Druckerpresse breit. Die Wahrscheinlichkeit, dass diese Dekade als inflationäre Dekade in die Geschichte eingehen wird, ist aus unserer Sicht deutlich gestiegen. Insbesondere deswegen, weil die bereits erkennbaren Teuerungsdynamiken ohne eine signifikante Beschleunigung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes vonstattengegangen sind. Das Potenzial eines deutlichen Anstieges der Inflation ist in den kommenden Jahren damit nicht von der Hand zu weisen.

I believe that the times ahead will be radically different from the times we have experienced so far in our lifetimes, though similar to many other times in history.
Ray Dalio

Doch was bedeutet eine Welt mit deutlich höheren Inflationsraten für den Goldpreis? Sollte die Teuerung in den kommenden Jahren signifikant steigen, sind aus unserer Sicht am Ende der Dekade auch fünfstellige Goldpreise vorstellbar. Ein solches Szenario wäre kompatibel mit weiter stark steigenden Preisen für Bitcoin. Nicht-inflationierbare Anlagegüter wie Gold, Silber, Verbrauchsrohstoffe aber auch knappe digitale Anlagegüter werden in einem Umfeld mit deutlich negativen Realzinsen zunehmend als Wertaufbewahrungsmittel nachgefragt und der Preis, ausgedrückt in Papiergeldwährung, von einer Schwemme von Fiatgeld in die Höhe getrieben.

—
[23] Alle 14 früheren Ausgaben des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie in unserem Archiv unter ingoldwetrust.report/archiv.
[24] *Vgl.* „Feeling disoriented by the election, pandemic and everything else? It's called 'zozobra,' and Mexican philosophers have some advice“, yahoo!news, 2. November 2020
[25] *Vgl.* Stöferle, Ronald: „Gold – The 7th Sense Of Financial Markets“, Präsentation: Precious Metals Summit, 11. November 2019

Approximierter Goldpreis im Jahr 2030 nach Verteilungswahrscheinlichkeit, in USD (Basisszenario)



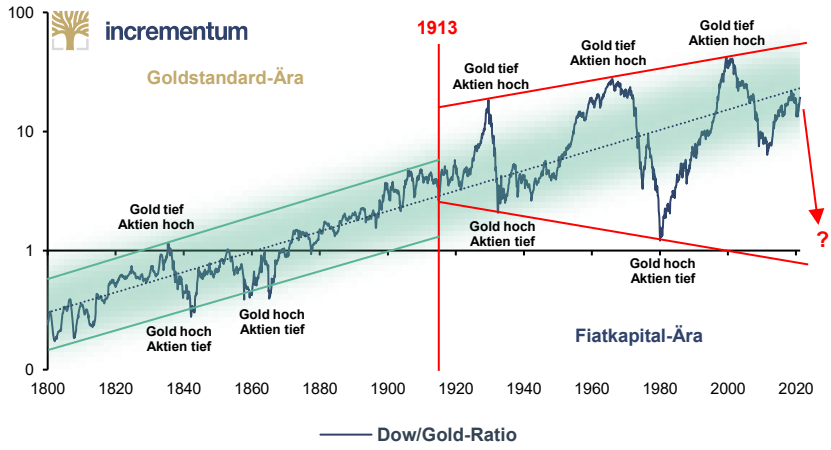
Quelle: Incrementum AG

An environment of constrained yields, rising inflation and a weaker US dollar is manna from heaven for gold bulls.
Louis-Vincent Gave

Wir halten daher an unserer Preisprognose für den Goldpreis am Ende des Jahrzehnts auf Grundlage unseres „proprietären Goldpreismodells" weiter fest. Das konservative Basisszenario, d. h. ohne außergewöhnlich inflationäre Tendenzen, hat für Gold ein Kursziel von 4.800 USD ergeben. Mit der erhöhten Wahrscheinlichkeit einer ausgeprägten Inflationsphase steigt auch die Wahrscheinlichkeit, dass unser Kursziel für eine inflationäre Dekade von USD 8.900 erreicht wird.[26]

Nicht nur absolut, sondern auch relativ zu anderen Anlageklassen ist das Kurspotenzial von Gold bemerkenswert. So scheint das von uns viel beachtete Dow/Gold-Ratio zuletzt seine Post-Corona-Rally abgeschlossen zu haben und nun wieder seinen Abwärtstrend fortzusetzen.

Dow/Gold-Ratio (log), 01/1800-04/2021



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

[26] *Vgl.* „Quo vadis, aurum?", *In Gold We Trust*-Report 2020

Herzlichen Dank!

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

Jahr für Jahr strebt der *In Gold We Trust*-Report danach, die weltweit anerkannteste, meistgelesene und vollumfänglichste Analyse zum Thema Gold zu sein. Unser Dank gilt allen voran unseren Premium-Partnern.[27] Ohne deren Unterstützung wäre es nicht möglich, den *In Gold We Trust*-Report kostenfrei zugänglich zu machen. Zugleich wollen wir uns von ganzem Herzen bei unseren mehr als 20 fantastischen Mitarbeitern für deren tatkräftigen und unermüdlichen Einsatz bedanken!

95% of all financial history happens within two standard deviations of normal, and everything interesting happens outside of two standard deviations.
Ric Kayne

Die Vergangenheit zu studieren und zu würdigen, ist entscheidend für die Vorbereitung auf die Zukunft. **Den „monetären Klimawandel" zu verstehen und sich darauf vorzubereiten, ist unserer Meinung nach die zentrale analytische Herausforderung der Gegenwart.** Deshalb haben wir auch im heurigen Jahr, in Zeiten des „monetären Klimawandels", eine vielschichtige Analyse der Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft des Goldes verfasst. **Wir freuen uns, Ihnen, geschätzte Leser, erneut eine umfassende, informative und kurzweilige Orientierungshilfe zum Thema Gold zur Verfügung stellen zu dürfen.**

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 15. *In Gold We Trust*-Reports genauso viel Freude bereitet, wie uns das Schreiben.

Mit herzlichen Grüßen,

Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek

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

MÜNZE ÖSTERREICH
Hier lagern Sie Ihr Gold sicher und versichert:
GOLD DEPOT
MÜNZE ÖSTERREICH
Eine Anlage in Gold ist sicher. Die Tresorräume der Münze Österreich sind es ebenso. Und genau dort können Sie jetzt Ihr bei der Münze Österreich zukünftig gekauftes Gold einlagern. Mehr Informationen finden Sie auf muenzeoesterreich.at/anlegen/golddepot.

Der Status Quo des Goldes

„Everything you need to know is right there in front of you.“

Jesse Livermore

Key Takeaways

- **In den vergangenen 12 Monaten erzielte Gold in fast allen Währungen neue Allzeithochs. Mit einem Plus von 24,6% war die Entwicklung des Goldpreises im Kalenderjahr 2020 auf US-Dollar-Basis fulminant, auf Euro-Basis mit 14,3% zwar schwächer, aber immer noch deutlich zweistellig.**

- **Der US-Dollar befindet sich in einem säkularen Bärenmarkt. Die Rohstoffpreise werden starke Unterstützung erfahren, wenn der US-Dollar weiterhin zur Schwäche neigt.**

- **Die Corona-Pandemie hat den globalen Schuldenberg im vergangenen Jahr um rund 24 Bill. USD erhöht. Er hat nun eine Rekordhöhe von 281 Bill. USD erreicht. Die globale Schuldenquote liegt bei über 355% des BIP.**

- **Sobald Renditen und Inflationserwartungen nachhaltig steigen, wird die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien ins Positive drehen. Wenn das eintritt, wäre dem 60/40-Portfolio die Grundlage – nämlich eine negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen – entzogen.**

- **Derzeit werden Staatsanleihen im Ausmaß von 12,2 Bill. USD mit negativen Zinsen gehandelt, dies entspricht in etwa dem BIP der gesamten EU ohne die Niederlande. Inflation könnte für Anleihegläubiger der „pain trade“ der Dekade werden.**

- **Insbesondere die ETF-Nachfrage erwies sich im vergangenen Jahr – trotz einer Schwächephase im 4. Quartal – als robust. ETFs verzeichneten Rekordzuflüsse in Höhe von 877 Tonnen, was einem Viertel der jährlichen Goldförderung entspricht.**

Learn from yesterday, live for today, hope for tomorrow. The important thing is not to stop questioning.
Albert Einstein

Auch im diesjährigen In Gold We Trust-*Report* beginnen wir unsere lange Reise durch das Golduniversum mit einer ausführlichen Analyse der wichtigsten Einflussfaktoren. Gerade in Zeiten von Umbrüchen ist eine umfassende Standortbestimmung von Bedeutung. Das gilt für jeden persönlich, ebenso wie für das makroökonomische Gesamtbild. Daher wollen wir auf den folgenden Seiten den Status Quo des Goldes aus möglichst vielen unterschiedlichen Perspektiven analysieren.[28]

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

Im Gegensatz zur Mehrzahl der Gold-Analys(t)en erachten wir die ausschließliche Analyse von Angebots-/Nachfrage-Statistiken für die Goldpreisentwicklung als wenig hilfreich. Gold ist ein Bestandsgut und ein monetäres Metall.[29] Als solches stehen die entscheidenden kurz- und mittelfristigen Faktoren, welche sich letzten Endes auf die Preisentwicklung auswirken, in einem engen Zusammenhang mit der aktuellen Situation des Geldsystems und der Finanzmärkte. **Daher legen wir in erster Linie den Fokus auf folgende Einflussfaktoren:**

- Trend des US-Dollars und anderer Fiat-Währungen
- Opportunitätskosten (Aktien, Anleihen, …)
- Trend der Rohstoffpreise
- Inflationstendenz und Inflationserwartungen
- Niveau und Tendenz der Realzinsen
- Dynamik der Verschuldungssituation
- Tendenz und Momentum des Geldmengenwachstums
- Vertrauen in die Notenbankpolitik und die Stabilität des Finanzsystems sowie die konjunkturelle Entwicklung
- Vertrauen in Politik und in die fiskalische Stabilität
- Geopolitische Rahmenbedingungen
- Markttechnik (Positionierung, Sentiment, …)

—
[28] Alle früheren Ausgaben des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie in unserem Archiv.
[29] *Vgl.* „Gold und Inflation", *In Gold We Trust*-Report 2015; „Stock-to-Flow Ration als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold", *In Gold We Trust*-Report 2014; „Stock-to-Flow Ratio als wichtigster Grund für die monetäre Bedeutung von Gold", *In Gold We Trust*-Report 2013

Status Quo von Gold im Währungskontext

„Think about currency allocation, not just asset allocation."

Bridgewater Associates

Traditionell beginnen wir unsere Standortbestimmung mit den wichtigsten Performance-Daten. In den vergangenen 12 Monaten erzielte Gold in fast allen Währungen neue Allzeithochs, darunter u. a. USD, EUR, JPY, CHF, CNY, AUD, CAD, GBP etc. Die „Marktbreite" des Bullenmarktes war somit weiterhin hervorragend.

Performance von Gold, 2020

	USD (oz)	EUR (oz)	JPY (g)	GBP (oz)	CAD (oz)	CHF (oz)	INR (10g)	RMB (g)	AUD (oz)
Performance	24,6%	14,3%	18,4%	20,8%	22,4%	13,8%	27,6%	17,0%	13,5%
Preis 31.12.2020	1.888	1.543	6.266	1.381	2.405	1.669	44.353	396,9	2.446
Allzeithoch	2.067	1.746	7.013	1.573	2.749	1.883	49.803	461.5	2.863

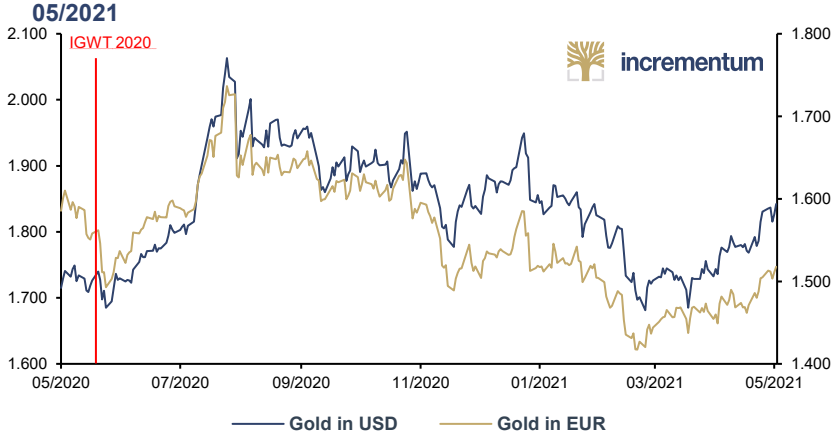
Quelle: World Gold Council, Reuters, Incrementum AG

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

Seit dem (Intraday)-Allzeithoch im August 2020 bei 2.067,15 USD trat Gold in den „Korrekturmodus" ein. Der Goldpreis korrigierte zwischenzeitlich um bis zu 20% und markierte im März einen Tiefststand bei 1.680 USD. Minenaktien (HUI) gaben indes um 32% nach, während sich Silber erstaunlich resilient zeigte. **Mit einem Plus von 24,6% war die Entwicklung des Goldpreises im Kalenderjahr 2020 auf US-Dollar-Basis fulminant, auf Euro-Basis mit 14,3% zwar schwächer, aber immer noch deutlich zweistellig.**

Sehen wir uns nun die Goldpreisentwicklung seit dem letzten *In Gold We Trust*-Report in US-Dollar und Euro an. Kurz nach der Veröffentlichung des letzten Reports am 27. Mai 2020 setzte der von uns prognostizierte impulsive Bull-Run ein, der selbst hartgesottene Goldbullen in seiner Vehemenz überraschte.

Gold, in USD (lhs) und EUR (rhs), Einjahresperformance, 05/2020-05/2021

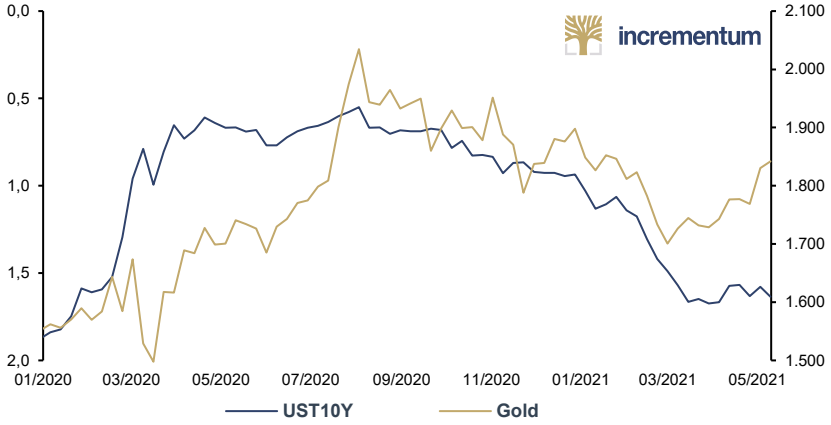


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

Im August begann dann eine mehrmonatige Konsolidierungsphase. Neben Gewinnmitnahmen, einem festeren US-Dollar und Opportunitätskosten im Zuge der Bitcoin-Hausse, waren steigende Anleiherenditen ein wesentlicher Auslöser für den aufkommenden Gegenwind. Im August 2020 lag die Rendite der 10-jährigen US-Treasuries noch bei 0,5% und kletterte bis März 2021 auf ein Hoch von 1,74%. Dieses Rendite-Niveau reichte bereits, um laute Hilferufe nach der baldigen Einführung einer „Yield Curve" Control zu provozieren.

UST10Y (lhs, invertiert), in %, und Gold (rhs), in USD, 01/2020-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

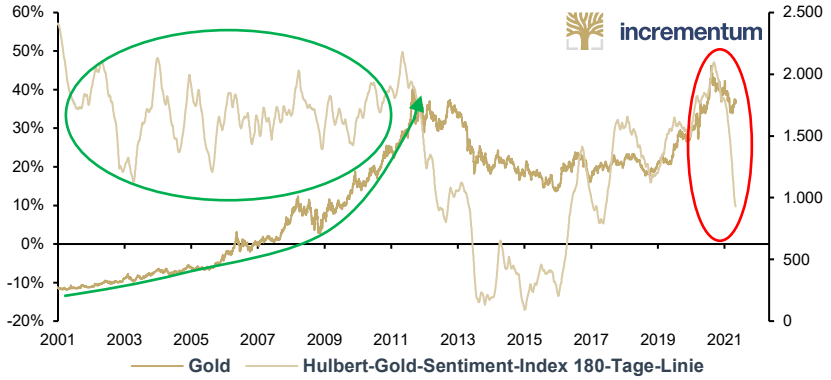
Der Goldpreisrückgang von 10% in Q1/2021 markierte die schwächste Quartalsperformance seit 2016 und die schlechteste Entwicklung in einem ersten Quartal seit 1982. Zu dieser Preisschwäche trugen neben den gestiegenen Renditen auch die Abflüsse aus den Gold-ETFs bei, die bis zum Quartalsende acht Wochen in Folge einen Rückgang der Nettotonnage hinnehmen mussten. Noch außergewöhnlicher ist, dass bis zum 31. März 2021 die ETF-Bestände in 32 von 33 Handelssitzungen rückläufig waren, einschließlich einer Rekordserie von 24 aufeinanderfolgenden täglichen Rückgängen bis zum 18. März 2021. **Dies illustriert die damals überbordend negative Gemütslage im Goldsektor.**

Gold is behaving exactly like insurance should behave — rising and falling with confidence and catastrophic risk perceptions.
Simon Mikhailovich

Auch diverse Sentiment-Indizes bestätigen die damalige Stimmungslage, die uns an die traurige Zuschauerkulisse bei Heimspielen von Admira Wacker erinnert.[30] Der „Bernstein Daily Sentiment"-Index (DSI) verzeichnete Anfang März lediglich eine bullishe Tendenz von 12%, ein Wert, der niedriger ist als 96% aller DSI-Messungen seit April 1987. Der „Hulbert Gold Newsletter Sentiment"-Index (HGNSI) hatte am 8. März 2021 einen Wert von -51,7%, niedriger als 99,8% der täglichen Messwerte in der 21-jährigen Geschichte des HGNSI.[31] Seit dem Start des HGNSI im April 2000 gab es lediglich 9 Tageswerte, die ein pessimistischeres Niveau anzeigten als am 8. März 2021.[32] **Kurzfristig war die Stimmungslage im Gold-Camp also alles andere als positiv.**

—
[30] Der österreichische Fußballverein „Admira Wacker" ist für seine eher überschaubaren Zuschauerzahlen – selbst für österreichische Verhältnisse – bekannt.
[31] Anmerkung: Beim folgenden Chart verwenden wir einen 180-tägigen gleitenden Durchschnitt des HGNSI, der die hohe Volatilität der Indexzahlen glättet.
[32] *Vgl.* Reik, Trey: „Here we go again", *Quarterly Report*, Bristol Gold Group, Q1/2021

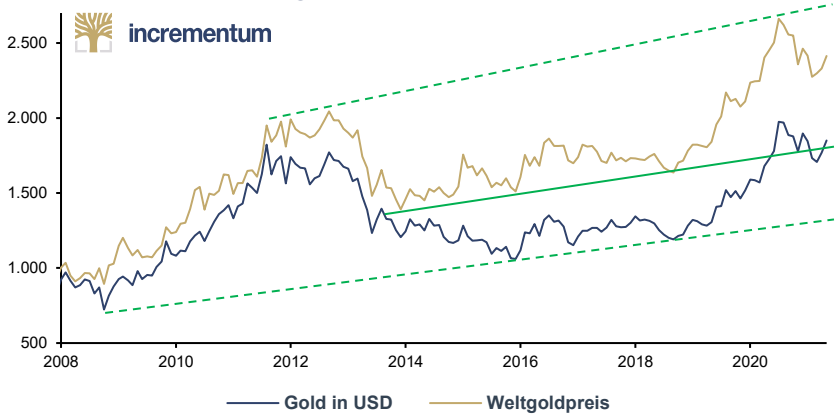
Hulbert-Gold-Sentiment-Index (lhs), und Gold (rhs), in USD, 01/2001-05/2021



Quelle: Hulbert Ratings LLC, www.hulbertratings.com, Incrementum AG

Wenden wir uns nun wieder dem „Big Picture" zu. Der Weltgoldpreis, der den Goldpreis im handelsgewichteten Außenwert des US-Dollars darstellt, erreichte im August 2020 ein Allzeithoch und korrigierte ab dem Herbst ebenfalls. **Der langfristige Aufwärtstrend ist jedoch eindeutig intakt.**

Gold, in USD, und Weltgoldpreis, in USD, 01/2008-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Nun wollen wir das Spektrum erweitern und die Entwicklung des Goldpreises in den wichtigsten Währungen betrachten. Das Gesamtjahr 2020 war für Gold in allen Währungen klar positiv. Der Kursanstieg lag im Schnitt bei 19,5%. Nach wie vor bleibt die durchschnittliche Performance in diesem säkularen Bullenmarkt beeindruckend. So liegt der Mittelwert der jährlichen Performance von 2001 bis 2020 bei 9,5%. Gold konnte in dieser Zeit – trotz zwischenzeitlicher deutlicher Korrekturen – praktisch jede andere Anlageklasse und vor allem jede andere Währung in den Schatten stellen. Seit Anfang 2021 ist die Entwicklung mittlerweile nur noch leicht negativ, im Schnitt liegt das Minus bei 1,6%.

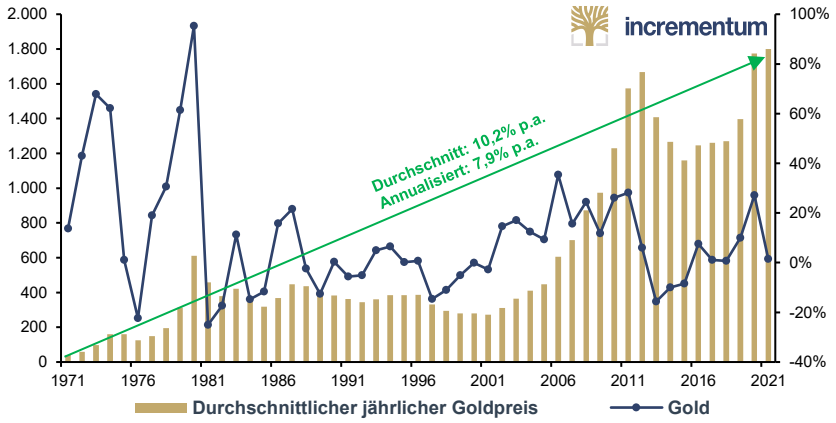
Gold Performance seit 2000 in diversen Währungen (%)

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

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG, Zahlen per 20.05.2021

Blättern wir nun noch weiter zurück in den Geschichtsbüchern. Seit dem „IPO von Gold“[33] am 15. August 1971 beläuft sich die durchschnittliche jährliche Steigerungsrate des Goldpreises in US-Dollar auf 10,2%. Die annualisierte Wachstumsrate (CAGR) beläuft sich auf 7,9%. **Im Vorjahr erreichte Gold mit einem Jahresdurchschnittspreis von 1.774 USD ein neues Allzeithoch.** Seit Jahresbeginn liegt der durchschnittliche Goldpreis bei 1.800 USD und somit auf Rekordniveau.

Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis (lhs), in USD, und Gold (rhs), yoy%, 1971-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

[33] *Vgl.* „The Role of Gold in Today's Global Multi-Asset Portfolio“, State Street Global Advisors, April 2021

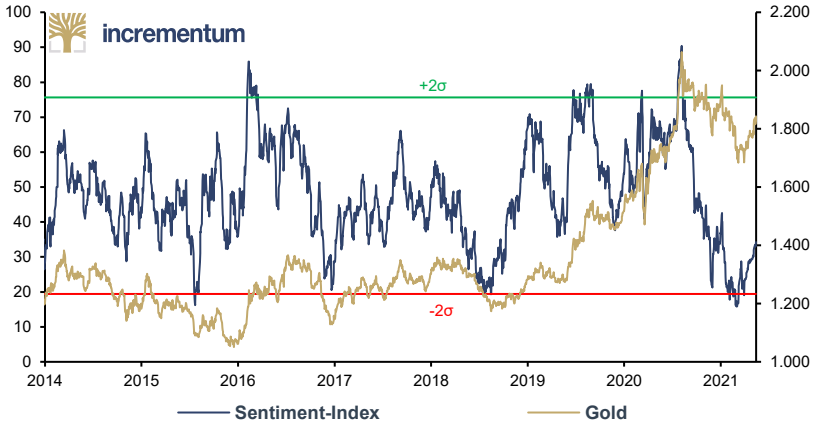
Fazit

Im Vorjahr hatten wir folgendes Zwischenfazit gezogen:

> *„Die Trendstärke hat sich im vergangenen Jahr noch weiter akzentuiert, weshalb wir davon ausgehen, dass auch demnächst auf Basis des US-Dollars neue Allzeithochs erzielt werden. Für uns steht fest, der Goldpreis steht – gegenüber jeder Währung – vor einer Goldenen Dekade, d. h. die Kaufkraft von EUR, USD etc. in Gold gemessen wird weiter fallen.“*[34]

Unsere Einschätzung des Vorjahres, wonach sich Gold in einem neuen Bullenmarkt befindet, hat sich bewahrheitet. Ein Blick auf den „Sprott-Gold-Bullion-Sentiment-Index“[35] zeigt, dass die Stimmungslage im März einen absoluten Tiefpunkt erreicht hatte. Der Indikator lag kurzfristig sogar jenseits seiner zweiten Standardabweichung. Seitdem haben sich der Index und der Goldpreis erholt, sind aber noch weit von den Euphorieniveaus entfernt, die beispielsweise im August letzten Jahres herrschten. **Insofern scheint die Grundlage für weitere Kursanstiege aktuell hervorragend zu sein.**

Sprott-Gold-Bullion-Sentiment-Index (lhs), und Gold (rhs), in USD, 01/2014-05/2021



Quelle: Sprott Asset Management LP, Incrementum AG

34 „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, *In Gold We Trust*-Report 2020, S. 25
35 Die Daten wurden uns freundlicherweise von unserem Premium-Partner „Sprott Asset Management“ zur Verfügung gestellt.

AUCH WENN ROBOTER FIX DAZU GEHÖREN.

DIE ZUKUNFT IST GOLD.

VIEL GOLD. VIEL ZUKUNFT.

philoro.at · philoro.de · philoro.ch · philoro.li · philoro.com

philoro
EDELMETALLE

Status Quo des US-Dollars

> *„To me, really the biggest question is are we going to start this process [of the Federal Reserve effectively monetizing US stimulus] right away under the Biden Administration? Or are we going to run through this charade of we're going to try to defend the dollar system one last time and blow-up risk markets and then give the Federal Reserve the cover to come in and start this process after a whoosh down?"*
>
> Luke Gromen[36]

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

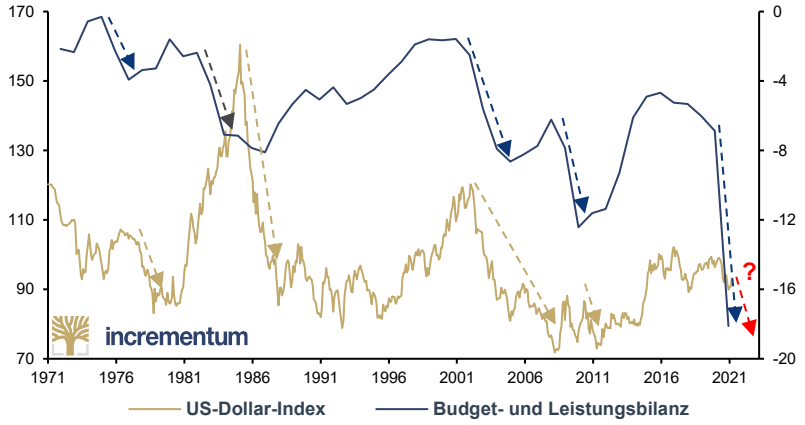
„*Shots in Arms and Money in Pockets*", so lautet das Motto des neugewählten US-Präsidenten Joe Biden.[37] Es wirkt, als würden eine Biographie von Franklin Delano Roosevelt und Stephanie Keltons MMT-Bibel „The Deficit Myth" auf Präsident Bidens Nachtkästchen liegen.[38] Auch wenn Präsident Bidens (Wirtschafts-)Politik zunehmend mit der Roosevelt-Ära verglichen wird,[39] so sehen wir einen gravierenden Unterschied: Die USA befanden sich damals auf einem Goldstandard, und es bedurfte eines Ventils, um die US-Konjunktur wieder in Gang zu bringen. Unter FDR war das Ventil ein Goldverbot und eine kräftige Abwertung des US-Dollars gegenüber Gold. **Nun könnte sich die Geschichte, jedoch in etwas anderer Form, wiederholen.**

...the only thing that can avoid a US balance of payments problem is a time machine.
Luke Gromen

Nicht zuletzt, weil das Handelsbilanzdefizit der USA gegenüber dem Rest der Welt neue Rekordwerte erreicht.[40] Mit anderen Worten: Die US-Verbraucher exportieren heute mehr US-Dollar in den Rest der Welt als je zuvor, denn das „Twin Deficit" von Budget- und Leistungsbilanzdefizit ist in den letzten Quartalen explodiert. Das ist unserer Meinung nach ein zentrales Argument für eine kommende US-Dollar-Schwäche.

—
[36] Gromen, Luke: „MacroVoices #254 Luke Gromen: The Fed Faces No Easy Choices", YouTube, 15. Jänner 2021
[37] *Vgl.* „Biden: 'Shots in Arms and Money in Pockets'", *The New York Times*, 15. März 2021
[38] Zur MMT *vgl.* „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes", *In Gold We Trust*-Report 2020 , „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes", *In Gold We Trust-Report* 2019
[39] *Vgl.* Alter, Jonathan: „How F.D.R.'s Heir Is Changing the Country", *The New York Times*, 12. April 2021; Sargent, Greg: „Opinion: Can Biden achieve an FDR-style presidency? A historian sees surprising parallels.", *The Washington Post*, 5. April 2021, Lopez, German: „Joe Biden wants you to believe in American democracy", VOX News, 28. April 2021
[40] *Vgl.* „How to diagnose your own Dutch disease", *Financial Times*, 13. März 2019

US-Dollar-Index (lhs), und Budget- und Leistungsbilanz (rhs), in % des BIP, 01/1971-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Weltbank, Incrementum AG

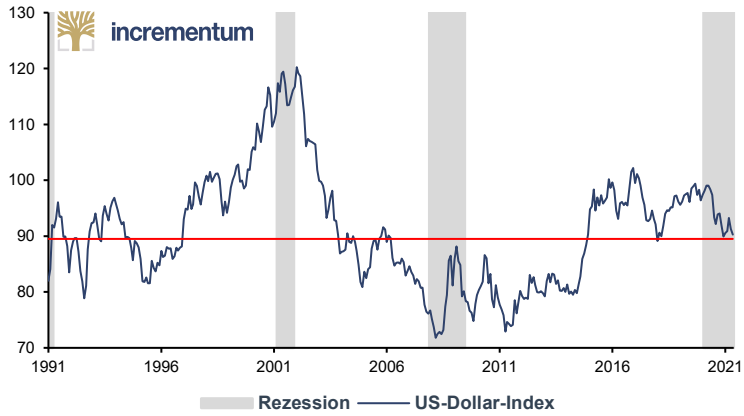
In a world where all paper currencies are toilet tissue, at least the dollar was double-ply.
Thomas Kaplan

Wenden wir uns nun der jüngeren Entwicklung des US-Dollars zu. Ab März 2020 zeigte der US-Dollar seine Muskeln und profitierte im Rahmen der Coronakrise von seiner Safe-Haven-Funktion. Innerhalb weniger Handelstage rallierte der US-Dollar-Index (DXY) von knapp 95 auf 103,6. Anschließend setzte jedoch eine Talfahrt ein, die den DXY bis auf einen Tiefststand von 89,4 am 6. Jänner 2021 absacken ließ. Im Gesamtjahr 2020 tendierte der DXY um 7,5% schwächer. Seit Jahresbeginn hat der Greenback wieder an Stärke gewonnen, u. a. auch deswegen, weil die Impfkampagne in den USA deutlich erfolgreicher verläuft als in der EU. Dennoch gehen wir davon aus, dass dies lediglich eine kurzfristige technische Korrektur ist. Die inhärente Schwäche des US-Dollars erkennt man auch daran, dass er in den vergangenen 12 Monaten gegen 15 der 16 wichtigsten Währungen gefallen ist.

You´re climbing ever higher up a cliff so that you can one day fall off at a higher level.
Andrew Hunt

Die (psychologisch) wichtige Unterstützung bei 90 hat vorerst gehalten. Diese Marke entspricht auch dem Tief im Jahr 2018 und wurde seit 16 Jahren nicht durchbrochen. Sollte diese Unterstützung nachhaltig durchbrochen werden, so wäre der nächste Support-Cluster bei 80 und anschließend bei 73.

US-Dollar-Index, 01/1991-05/2021

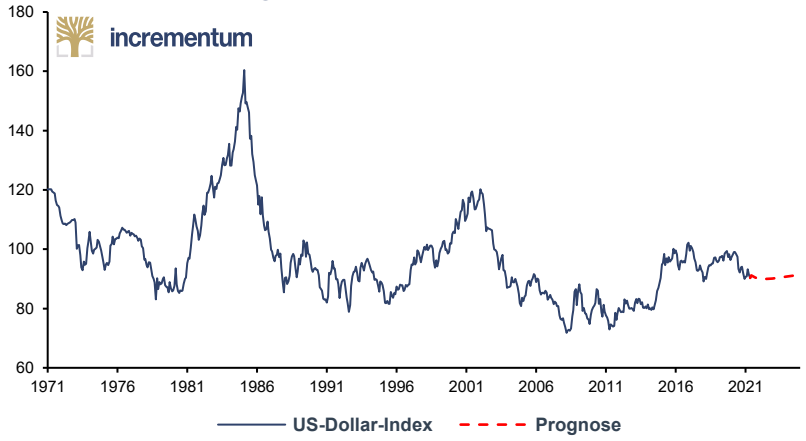


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Sehen wir uns die derzeitige Konsensschätzung für den US-Dollar an, so verblüfft die Tatsache, dass der Analystenkonsens bis 2024 einen Seitwärtslauf des DXY erwartet. Von einem signifikant festeren US-Dollar geht aktuell kein einziger der befragten Analysten aus, die höchste Prognose liegt bei 93,7. Aber auch die US-Dollar-Bären scheinen zur roten Liste der gefährdeten Arten zu gehören: die pessimistischste US-Dollar-Schätzung prognostiziert bis 2024 einen Rückgang auf 86,8 Punkte.

US-Dollar-Index Prognose, 01/1971-12/2024E

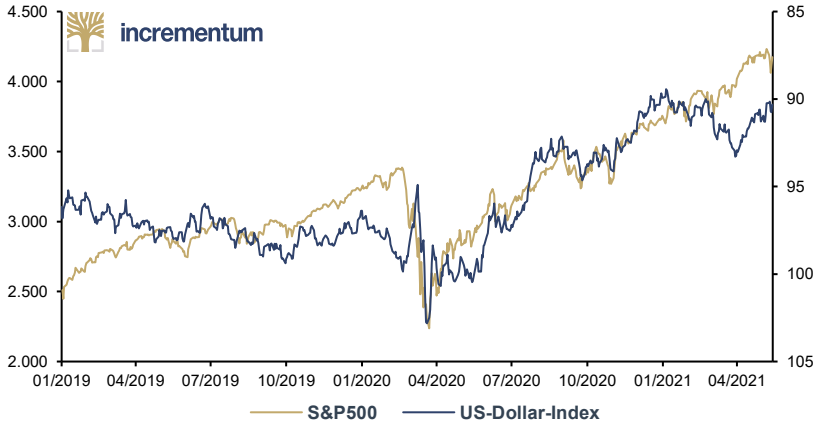


Quelle: Reuters Eikon, Bloomberg, Incrementum AG

Politische Macht vermag das ökonomische Gesetz niemals außer Kraft zu setzen.
Eugen von Böhm-Bawerk

Doch was wäre der Fall, wenn wir den „Elephant in the Room“ nicht sehen oder nicht sehen (wollen)? **Was, wenn die aktuelle Börsenrally in Wirklichkeit eine Abwertungshausse ist, und wir am Beginn eines Crack-Up-Booms stehen?** Im nachfolgenden Kapitel wollen wir dieser Frage auf den Grund gehen.

S&P 500 (lhs), und US-Dollar-Index (rhs, invertiert), 01/2019-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Status Quo von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen

> *„Seeing the intensity of the spike upward, fueled by the spike downward reminds me that we are riding something – across many markets – with a life of its own. It is not sound and it is not calm. It is hysterical. Hysterical always burns out sooner or later.“*
>
> NFTRH

Quelle: New York Magazine, 25. April 2021

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

Gold im Vergleich zu Aktien

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

Wir befinden uns in einer Zeit, in der Persönlichkeiten wie Dave Portnoy, Michael Saylor und insbesondere Elon Musk Rockstar- bzw. fast schon Heiligenstatus genießen. Aber auch Phänomene wie z. B. Dogecoin, eine Spaßkryptowährung, die auf einem berühmten Meme basiert und im Mai eine Marktkapitalisierung von fast 100 Mrd. USD erreichte, von der Reddit-Community initiierte Short-Squeezes bei GameStop, der Boom bei SPACs und die Flut an IPOs, die ein neues Rekordvolumen von 180 Mrd. USD erzielten, weisen darauf hin, dass sich die Märkte in einer hysterischen Mania-Phase befinden, die durch die ultralockere Geld- und Fiskalpolitik befeuert wird. **Die Zuversicht unter den Marktteilnehmern scheint ebenso grenzenlos zu sein wie die Liquidität.** Unser Freund Kevin Muir spricht passenderweise von einer „series of rolling bubbles“. **Auch die BIZ äußerte sich zuletzt zunehmend besorgt:**

> *„Memories of the tech boom in the late 1990s resurfaced. Initial public offerings (IPOs) rose in number, and the rapid growth of conduits set up to scout for private firms and list them continued. In addition, retail investors took on record amounts of leverage, used options to speculate on individual stocks, and coordinated on social media platforms to put pressure on short-sellers.“*[41]

I got a tip to buy some stocks, lost my shirt, lost my socks. The minute that I buy some stocks, they faw down an' go boom.
Eddie Cantor, Februar 1929

Exorbitante Kursgewinne am ersten Handelstag nach einem IPO sind ein verlässliches Maß für exzessive Partystimmung an den Börsen. Der durchschnittliche Kursgewinn am ersten Handelstag betrug im Vorjahr 88,4%. Laut Jay Ritter, Finanzprofessor an der Universität von Florida, erzielten die IPO-Jahrgänge 1999 und 2000 am ersten Handelstag im Schnitt Renditen von 70,0% bzw. 56,1%. Zudem scheint die Ertragsqualität derzeit ebenfalls ungewöhnlich

41 „Markets wrestle with reflation prospects“, *BIS Quarterly Review*, 1. März 2021

niedrig: Im Jahr 2000 hatten 80% der IPOs negative Erträge, was exakt dem Wert aus dem Jahre 2020 entspricht.[42]

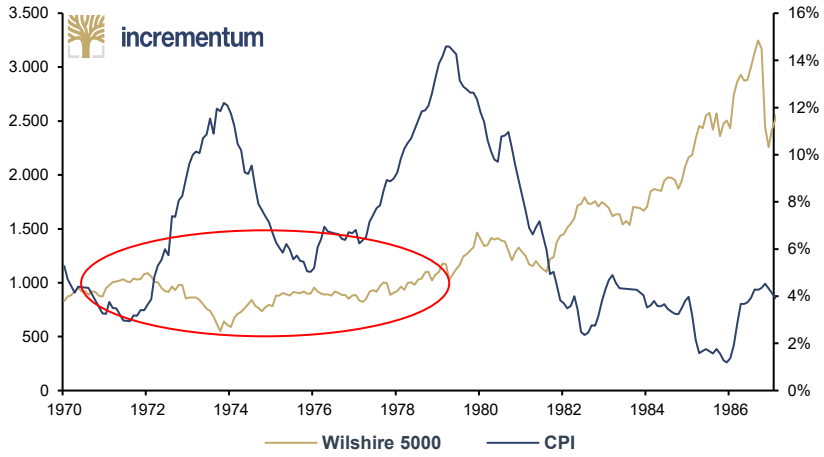
Yes, I think it must end badly, but I don't know when.
Charlie Munger, Februar 2021

Die Fundamental- und Marktdaten trüben sich bereits sukzessive ein und die Luft wird zunehmend dünner. Doch das Momentum des Marktes, insbesondere des Tech-Sektors, scheint unaufhaltsam, getrieben von passiven Indexinvestoren sowie immer stärker vom Retail-Publikum. Dank Trading-Apps wie „Robinhood", „Trade Republic" & Co. wird der Handel an den Börsen immer einfacher und günstiger. Zudem hatten während der schier endlos dauernden Lockdowns Arbeitslose und Kurzarbeiter Zeit und „Spielgeld", um an der Börse zu handeln. David Jones, Marktstratege bei der „Bank of America" merkte in einem Interview auf Bloomberg TV an, dass in den letzten 5 Monaten die Zuflüsse in den Aktienmarkt mit 576 Mrd. USD höher waren als in den letzten zwölf Jahren zusammen (452 Mrd. USD).[43] **Er bezeichnet das aktuelle Umfeld als „*peak positioning, peak profits and peak policy*".[44]**

...inflation is a far more devastating tax than anything that has been enacted by our legislature. The inflation tax has a fantastic ability to simply consume capital.
Warren Buffett

Zudem scheint es, als wäre die Markteinschätzung ganz klar auf *Re*flation fokussiert, während die Konsequenzen steigender *In*flation von Aktieninvestoren noch weitgehend ausgeblendet werden. Es ist allgemein bekannt, dass eine moderate Inflation die Performance von Aktien erhöht. Der „Wohlfühlkorridor" der Inflationsraten für den Aktienmarkt liegt zwischen 0,5% und 2,5%. Die Frage, die wir uns stellen sollten, lautet: **Wie hoch können die Inflationsraten steigen, bevor sie sich negativ auf Aktien auswirken?**

Wilshire 5000 (lhs), und CPI (rhs), yoy%, 01/1971-12/1987



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Während der Stagflation der 1970er-Jahre teilten sich die Gewinne aus Aktien im Verhältnis 30:70 zwischen Kursgewinnen und Dividenden auf. Warren Buffett schrieb darüber im Jahre 1977 einen höchst lesenswerten Artikel. Er stellte fest, dass bei steigenden Inflationsraten die Dividenden im Gleichschritt mit der Wirtschaftsleistung zurückgingen. In diesem Sinne fungieren Aktien als eine Art „Equity Bond", deren „Rendite" durch die

[42] *Vgl.* Duffy, Kevin: „Neomania Revisited: From Bitcoin to Beeple", *The Coffee Can Portfolio*, Vol. 2 (2), 26. April 2021
[43] *Vgl.* „David Jones - As Boom as it Gets", YouTube, 14. April 2021
[44] *Vgl.* Muir, Kevin: „Low-Volume Levitations", The Macro Tourist, 14. April 2021

Geldentwertung verbrannt wird.[45] **Eine Rate jenseits von 3% bis 4% in Verbindung mit einer stagnierenden Wirtschaftsleistung ist nahezu eine Garantie für eine schwache Entwicklung der „Equity Bonds".**[46]

Every great inflation is made by a central bank that dismisses it as due to transient factors.
Larry Summers

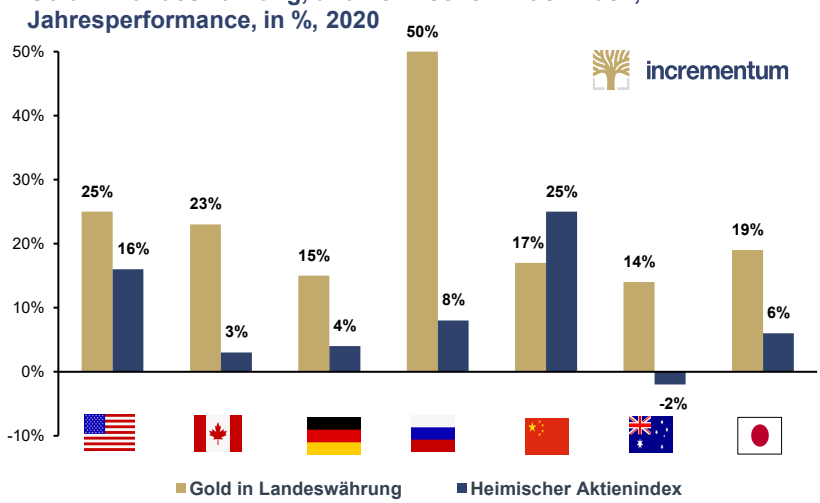
Maßgeblich für den Erfolg im inflationären Umfeld ist, ob ein Unternehmen über „pricing power" verfügt. Denn je nach der Konkurrenzsituation am Markt ist ein Unternehmen mehr oder weniger in der Lage, die Verkaufspreise und damit seine eigene Marge zu erhöhen. **Die Positionierung entlang dieser Achse lässt sich anhand folgender Kennzahlen vornehmen:**[47]

- Durchschnittliche Gewinnmarge (hoch ist gut)
- Anteil der Arbeitskosten an den Gesamtkosten (niedrig ist gut)
- Herfindahl-Index (ein Maß für die Marktkonzentration)
- Rohstoffproduzent (positiv) vs. Rohstoffkäufer (negativ)
- Die nominale Verschuldung wird durch eine höhere Inflation weginflationiert; daher könnten Unternehmen mit einem hohen Anteil festverzinslicher Schulden am Eigenkapital profitieren.
- Stark zyklische Werte werden im Vergleich zu defensiven Titeln verlieren.

Gold ist der Robert Pecl des Portfolios.[48]
Ronald Stöferle

Eine wesentliche Eigenschaft, nämlich als defensiver und stabilisierender Portfoliobaustein, könnte Gold bald wieder unter Beweis stellen müssen. Vertrauen entsteht bekanntlich durch das wiederholte Erfüllen von Erwartungen. Im Rahmen des Corona-Crashs im Vorjahr hat Gold seine Rolle als Portfoliostabilisator eindrucksvoll bestätigt. **In allen wichtigen Märkten – ausgenommen China – hat Gold den jeweiligen heimischen Aktienmarkt outperformt.**

Gold in Landeswährung, und heimischer Aktienindex, Jahresperformance, in %, 2020

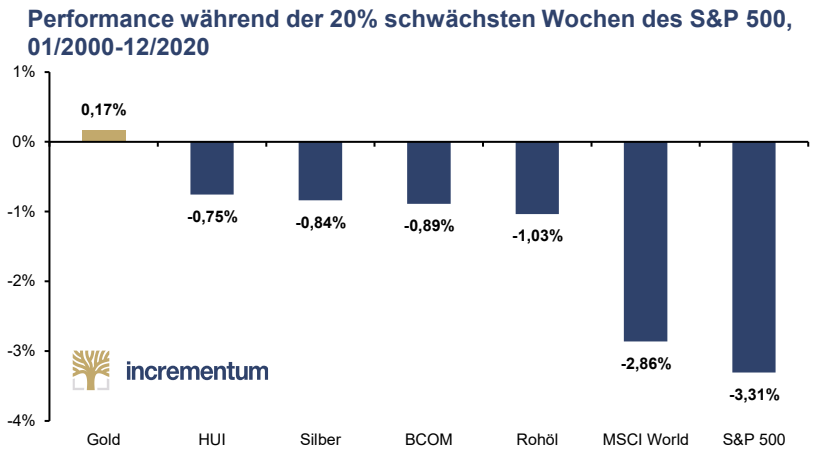


Quelle: Reuters Eikon (Stand: 31. Dezember 2020), Incrementum AG

45 *Vgl.* Buffett, Warren: „How Inflation Swindles the Equity Investor", Fortune Magazine, Mai 1977
46 *Vgl.* „Inflation's Magic Number Is Four", *The Wall Street Journal*, 18. Mai 2021
47 Für weitere Informationen über die Eigenschaften von Aktien in unterschiedlichen Inflationsszenarien, *vgl.* Man Institute: Inflation Regime Roadmap, Juni 2020
48 Anmerkung: Robert Pecl war ein österreichischer Fußballer, der ausschließlich für den SK Rapid Wien aufgelaufen ist. Seine Spielweise wird auf Wikipedia treffenderweise wie folgt charakterisiert: „Der Verteidiger hatte auf Grund seiner schonungslosen Spielweise sich selbst und dem Gegner gegenüber den Spitznamen ‚Eisenfuß' und ‚Roter Robert' inne.", Wikipedia: Robert Pecl

Gold should be the bedrock of all portfolios.
Brent Johnson

Vergleichen wir nun die Performance verschiedener Anlageklassen während der schwächsten 20% der Handelstage im S&P 500 für den Zeitraum 01/2000 bis 12/2020, so zeigen sich die „Catenaccio-Qualitäten" von Gold.

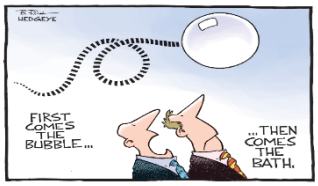


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

History shows that equities are at their most vulnerable when being outperformed by the yellow metal.
Martin Pring

Treue Leser wissen: Wir betrachten die Aktienmarktentwicklung als wesentliche Opportunitätskosten des Goldes. Der folgende Chart bildet das Gold/S&P 500-Ratio seit 2008 ab. Der Trend, wonach eine Unze Gold immer weniger Anteile des S&P 500 kauft, wurde 2019 gebrochen, die Kaufkraft des Goldes gemessen am S&P 500 legte wieder zu. Dies hat sich Mitte letzten Jahres jedoch geändert und das Verhältnis tendierte seither wieder zugunsten der Aktien.

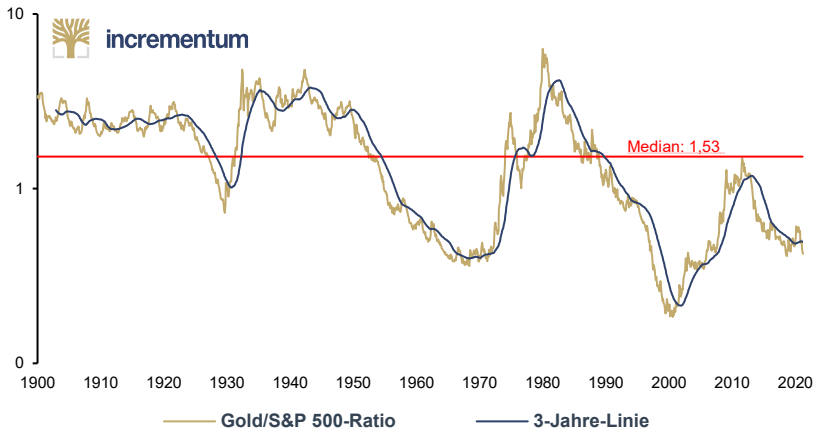
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Sehen wir uns das Verhältnis nun längerfristig – und zwar seit 1900 – an. Gold sieht im Vergleich zu US-Aktien attraktiv aus und könnte eine säkulare Wende vollzogen haben. Das Verhältnis von Gold zum S&P 500 tendiert zu einem Median von 1,53. Der Abwärtstrend scheint gebrochen zu sein, der gleitende Durchschnitt hat sich stabilisiert und zeigt nun wieder leicht nach oben. Basierend auf den früheren Gegentrend-Rallyes könnte sich Gold gegenüber dem S&P 500 mehr als verdreifachen, falls es in den nächsten zehn Jahren seinen 120-jährigen Medianwert erreichen sollte.

Gold/S&P 500-Ratio (log), 01/1900-05/2021



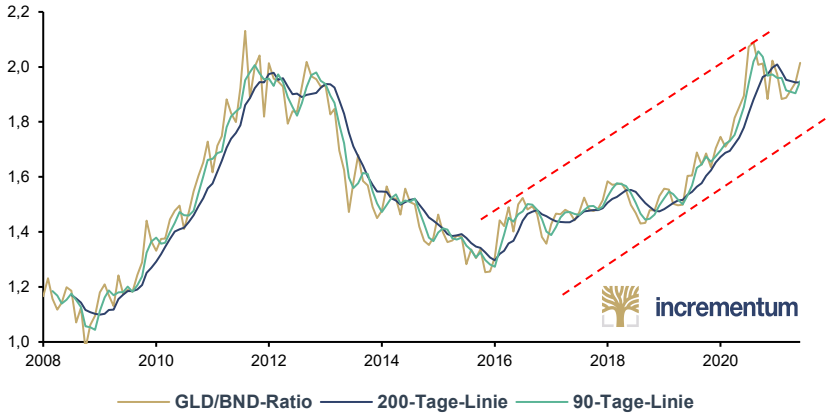
Quelle: Reuters Eikon, Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

Gold im Vergleich zu Anleihen

Isn't there likely to be far more pent-up demand for precious metals than for bonds?
Louis-Vincent Gave

Es scheint also, als könnte Gold gegenüber Aktien eine Phase der relativen Stärke beginnen. Aber auch gegenüber Anleihen zeigt Gold klare Trendstärke, und zwar bereits seit 2016.

Gold/Bond-Ratio (GLD/BND), 01/2008-05/2021



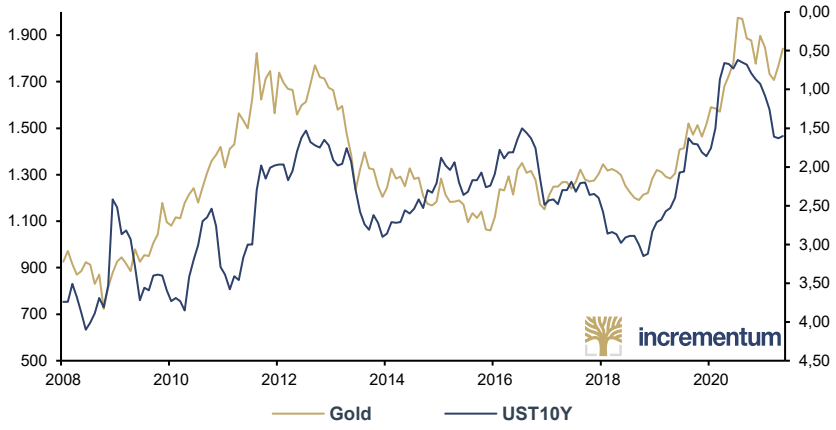
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

There is a need for an investment alternative to nominal government bonds. With yields near zero, nominal bonds are limited in their ability to provide either return or diversification.
Ray Dalio

Sehen wir uns nun die Entwicklung von Gold relativ zu Treasuries genauer an. Im Rahmen der Coronakrise, dem größten wirtschaftlichen Schock seit dem zweiten Weltkrieg, gehörten beide Assetklassen zu den wenigen verlässlichen Zufluchtsorten. Sowohl Gold als auch US-Bonds erreichten am 9. März ihre zwischenzeitlichen Jahreshöchststände, wurden dann im Zuge der allgemeinen Panik kurzfristig abverkauft und rallierten bald darauf wieder. Am 4. August 2020 erreichten die 10jährigen US-Treasuries bei einer Rendite von 0,52% ihren Tiefststand, nur vier Tage später folgte der Goldpreis mit seinem Allzeithoch. **Beide haben also ihre antifragile Rolle – zumindest oberflächlich betrachtet – vorbildlich erfüllt.**[49]

[49] *Vgl.* Gave, Louis-Vincent: „The 10 Important Changes Of The Past Year", Gavekal Research, 18. Dezember 2020

Gold (lhs), in USD, und UST10Y (invertiert, rhs), in %, 01/2008-05/2021

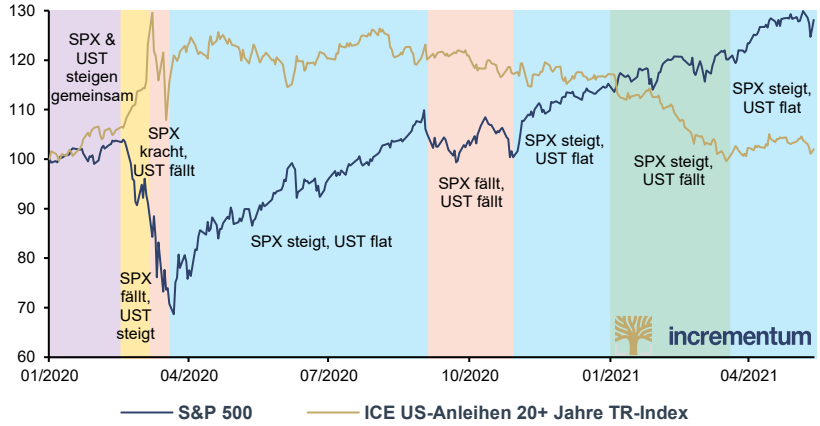


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Reuters Eikon, Incrementum AG

In inflationary periods such as the US in the 1970s, the 60/40 portfolio greatly suffered. Nominal returns optically looked good, but real returns were abysmal. Commodities and cash easily outperformed equities and bonds, representing a failure of standard portfolio diversification over this period.
Variant Perception

Sehen wir aber etwas genauer unter die Oberfläche, so erkennen wir, dass Treasuries an den dunkelsten Tagen des März 2020 plötzlich stark positiv korreliert zu Aktien waren.[50] Das stellt einen wesentlichen Unterschied zu vergangenen Zyklen dar, als Anleihen die Verluste auf der Aktienseite kompensierten und die Volatilität glätteten. Die negative Korrelation ist jedoch langfristig betrachtet eher die Ausnahme als die Regel. Gemäß Gavekal war die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen in den USA in 70 der letzten 100 Jahre positiv.[51] Ausschlaggebend für die negative Korrelation in den letzten 30 Jahren war in erster Linie der geringe Inflationsdruck in dieser Phase. Sobald Renditen und Inflationserwartungen nachhaltig steigen, wird die Korrelation ins Positive drehen. **Wenn sich die Beziehung umkehrt, wäre dem 60/40-Portfolio die Grundlage – nämlich eine negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen – entzogen. Müssen Treasuries dann dem Gold das Zepter übergeben?**

S&P 500, und ICE US-Anleihen 20+ Jahre TR-Index, 100 = 01/2020, 01/2020-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Gavekal Research/Macrobond, Incrementum AG

50 *Vgl.* „Desperately Seeking Anti-Fragility: Part I", GaveKal Research, 28. August 2020
51 *Vgl.* „Portfolio for the high seas", Variant Perception, Juli 2020

One day, central banks will decide that they need to support their currencies instead of supporting their bond markets. In this scenario, bond markets will implode.
Gavekal

Zunehmend gewinnt man den Eindruck, dass nahezu alle Märkte ohne die Unterstützung der Federal Reserve nicht mehr funktionsfähig wären. Randal Quarles, immerhin der stellvertretende Vorsitzende für die Finanzaufsicht bei der Federal Reserve, bestätigte zuletzt unsere Annahme:

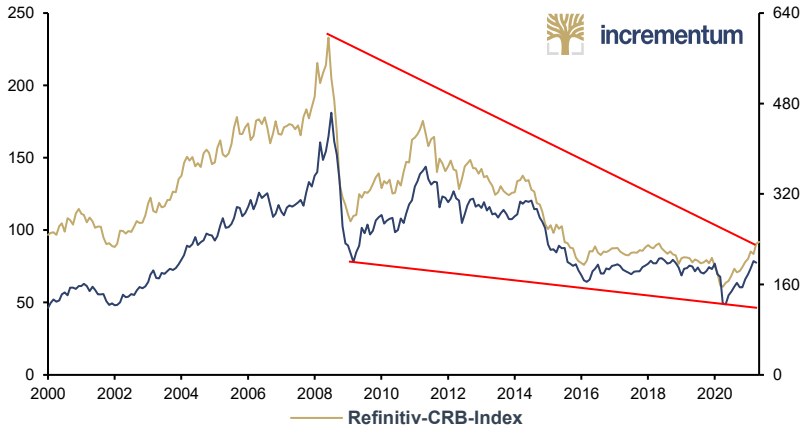
> *„It may be that there is a simple macro fact that the treasury market being so much larger than it was even a few years ago… that the sheer volume there may have outpaced the ability of the private market infrastructure to support stress of any sort there…* ***There is thus an open question about whether there will be an indefinite need for the Federal Reserve to participate as a purchaser to support market functioning****."*[52]

Gold und Rohstoffe

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

Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle noch gescherzt: *„Für den Commodity-Sektor waren die letzten Monate so turbulent und erfolglos wie der Wahlkampf von Michael Bloomberg."*[53] Nun scheint es, als wäre der Rohstoffsektor wie Phönix aus der Asche wiederauferstanden. Der CRB-Commodity-Index (CRB) und der Bloomberg-Commodity-Index (BCOM) zeigten im Vorjahr eine V-förmige Entwicklung. Nach einem Einbruch von knapp 50% bis Anfang Mai 2020, setzten die Rohstoffindizes anschließend zu einer fulminanten Rally an. Seit Jahresbeginn liegt der CRB 24% im Plus, der BCOM 20%. Um ihre Höchststände aus dem Jahr 2008 zu erreichen, müssten sich beide Indizes noch mehr als verdoppeln.

Refinitiv-CRB-Index (lhs), und Bloomberg-Commodity-Index (rhs), 01/2000-04/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wie im Vorjahr prognostiziert, scheint sich das Blatt nun zugunsten der Rohstoffe gewandt zu haben. Es stellt sich die Frage: Stehen wir nun an der Schwelle zu einem neuen Rohstoff-Superzyklus? Einige Faktoren sprechen dafür:

- Seit zehn Jahren befinden sich Commodities in einem Bärenmarkt, was zu einem erheblichen Mangel an Investitionstätigkeit und rückläufigen Produktionsvolumina führte.

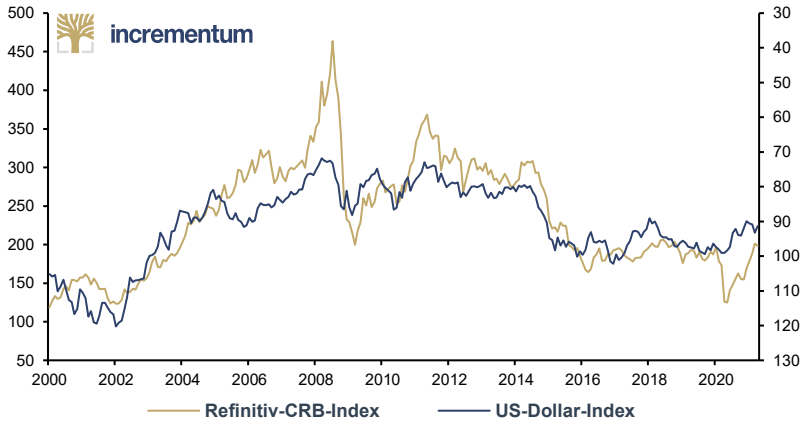
[52] Derby, Michael S.: „Fed Official Wonders Whether Treasury Market Can Handle Massive Issuance Alone", *The Wallstreet Journal*, 14. Oktober 2020
[53] „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes", *In Gold We Trust*-Report 2020, S. 41

- Der zunehmende Fokus auf fiskalische Stimuli (Infrastrukturprojekte, ...) wird den Rohstoffsektor deutlich stärker stimulieren, als dies noch im reinen QE-Paradigma der Fall war.
- Die durch die monatelangen Schließungen aufgestaute Nachfrage sollte die Rohstoffnachfrage zusätzlich befeuern, sobald die Volkswirtschaften wieder völlig angesprungen sind.
- (Institutionelle) Investoren sind nach wie vor stark untergewichtet bzw. gar nicht in Commodities investiert. Wir sind der festen Überzeugung, dass Rohstoffe – und Sachwerte generell – ihre historische Rolle als sicherer Hafen wieder einnehmen werden.
- Wachsende Inflationssorgen werden den Rohstoffen weiterhin Rückenwind verleihen.
- Die zunehmenden geopolitischen Spannungen werden den Ressourcennationalismus fördern und geopolitische Risikoprämien fordern.
- Der US-Dollar befindet sich unserer Meinung nach in einem säkularen Bärenmarkt.

Fortunes are made by buying low and selling too soon.
Nathan Rothschild

Der letzte Punkt wird von folgendem Chart bestätigt. Der Vergleich der Entwicklung der Rohstoffe mit dem US-Dollar-Index (DXY) zeigt, dass die Rohstoffpreise und der US-Dollar weiterhin stark – und zwar mit -0,86 – korreliert sind. Verkürzt formuliert: Das Wohl der Commodities hängt also am US-Dollar'nen Faden und vice versa. **Kräftige Unterstützung werden die Rohstoffpreise nur erfahren, wenn der US-Dollar weiter zur Schwäche neigt.**

US-Dollar-Index (lhs), und Refinitiv-CRB-Index (rhs, invertiert), 01/2000-04/2021

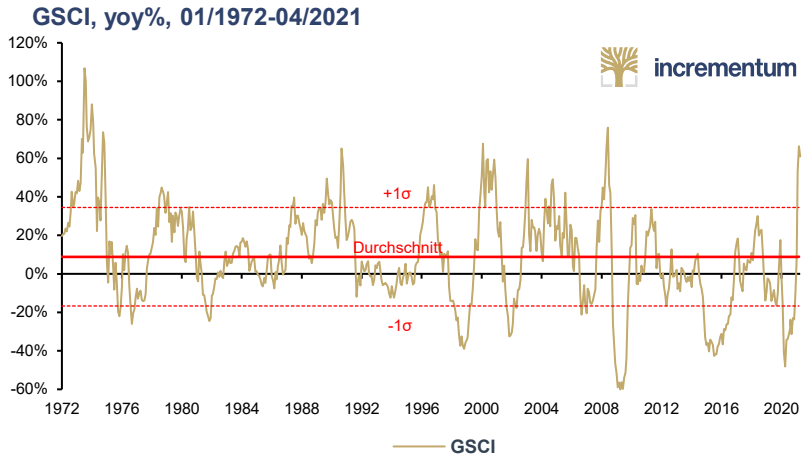


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Doch ist die Rohstoffe-Hausse kurzfristig nicht eventuell bereits überzogen? Die Blicke sollten auch auf China gerichtet werden, das mittlerweile fast die Hälfte des Rohstoffkonsums verantwortet. Die schwache Aktienmarktentwicklung sowie das schleppende Kreditwachstum und die zunehmenden Deleveraging-Bemühungen Pekings sollten bei aller Euphorie für den Rohstoff-Superzyklus keinesfalls außer Acht gelassen werden.

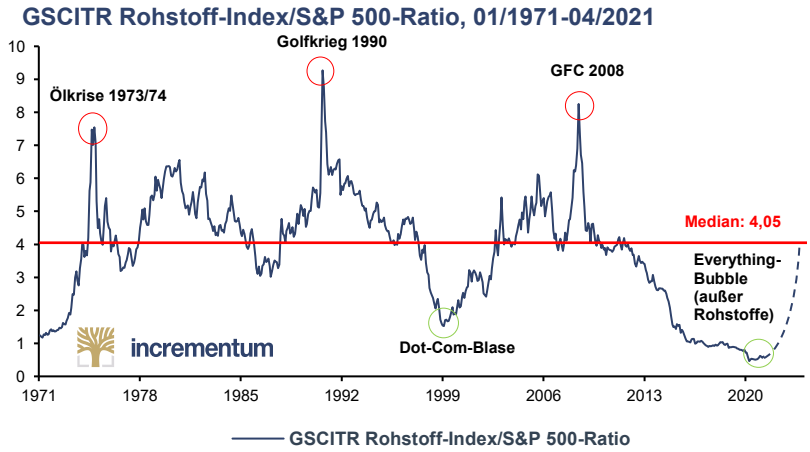
Chinese equities and the CRB index have a traditional 70% positive correlation – but where has it gone?
Dave Rosenberg

Außerdem deuten die Positionierung am Terminmarkt sowie diverse Sentimentindizes und anekdotische Evidenz auf eine kurzfristige Überhitzung hin. Auch ein Blick auf die Veränderung im Jahresvergleich bestätigt diese Hypothese. **Insofern wäre ein „Durchschnaufen" des Rohstoffsegments unserer Meinung nach nicht verwunderlich.**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Sehen wir uns nun die Entwicklung der Rohstoffe relativ zum Aktienmarkt an. Treue Leser wissen, der folgende Chart war der mit Abstand meistzitierte Chart der *In Gold We Trust*-Reporte der vergangenen Jahre.[54] Er zeigt eindrucksvoll, dass die relative Bewertung von Rohstoffen im Vergleich zu Aktien weiterhin historisch extrem günstig ist. Im Vergleich zum S&P 500 liegt der „GSCI-Commodity-Index" (TR) auf dem niedrigsten Niveau seit 50 Jahren. Das Ratio beträgt aktuell 0,48 und damit deutlich weniger als der langfristige Median von 4,05, meilenweit von den Höchstständen entfernt.



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

Doch auch in der absoluten Betrachtung scheint es, als wäre für einen neuen Bullenmarkt bei Rohstoffen alles angerichtet. Gemäß einer Langfriststudie von Ned Davis Research liegt das durchschnittliche Kursplus von

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

Commodity-Bullenmärkten bei 217%. Insofern wären wir erst am Beginn der Entwicklung, der „Bloomberg Commodity Index“ liegt aktuell erst 50% über seinem Tiefststand von April 2020, als er ein 18-Jahres-Tief markierte.

Commodity Bull Super Cycles

	Wachstum	Dauer (Jahre)
1802-1814	68,5%	12
1843-1864	200%	21,4
1896-1920	267,6%	23,9
1933-1951	329,9%	18
1972-1980	168,4%	7,9
1999-2011	270%	12,1
Durchschnitts-Bullenmarkt	**217,4%**	**15,9**

Quelle: Ned Davis Research Group, Incrementum AG

Fazit

Party On, Wayne! Party On, Garth!
Wayne's World

Der zermürbende Rohstoff-Bärenmarkt dürfte im Vorjahr sein Ende gefunden haben. Wir stehen nicht nur vor der Renaissance des Sektors, mittlerweile befinden wir uns bereits inmitten dieser. Neben den Makro-Faktoren scheint es, als wäre nun ein Kipppunkt erreicht. Die weltweiten Bemühungen zur Dekarbonisierung nehmen an Fahrt auf, am deutlichsten in Europa und China, zuletzt zogen nun auch die USA nach.[55]

It is the nature of every bull market to take along the fewest possible number of investors for the entire ride.
Richard Russell

Unserer Meinung nach werden Dekarbonisierung und ESG-konformes Investieren zu strukturellen Treibern für das Angebot und die Nachfrage von vielen Rohstoffen. Positive Auswirkungen sehen wir vor allem bei Kupfer, Nickel, Batterie-Metallen, aber auch Silber. Die – stark subventionierte – Nachfrage nach Elektrofahrzeugen, der beschleunigte – und ebenfalls stark subventionierte – Aufbau erneuerbarer Energien, insbesondere bei Windkraftanlagen und Photovoltaik, und der – bislang sträflich vernachlässigte – Aufbau intelligenter Stromnetze werden die Nachfragesituation bei einigen Rohstoffen auf Jahre hinweg maßgeblich beeinflussen.

Die „Grüne Welle“ ist unserer Meinung nach nicht der zentrale Grund für unseren positiven Ausblick auf den Rohstoffsektor. Zweifellos handelt es sich bei diesem **Trend um einen *zusätzlichen* Faktor, der nun das Pendel zugunsten der Rohstoffe (und der Inflation) umschlagen lässt.**

—

55 *Vgl.* „Navigating the recovery & the green / black divide“, Deutsche Bank Commmodity Outlook, April 2021

SolGold

AN EMERGING COPPER GOLD MAJOR IN ECUADOR

- Large social & environmental teams
- Focus on community consultation
- Local job creation (98% Ecuadorean workforce)

- World class Alpala Project
- Largest concession holder in Ecuador
- 13 priority exploration projects

- Ecuador - highly prospective new mining province
- First mover advantage
- Strong government relations

Alpala Project*:

- 21.7 Moz gold
- 9.9 Mt copper
- 92.2 Moz silver
- A top copper-gold discovery
- Clean high value concentrate
- Advancing toward development

*As per MRE#3

solgold.com.au LSE & TSX: SOLG FRA:S8F @solgold_plc

Status Quo der Verschuldungsdynamik

„We are experiencing the end game of the great debt super cycle. As the private sector has become increasingly over-levered, the baton is being passed to the public sector where resources are so strained that the printing press has become the last resort."

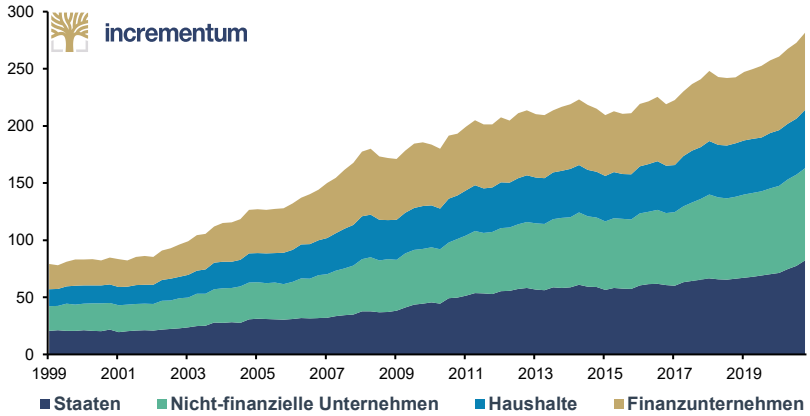
Scott Minerd

The level of outstanding debt in the US today at all levels of society, government, households, businesses, is just about 80 trillion. If the general level of interest rates goes up by 100 basis points and stays there, you've just pushed 800 billion or 4% of GDP into debt servicing. The US economy can't really afford to have bond yields back up more than they already have.
Dave Rosenberg

Dass ein Tropfen, selbst ein riesengroßer Tropfen, ein Fass zum Überlaufen bringt, ist nicht dem Tropfen anzulasten, auch wenn dieser völlig überraschend in Form einer weltweiten Pandemie gleichsam vom Himmel fällt. Überlaufen kann das Fass nur, wenn es zuvor schon zu voll war. Und groß ist der Schuldentropfen, der 2020 vom Himmel gefallen ist, in der Tat. Schließlich wurden wir 2020 Zeugen des größten Schuldenanstiegs, den die Welt jemals in Friedenszeiten erlebt hat.[56]

Die Corona-Pandemie hat den globalen Schuldenberg im letzten Jahr um rund 24 Bill. USD anwachsen lassen. Damit hat er eine Rekordhöhe von 281 Bill. USD erreicht, die weltweite Schuldenquote liegt mittlerweile bei über 355% des BIP.[57] Zum starken relativen Anstieg der globalen Verschuldung um 13,3% oder 32 Prozentpunkte beigetragen hat der heftige Wirtschaftseinbruch – das globale BIP dürfte 2020 um mehr als 4% geschrumpft sein.[58]

Globale Schulden nach Sektoren, in Bill. USD, Q1/1999-Q4/2020



Quelle: IIF, BIZ, IWF, Weltbank, Incrementum AG

Besonders stark gestiegen ist die Staatsverschuldung wegen der unzähligen Unterstützungsmaßnahmen und der Steuerausfälle um – für in Friedenszeiten rekordhohe – 18,0%, weswegen wir uns schwerpunktmäßig auf diese bedenkliche Entwicklung konzentrieren wollen. In vielen Ländern liegt die Staatsverschuldung mittlerweile um oder sogar schon über dem Niveau von am Ende des 2. Weltkriegs. Die USA haben diese Marke mittlerweile nicht nur erreicht, sondern aufgrund der Fortsetzung des Ausgabenrausches durch den neuen Präsidenten Joe Biden auch gleich zügigen Schrittes hinter sich gelassen. Das Schuldenwachstum

56 *Vgl.* „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes", *In Gold We Trust*-Report 2020
57 *Vgl.* Jones, Marc: „COVID response drives $24 trillion surge in global debt: IIF", Reuters, 17. Februar 2021
58 Statista.com: Growth of the global gross domestic product (GDP) from 2015 to 2025

pro Kopf legte daher wenig überraschend im vergangenen Jahr am kräftigsten in den USA zu. Um fast 25% explodierte die Verschuldung pro Kopf.

	Staatsschulden in Bill. USD, 2020	Schuldenwachstum in Bill. USD, 2020	Staatsschulden pro Kopf, in USD, 2020	Schuldenwachstum pro Kopf in USD, 2020
USA	22,21	4,20	67.672	12.797
Kanada	0,76	0,31	20.300	8.202
GB	2,68	0,46	40.176	6.961
Japan	9,01	0,72	71.192	5.690
Deutschland	2,12	0,44	25.571	5.286
Frankreich	2,92	0,34	43.552	5.063
Italien	2,85	0,24	47.157	4.048
China	9,65	1,66	6.931	1.191

Quelle: Gavekal, Incrementum AG

What´s important – and it´s probably the most important thing that has ever happened in my investing career – is that the narrative surrounding deficit spending has changed.
Kevin Muir

Und ein Ende der rasanten Ausweitung der öffentlichen Verschuldung ist derzeit nicht in Sicht. Zum einen verzögerte die schleppende Durchimpfung insbesondere in Europa den Ausstieg aus den Lockdowns und die damit einhergehenden wirtschaftlichen Schäden. Zum anderen haben viele Regierungen bereits angekündigt, dass sie ein weiteres Mal tief in die Tasche greifen wollen, um die hart getroffene Wirtschaft wieder in Schwung zu bringen. Die USA preschen mit dem 1,9 Bill. USD schweren „American Rescue Plan Act" vor. Und das ist bei weitem noch nicht alles. Ende April legte Präsident Biden ein billionenschweres Infrastrukturprogramm ebenso vor wie ein umfassendes Familienförderungsprogramm. Dabei lagen in den USA laut Schätzungen des „Congressional Budget Office" (CBO) das Budgetdefizit in den ersten sechs Monaten des Fiskaljahres 2021 um 1,7 Bill. USD über dem Vorjahreszeitraum. **Die Steuereinnahmen decken mittlerweile nur mehr 50% der Ausgaben.[59] Würde man diese Fundamentaldaten auf ein Unternehmen anwenden, wären viele Politiker wohl der Insolvenzverschleppung für schuldig zu befinden.**

A Small Debt Produces a Debtor; a Large One, an Enemy.
Publilius Syrus

Auch bleibt die Rhetorik martialisch. Bereits vergangenes Jahr hatte der in der Zwischenzeit zum italienischen Ministerpräsidenten ernannte ehemalige Präsident der EZB, Mario Draghi, in einem Gastkommentar gemeint: „*We face a war against coronavirus and we must mobilize accordingly*".[60] Häufig wird darauf hingewiesen, dass in einigen Ländern wie den USA die Staatsverschuldung Dimensionen erreicht hat, die man eigentlich nur aus Kriegszeiten kennt. So wird auch der 750 Mrd. EUR schwere EU-Fonds „NextGenEU" gemeinhin als „Wiederaufbaufonds" bezeichnet, so als ob in der Corona-Pandemie Fabriken und Infrastruktur durch Bomben zerstört worden wären.

Um bei unserem Bild zu bleiben: 2021 fällt ein weiterer großer Tropfen in das randvolle Fass, 2022 und 2023 werden noch zahlreiche weitere kleinere Tropfen folgen. Dass das Fass überlaufen wird, scheint nur mehr eine Frage der – nicht allzu langen – Zeit zu sein. Denn die Verschuldung ist nicht nur beim Sektor Staat deutlich angestiegen, sondern auch in den beiden anderen Wirtschaftssektoren, dem Unternehmens- und dem Haushaltssektor mit 12,0% bzw. 8,3%.

59 *Vgl.* „Monthly Budget Review: March 2021", Congressional Budget Office, 8. April 2021
60 Draghi, Mario: „Draghi: we face a war against coronavirus and must mobilise accordingly", *Financial Times*, 25. März 2021

Der Zinsendienst droht zu explodieren – trotz niedriger Zinsen

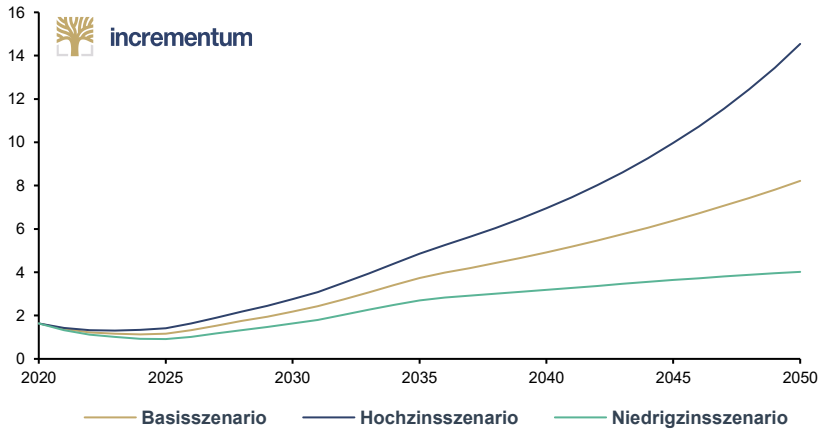
Deflation and secular stagnation are the risks of our time.
Lawrence Summers

Das weiterhin sehr niedrige Zinsniveau wird immer öfter ins Treffen geführt, um eine kräftige, keynesianisch inspirierte Ausgabenerhöhung zu begründen. Angesichts der Niedrigstzinsen sei die zusätzliche Verschuldung (nahezu) kostenlos zu finanzieren und im Falle von Negativzinsen würde der Staat sogar dafür bezahlt werden, sich zu verschulden. Paradiesische Verhältnisse also. Nicht aufgeworfen wird allerdings die Frage, wie denn die Zinsen der gestiegenen Schuldenlast im Falle steigender Zinsen bedient werden können, ganz zu schweigen davon, wie die Schulden eines Tages zurückgezahlt werden können.

If real interest rates, implausibly, were still 0.5 percent as the debt-to-GDP ratio rose to 400 percent that would indicate that the extremely low interest rates were such a powerful force that that degree of debt would be warranted.
Lawrence Summers

Und es ist wieder einmal Larry Summers, der noch einen Schritt weitergeht. Der ehemalige Chefökonom der Weltbank hat den Vorschlag unterbreitet, das öffentliche Schuldenniveau als Orientierungsmarke für die Fiskalpolitik durch die Schuldendienstquote zu ersetzen. Die Fiskalpolitik soll sich diesem Vorschlag zufolge nur daran orientieren, dass der Schuldendienst nicht mehr als 2% des BIP beträgt. Sollte der reale Zinssatz unter 1,33% verbleiben würde eine Staatsverschuldung von 150% des BIP Summers' Kriterium erfüllen, bei einem realen Zinssatz von 0,5% wäre sogar eine Verschuldung von 400% des BIP möglich.[61] Angesichts der Tatsache, dass das reale Zinsniveau aktuell negativ ist, ist die Absicht des Vorschlags leicht durchschaubar. Die Staatsverschuldung soll kräftig ausgeweitet werden. Dass der Zinsendienst für die USA allerdings schon bald zu einem Problem werden wird, zeigen folgenden Berechnungen des CBO.

Zinsdienst-Prognosen, in % des BIP, 2020-2050E



Quelle: CBO, Incrementum AG

Bis 2024 wird der Zinsendienst noch leicht von aktuell 1,4% des BIP auf 1,1% nachgeben, trotz der riesigen Haushaltsdefizite 2020 und 2021. Ab 2024 erhöht sich jedoch der Anteil des Zinsaufwands am BIP und erreicht im Jahr 2051 in den Berechnungen des CBO im Basisszenario 8,6%. **Damit würde knapp ein Drittel der Steuereinnahmen nur für den Zinsendienst aufgewandt werden müssen.**

[61] *Vgl.* Furman, Jason and Summers, Lawrence: „A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates", 30. November 2020

Economic stimulus is like draining the deep end of the pool, pouring it back into the shallow end, and expecting the water level to rise.
Robert Higgs

Angenommen wird zudem, dass sich die Verzinsung der 10jährigen US-Treasuries auf 3,3% im Jahr 2030 und auf 4,9% im Jahr 2050 erhöht. Das wäre ein vergleichsweise moderater Anstieg. 2001 rentierte die 10-jährige US-Staatsanleihe bei 5,0%, 1991 waren es sogar 7,9%. Unterstellt man ein höheres Zinsniveau mit einer durchschnittlichen Verzinsung der Staatsschulden von 2,7% im Jahr 2030 und von 6,6% im Jahr 2050, statt 2,2% bzw. 4,6% im Basisszenario, so würde man bei einem Zinsendienst von 15,8% des BIP landen. Zugleich würde die Staatsverschuldung bis 2051 auf 260% zulegen, wobei in all diesen Berechnungen die veranschlagten Ausgaben des zweiten großen Corona-Unterstützungsprogramms, des „American Rescue Plan Act", im Umfang von 1,9 Bill. USD oder fast 10% des BIP noch nicht enthalten sind. Auch die unterstellten realen Wachstumsraten von im Schnitt etwas über 1,6% pro Jahr, könnten sich als zu optimistisch erweisen und das Dilemma noch weiter verschärfen.[62]

The simple reality is, it will depend what Central Banks decide, do they do yield curve control and crush their currencies or not…I believe they will do yield curve control, and I believe they will crush their currencies.
Louis-Vincent Gave

Dass sich der Zinsdienst für die US-Staatsschuld im Vergleich zu heute verzehnfacht, ist unvorstellbar. Eine massive Kürzung aller anderen Ausgaben wäre die Folge, frei nach dem Motto: ist das (Schulden-)Fass erst einmal übergelaufen, machen weitere (Schulden-)Tropfen auch keinen Unterschied mehr. Eher ist daher von einem grundlegenden Wandel des monetären Klimas auszugehen, das sich zum Beispiel durch eine Deckelung der Zinsen auszeichnet. **Der vor kurzem begangene 70. Jahrestag des historischen „Treasury-Fed-Accord" könnte Inspiration für jene sein, die das Rad der Zeit vor diese wegweisende Vereinbarung zurückdrehen wollen.**

Der Treasury-Fed-Accord vom 3. März 1951

Denn 2021 jährt sich nicht nur zum 50. Mal die „vorübergehende" Suspendierung der Goldeinlöseverpflichtung des US-Dollars. Vor 70 Jahren, genau am 3. März 1951, verständigten sich das US-Finanzministerium und die Federal Reserve darauf, dass sich die Federal Reserve nicht mehr den militärischen Zielen der USA unterzuordnen habe.

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

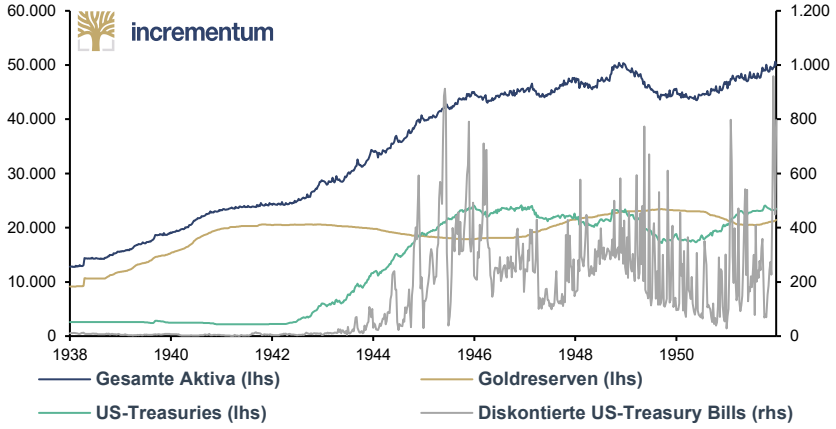
Die Jahre davor agierte die Federal Reserve als – indirekter – Financier der US-Regierung. Zur günstigeren Kriegsfinanzierung hatte die Federal Reserve die Anleiherendite der US-Treasuries konstant auf niedrigem Niveau gehalten. Im April 1942 war die Federal Reserve einem diesbezüglichen Begehren des US-Finanzministeriums nachgekommen. Die Rendite auf kurzfristige Staatsanleihen wurde auf 0,375% gedeckelt, jene auf langfristige Staatsanleihen dadurch implizit auf 2,5%.[63] Angesichts des erheblichen Finanzierungsbedarfs führte dies zu einem deutlichen Anstieg der Bilanzsumme der Federal Reserve sowie der Geldmenge. **Anders ausgedrückt: Durch die Fixierung der Anleiherenditen gab die Federal Reserve die Kontrolle über die Bilanzsumme und die Geldmenge auf.**

—
62 *Vgl.* „The 2021 Long-Term Budget Outlook", Congressional Budget Office, 4. März 2021
63 Heute würde man wohl von „Yield Curve Control" und „finanzieller Repression" sprechen. *Vgl.* das Kapitel „Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far! - Exklusivinterview mit Russell Napier" in diesem *In Gold We Trust*-Report sowie „Finanzielle Repression –Das Coronavirus greift auch das Bargeld an", *In Gold We* Trust-Report 2020, „Finanzielle Repression: Die Schrauben wurden wieder fester gezogen", *In Gold We Trust*-Report 2018

War does not determine who is right, only who is left.
Bertrand Russell

Die Bilanzsumme der Federal Reserve stieg nach dem Kriegseintritt der USA am 11. Dezember 1941, insbesondere aber nach der oben erwähnten Deckelung der Anleiherenditen im April 1942 rasant an, und verdoppelte sich bis zum Ende des Zweiten Weltkriegs. Der Großteil der Bilanzverlängerung wurde durch den direkten Ankauf von Staatsanleihen unterschiedlichster Laufzeiten sowie die Diskontierung von US-Bills verursacht.

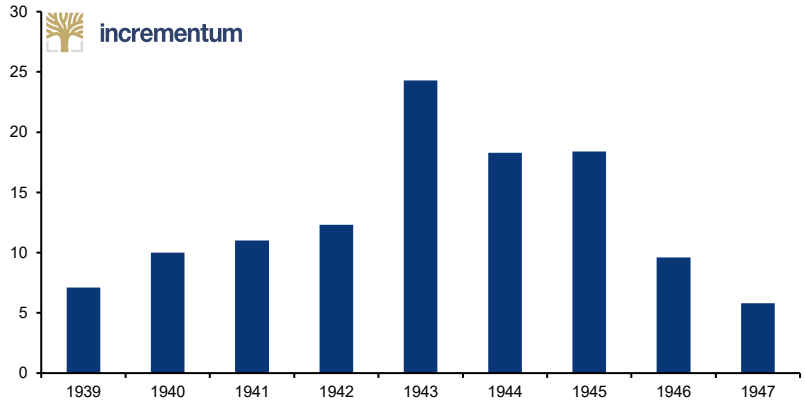
Federal Reserve, Ausgewählte Bilanzpositionen, in Mio. USD, 01/1938-12/1951



Quelle: NBER Macrohistory Database, Incrementum AG

Folglich war das breite Geldmengenwachstum in den Kriegsjahren beachtlich, wobei es auch in den Nachkriegsjahren – mit Ausnahme der Jahre 1948 bis 1950 – über 5% lag.

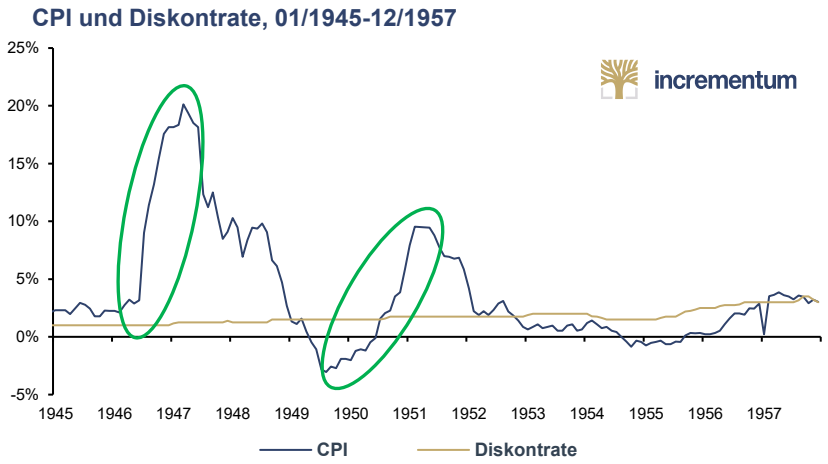
US-Geldmengenwachstum, in %, 1939-1947



Quelle: Macrohistory, Incrementum AG

Die massive Ausweitung der Geldmenge musste sich über kurz oder lang auf die Inflationsrate auswirken. Wie so oft in der Geschichte, brach die Inflation erst nach dem Kriegsende so richtig aus. Und wie so oft in der Geschichte schoss die Inflation innerhalb weniger Monate in die Höhe. Im dritten Monat dieses Hochinflationszyklus erreichte die Inflationsrate den zweistelligen Bereich. Im März 1947, also innerhalb von weniger als einem Jahr, durchbrach sie sogar kurzzeitig die 20%-Marke. Wie dem nächsten Chart zu entnehmen ist, begegnete die Federal Reserve dem Inflationsschub allerdings nur mit einer homöopathischen Anhebung der Zinsen von 1,0% auf 1,25%, denn aufgrund der

weiterhin bestehenden Renditendeckelung, konnte sie nur mit einer symbolischen Zinserhöhung reagieren.



Quelle: Macrohistory, Incrementum AG

Eine praktische Konsequenz dieses Vorgehens, das heute wohl als „Yield Curve Control" bezeichnet würde, war der starke Rückgang der Staatsverschuldung. Lag diese 1945 noch bei 110,7% des BIP, waren es 1951 nur mehr 62,5%.[64]

The general idea that government debt can be financed by central banks is a dangerous proposition. In the past, this has resulted in hyperinflation and economic turmoil. That's why central banks are independent.
EZB

Der Zweite Weltkrieg war zwar beendet, damit war aber keine Zeit des Friedens ausgebrochen. Immer stärker zeichnete sich die Konfrontation zwischen den USA und der Sowjetunion, die im Zweiten Weltkrieg noch Verbündete waren, ab. Im Juli 1950 brach der Koreakrieg aus, und damit der erste Konflikt in einer langen Reihe von Stellvertreterkriegen zwischen den Supermächten. Der Finanzierungsbedarf stieg erneut an und die Federal Reserve begann sich ernsthaft um die Kreditwürdigkeit der USA zu sorgen. **Der damalige Vorsitzende der Federal Reserve, Thomas B. McCabe machte es sich daher zur Aufgabe, die Federal Reserve aus der Umklammerung des Finanzministeriums herauszulösen.**

Zur Beilegung des Konflikts wurde ein Gremium gegründet. Im Zuge dessen Beratungen bezeichnete McCabe bei einer Unterredung mit Präsident Harry S. Truman am 31. Jänner 1951 die Unterstützung des Marktes für Staatsanleihen als „extra-curricular activity".[65] McCabe betonte, dass die Federal Reserve immer die Auswirkungen ihrer Entscheidungen auf die Wirtschaft im Allgemeinen berücksichtigen würde. Enger definiert war ihr vorrangiges Ziel die Sicherstellung einer stabilen Wirtschaftsentwicklung, was sie durch Regulierung der Geldmenge, sowie der Kosten und der Verfügbarkeit des Geldes zu bewerkstelligen versucht.

Wer nicht weiß, was vor seiner Geburt geschehen ist, wird auf immer ein Kind bleiben.
Cicero

Dies war nichts anderes als der Versuch der Federal Reserve, die Kontrolle über die Bilanzsumme und die Geldmenge wiederzuerlangen, sprich das Ende der Renditendeckelung. Wenige Wochen später, am 3. März 1951, erreichten das US-Finanzministerium und die Federal Reserve eine Vereinbarung. In der gemeinsamen Stellungnahme des US-Finanzministeriums und der Federal Reserve vom nächsten Tag heißt es lapidar:

—
[64] *Vgl.* Kapitel 7 „Der langfristige Schuldenzyklus"
[65] „Minutes, Federal Open Market Committee, Jan. 31, 1951, 10 a.m.", Federal Reserve Bank of Richmond, S. 25

„The Treasury and the Federal Reserve System have reached full accord with respect to debt management and monetary policies to be pursued in furthering their common purpose to assure the successful financing of the Government's requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt.“[66]

Damit hatte McCabe aber sein Ziel erreicht. Die Federal Reserve hatte durch den „1951 Treasury-Federal Reserve Accord“ ihre Unabhängigkeit erhalten. Nur kurze Zeit später, am 31. März 1951, beendete McCabe seine Tätigkeit bei der Federal Reserve und kehrte in die Privatwirtschaft zurück.[67]

130% – Ein Grenzwert mit weitreichenden Folgen nähert sich

Doch zurück in die Gegenwart. Wie prekär die Staatsverschuldung in einigen Staaten der Welt derzeit schon ist, zeigt eine Untersuchung von „Hirschmann Capital“. Diese Studie hat ergeben, dass seit dem Jahre 1800 von den 52 Staaten mit einem Schuldenstand von mehr als 130% des BIP, 51 ihren Zahlungsverpflichtungen nicht vollumfänglich nachkommen konnten.

Land	Jahr der Überschreitung des 130%-Schwellenwertes	Jahr des Bankrotts	Art des Bankrotts	Grund
Argentinien	1827	1827	Zahlungsunfähigkeit	Unabhängigkeit
Spanien	1869	1877	Umschuldung	Revolution
Türkei	1872	1876	Zahlungsunfähigkeit	Dürre und Überschwemmung
GB	1919	1931	Abwertung	1. Weltkrieg
Frankreich	1920	1920	Hohe Inflation	1. Weltkrieg
Deutschland	1918	1922	Hyperinflation	1. Weltkrieg
Japan	1943	1943	Verschiedene Gründe	2. Weltkrieg
Australien	1945	1946	Hohe Inflation	2. Weltkrieg
Kanada	1946	1946	Hohe Inflation	2. Weltkrieg
Ghana	1960	1966	Umschuldung	Exporteinbruch
Costa Rica	1981	1981	Zahlungsunfähigkeit	Exporteinbruch
Griechenland	2010	2010	Bailout	Finanzkrise 2008

Quelle: Reinhart&Rogoff, Rieti Japan, Bloomberg, Hirschmann Capital, Incrementum AG

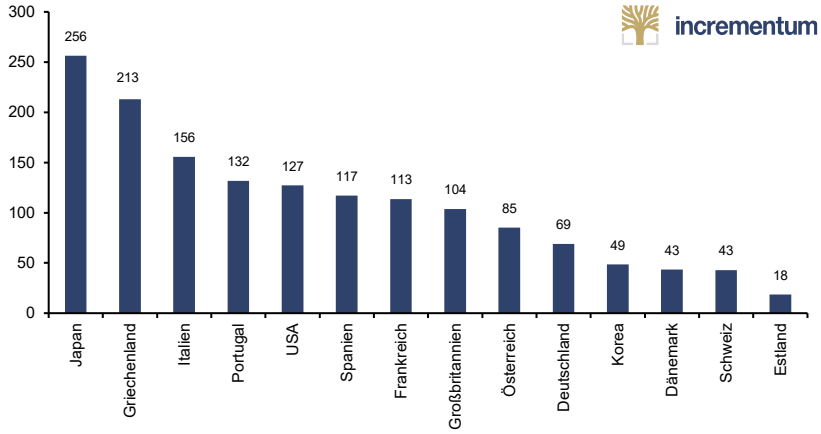
Debt eats equity.
Ray Dalio

Im Endeffekt gab es nur 4 „Lösungen“: Entweder musste umgeschuldet werden, es erfolgte eine Währungsabwertung, die reale Schuldenlast wurde weginflationiert oder es kam zu einem Schuldenschnitt. Und meist lag zwischen dem Jahr, in dem die 130%-Marke durchbrochen wurde und der Zahlungsunfähigkeit nur kurze Zeit. Die einzige Ausnahme von dieser Regel ist das Japan der Gegenwart.[68]

Mittlerweile haben einige Industriestaaten diese Marke von 130% bereits überschritten oder sie nähern sich ihr – wie z. B. die USA – mit Riesenschritten. Die öffentliche Verschuldung Griechenlands, das erst 2012 einen Schuldenschnitt vornehmen musste, liegt mittlerweile über 200%, Italien, die achtgrößte Volkswirtschaft der Welt, liegt mit einer öffentlichen Verschuldung von 156% bereits deutlich über der 130%-Marke.

—
66 „Joint Announcement by the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Board of Governors, and of the Federal Open Market Committee, of the Federal Reserve System“, Federal Reserve Bank of Richmond, 4. März 1951
67 Historische Dokumente finden Sie hier: Federal Reserve Bank of Richmond
68 *Vgl.* „At what point is there a point of no return for government debt?“, themarketear.com, 25. August 2020

Staatsverschuldung, in % des BIP, 2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

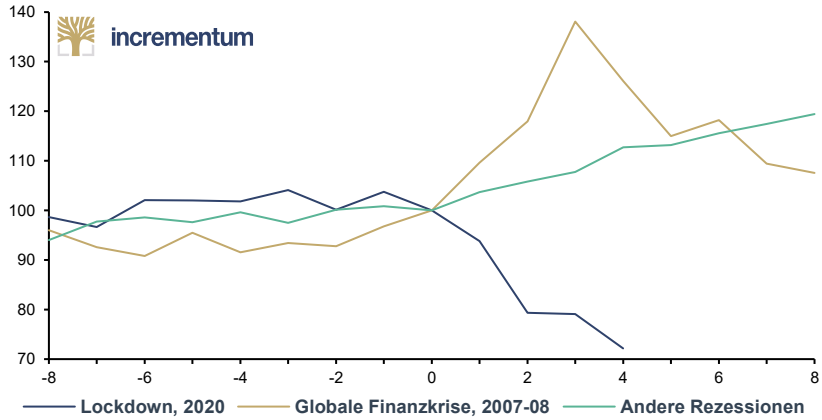
Angesichts dieser Schuldenexplosion in einigen Industriestaaten steht die Frage im Raum, ob Victor Gaspar vom IWF im Vorwort zum „*Fiscal Monitor: Policies for the Recovery*" (Oktober 2020) nur die überschuldeten Schwellenländer im Kopf hatte, als er folgenden Satz formulierte: „*For countries with unsustainable debt, options for orderly debt restructuring must be considered.*"[69]

Die rückgestauten Insolvenzen werden die Staatsschulden weiter erhöhen

Facts do not cease to exist because they are ignored.
Aldous Huxley

Die im Zuge der Corona-Pandemie beschlossenen Unterstützungsmaßnahmen für Unternehmen bestehen zu einem nicht unerheblichen Teil aus rückzahlbaren Krediten und aus der Möglichkeit, Steuerzahlungen und Zahlungen an die Sozialversicherung aufzuschieben. Zudem wurde in einigen Staaten die Insolvenzantragspflicht ausgesetzt. Das hat zur Folge, dass im Unterschied zu gewöhnlichen Rezessionen und insbesondere zur Rezession im Anschluss an die Große Finanzkrise 2007/2008, die Insolvenzen in der aktuellen Krise nicht nur nicht angestiegen sind, sondern sogar gefallen sind.

Entwicklung der Insolvenzen, Vorrezessionsquartal = 100, 1990-2020



Quelle: IWF, Incrementum AG

[69] *Vgl.* „Fiscal Monitor: Policies For the Recovery", International Monetary Fund, Oktober 2020, S. IX

Reality denied comes back to haunt.
Philip K. Dick

Der aktuelle Rückstau ist enorm. Im Vergleich zur Großen Finanzkrise beträgt er fast 54 Prozentpunkte, obwohl die Wirtschaft ähnlich stark eingebrochen ist. Und selbst im Vergleich zu gewöhnlichen Rezessionen liegt der Rückstau bei 40,5 Prozentpunkten.

Eine Wirtschaftskrise ist das plötzliche Aufdecken gehäufter Fehlannahmen der Zukunft.
Rahim Taghizadegan

Sobald die Insolvenzwelle zu rollen beginnt, wird sich die inflationäre Grundhaltung aller politischen Akteure erneut zeigen. Denn ein deflationäres Ausspielen der Insolvenzwelle wird unter keinen Umständen zugelassen werden.[70] Die Staaten werden durch Einnahmen- und Forderungsausfälle sowie steigende Sozialausgaben ihre Haushaltsdefizite zusätzlich ausweiten und nicht ihre Ausgaben reduzieren. Die Forderungsausfälle werden zudem die Gläubiger, darunter die Geschäftsbanken, hart treffen.

Die Spitze des Eisbergs ist nur die Spitze des Eisbergs

Die schwarze Null ist keine Leistung, eine Dummheit und eine Lüge. Keine Leistung, weil sie dem billigen Geld der EZB zu verdanken ist. Eine Dummheit, weil so noch mehr deutsche Ersparnisse ins Ausland fließen und dort verloren gehen. Und eine Lüge, weil bei ordentlicher Bilanzierung klar wäre, dass die wahre Verschuldung des Staates durch ungedeckte Versprechen - Mütterrente, Rente mit 63, Grundrente - massiv gestiegen ist.
Daniel Stelter

Allerdings erzählen die öffentlich diskutierten Verschuldungszahlen bei weitem nicht die gesamte Geschichte. Denn diese umfassen lediglich die so genannten expliziten Schulden. Keine Berücksichtigung in diesen Schuldenziffern finden die so genannten impliziten Schulden. Diese setzen sich aus den Netto-Ansprüchen der Beitragszahler in die Sozialversicherungssysteme, insbesondere an die Pensionsversicherung, sowie aus den Netto-Ansprüchen gegenwärtiger und zukünftiger Generationen an den Staat auf Grundlage der aktuellen Gesetzeslage zusammen. Dies können beispielsweise Ansprüche an das Gesundheitssystem sein. Anders ausgedrückt: Es handelt sich dabei um künftige Auszahlungsverpflichtungen des Staates, sei es aus dem Budget, sei es aus den Sozialversicherungstöpfen. Die Einzahlungen in Form von Steuern und Abgaben, heute und in Zukunft, können diese Auszahlungsverpflichtungen decken, übersteigen oder unterschreiten. Im Falle einer Unterschreitung weist das Land eine explizite Verschuldung aus. **Der Saldo aus impliziter und expliziter Verschuldung wird, sofern er positiv ist, das heißt der Staat überschuldet ist, Nachhaltigkeitslücke genannt. Um diese zu schließen, müssen entweder gegenwärtige oder künftige Steuern und Abgaben erhöht oder gegenwärtige oder künftige Ausgaben reduziert werden.**

Geldschöpfung in der Nullzinsfalle aber wird zum Währungswettlauf. Der größte Erfolg des Euro ist der Mangel an Alternativen: Unter Blinden ist der Einäugige König. Nach Dollar und vor Yen reicht es zum Klassenzweiten. Europa besitzt zudem ein wertvolles Asset: die am besten regierbaren und zuverlässigsten Steuerzahler der Welt, insbesondere die Deutschen.
Rahim Taghizadegan

Deutschland ist ein eindrückliches Beispiel wie der alleinige Fokus auf die expliziten Schulden den Blick auf Wichtiges verstellt. 2019, also bevor das Coronavirus die Welt heimzusuchen begann, war es Deutschland gelungen, mit 59,8% des BIP die explizite Staatsverschuldung sogar unter das Maastricht-Kriterium von 60% des BIP zu drücken. In absoluten Zahlen unterschritt Deutschland die 2-Billionen-Euro-Marke. Doch diese Zahlen sind nur die Spitze des Eisbergs. Und wie bei jedem Eisberg, so liegt auch bei der deutschen Nachhaltigkeitslücke der Großteil der Verschuldung unter der Wasseroberfläche und damit außerhalb der öffentlichen Wahrnehmung. Zwar lag die explizite Verschuldung in Deutschland vor Corona unter 60 Prozent des BIP, die implizite Verschuldung betrug jedoch 176%, was eine Nachhaltigkeitslücke von 236% oder 8,1 Bill. EUR ergibt. **Drei Viertel der deutschen Verschuldung liegen unter dem Meeresspiegel, lediglich ein Viertel darüber.** Um diese Verschuldung

[70] *Vgl.* „Standortbestimmung –Der Status Quo des Goldes", *In Gold We Trust*-Report 2020

abzubauen, müssten entweder die Einnahmen um 10,4% erhöht, oder die Ausgaben um 8,7% gesenkt werden.[71]

In dieser Betrachtung wird Deutschland vom Musterschüler zum Nachzügler. Denn im EU-Ranking lag Deutschlands öffentliche Verschuldung im Jahr 2018, dem letzten Jahr, für das es eine EU-weite Berechnung gibt, über dem Durchschnitt. Mit einem Nachhaltigkeitsüberschuss von 136% des BIP nahm Kroatien den Spitzenplatz ein, an zweiter Stelle folgte, kaum zu glauben, Griechenland mit einem Überschuss von 105% des BIP. Mit einer Nachhaltigkeitslücke von 95% des BIP befindet sich Frankreich ebenso deutlich vor Deutschland wie das viel gescholtene Italien, dessen Nachhaltigkeitslücke 2018 122% betrug, im Vergleich zu Deutschlands 170%.

And when I look at the current picture of expected tax revenues combined with benefits promised to future generations, this is the most unsustainable situation I have seen ever in my career.
Stanley Druckenmiller

Die Corona-Pandemie hat die Situation naturgemäß dramatisch verschärft. Mittlerweile ergeben die Berechnungen der „Stiftung Marktwirtschaft" für Deutschland eine Nachhaltigkeitslücke von mindestens 357% oder 12,3 Bill. EUR. Zum vollständigen Abbau dieser Verschuldung wären schon Einnahmenerhöhungen von 16,3% oder Ausgabensenkungen von 13,0% vonnöten. Ein weiteres Szenario, das im Zuge der Berechnungen im Herbst einen 2. Lockdown unterstellte, der dann am 2. November 2020 verhängt wurde, kommt auf eine Nachhaltigkeitslücke von 401,2% oder 13,8 Bill. EUR. Während die implizite Verschuldung der Sozialversicherungen mit knapp über 200% des BIP nahezu unverändert blieb, legte die implizite Verschuldung der öffentlichen Haushalte von 79,0% auf 92,9% des BIP (ohne zweiten Lockdown) bzw. 136,2% des BIP (mit zweitem Lockdown) kräftig zu.[72] Die Nachhaltigkeitslücke hat sich allerdings nicht nur aufgrund des massiven Anstiegs der Budgetdefizite aufgeweitet, sondern auch aufgrund des deutlichen Wirtschaftseinbruchs 2020. Da sich die behördlichen Schließungen im Frühjahr deutlich länger hingezogen haben und deutlich ausgeprägter waren, ist davon auszugehen, dass bis zur tatsächlichen Rückkehr der Normalität die obigen Berechnungen übertroffen werden.

If these guys owned a funeral parlour, no one would die.
Gordon Gekko

Für die USA schätzt der „Bondkönig" Jeffrey Gundlach die implizite Verschuldung aller Gebietskörperschaften in den USA auf 163 Bill. USD oder 775% des BIP und damit auf das Fünffache der expliziten Verschuldung der USA.[73] Dass die Rückzahlung dieses Betrags illusorisch ist, liegt auf der Hand.

Verschuldung der Unternehmen

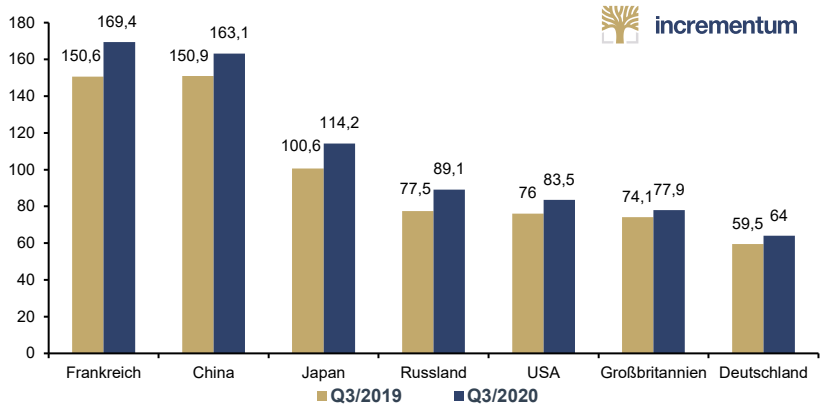
The looming increase in corporate bankruptcies will generate credit losses that will need to be absorbed, either by the financial system or by taxpayers.
BIZ

In gewöhnlichen Zeiten ist die Kreditaufnahme der Unternehmen ein positives Signal. In Erwartung einer guten Konjunktur verschulden sich Unternehmen, um neue Projekte zu finanzieren und bestehende Produktionskapazitäten auszuweiten. Zurückbezahlt werden die Schulden durch die erwarteten höheren Einnahmen. Gänzlich anders ist die Lage aktuell. Der signifikante Anstieg der Unternehmensverschuldung von Q3/2019 bis Q3/2020 um 12,1% in den Industriestaaten ist maßgeblich auf die

[71] *Vgl.* „Was kann sich der ehrbare Staat noch leisten? Corona, Schulden – und noch eine Pflegereform?", Stiftung Marktwirtschaft, Jänner 2021, S. 5
[72] *Vgl.* „Was kann sich der ehrbare Staat noch leisten? Corona, Schulden – und noch eine Pflegereform?", Stiftung Marktwirtschaft, Jänner 2021, S. 9
[73] *Vgl.* „Gundlach Warns America's 'Unfunded Liabilities' Are $163 Trillion, More Than 5x National Debt", ZeroHedge, 6. Mai 2021

Unterstützungsmaßnahmen der Regierungen zurückzuführen, die einen nicht unbeträchtlichen Teil dieser Maßnahmen als Kredit vergeben haben.

Unternehmensschulden nach Ländern, in % des BIP, Q3/2019-Q3/2020



Quelle: BIZ, Incrementum AG

Creditors have better memories than debtors.
Benjamin Franklin

Dieser Anstieg der Unternehmensschulden hat sich, wie weiter oben beschrieben, zumindest in Europa bislang noch nicht in höheren Insolvenzzahlen niedergeschlagen. In den USA sieht die Situation anders aus. Dort sind die Insolvenzen bereits 2020 stark gestiegen,[74] während in Europa das Ende der Aussetzung der Insolvenzantragspflicht ein ums andere Mal nach hinten verschoben wurde. Die BIZ schätzt, dass die Abschreibungen von Unternehmenskrediten in den G7-Staaten, sowie in China und Australien im Zeitraum 2020-2022 insgesamt rund 2% des BIP oder rund 1 Bill. USD ausmachen könnten. **Das entspräche rund dem dreifachen Abschreibungsbedarf von gewöhnlichen Jahren.**[75]

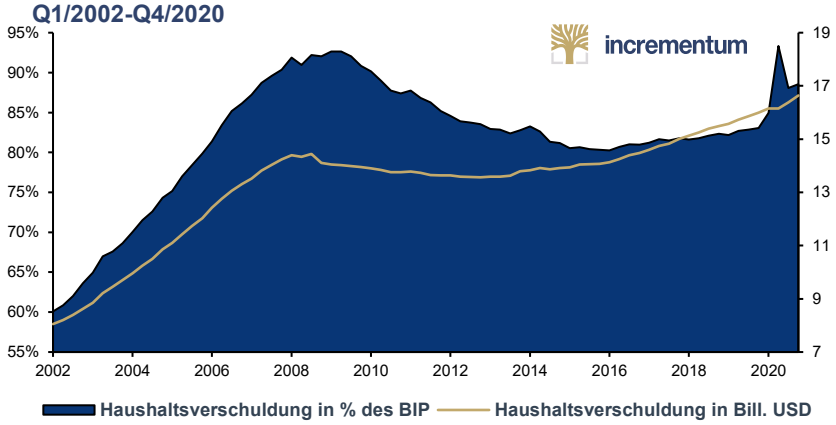
Verschuldung der Haushalte

If you think nobody cares if you're alive, try missing a couple of car payments.
Earl Wilson

Deutlich geringer als der Anstieg der Staatsverschuldung – weltweit im Schnitt 18,0% – und der Unternehmen – weltweit im Schnitt 12,0% – ist die Verschuldung der Haushalte ausgefallen. Mit global 8,3% wurde unter den drei Sektoren der deutlich geringste Zuwachs verbucht. Der Großteil des Anstiegs des Verschuldungsgrades ist jedoch bei den Haushalten nicht auf eine höhere nominelle Verschuldung zurückzuführen, diese legte trotz starker Schwankungen lediglich im langjährigen Mittel zu, sondern auf den starken Wirtschaftseinbruch.

[74] *Vgl.* Irum, Tayyeba and Hudgins, Chris: „US corporate bankruptcies end 2020 at 10-year high amid COVID-19 pandemic", S&P Global, 5. Jänner 2021
[75] *Vgl.* Mojon, Benoît, Rees, Daniel and Schmieder, Christian: „How much stress could Covid put on corporate credit? Evidence using sectoral data", *BIS Quarterly Review*, 1. März 2021

Haushaltsverschuldung, in % des BIP (lhs), und in Bill. USD (rhs), Q1/2002-Q4/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

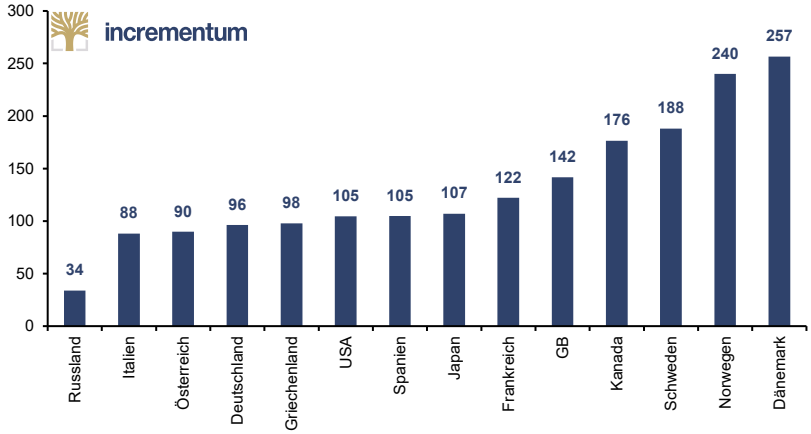
Money doesn't make you happy. I now have 50 million USD but I was just as happy when I had 48 million USD.
Arnold Schwarzenegger

Dämpfend auf die Entwicklung der Haushaltsschulden in den USA eingewirkt haben die beiden jeweils fast 2 Bill. USD schweren Corona Unterstützungspakete, der „CARES Act" (März 2020) und der „American Rescue Plan Act" (März 2021). Wie mehrere Studien der Federal Reserve Bank of New York zeigen, wurde rund ein Drittel der erhaltenen Unterstützungszahlungen für die Rückzahlung bestehender Schulden aufgewandt. Das eigentliche Ziel der Unterstützungszahlungen, die Ankurbelung des Konsums durch die Kompensation von entgangenem Einkommen zu bewirken, wurde klar verfehlt. Nur 29,2% bzw. 24,7% flossen in den Konsum. Die Konsumneigung hat binnen eines Jahres also deutlich abgenommen. Zugelegt hat dagegen der in die Ersparnisbildung fließende Anteil von 36,4% auf 41,6%.[76] **Jene, die es sich leisten können, scheinen das Geld schon für die drohenden Steuererhöhungen oder Leistungskürzungen beiseitezulegen.**

Wenig überraschend ist die Verschuldung privater Haushalte in jenen Staaten mit geringer Staatsverschuldung besonders hoch. Eine Erhöhung des Realzinsniveaus würde etwa in den skandinavischen Staaten, in der Schweiz und in Australien für erhebliche Probleme sorgen.

[76] *Vgl.* Armantier, Olivier et al.: „How Have Households Used Their Stimulus Payments and How Would They Spend the Next?", Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 13. Oktober 2020; Armantier, Olivier et al.: „An Update on How Households Are Using Stimulus Checks", Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 7. April 2020

Haushaltsverschuldung, in % des verfügbaren Nettoeinkommens, 2020 oder zuletzt verfügbar



Quelle: OECD, Incrementum AG

Fazit

The first lesson of economics is scarcity. There is never enough of anything to satisfy all those who want it. The first lesson of politics is to disregard the first lesson of economics.
Thomas Sowell

Die finanziellen Folgen der Corona-Pandemie sind bei weitem noch nicht ausgestanden. Auch wenn in den kommenden Monaten eine weitgehende Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivitäten einsetzen wird – insbesondere im überdurchschnittlich hart getroffenen Dienstleistungssektor – so wird es noch eine Weile dauern, bis die Gesamtwirtschaft das Vor-Corona-Niveau erreicht haben wird. Der erhebliche Rückstau an Insolvenzen wird sich in einer Insolvenzwelle über die Wirtschaft legen und die Gläubiger belasten. Dies könnte auch einige Banken in Schwierigkeiten bringen, trotz hoher Rückstellungen. Die Staaten werden durch die Insolvenzen ebenfalls stark betroffen sein. So werden die Sozialversicherungen Forderungen abschreiben müssen. Zugleich haben die Staaten Haftungen übernommen, die im Insolvenzfall schlagend werden. Dies wird die Budgets zumindest im laufenden und im kommenden Jahr stark belasten.

I used to do a little but the little wouldn't do it so the little got more and more.
„Mr. Brownstone"
Guns N' Roses

Zugleich wollen die Staaten enorme Summen für den so genannten grünen Umbau der Wirtschaft zur Verfügung stellen, was die staatlichen Haushalte in den kommenden Jahren ebenfalls strapazieren wird. Eine Entspannung an der Schuldenfront ist daher nicht zu erwarten. Im Gegenteil, denn auch das weiterhin niedrige Zinsniveau dürfte insbesondere Politiker dazu verleiten, die Budgetkonsolidierung auf den Sankt-Nimmerleins-Tag zu verschieben. Schließlich gilt der grüne Umbau der Wirtschaft als eine Frage des Überlebens des Planeten. Daher ist davon auszugehen, dass der Druck zu einem nachsichtigen Umgang mit exzessiven Defiziten zunehmen wird. So haben im vergangenen Herbst einige Ökonomen den Vorschlag präsentiert, dass als grün eingestufte Investitionen nicht unter die Defizit- und Schuldenregeln des „Stabilitäts- und Wachstumspakt" der EU fallen sollen.[77]

I`ll tell you the truth and it´s up to you to live with it.
William Goldman

Dass eine derartige Aufweichung der Fiskalregeln der Eurozone das Wirtschaftswachstum nachhaltig ankurbeln kann, ist allerdings mit erheblichen Zweifeln verbunden. Schuldenfinanzierte Fiskalpolitik kann einen kurzfristigen Aufschwung für die Wirtschaft bewirken, der ein bis zwei Quartale anhält. Dies war bei den schuldenfinanzierten Konjunkturpaketen von 2009, 2018 und 2019 der Fall. Allerdings erwies sich der Nutzen dieser

[77] *Vgl.* Pekanov, Atanas und Schratzenstaller, Margit: „Optionen für eine grüne Reform der europäischen Fiskalregeln", Die Presse, 28. Oktober 2020

Maßnahmen, auch wenn die Höhe der aufgenommenen und ausgegebenen Mittel beträchtlich war, als flüchtig, und die schädlichen Auswirkungen der höheren Verschuldung bleiben bestehen. Ökonometrische Studien belegen, dass in allen großen Volkswirtschaften die Staatsverschuldung in Prozent des BIP weit über dem Niveau liegt, ab dem diese schädlichen Auswirkungen auftreten. Die mehreren Billionen US-Dollar, die für die Pandemiehilfe im zweiten Quartal aufgenommen wurden, werden in Zukunft daher eher das Wachstum bremsen.

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Aktuelle Untersuchungen zeigen, dass der Multiplikator der Staatsausgaben nach etwa drei Jahren negativ ist, verglichen mit Schätzungen aus vierzig Jahre alten Lehrbüchern, die von einem vier bis fünf Jahre wirkenden positiven Ausgabenmultiplikator ausgingen.[78] Unter Politikern ist die Option des Herauswachsens aus den Schulden aber genau deswegen so beliebt, weil sie kurzfristige Staatsausgaben rechtfertigt, gleichzeitig aber keine konkreten Gegenfinanzierungsmodelle wie Steuererhöhungen oder Ausgabensenkungen verlangt. Die Schulden, finanzieren sich – fast wie aus Geisterhand – nicht nur von selbst, sondern lösen ein Wachstum aus, das zumindest den relativen Verschuldungsgrad gemessen in Prozent des BIP sogar reduziert.

Denselben Sachverhalt kann man auch noch anders ausdrücken. Der Grenznutzen der Verschuldung nimmt deutlich ab:

Dekade	Neue Staatsschulden in Mrd. USD	BIP Wachstum in Mrd. USD	Zusätzliche Einheiten Staatsschulden, um BIP um 1 Einheit zu erhöhen
1950 - 1959	33	243	0,14
1960 - 1969	89	496	0,18
1970 - 1979	478	1.610	0,30
1980 - 1989	2.108	3.014	0,70
1990 - 1999	2.823	3.989	0,71
2000 - 2009	6.535	4.818	1,36
2010 - 2019	10.890	6.979	1,56
2020 - 2021e	5.799	488	11,89

Quelle: BEA, Reuters Eikon

Whatever is original in Keynes is not true and whatever is true is not original.
Henry Hazlitt

Aus dieser Perspektive ist auch der nächste Schritt in die EU-Schuldenunion mit der Aufnahme gemeinsamer, von der EU emittierter Schuldtitel äußerst fragwürdig. Den Eilantrag gegen die gemeinsame Schuldenaufnahme hat das deutsche Bundesverfassungsgericht im April zwar abgelehnt. Der Ausgang des Hauptverfahrens dürfte nach Einschätzung einiger Beobachter offen sein, auch wenn es einige Jahre dauern könnte, bis ein Urteil ergehen wird.[79] **Bis dahin werden gemeinsame EU-Schulden jedoch Realität sein.** Ebenso symptomatisch für den sich vollziehenden monetären Klimawandel ist die Tatsache, dass ausgerechnet EU-Budgetkommissar Johannes Hahn, der als Mitglied der ÖVP der bürgerlich-konservativen EVP zugehörig ist, Anfang Mai die Maastricht-Kriterien in Frage gestellt hat. Ein derartiges Vorpreschen würde man von mit Sozial- und Umweltagenden beauftragten Politikern erwarten und eher aus dem linken politischen Spektrum, nicht aber vom „Finanzminister“ und auch nicht aus dem bürgerlich-konservativen Lager.[80]

[78] *Vgl.* „Quarterly Review and Outlook“, Hoisington Investment Management Company, Drittes Quartal 2020
[79] *Vgl.* Müller, Reinhard: „Warnschuss aus Karlsruhe“, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 21. April 2021
[80] *Vgl.* „Jetzt will auch Brüssel die ewige Schuldenregel aufweichen“, *Welt*, 1. Mai 2021

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

Wie wird das alles enden?

Die Option des Herauswachsens aus den Schulden erachten wir, wie bereits dargelegt, für sehr unwahrscheinlich, insbesondere für Europa. Der demographische Wandel wird die Rückzahlungsfähigkeit zusätzlich beschränken. Für die deutlich jüngeren und dynamischeren USA scheint die Ausgangslage besser. Die Digitalisierung wird zwar die Produktivität erhöhen können, aber definitiv nicht ausreichen, um das Schuldenniveau deutlich zu drücken. Wiederum dürfte es den USA eher gelingen, diese Wachstumsquelle stärker anzuzapfen als Europa.

For every complex problem there is an answer that is clear, simple, and wrong.
H.L. Mencken

Im besten Fall naiv ist die im Februar dieses Jahres vom französischen Ökonomen Thomas Piketty und einigen Mitstreitern in einem offenen Brief lancierte Forderung, dass die EZB die von ihr gehaltenen Staatsanleihen einfach streichen soll.[81] Mit dieser Maßnahme soll den Euro-Mitgliedsstaaten mehr finanzieller Handlungsspielraum zur Finanzierung des Wiederaufbaus nach der Corona-Pandemie sowie der grünen Transformation der Wirtschaft eingeräumt werden. Auf den ersten Blick mag das einleuchtend klingen. Doch abgesehen von erheblichen rechtlichen Bedenken, ob ein derartiges Vorgehen nicht EU-rechtswidrig wäre,[82] würde es den Staaten in der Zukunft jeglichen Anreiz zur Haushaltsdisziplin nehmen.[83] Die Büchse der Pandora, dieses Prozedere zu wiederholen, wäre geöffnet und könnte vermutlich nur durch eine besonders sparsame Budgetpolitik über viele Jahre, wenn nicht gar Jahrzehnte wieder geschlossen werden. **Ein Wandel des monetären Klimas lässt sich nicht über Nacht wieder zurückdrehen.**

The world's longest-dated inflation-linked bond is issued by the UK government; it matures in 2068 and is priced to lose more than 2% of its real value every year – and there are another 47 of those years to go before maturity.
Jonathan Ruffer

Daher scheint eine Wiederholung der weiter oben beschriebenen Epoche in den USA in den 1940er-Jahren – Entschuldung durch einen niedrigen Zinsdeckel bei gleichzeitig hoher Inflation – das wahrscheinlichste Entschuldungsszenario zu sein. Fast könnte man mitunter den Eindruck gewinnen, dass führende Notenbanker geradezu darauf warten, dass ihnen die Fiskalpolitiker den Weg weisen. Nicht nur, weil die Zentralbanken mit ihrem Latein am Ende zu sein scheinen, sondern weil sie die Politik gar nicht mehr kontrollieren wollen. **Wie in früheren Zeiten sehen sie sich zunehmend als Finanziers der Staaten und nicht mehr als Währungshüter.**

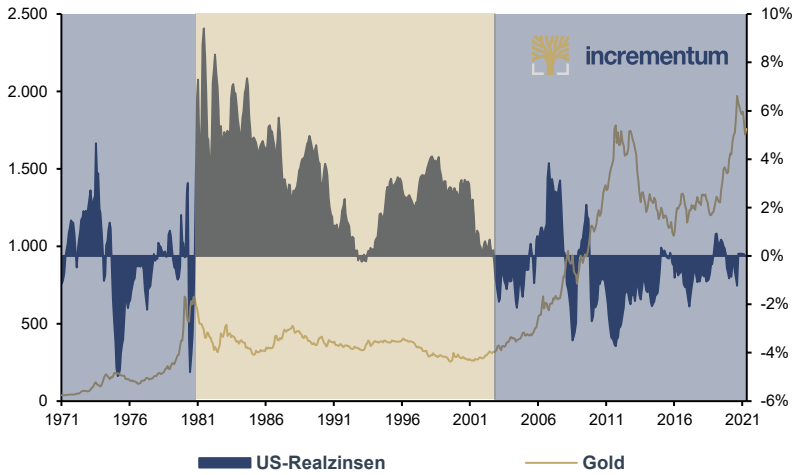
Powell's 2018 rate hiking campaign will prove to be the last time (for a decade or two at least) a major central banker actively tries to raise real rates to a meaningful positive level.
Kevin Muir

Eine nachhaltige Zinswende ist daher unwahrscheinlicher denn je. Vermutlich ist es sogar wahrscheinlicher, dass die New York Jets die Super Bowl gewinnen, als dass die Realzinsen in der nächsten Dekade deutlich im positiven Terrain liegen werden. Schließlich kommunizieren führende Zentralbanker ganz offen, dass sie einen Renditeanstieg nicht zulassen werden. Im Notenbank-Sprech klingt das naturgemäß unverfänglicher. So versicherte die EZB den Märkten und den Staaten bereits mehrfach, dass sie „günstige Finanzierungsbedingungen sicherstellen werde."[84] Angesichts der zu erwartenden schwerwiegenden Verwerfungen höherer Realzinsen ist davon

[81] *Vgl.* Dufrêne, Nicolas, Servet, Jean-Michel und Piketty, Thomas et al.: „Schulden abschreiben, Zukunft gewinnen!", *der Freitag*, 5. Februar 2021
[82] *Vgl.* Greive, Martin: „Debatte über Verschuldung: Bekommt Italien bald einen Schuldenerlass?", *Handelsblatt*, 2. Februar 2021
[83] Paul de Grauwe argumentiert, dass dieser Vorschlag keine finanzielle Entlastung bringt, solange die EZB ihr Inflationsziel nicht aufweicht. *Vgl.* de Grauwe, Paul: „Debt cancellation by the ECB: Does it make a difference?", EUROPP, 15. Februar 2021
[84] *Vgl.* Siebelt, Frank: „EZB stemmt sich gegen Anstieg der Zinskosten für Staaten und Unternehmen", Reuters, 11. März 2021

auszugehen, dass diese Ansage über die aktuelle Pandemie-Zeit Bestand haben wird. **Negative Realzinsen werden daher auf längere Zeit den Goldpreis unterstützen und das stabile Fundament dieses Bullenmarktes bilden.**

Gold (lhs), in USD, und US-Realzinsen (rhs), 01/1971-04/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Status Quo der Inflationstendenz

> *„No one is ready for inflation, but I believe it's coming. Maybe not today or next week, but there is a powder keg of monetary supply just waiting to be unleashed by governments who think that inflation can never happen again.*
> *At first, markets will cheer a bit of inflation—then they'll panic."*
>
> Harris Kupperman

„Vorübergehend" oder „transitorisch" soll das Anziehen der Inflationsraten sein – das werden die Zentralbanker im Augenblick nicht müde zu betonen. Beim aktuellen Anstieg der Inflationsraten würde es sich also nur um eine vorübergehende Inflationsfront handeln, die über die Welt hinwegzieht.

Structural disinflationary tailwinds are morphing into persistent inflationary headwinds.
Henry Maxey

Wir sind anderer Auffassung. Die aktuell anziehenden Inflationsraten läuten eine fundamentale Trendwende ein. Zwar macht eine Schwalbe tatsächlich noch keinen Sommer, doch am Himmel sind mittlerweile unzählige Schwalben zu sehen. **Sie kündigen einen Wandel an, einen monetären Klimawandel. Die Zeitungen sind mittlerweile voll von Meldungen über die untrüglichen Vorboten dieses monetären Klimawandels:**

- „Procter & Gamble will raise prices in September to fight higher commodity costs"[85]
- „Kimberly-Clark Announces Price Increases for North American Consumer Products Business"[86]
- „Coca-Cola CEO says company will raise prices to offset higher commodity costs"[87]
- „Corn futures jump to a 7-year high on supply concerns"[88]
- „Copper jumps to highest level in nearly 10 years. Wall Street pros believe there's more upside"[89]
- „Global Food Prices at Six-Year High Are Set to Keep On Climbing"[90]
- „Kosten-Lawine erdrückt die Bauern: Betriebsmittel-Preise explodieren"[91]
- „Baltic Dry Index Reaches Over 10-year High"[92]
- „Euro zone producer price growth accelerates in February"[93]
- „U.S. producer inflation heats up in March as prices increase broadly"[94]

—
85 „Procter & Gamble will raise prices in September to fight higher commodity costs", CNBC, 20. April 2021
86 „Kimberly-Clark Announces Price Increases for North American Consumer Products Business", Kimberly-Clark Press Release, 31. März 2021
87 Lucas, Amelia: „Coca-Cola CEO says company will raise prices to offset higher commodity costs", CNBC, 19. April 2021
88 Pound, Jesse: „Corn futures jump to a 7-year high on supply concerns", CNBC, 6. April 2021
89 Stevens, Pippa: „Copper jumps to highest level in nearly 10 years. Wall Street pros believe there's more upside", CNBC, 26. April 2021
90 De Sousa, Agnieszka und Durisin, Megan: „Global Food Prices at Six-Year High Are Set to Keep On Climbing", Bloomberg, 7. Jänner 2021
91 Dr. Zinke, Olaf: „Kosten-Lawine erdrückt die Bauern: Agrarkosten explodieren", *Agrar Heute*, 30. April 2021
92 „Baltic Dry Index Reaches Over 10-year High", Martime Professiopnal, 26. April 2021
93 „Euro zone producer price growth accelerates in February", Global Banking & Finance Review, 8. April 2021
94 „U.S. producer inflation heats up in March as prices increase broadly", CNBC, 9. April 2021

Wir könnten noch zahlreiche weitere Beispiele bringen, doch unsere Grundaussage ist eindeutig: Inflation ist wieder ein Thema. Deshalb ist die Inflation in vielen ihrer Facetten ein Schwerpunkt des diesjährigen *In Gold We Trust*-Report.

Waren in den letzten Jahrzehnten die deflationären Faktoren bestimmend, so schwächen sich diese zunehmend ab und werden von – kurz-, mittel- und langfristigen – inflationären Dynamiken abgelöst.

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Kurzfristige Dynamiken sind insbesondere die folgenden:

- Das extreme Geldmengenwachstum von 2020 wird sich zwar im laufenden Jahr voraussichtlich abschwächen – schon allein aufgrund des Basiseffekts – aber dennoch hoch bleiben. **Denn ein Ende der akkommodierenden Geldpolitik ist nicht in Sicht, ganz zu schweigen von einer Straffung der Geldpolitik**. So erwartet Jerome Powell keinen Zinsanstieg vor 2023.[95]
- Führende Notenbanken haben sich – implizit – für eine **Deckelung der Anleiherenditen** ausgesprochen. Australien hat eine Deckelung bereits eingeführt,[96] während die EZB explizit darauf achtet, dass die Anleiherenditen der Staatsanleihen der Mitgliedsstaaten nicht zu weit auseinander liegen.
- Das Zwangssparen infolge der monatelangen Schließungen hat zu einem weiteren Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit geführt. Die Sparquoten haben sich signifikant erhöht. **Die eingeleiteten Öffnungen werden zu einer deutlichen Zunahme der Nachfrage führen und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes erhöhen.**

Die wichtigsten mittelfristigen Dynamiken sind:

- Die Federal Reserve hat ihr Inflationsziel durch die **Umstellung auf ein durchschnittliches Inflationsziel** bereits nach oben verschoben. Weitere Zentralbanken überlegen ähnliche Anpassungen.
- Die Verschuldungssituation insbesondere auf Ebene der Staaten hat sich merklich verschlechtert. **Markante Zinserhöhungen oder auch eine deutliche Rückführung der billionenschweren Anleihekaufprogramme sind nahezu unmöglich.**
- **Die preisdämpfend wirkende Globalisierung ist durch die Corona-Pandemie erheblich unter Druck geraten.** Im Kampf gegen den Klimawandel sind weitere Desintegrationsschritte wahrscheinlich. So hat die EU die Einführung eines CO_2-Zolls in Aussicht gestellt. Dieser erhöht die Konsumentenpreise unmittelbar durch die höhere Steuerbelastung und mittelbar durch die Preiserhöhungen infolge der Handelsdesintegration.
- **Die wachsende Bedeutung von ESG hat zur Folge, dass Rohstoffproduzenten der Kapitalzugang zunehmend erschwert wird.** Vieles deutet darauf hin, dass die als umweltfreundlicher geltenden alternativen Energien die Energiepreise querbeet deutlich verteuern werden.
- Die wahrscheinliche Aufwertung des Renminbis, der als einzige wichtige Währung der Welt eine deutlich positive Realverzinsung aufweist, erhöht die Importpreise für den Rest der Welt und damit den Inflationsdruck.

—
[95] *Vgl.* Fitzgerald, Maggie: „Here's where the Federal Reserve sees interest rates, the economy and inflation going", CNBC, 17. März 2021
[96] *Vgl.* Pandey, Swati und Cole, Wayne: „UPDATE 3-Australia's central bank commits to keep 3-year yields low amid bond rout", Reuters, 2. März 2021

- **Die zunehmenden geopolitischen Spannungen** zwischen den USA und China, sowie USA und Russland, denen sich der Rest der Welt nicht entziehen kann, könnten bestehende Handelsbeziehungen schwer und nachhaltig belasten.
- **Ein Mangel an Arbeitskräften in gewissen Branchen,** steigende Mindestlöhne und global steigende Lohnstückkosten erhöhen den Inflationsdruck.
- Der sich bereits vollziehende Generationswechsel bringt eine Generation in politische, wirtschaftliche und gesellschaftliche Führungsetagen, die nie in ihrem Leben die negativen Erfahrungen einer hohen Inflation erlebt haben. Sie löst eine Reihe an Generationen ab, die in ihren Lebzeiten Hochinflations-, wenn nicht gar Hyperinflationsphasen am eigenen Leib erfuhren.
- **Eine zunehmende Verschränkung von Geld- und Wirtschaftspolitik ist zu beobachten;** personell repräsentieren Janet Yellen und Mario Draghi diese Entwicklung, auf praktischer Ebene haben die billionenschweren Unterstützungsmaßnahmen unter anderem dazu geführt, dass die Kreditvergabe politisiert wurde. Die von einflussreichen politischen Akteuren angestrebte grüne Transformation der Wirtschaft könnte diese **Politisierung der Kreditvergabe** zusätzlich verfestigen.
- **Zentralbanken sehen sich immer häufiger als aktive Unterstützer politischer Programme, und damit als Financier des Staates, denn als Währungshüter.**

Langfristig inflationsfördernd wirkt der massive demographische Wandel, vor dem insbesondere Europa, allen voran aber auch China stehen.[97]

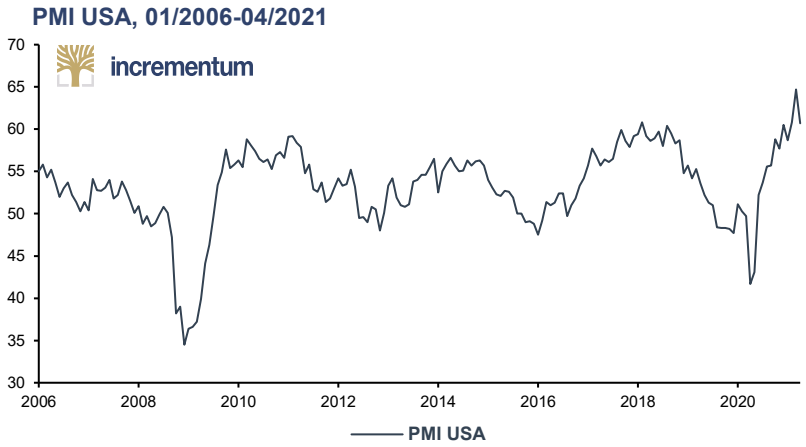
Untrügliche Anzeichen des monetären Klimawandels

My own sort of central case is that for the first time in a long time, I am actually worried about inflation.
Stanley Druckenmiller

Wie sehr sich die Wahrnehmung der Inflation gewandelt hat, zeigt der Umstand, dass im Vorjahr das Prognostizieren anziehender Inflationsraten als die abstruseste Contrarian-Position angesehen wurde, etwa so wie, dass ein NFL-Team die Super Bowl im eigenen Stadion gewinnt. Letzteres ist 2021 jedoch den „Tampa Bay Buccaneers“ geglückt, und auch der Inflationsauftrieb ist mittlerweile merklich im Gange und dürfte „endlich“ beim Konsumenten angekommen sein.

Der globale Preisindex PMI von „IHS Markit“ zeigt aktuell den größten Inflationsdruck seit August 2008 an. Der jüngste Nachfrageschub traf auf eine Corona-induzierte Angebotsverknappung bei Waren und Dienstleistungen. Die Umfragedaten deuten gemäß „IHS Markit“ auf einen steilen Anstieg der Verbraucherpreisinflation in den kommenden Monaten weltweit hin. Dies gilt vor allem für die USA, wo die Preise für Konsumgüter besonders stark gestiegen sind.[98]

—
[97] Siehe Kapitel „Die Demographie als Inflationstreiber“ in diesem *In Gold We Trust*-Report
[98] *Vgl.* Williamson, Chris: „Global price gauge hits new high as input cost inflation accelerates sharply“, IHS Markit, 8. April 2021



Quelle: IHS Markit, Incrementum AG

The markets have failed to notice that the baton of reflation has passed from central bankers to governments. With the passing of that baton, so passes the era of disinflation.
Russell Napier

Ein fundamentaler Trendbruch in der Art und Weise wie Geld geschöpft wird, könnte sich durch die Corona-Pandemie vollzogen haben. Das Zepter der Geldschöpfung wurde von den Geschäftsbanken an die Politik übergeben. Ob nur „vorübergehend" wird sich zeigen. Doch deuten die Diskussionen um die grüne Transformation der Wirtschaft darauf hin, dass es sich um eine dauerhafte Veränderung als Teil des monetären Klimawandels handelt. **Die Ära der Politisierung des Kreditwesens könnte begonnen haben.**[99]

Staatliche Kreditgarantien waren ein Eckpfeiler der wirtschaftspolitischen Antwort auf die unzähligen Lockdowns. Wenn eine Regierung garantiert, jeden Zahlungsausfall eines Bankkredits auszugleichen, schafft sie einen beträchtlichen Anreiz für Banken, ihre Bilanzen auszuweiten. Eine Geschäftsbank geht kein Risiko bei einer solchen Transaktion ein, erhält aber eine Entlohnung in Form von Zinszahlungen.

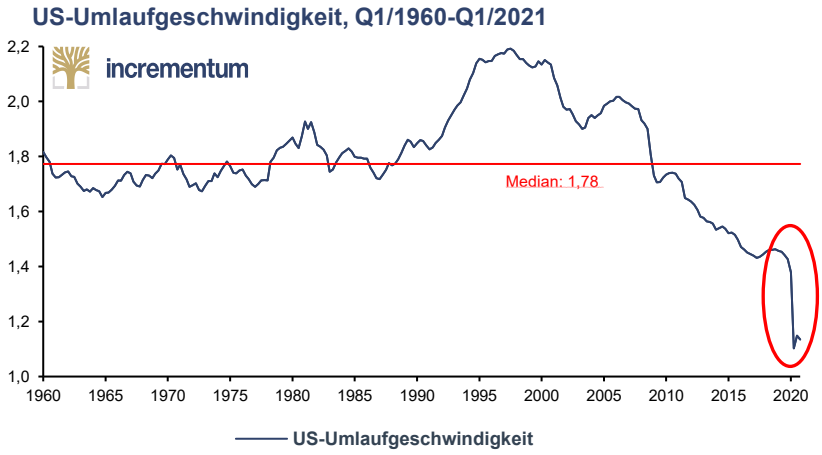
Quelle: Federal Reserve St. Louis, EZB, Incrementum AG

[99] *Siehe* Kapitel „Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far! - Exklusivinterview mit Russell Napier" in diesem *In Gold We Trust*-Report

At a key tipping point, higher inflation will also trigger a rise in the velocity of money above what has been very low levels in the era of QE, thus guaranteeing the even higher nominal GDP growth necessary to reduce debt burdens.
Russell Napier

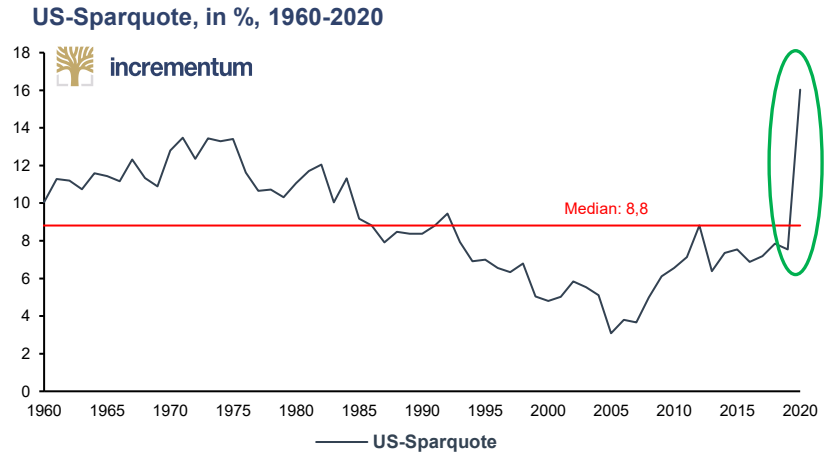
War dies nur eine kurzfristige Notmaßnahme? Vielleicht, doch es gibt einige Anzeichen, dass es sich um einen strategischen Schwenk handelt und die Politik Gefallen an einer stärkeren Lenkung der Wirtschaft gefunden hat. Die Regierungen könnten auf den Gedanken kommen, durch eine dirigistische Kreditpolitik wesentlich umfassender auf die Wirtschaftsstruktur Einfluss zu nehmen, indem zum Beispiel nur mehr als grün eingestufte Unternehmen in den Genuss staatlicher Bürgschaften gelangen.

Ein wichtiger Faktor hat sich seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie deutlich dämpfend auf die Inflationsrate ausgewirkt. Die ohnehin schon seit Jahren schwächelnde Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ist ein weiteres Mal kollabiert.



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Hauptursache für diesen weiteren Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit war der kräftige Anstieg der Sparquote. So hat sich in den USA die Sparquote privater Haushalte im vergangenen Jahr auf 16,0% mehr als verdoppelt. In Q2/2020 war der Anstieg in den USA aufgrund der Auszahlungen des ersten Corona-Hilfspakets im Rahmen des „CARES Act“ besonders ausgeprägt.



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Damit liegt die Sparquote in den USA nahezu auf demselben Niveau wie jene Deutschlands, das traditionell eine hohe Sparquote aufweist. Daher fällt der

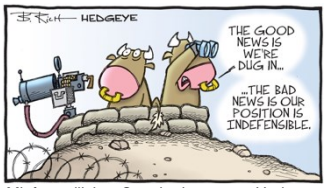
aktuelle Anstieg in Deutschland von 10,9% auf 16,2% relativ gesehen schwächer aus. Im Euroraum insgesamt war der Anstieg der Sparquote von 12,9% im Jahr 2019 auf 19,7% im vergangenen Jahr etwas ausgeprägter als in Deutschland.

Da wie dort liegt der Hauptgrund für den historischen Anstieg der Sparquote darin, dass durch die umfassenden und langandauernden Schließungen ganzer Branchen vornehmlich im Dienstleistungssektor den Konsumenten die Möglichkeit des Geldausgebens verwehrt wurde. **Im Unterschied zu dieser aufgezwungenen Ersparnisbildung spielt das Motiv des Vorsichtssparen eine untergeordnete Rolle.**

...focus on the movement of liquidity... most people in the market are looking for earnings and conventional measures. It's liquidity that moves markets.
Stanley Druckenmiller

Es ist daher davon auszugehen, dass mit der schrittweisen Öffnung des Dienstleistungssektors die Sparquote merklich nachgeben und zugleich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes erhöhen wird. Dieser Rückgang der Sparquote in Richtung langfristiges Normalniveau wird sich umso stärker in höheren Preisen manifestieren, je stärker die Angebotsseite durch die monatelangen Schließungen getroffen wurde. So könnten in der hart gebeutelten Tourismusbranche viele Betriebe erst gar nicht wieder aufsperren, entweder weil aufgrund der weiterhin begrenzten Reisemöglichkeiten die Nachfrage hinter dem Vor-Corona-Niveau zurückbleiben wird oder weil in der Zwischenzeit das Personal aus der Tourismusbranche abgewandert ist. Sollte dagegen unter den Anbietern ein Kampf um die geschrumpften Tourismusströme ausbrechen, würde der daraus resultierende Druck auf die Preise dämpfend auf die Inflation wirken. Zweiteres erachten wir allerdings als die deutlich unwahrscheinlichere Variante.

Wie wird die Federal Reserve in nächster Zeit agieren?



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

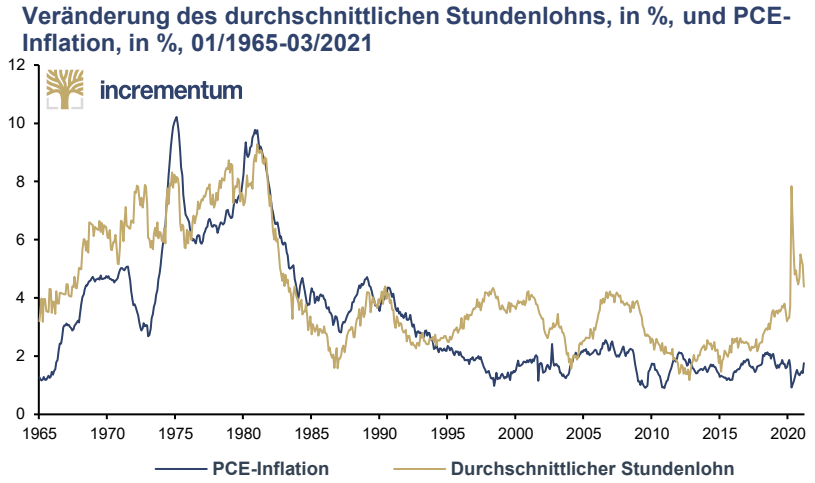
In ihrem letzten FOMC-Meeting hat die Federal Reserve ihre Position der vergangenen Monate einmal mehr bestätigt:

- Sie wird die Geldpolitik nicht verschärfen, weil sie das Anziehen der Inflation weiterhin als bloß „vorübergehend" ansieht, d. h., dass sie nur auf eine vorübergehende Rohstoffpreisinflation zurückzuführen ist.
- Sie wird die Geldpolitik nicht präventiv straffen, um Inflation zu verhindern, solange die Situation am Arbeitsmarkt angespannt ist.
- In Übereinstimmung mit ihrer neuen Interpretation des Inflationsziels von *durchschnittlich* 2% lässt sie der aktuelle Anstieg der Inflation über das ehemalige Inflationsziel von 2% unbeeindruckt – zumindest vorübergehend.

Labor costs have a time-worn and constant 83% correlation with core inflation. Wages and salaries are running near a 1% annual rate. There is no lasting inflation without a wage cycle.
Dave Rosenberg

Die Federal Reserve neigt dazu, Änderungen der Rohstoffpreise zu vernachlässigen, da diese volatil sind. Die Federal Reserve nimmt die Lohninflation viel ernster. Das heißt, wenn die Löhne schnell ansteigen, führt dies dazu, dass die Kosten für alle anderen Waren und Dienstleistungen in die Höhe getrieben werden, wodurch die Möglichkeit einer lohngetriebenen Inflationsspirale entsteht, die für die Federal Reserve schwer einzudämmen sein könnte. Überhaupt scheint Powell Preisstabilität nur mehr insofern für wichtig zu halten, sofern diese dem Ziel der Beschäftigungsmaximierung dient. Dies war auf dieser Seite des Atlantiks für Jahrzehnte das Standardargument der Hartwährungsländer. Diese haben immer betont, dass man den kurzfristigen Verführungen einer höheren Inflation gerade auch aus beschäftigungspolitischen Gründen nicht nachgeben dürfe. **Dass EZB-Präsidentin Christine Lagarde diese Auffassung nicht**

teilt, hat sie unmittelbar vor ihrem Amtsantritt kundgetan: „*We should be happier to have a job than to have our savings protected*.“[100]



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

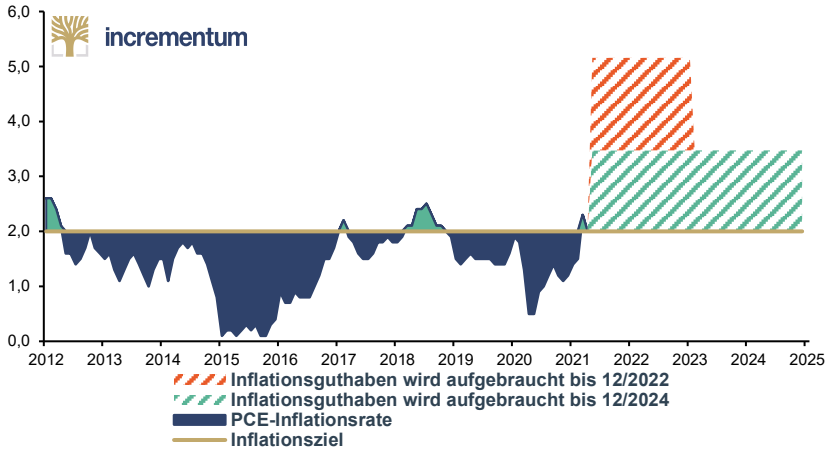
Bereits vor der Krise erwog die Federal Reserve die Einführung einer Regel, die ein Überschießen der Inflationsrate über ihr 2%-Ziel zulassen würde. Am 27. August 2020 wurde diese bedeutsame Änderung der geldpolitischen Zieldefinition schließlich im Rahmen des (virtuellen) Symposiums in Jackson Hole verkündet:

> *„In seeking to achieve inflation that averages 2 percent over time, we are not tying ourselves to a particular mathematical formula that defines the average. Thus, our approach could be viewed as a flexible form of average inflation targeting.“*[101]

Die Umsetzung dieses Konzepts der Überschussinflation (engl. „makeup inflation“) wird eine höhere Inflation ermöglichen. Zumal die Federal Reserve in Hinkunft problemlos argumentieren könnte, heute höhere Inflationsraten zuzulassen, die sie irgendwann in der Zukunft dann durch eine hinreichend lange Periode an Inflationsraten *unter* 2% zu kompensieren. Diese Argumentation wird auch bei der Politik auf Zuspruch stoßen. **Diese geldpolitische Zäsur hat unserer Meinung nach erhebliche Konsequenzen für die Kapitalmärkte, insbesondere für den Bondmarkt.**

—
100 „Lagarde hits out at Germany and Netherlands on public spending“, Financial Times, 30. Oktober 2019
101 Powell, Jerome: „New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review“, Federal Reserve, 27. August 2020

Inflationsguthaben der Fed, in %, 01/2012-01/2025



Quelle: FvS, Reuters Eikon, Incrementum AG

In the old regime the Fed was trying to arrive on time. Now they are saying we are not going to arrive on time but instead…be late by design.
Bill Dudley

Die Umdefinierung des Inflationsziels wird umso problematischer, je länger der Zeitrahmen für die Mittelwertbildung ist. Nehmen wir zum Beispiel an, die Federal Reserve beschließt, über das Jahrzehnt seit Einführung des 2%-Ziels eine durchschnittliche Inflationsrate von 2% zu erreichen. Das Ziel wurde im Jänner 2012 eingeführt, wir ziehen also die Jahre 2012 bis März 2021 für unser Gedankenexperiment heran. Von Jänner 2012 bis März 2021 lag die US-Inflationsrate im Durchschnitt bei etwa 1,4%. Wenn die Federal Reserve eine durchschnittliche Inflationsrate von 2% anstrebt, ergibt sich auf Monatsbasis ein „Guthaben" von 66,3 Prozentpunkten. Dadurch könnte die Federal Reserve ab jetzt bis 12/2022 jeden Monat eine Inflation von 5,2% oder bis 12/2024 eine Inflation von 3,5% zulassen. Zieht die Federal Reserve nur einen Fünfjahreszeitraum für die Berechnung ihres Guthabens in Betracht, so ergibt sich auf Monatsbasis ein Inflationsguthaben von 29,5 Prozentpunkten, d. h. eine durchschnittliche Inflationsrate von 3,4% bis 12/2022 und 2,7% bis 12/2024.

Wir können daraus schließen, dass die Federal Reserve ihr Versprechen, „nicht einmal daran zu denken"[102], eine Zinserhöhung durchzuführen, in nächster Zeit mit Sicherheit einhalten wird. **Das ist ein weiteres Indiz dafür, dass es sich bei den aktuellen Inflationsentwicklungen um ein strukturelles Phänomen, um einen monetären Klimawandel, handelt, und nicht um ein vorübergehendes Phänomen einer zeitlich stark begrenzten Inflationsfront.**

The definition of a central banker is someone who will permit inflation in anything except wages.
Russell Napier

Generell wirkt es, als würde die Federal Reserve ihren Fokus viel stärker in Richtung Arbeitsmarkt lenken und auch Themen wie Ungleichheit stärker in den Blick nehmen.[103] In der Außenwirkung entsteht somit der Eindruck, dass die Federal Reserve ihr Mandat „großzügiger" interpretiert. Diesseits des Atlantiks hören sich in einer ähnlichen Ausweitung des Mandats – um nicht von Aufweichung zu sprechen – Reden von führenden EZB-Vertretern immer öfter wie Debattenbeiträge von Klimaforschern an.

—
[102] „Powell says Fed 'not even thinking about thinking' about rate hikes", Financial Review, 11. Juni 2020
[103] Powell, Jerome: „New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review", Federal Reserve, 27. August 2020; Brainard, Lael: „Full Employment in the New Monetary Policy Framework", Federal Reserve, 13. Jänner 2021; Powell, Jerome H.: „Getting Back to a Strong Labor Market", Federal Reserve, 10. Februar 2021

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

Aktuelle Tendenz der Inflationsentwicklung

Nach diesen prinzipiellen Gedanken zur Inflation, wollen wir uns nun der aktuellen und vor allem auch der zukünftigen Inflationstendenz widmen. Wo befinden wir uns aktuell auf der Inflations-Landkarte und wohin könnte die Reise gehen? Die Inflations-Sequenz entspricht bis dato exakt dem Lehrbuch der „Österreichischen Konjunkturtheorie". So stiegen im Zuge des Inflationierungsprozesses die Vermögenspreise bereits massiv an. Nun könnte die nächste Phase, die Phase anziehender Verbraucherpreise, einsetzen.

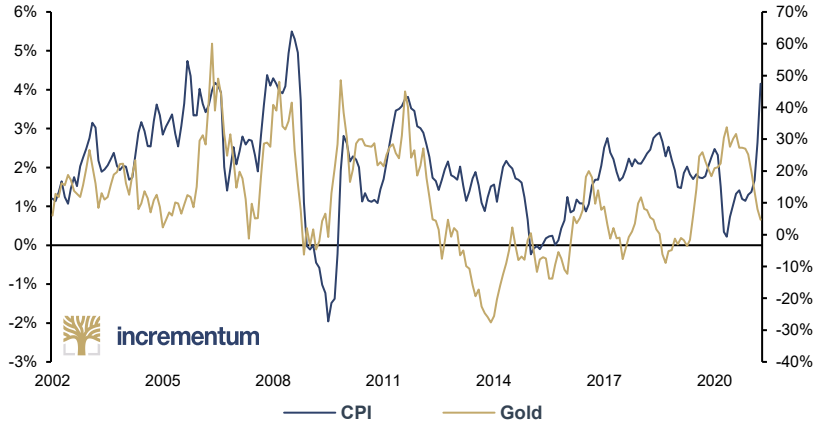
Verhältnis Finanzielle Vermögenswerte / Verfügbares persönliches Einkommen, Q1/1970-Q4/2020

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Nothing is so painful to the human mind as a great and sudden change.
Mary Shelley

Sehen wir uns nun die Entwicklung des CPI und des Goldpreises genauer an. Von Ende 2011 bis Anfang 2015 war die Entwicklung der Inflationstendenz in den USA deutlich rückläufig. Man erkennt klar, dass dieses disinflationäre Umfeld auch Gegenwind für den Goldpreis bedeutete. Im August 2018 erreichte der CPI dann ein Zwischenhoch und tendierte anschließend schwächer. Der Goldpreis konnte sich von der Inflationstendenz emanzipieren, was in erster Linie mit den fallenden Realzinsen zu begründen ist.

CPI (lhs), yoy%, and Gold (rhs), yoy%, 01/2002-04/2021

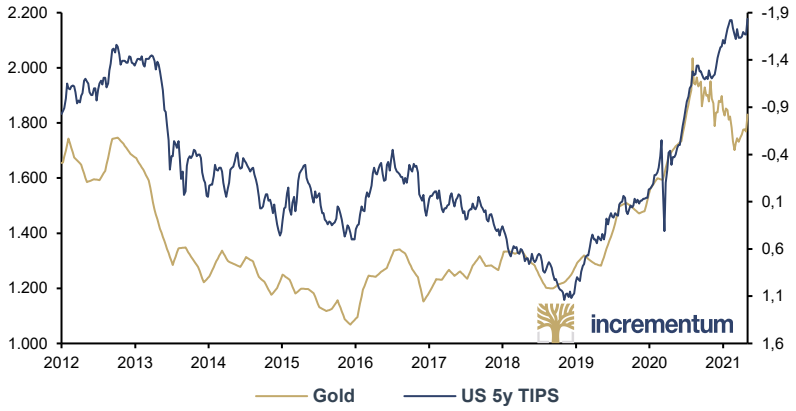


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Eine hohe negative Korrelation zum Goldpreis zeigen die Renditen der inflationsgeschützten Anleihen. Vergleicht man den Goldpreis mit den realen Renditen der 5-jährigen inflationsgeschützten US-Staatsanleihen (TIPS), so

erkennt man, dass der Ausbruch des Goldpreises Anfang 2016 von einem Einpreisen steigender Inflationserwartungen begleitet war. Ab Anfang 2019 entwickelten sich TIPS und Goldpreis im Gleichlauf, seit Mitte August 2020 divergieren sie jedoch.

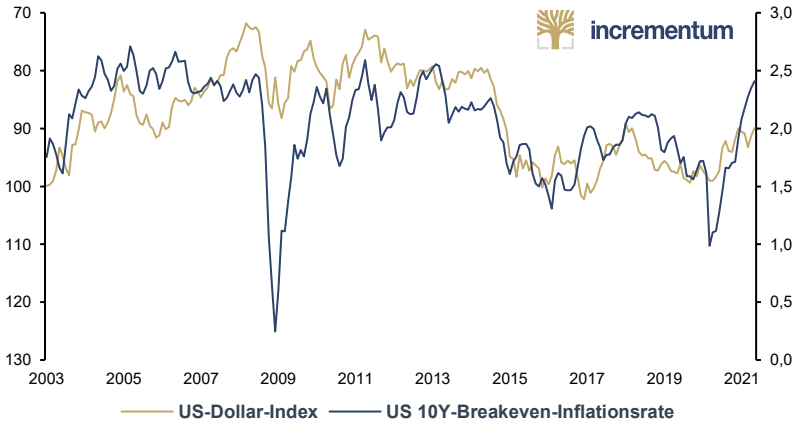
Gold (lhs), in USD, und US 5y TIPS (rhs, invertiert), 01/2012-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Seit ihrem Tiefststand am 19. März bei 0,14% ist die Breakeven-Rate[104] zuletzt auf 2,51% ralliert. Die Aussicht auf weitere fiskalische Stimuli katapultierte die Breakevens auf den höchsten Wert der letzten 10 Jahre. **Das Momentum des Anstiegs war enorm, weswegen uns eine Phase des „Durchschnaufens" nicht überraschen würde.** Verbliebe die Breakeven-Inflationsrate auf hohem Niveau, zumindest aber oberhalb von 2%, so hätte die Federal Reserve Mühe, das Narrativ des „Vorübergehenden" aufrecht zu erhalten.[105]

US-Dollar-Index (lhs, invertiert), und US 10Y-Breakeven-Inflationsrate (rhs), in %, 01/2000-05/2021



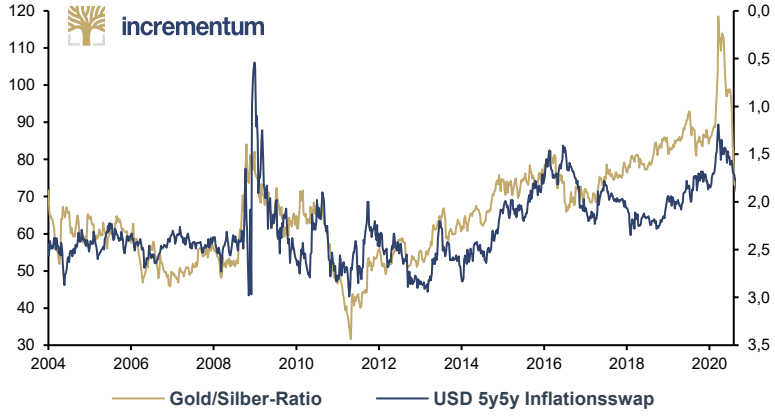
Quelle: Federal Reserve St. Louis. Reuters Eikon, Incrementum AG

[104] Die Breakeven-Inflationsrate entspricht der Renditedifferenz zwischen nominellen Staatsanleihen und inflationsgeschützten Anleihen (TIPS).
[105] *Vgl.* Rethfeld, Robert: „Wellenreiter Frühausgabe", 26. April 2021

...there exists a distinct possibility that the recovery that follows will be much more inflationary than the last.
Dave Rosenberg

Spannend erscheint auch der unten dargestellte Gleichlauf der 5y5y-Inflationsswaps mit dem Gold/Silber-Ratio (GSR). Gemäß unserer statistischen Auswertungen ist ein nachhaltiger Goldpreisanstieg bei einem gleichzeitig steigenden GSR unwahrscheinlich.[106] Ein fallendes GSR erhöht die Wahrscheinlichkeit für einen Gold-Bullenmarkt deutlich. Die aktuelle Situation des GSR beobachten wir gerade deshalb besonders aufmerksam, da das GSR in den letzten Monaten eine beeindruckende Stärke von Silber relativ zu Gold zeigte. Ein Abwärtstrend des GSR würde einerseits positive Aussichten für Gold, andererseits auch eine steigende Inflationsdynamik signalisieren.

Gold/Silber-Ratio (lhs), und USD 5y5y Infationsswap (invertiert), in %, 01/2004-05/2021

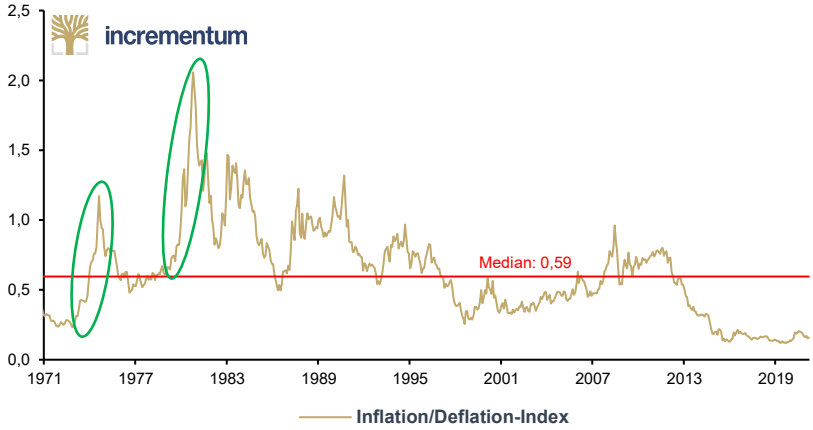


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

Werfen wir nun einen Blick auf die von Martin Pring entwickelten „Pring-Inflation-and-Deflation-Indizes".[107] Die Indizes bilden inflationssensitive Aktiensektoren wie z. B. Minen- und Energieaktien und deflationssensitive Aktiensektoren wie z. B. Banken, Versicherer und Versorger ab. Man erkennt, dass sich das Ratio zuletzt stabilisiert hat, jedoch noch immer deutlich vom Median entfernt ist, ganz zu schweigen vom Höchststand im Jahr 1980.

Inflation/Deflation-Index, 01/1971-04/2021



Quelle: Martin Pring, Incrementum AG

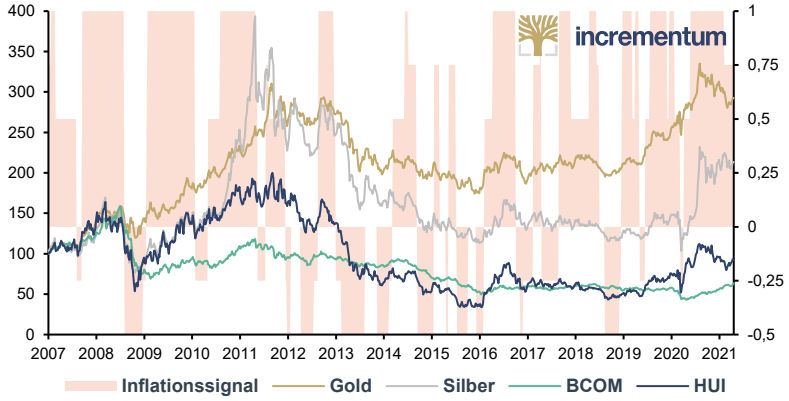
106 *Vgl.* „Technische Analyse", *In Gold We Trust*-Report 2018; „Das Gold/Silber-Ratio als Indikator zur Messung der Inflationsdynamik", *In Gold WeTrust*-Report 2015
107 Die Indizes sind auf Stockcharts.com (Kürzel: !PRII und !PRDI) abrufbar.

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

Das Incrementum-Inflationssignal

Unsere treuen Leser wissen, dass wir zur Messung der aktuellen Inflationstendenzen ein proprietäres Inflationssignal entwickelt haben. Aus unserer Sicht ist es förderlich, sich die Preisentwicklungen inflationssensitiver Anlageklassen, wie z. B. Gold, Silber, Rohstoffe (BCOM) oder auch Goldminenaktien anzusehen, um Rückschlüsse auf den aktuellen Inflationstrend ziehen zu können. Aus unterschiedlichen, auf Finanzmarktdaten basierenden Subsignalen, errechnen wir auf wöchentlicher Basis das Incrementum Inflationssignal. **Das Incrementum-Inflationssignal ist wesentlicher Inputfaktor für unsere Inflationsschutz-Strategien und dient uns als Leitlinie für die Investitionsgradsteuerung.**[108]

Inflationssensitive Anlagen (lhs), 100 = 01/2007, und Incrementum Inflationssignal (rhs), 01/2007-04/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

Bereits im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report haben wir auf die damals noch junge Trendwende der Inflationstendenz hingewiesen.

> *„Das Inflationssignal zeigt derzeit wieder leicht steigende Inflationstendenzen an. Ein fallendes Gold/Silber-Ratio oder steigende Rohstoffpreise würden dem Inflationssignal zur vollen Signalstärke verhelfen und uns den – womöglich endgültigen – langfristigen Wendepunkt in der Inflationsdynamik anzeigen.“*[109]

Wir haben nun, ein Jahr später, Grund zu der Annahme, dass der langfristige Wendepunkt der Inflationsdynamik tatsächlich überschritten ist.

Die Rohstoffpreise entwickeln sich seit dem Corona-Crash im März 2020 extrem dynamisch. Kurzfristig hat die Konsolidierung der Edelmetallpreise das Inflationssignal zwar leicht abgeschwächt, aber das Inflationssignal signalisiert trotz allem weiterhin eine positive Inflationstendenz.

—
108 *Vgl.* „Die Früchte unserer Saat. Unsere Investmentfonds.“, Incrementum AG
109 „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, *In Gold We Trust*-Report 2020, S. 76

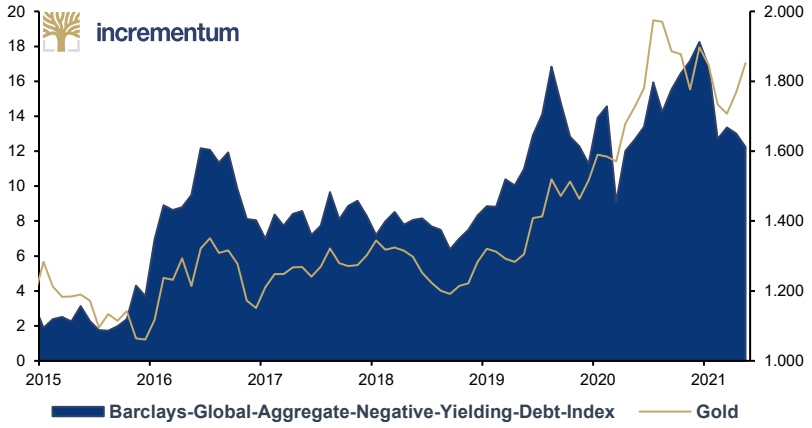
Fazit

Wird die Inflation ein ebenso großes Comeback feiern wie Manchester United im legendären Champions League-Finale von 1999 gegen Bayern München? Unsere Antwort darauf lautet: Ja.[110]

It gradually led to a widespread (crazy) belief that inflation is an historical artifact, not a modern possibility.
Paul Singer

Doch selbst unter vielen Marktteilnehmern wird die Sorge vor einer dauerhaft höheren Preisinflation nach wie vor als eine Narretei oder als sirenenhafte Dauerwarnung von Weltuntergangspropheten abgetan. Das könnte für viele Anleger eine äußerst schmerzliche und teure Fehleinschätzung werden. Derzeit werden Staatsanleihen im Ausmaß von 12,2 Bill. USD mit negativen Zinsen gehandelt, dies entspricht in etwa dem BIP der gesamten EU ohne die Niederlande. Inflation könnte für Anleihegläubiger der „pain trade" der Dekade werden.

Barclays-Global-Aggregate-Negative-Yielding-Debt-Index (lhs), in Bill. USD, und Gold (rhs), in USD, 01/2015-05/2021



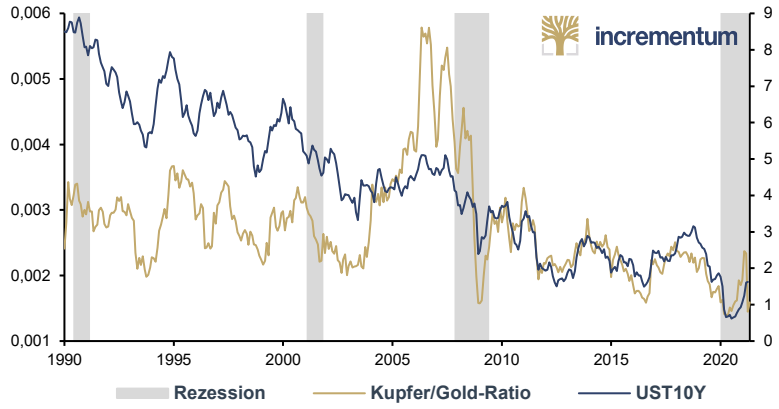
Quelle: Bloomberg, Reuters Eikon, Incrementum AG

Funny how bonds were labelled „certificates of confiscation" back in the early 1980's when yields were 14%. What should we call them now?
Bill Gross

Neben unserem Inflationssignal und dem Gold/Silber-Ratio halten wir das Kupfer/Gold-Ratio, das einen erstaunlichen Gleichlauf mit US-Treasuries zeigt, für einen aussagekräftigen Inflationsindikator.[111] Sollte die Trendumkehr beim Kupfer/Gold-Ratio nachhaltig sein, so dürften US-Treasuries zunehmend Gegenwind bekommen. Gegenwind, der jedoch durch die Deckelung der Anleiherenditen erstickt werden könnte. **Anders ausgedrückt: Eine merklich anziehende Inflation wäre die Nadel, die die Anleiheblase zum Platzen brächte.** Doch die Zentralbanken werden sich – mittels „Yield Curve Control" – als schützendes Brett vor die Anleiheblase stellen.

—
110 …auch wenn diese legendären 102 Sekunden am Ende der regulären Spielzeit Fans des FC Bayern München weiterhin mit tiefem Schmerz erfüllen.
111 *Vgl.* Mayberry, Jeffrey M.: „The Power of Copper-Gold: A Leading Indicator for the 10-Year Treasury Yield", DoubleLine Funds, 2019

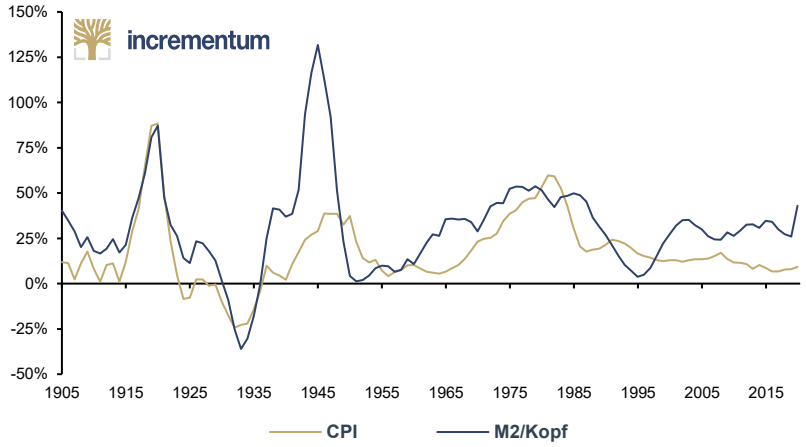
Kupfer/Gold-Ratio (lhs), und UST10Y (rhs), in %, 01/1990-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

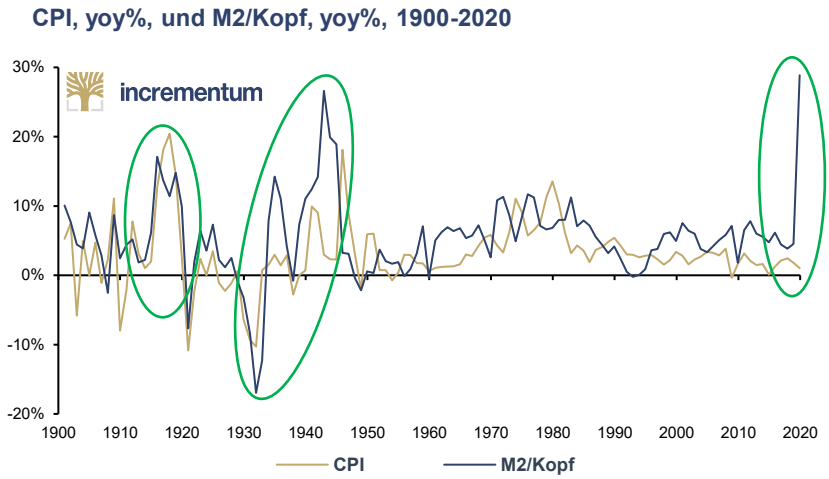
Und auch weitere monetäre Indikatoren deuten darauf hin, dass es sich entgegen den Aussagen der Notenbanker beim aktuellen Inflationsstieg nicht um ein „vorübergehendes" Phänomen handelt. So hat im vergangenen Jahr die 5-jährige rollierende Wachstumsrate von M2/Kopf kräftig angezogen. Wie der nächste, langfristige Chart belegt, sollte die Inflation in Bälde nachziehen.

CPI, und M2/Kopf (5-jährige rollierende Wachstumsrate), 1905-2020



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

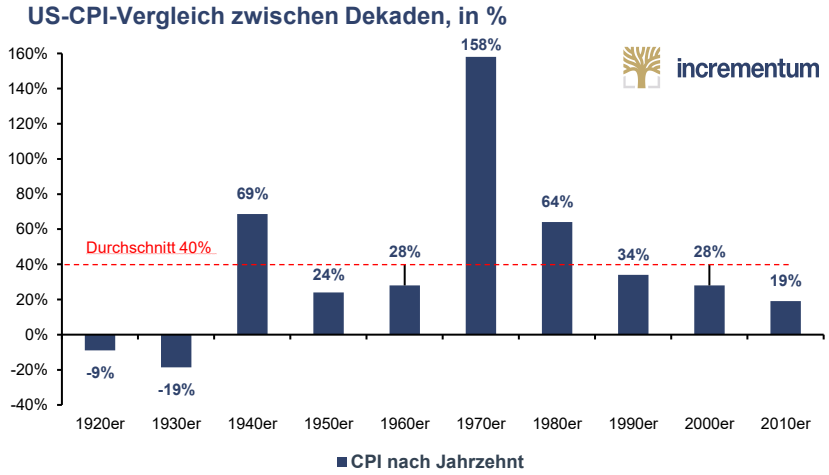
Noch deutlicher wird der enge Zusammenhang zwischen der Entwicklung von M2/Kopf und der Inflation, wenn die jährlichen Wachstumsraten miteinander verglichen werden. Deutlich ist zu erkennen, dass der Unterschied zwischen der Entwicklung von M2/Kopf und dem CPI von 28 Prozentpunkten historisch einmalig ist und einen kräftigen Anstieg des CPI erwarten lässt. Einen ähnlichen Unterschied gab es bislang ein einziges Mal, und zwar im Kriegsjahr 1943. **Drei Jahre später schoss die Inflation auf über 18% hoch.**



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

Do not fear, do not predict, prepare…And thrive from change.
Artemis Capital Management

Sobald höhere Preisinflationsraten von den Marktteilnehmern ernsthaft in Betracht gezogen werden, könnte sich das generelle Marktsentiment grundlegend ändern und damit den monetären Klimawandel weiter befeuern. Die derzeit nach wie vor allgegenwärtige Erwartungshaltung, dass es im Zweifel weitere Stimulus-Maßnahmen der Notenbanken gibt, wird im Falle steigender Inflationserwartungen vermehrt in Frage gestellt werden.



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Previous high and hyper-inflationary episodes have all shared one feature: they were preceded by large government spending, and central-bank financing of that spending…This is a potentially very inflationary cocktail.
Variant Perception

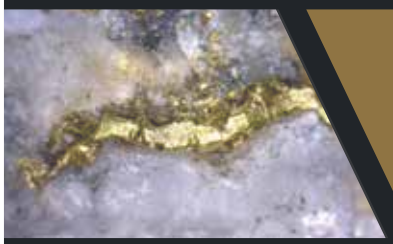
Der Mensch ist ein Gewohnheitstier. Lieber beschreitet er bekannte Pfade, als von diesen abzuweichen. Was in gewöhnlichen Zeiten sinnvoll und erfolgsversprechend ist, ist in Zeiten des fundamentalen Wandels schmerzvoll und teuer. Als Anleger sollte man für diesen monetären Klimawandel gewappnet sein, sonst kann es passieren, dass das eigene Portfolio einen annähernd so großen Verlust erleidet wie die Dinosaurierpopulation, als sich der Himmel nach einem Meteoriteneinschlag für lange Zeit verdunkelte. **Auch damals forderte ein Klimawandel viele Opfer.**

ADVANCING HIGH-GRADE GOLD ASSETS

BRITISH COLUMBIA - CANADA

Ximen Mining Corp. is leading the advancement of sustainable mining and exploration of precious metals in southern British Columbia, Canada.

ALL 100% OWNED



KENVILLE GOLD MINE
Nelson Mining Camp

AMELIA GOLD MINE
Historic Greenwood Mining Camp

BRETT EPITHERMAL GOLD PROJECT
Vernon Mining Camp

+ TARGETING 8 MILLION OZ IN BLUE SKY POTENTIAL

Ximen MINING CORP.

Learn more at
XimenMiningCorp.com

TSX.v XIM
OTCQB XXMMF
FRA 1XMA

Status Quo der Goldnachfrage

> *„The world's central banks and the International Monetary Fund still have vaults full of bullion, even though currencies are no longer backed by gold. Governments hold on to it as a kind of magic symbol, a way of reassuring people that their money is real."*
>
> James Surowiecki

Nun werden wir uns den wichtigsten Entwicklungen auf der Nachfrageseite widmen, wobei wir unseren Fokus auf die Goldnachfrage der Zentralbanken und die Investorennachfrage richten.[112]

Goldnachfrage der Zentralbanken

Die Renaissance von Gold als Reserve-Asset der Notenbanken setzte sich im Vorjahr – wenn auch mit geringerem Tempo – fort. 2020 beliefen sich die Nettozuflüsse der Zentralbanken laut „World Gold Council" auf 273 Tonnen. Im Vergleich zum Rekordjahr 2019 mit 668 Tonnen entspricht das allerdings einem kräftigen Minus von rund 60%.

Die wichtigsten Entwicklungen im Jahr 2020:

- Größter Käufer war die Türkei mit 131 Tonnen, gefolgt von Indien (41,7 Tonnen), den Vereinigten Arabischen Emiraten (35,1 Tonnen) und Russland (27,4 Tonnen).
- 15 Notenbanken tätigten Zukäufe von einer Tonne oder mehr.
- Elf Notenbanken reduzierten im Vorjahr ihre Bestände, darunter die Mongolei (14,8 Tonnen), Sri Lanka (12,9 Tonnen) und Tadschikistan (11,3 Tonnen).
- Im Vergleich zu 2009 stehen die offiziellen Goldreserven nun bei 35.218 Tonnen und somit um 5.500 Tonnen höher als noch Ende 2009.

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

Ungarn hat seine Goldreserven im Frühjahr 2021 von 31,5 auf 94,5 Tonnen verdreifacht. In einer Stellungnahme verwies die Ungarische Zentralbank MNB auf die im Zuge der Corona-Pandemie explodierenden weltweiten Staatsschulden, weswegen Ungarn seine Goldbestände aus Gründen der Absicherung erhöht. Die ungarischen Goldreserven pro Kopf stiegen dadurch von 0,1 Unzen auf 0,31 Unzen. **Somit hat Ungarn derzeit die höchsten Goldreserven pro Kopf in Zentral- und Osteuropa.**[113] Blickt man in die Geldgeschichte Ungarns, so ist Ungarn – ähnlich wie Deutschland – von einer traumatischen Hyperinflation geprägt. Schließlich führen die Magyaren die unrühmliche Hitparade der Hyperinflationen an. Am Höhepunkt der Hyperinflation im Jahre 1946 belief sich die monatliche Inflationsrate des Pengős auf 4,2 Billiarden Prozent. Alle 15 Stunden verdoppelten sich damals die Preise.[114]

—
[112] Weitere Nachfragequellen, insbesondere die Schmucknachfrage und die Nachfrage aus dem Technologiebereich werden wir im Rahmen dieses Kapitels nicht behandeln. Wir empfehlen hierfür die stets lesenswerten „Gold Demand Trends" des „World Gold Council".
[113] *Vgl.* „Magyar Nemzeti Bank Triples Hungary's Gold Reserves to 94.5 Tons", Magyar Nemzeti Bank, Press Release 2021
[114] *Vgl.* „Hyperinflation: viel diskutiert, wenig verstanden", *In Gold We Trust*-Report 2019, Grossman, Peter Z. und Horváth, János: „The Dynamics of the Hungarian Hyperinflation, 1945-6: A New Perspective Perspectiv", Butler University, 2000

Over the course of a few years, we want to buy at least another 100 tonnes of gold and keep it in Poland as well.
Adam Glapinski
National Bank of Poland

Auch Polen, ein enger politischer Verbündeter Ungarns innerhalb der Visegrád-Staaten, meldete, dass man in den kommenden Jahren die eigenen Goldreserven um mindestens 100 Tonnen Gold aufstocken wolle, um die internationale Wahrnehmung des Landes zu verbessern und seine wirtschaftliche Stärke zu demonstrieren.[115] Die Entscheidung Polens wie auch Ungarns – beide sind EU-Mitgliedsstaaten, haben den Euro aber nicht eingeführt – zur Aufstockung der Goldreserven sowie der geplanten Lagerung im Inland zeigen, dass die Bedeutung von Gold als Vertrauensanker weiter zunimmt.

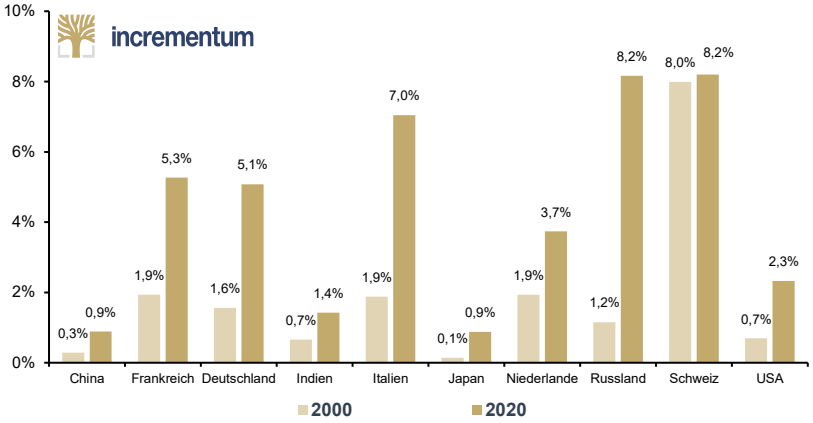
Generell scheint es, als würde sich die Goldlagerung im Inland einer zunehmenden Beliebtheit erfreuen. Die Tresore der Bank of England liegen in der Rangliste der beliebtesten Lagerungsstätten weiterhin unangefochten auf Platz 1. Laut dem lesenswerten „Central Bank Gold Survey 2020"[116] lagern 43% der befragten Notenbanken zumindest Teile ihrer Goldreserven in London ein. Dies markiert jedoch einen relativ deutlichen Rückgang von 13 Prozentpunkten seit dem Jahr 2019. Die inländische Lagerung wird nun von 33% der Befragten bevorzugt, im Vorjahr waren es noch 28%. Außerdem beabsichtigen 7% der Befragten, die inländische Lagerung in den kommenden 12 Monaten zu erhöhen, verglichen mit 0% im Jahr 2019.[117]

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

Die Zahl der Zentralbanken, die Gold kaufen, wird voraussichtlich weiter hoch bleiben. 20% der Zentralbanken beabsichtigen, ihre Goldreserven in den nächsten 12 Monaten zu erhöhen. Im Jahr zuvor waren es lediglich 8% gewesen. Der Anstieg ist besonders bemerkenswert, da die Zentralbankkäufe in den letzten Jahren bereits ein Rekordniveau erreicht hatten. Als Beweggründe für die geplante Erhöhung der Goldreserven gaben 88% der befragten Notenbanker Negativzinsen und die expansive Geld- und Fiskalpolitik im Zuge der Corona-Pandemie an. Darüber hinaus stufen 79% der Befragten die Performance von Gold in Krisenzeiten als wichtigen Grund für das Halten von Gold ein. Gegenüber 2019 entspricht dies einem markanten Anstieg um 20 Prozentpunkte. Das fehlende Gegenparteirisiko von Gold nannten 74% der Befragten als wichtigen Grund, 2019 waren es nur 59% gewesen. Insbesondere die Goldnachfrage der Zentralbanken der Schwellen- und Entwicklungsländer dürfte weiterhin ansteigen: **23% der insgesamt 155 EMDE-Zentralbanken[118] gaben an, ihre Goldreserven erhöhen zu wollen, nach lediglich 11% im Vorjahr.**

—
[115] *Vgl.* Spence, Edward: „Hungary Tripled Gold Reserves as Central Banks Turn Buyers Again", Bloomberg Quint, 7. April 2021
[116] *Vgl.* World Gold Council: „2020 Central Bank Gold Reserve Survey", *Gold Hub*, 18. Mai 2020
[117] *Vgl.* World Gold Council: „2020 Central Bank Gold Reserve Survey", *Gold Hub*, 18. Mai 2020
[118] EMDE: Emerging Markets und Developing Economies

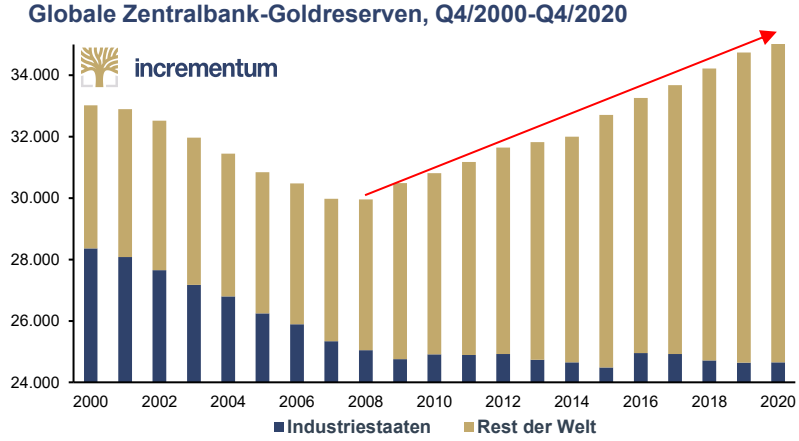
Wert der Goldreserven, in % des BIP in den 10 Ländern mit den größten Goldreserven, 2000 vs. 2020



Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG

Die Notenbanken sind seit der Großen Finanzkrise 2008/2009 zu einem verlässlichen Faktor auf der Nachfrageseite avanciert.[119] Diese Verschiebungen könnten auf eine Neubewertung der Rolle von Gold inmitten der anhaltenden finanziellen und wirtschaftlichen Unsicherheit hinweisen. Aber auch eine zunehmende Emanzipation vom US-Dollar, die unter anderem der währungs- und wirtschaftspolitischen Repressalien der USA geschuldet ist, dürfte ein Beweggrund für die fortgesetzte Aufstockung der Goldreserven sein. **Mittlerweile liegen die gemeldeten offiziellen Goldreserven nur noch 9% unter dem Allzeithoch von 38.491 Tonnen aus dem Jahre 1966.**

Globale Zentralbank-Goldreserven, Q4/2000-Q4/2020



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

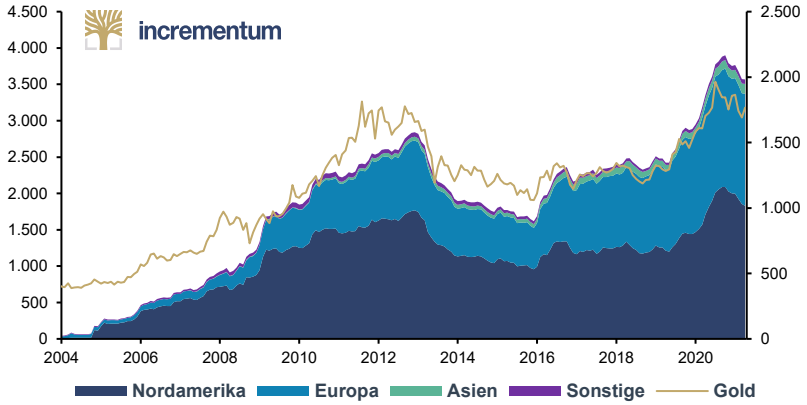
Goldnachfrage der Investoren

Nun wollen wir die Investoren-Nachfrage näher betrachten. Den Fokus legen wir auf die private Investmentnachfrage und die ETF-Nachfrage. Global gesehen wuchs die Investmentnachfrage im Vorjahr um 40% auf 1.772 Tonnen. Die Investitionen in Barren und Münzen lagen mit 896,1 Tonnen um 3% höher als im Vorjahr.

—
[119] Von 1989 bis 2008 waren die Notenbanken Nettoverkäufer von Gold und stellten mit durchschnittlich 400 Tonnen pro Jahr einen wichtigen Teil des weltweiten Goldangebots dar.

Insbesondere die ETF-Nachfrage erwies sich im vergangenen Jahr – trotz einer Schwächephase im 4. Quartal – als robust. ETFs verzeichneten Rekordzuflüsse in Höhe von 877 Tonnen, was einem Viertel der jährlichen Goldförderung entspricht. **Per Jahresende 2020 schlossen die ETFs auf einem neuen Rekordhoch von 3.751,5 Tonnen.** Für uns sind die ETF-Flows repräsentativ für westliche Finanzinvestoren, die ETFs als primäres Instrument zur Steuerung ihres Gold-Investments wählen. Dies zeigt sich auch daran, dass die Zuflüsse in Gold-ETFs einem extrem prozyklischen Muster folgen, d. h. steigende Preise führen zu steigenden Allokationen und vice versa.

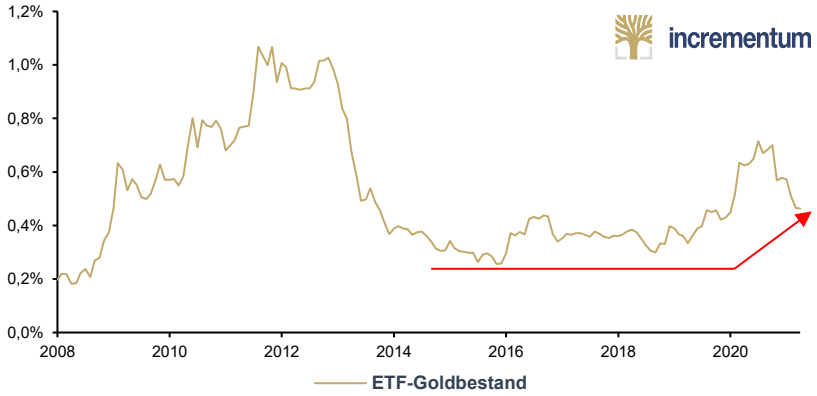
Akkumulierte ETF-Bestände nach Region (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs) in USD, 01/2004-04/2021



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Trotz dieser Rekordergebnisse ist das in Gold-ETFs investierte Vermögen im Vergleich zum gesamten US-Aktienmarkt winzig. Im Moment beläuft sich die Goldallokation auf 0,5% der Aktieninvestments und ist somit noch deutlich niedriger als in 2011-2012.

ETF-Goldbestand, in % der gesamten US-Marktkapitalisierung, 01/2008-04/2021



Quelle: Atlas Pulse, Reuters Eikon, World Gold Council, Incrementum AG

2021 setze sich allerdings der Abwärtstrend aus dem 4. Quartal 2020 bislang fort. Das Minus im 1. Quartal des laufenden Jahres betrug 177,9 Tonnen und übertraf damit den Abfluss des vorherigen Quartals im Umfang von 130

Tonnen deutlich.[120] Im April haben sich die Abflüsse merklich abgeschwächt, da europäische Fonds zum ersten Mal seit Jänner wieder Zuflüsse verzeichnen konnten.

Goldnachfrage der Anleger

Während die Schmucknachfrage – insbesondere in Asien – im ersten Halbjahr kollabierte, wurde dies von der Investorennachfrage im Westen überkompensiert. In Europa stieg die Goldnachfrage seitens der Privatkunden um 67% auf 256,2 Tonnen und erinnerte damit an die Werte, die während der Großen Finanzkrise erreicht wurden.

Vertrauen erweckt Vertrauen.
Friedrich Wilhelm, Kurfürst von Brandenburg

Das Wachstum war in ganz Europa robust, dennoch gab es einen klaren Outperformer: Deutschland stellte seine Position als globales Schwergewicht wieder her und überholte Indien, um mit einer Rekordnachfrage von 163,4 t der zweitgrößte Retail-Markt im Jahr 2020 zu werden. **Dies entspricht einem Investitionsvolumen von 8,1 Mrd. EUR, womit der bisherige Höchststand aus dem Jahr 2011 von 5,2 Mrd. EUR übertroffen wurde.**

Goldnachfrage der Anleger in Österreich

Bereits im *In Gold We Trust*-Report 2019 und 2020 haben wir die Goldnachfrage der Anleger behandelt und jeweils die Situation in der Schweiz beleuchtet.[121] Dieses Jahr wollen wir aber Österreich etwas genauer unter die Lupe nehmen.

Im September 2020 veröffentlichte „philoro Edelmetalle" in Zusammenarbeit mit „Karmasin Research&Identity" eine repräsentative Studie zur Goldaffinität der Österreicher.[122] Von den 2.000 Befragten gaben 16% an, bereits einmal in Goldbarren oder -münzen investiert zu haben, wobei im Schnitt 13% des Ersparten in Gold angelegt wurden. Dies entspricht bei den Befragten einem Betrag von 13.298 Euro pro Person. Auf die Frage, in welche Anlageklasse investiert würde, falls ein größerer Geldbetrag zur Verfügung stünde, antworteten zum Zeitpunkt der Befragung im August 2020 49% Immobilien. Nur knapp dahinter landete mit 44% Gold. Mit Respektabstand folgten das Sparkonto mit 24%, Fonds und Anleihen mit 22% sowie Aktien mit 19%.[123]

Deficit spending is simply a scheme for the hidden confiscation of wealth. Gold stands in the way of this insidious process. It stands as a protector of property rights.
Alan Greenspan

Als wichtigste Gründe für eine Goldanlage wurden Krisensicherheit (61%), sichere Anlageform (49%), leichte Umwandelbarkeit von Gold in Bargeld (40%), Gold als „angreifbarer" Sachwert (40%) und der Schutz gegen Währungsrisiko (38%) genannt. 16% der Befragten wollen in den nächsten 12 Monaten wahrscheinlich in Gold investieren, wobei vor allem Männer (22%) und jüngere Personen zwischen 18 und 29 Jahren (21%) überdurchschnittlich daran interessiert sind, in Gold zu investieren. In den Augen der Befragten gilt Gold als sicherste (51%), wertbeständigste (54%) und krisenresistenteste (35%) Anlageform. Mit Werten von 41% (sicher), 51% (wertbeständig) und 27% (krisenresistent) nehmen die Immobilien – vulgo „Betongold" – in jeder Kategorie den zweiten Platz ein.

—
120 *Vgl.* „Global gold-backed ETF holdings and flows", Gold Hub, World Gold Council
121 *Vgl.* „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes", *In Gold We Trust*-Report 2020 , „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes", *In Gold We Trust-Report* 2019
122 „philoro präsentiert Goldstudie", philoro.at, 29. September 2020
123 Mehrfachnennungen waren möglich.

Dass Österreich ein goldaffines Land ist, zeigt sich daran, dass es mit dem „Philharmoniker“ – benannt nach dem weltberühmten Orchester „Wiener Philharmoniker“, deren Musikinstrumente auf der Vorderseite abgebildet sind – seit 1989 eine eigene, in Österreich von der „Münze Österreich“ geprägte Bullionmünze von internationalem Renommee gibt. **Wer in Österreich in Gold investiert ist, nennt im Schnitt 468 Gramm Gold sein Eigen.**

Insgesamt summiert sich das von Privatpersonen in Österreich gehaltene Gold auf rund 560 Tonnen, was dem Doppelten der Goldreserven der „Oesterreichischen Nationalbank“ oder dem Startgewicht eines Airbus A380, des weltweit größten Passagierflugzeugs, entspricht. **Auch wenn die Flugzeuge coronabedingt vielfach noch immer eingemottet sind, so befindet sich in den Augen der Österreicher Gold weiterhin im Höhenflug.**

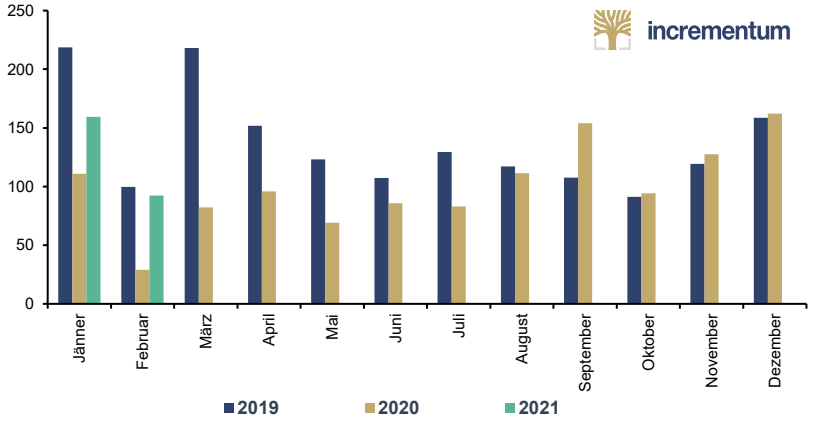
Goldnachfrage in Asien

Nun wollen wir den Kontinent wechseln und uns die Goldnachfrage in Asien im Detail ansehen. Das Jahr 2020 sah grade bei den größten Goldkonsumenten der Welt, China und Indien, eine deutliche Kaufzurückhaltung. Das Virus, genauer die politischen Maßnahmen zur Bekämpfung von Covid-19, hinterlassen weltweit massive wirtschaftliche Bremsspuren. Davon ist der Goldmarkt nicht ausgenommen.

Like Liberty, gold never stays where it is undervalued.
John S. Morrill

Die Exporte aus der Sonderwirtschaftszone Hongkong auf das chinesische Festland kollabierten geradezu. Im Jahr 2020 importierte die Volksrepublik netto 40,9 Tonnen Gold und damit gegenüber dem Vorjahr um rund 85% weniger. Geschuldet war dies nicht zuletzt den massiven Protesten der Bevölkerung Hongkongs, die die chinesischen Touristen vom Besuch der Stadt am Perlflussdelta abhielten. Das vergangene Jahr markierte nun jedenfalls das niedrigste Importniveau seit dem Jahr 2008. Auch bei anderen wichtigen Goldlieferanten sehen die Zahlen kaum anders aus. Die Schweiz exportierte im Dezember 2020 gerade einmal 5,5 Tonnen nach China, gegenüber 41,4 Tonnen im Vorjahresmonat. **Auch die Auslieferungen der „Shanghai Gold Exchange“ (SGE) bestätigten diesen Trend für das Jahr 2020. Netto wurden rund 400 Tonnen physisches Gold weniger ausgeliefert.**

SGE Gold-Auslieferungen, in Tonnen



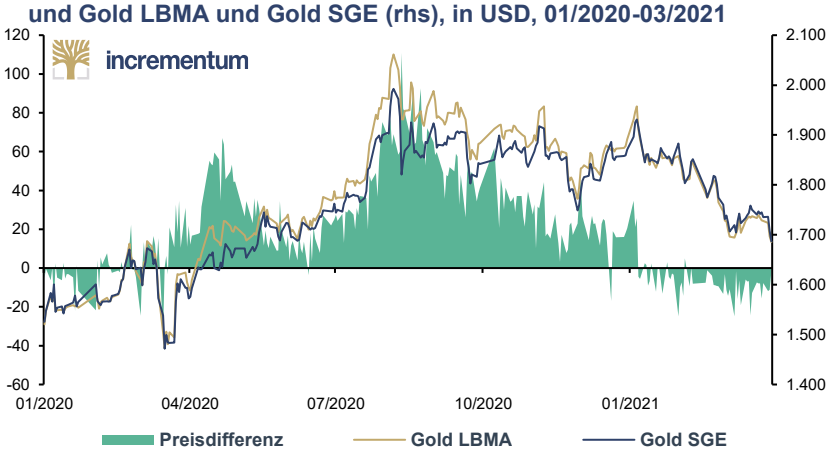
Quelle: SGE, Incrementum AG

Aber nicht nur die privaten Hände in China hielten sich mit dem Kauf zurück. So vermeldete die PBoC ebenfalls keine Zukäufe für das Jahr 2020. Da die PBoC nicht verpflichtet ist, ihre Käufe zu melden beziehungsweise auszuweisen, muss das nichts heißen. Wir gehen seit Jahren davon aus, dass die tatsächlichen Bestände der Zentralbank deutlich höher liegen als die offiziell bekanntgegebenen.

Markets are where buyers and sellers simultaneously agree on price but disagree on value.
Ben Davies

Bemerkenswerterweise hat die „Shanghai Gold Exchange" den Anstieg des Goldpreises über die psychologisch wichtige Marke von 2.000 USD Anfang August 2020 nicht nachvollzogen. Bei umgerechnet etwa 1.975 USD pro Feinunze war Schluss. Damit notierte der Preis in Shanghai am Tag des in London markierten Allzeithochs rund 2,5% tiefer. Der Spread zwischen dem Schlusskurs in Shanghai und dem Vormittagsfixing in London betrug während des Bullruns bis zu 5%. Einmal mehr festigte die SGE ihre Position als Indikator für Preisüber-bzw. Preisuntertreibungen der westlichen Börsen. Im Jänner ist der Spread sogar ins Negative gedreht. Gold wurde in Shanghai teurer gehandelt als in London. **Damit kommt aus China das Signal, dass die Abwärtsbewegung in Q1/2021 ebenso übertrieben war wie die Rally in Q2 und Q3/2020.**

Preisdifferenz je Unze Gold LBMA, und Gold SGE (lhs), in USD, und Gold LBMA und Gold SGE (rhs), in USD, 01/2020-03/2021



Quelle: Incrementum AG

In der zweiten Jahreshälfte erholte sich die chinesische Goldnachfrage wieder und stieg in Q4/2020 schließlich um 33% gegenüber dem Vorjahr auf 63,6 Tonnen an. Die Schwäche des ersten Halbjahres konnte aber keineswegs ausgeglichen werden. Daraus lässt sich folgern, dass die niedrige Nachfrage aus China nicht von Dauer sein wird. Selbst wenn man annimmt, dass die wirtschaftliche Erholung nicht in der von der Kommunistische Partei Chinas kommunizierten Stärke stattgefunden hat, so zeigen die Zahlen doch, dass China die Talsohle durchschritten hat. Jedenfalls zog der Konsum zum chinesischen Neujahrsfest deutlich an und man darf davon ausgehen, dass dies auch auf den Goldmarkt durchschlagen wird.[124] Die Umweltverschmutzung, insbesondere im Norden und Nordosten Chinas, ist wieder nahe dem Vorkrisenniveau.[125] **Das ist ein weiterer Indikator dafür, dass die Krise im Reich der Mitte mehr oder weniger ausgestanden ist, zumindest aus ökonomischer Perspektive.**

—
[124] *Vgl.* Dan, Wand: „Spring Festival brings uneven consumption boost across China", CGTN, 16. Februar 2021
[125] *Vgl.* „Air Pollution Over China Returning to Pre-COVID Levels", SciTechDaily, 16. März 2021

India has two million gods, and worships them all. In religion all other countries are paupers; India is the only millionaire.
Mark Twain

Auch in Indien kollabierten die Goldimporte im vergangenen Jahr. Gerade einmal 275,5 Tonnen wurden eingeführt und damit so wenig wie zuletzt im Jahr 2009. Auch der Goldschmuggel nach Indien ist fast vollständig zusammengebrochen. Dafür sind aber nicht die moderaten Steuererleichterungen beim Goldkauf verantwortlich – die staatlichen Preisaufschläge sanken insgesamt von 14,6% auf 12,3% – sondern der harte Lockdown in Indien, der die Einreise per Flugzeug aus den klassischen Goldhandelsplätzen wie Hongkong, Dubai oder Istanbul verunmöglichte. Zudem sind die Inder, genauso wie der Rest der Asiaten, notorische Antizykliker. Gekauft wird in Preisrückgänge hinein und nicht in steigende Märkte. **Das bestätigt auch die Entwicklung der Goldnachfrage im Jahresverlauf. In Q4/2020 und damit bei deutlich niedrigeren Preisen legte die Nachfrage sowohl aus China als auch aus Indien zu. Dieser Trend setzte sich auch in Q1/2021 fort.**

Interessant erscheint, dass digitale Goldplattformen während des Diwali-Festivals einen bemerkenswerten Anstieg der Verkäufe verzeichneten. Führende digitale Plattformen wie „PhonePe“ registrierten im Vormonat von Diwali 2020 einen sechsfachen Anstieg des Goldverkaufsvolumens im Vergleich zum Vorjahr, und „Paytm“ meldete einen Anstieg des Goldverkaufsvolumens um 86% in der Diwali-Woche selbst.[126] **Die indische Goldaffinität ist also keineswegs Geschichte, doch sie verlagert sich langsam in andere, nämlich digitale Kanäle.**

Am westlichen Rand Asiens hat sich in der Türkei im Jahr 2020 die Nachfrage nach Barren und Münzen mehr als verdoppelt und erreichte ein Rekordhoch von 121 Tonnen. Das ganze Jahr über war ein starkes Wachstum zu verzeichnen, wobei das vierte Quartal mit einem Anstieg von 42% auf 28,4 Tonnen heraussticht.

NSFR – Angekündigte Katastrophen finden selten statt

Für viele Diskussionen in der Gold-Community sorgt aktuell die umfassende Neugestaltung der Bankenregulierung im Anschluss an die Finanzkrise 2007/2008. Mit Ende Juni wird ein weiterer Baustein, die „Strukturelle Liquiditätsquote“ (engl. „Net Stable Funding Ratio“ (NSFR)), umgesetzt werden. Damit gelangen die jahrelange Debatten (das erste Konzept wurde vom „Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) am 31. Oktober 2014 präsentiert) zumindest zu einem vorläufigen Abschluss. In vielen Staaten muss die NSFR bereits erfüllt werden, in der EU ist sie in vollem Umfang verbindlich ab dem 28. Juni 2021, ab dem 1. Juli in den USA. Das Vereinigte Königreich, in dessen Zuständigkeitsbereich auch der Londoner Goldmarkt fällt, hat die Einführung auf 1. Jänner 2022 verschoben. Die einzelnen Mitgliedsstaaten können jedoch Abweichungen von den Vorgaben des BCBS beschließen. So hat die EU mit Verweis auf die Eigenheiten des europäischen Bankensystems die NSFR die im Rahmen der „Capital Requirements Regulation II“ (CRRII) umgesetzt wird, weniger streng kalibriert.[127]

—
[126] *Vgl.* „Digital gold gains currency in small cities“, Mint, 19. November 2020
[127] Die Verordnung (EU) 2019/876 zur Änderung der „Capital Requirements Regulation“ (CRR bzw. CRR II) trat am 27. Juni 2019 in Kraft. In dieser Verordnung werden auch die Anforderungen zum NSFR umfassend überarbeitet und ab dem 28. Juni 2021 anzuwenden sein.

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

Ziel der NSFR ist, dass langfristige Aktiva durch entsprechend langfristige Passiva refinanziert werden. Die Fristentransformation – kurzfristig verschulden, langfristig verleihen – soll damit so weit eingeschränkt werden, dass Banken nicht in Liquiditätsschwierigkeiten gelangen, weil sie sich auf der Passivseite mit deutlich kurzfristigeren und damit relativ instabilen Anlagen finanzieren im Vergleich zu den Laufzeiten der Vermögenswerte auf der Aktivseite. **Das NSFR ist somit der längerfristige Bruder der „Liquiditätsdeckungsquote" (engl. „Liquidity Coverage Ratio" (LCR)), die sicherstellen soll, dass Geschäftsbanken während eines 30-tägigen Stressszenarios liquide bleiben.**

Definiert ist das NSFR wie folgt:

Verfügbare stabile Refinanzierung / Erforderliche stabile Refinanzierung ≥ 100%

Das NSFR muss jederzeit zumindest 100% betragen, d. h. die verfügbare stabile Finanzierung ist zu jedem Zeitpunkt höher oder zumindest gleich der erforderlichen stabilen Finanzierung.

Zur Berechnung sowohl des Nenners als auch des Zählers wird jeder einzelne in Betracht zu ziehende Bilanzposten mit einem Faktor gewichtet. Für die einzelnen Posten der verfügbaren stabilen Refinanzierungsmittel auf der Passivseite der Bankbilanz kommt der so genannte ASF-Faktor zu Anwendung, der gemäß der englischen Bezeichnung „Available stable funding" abgekürzt wird. Dieser kann 0%, 50%, 90%, 95% oder 100% betragen. Je stabiler, das heißt langfristiger, ein Posten auf der Passivseite ist, desto höher ist der entsprechende ASF-Faktor.

Zu den verfügbaren stabilen Refinanzierungsmitteln zählen insbesondere die (aller)meisten Eigenkapitalbestandteile mit einem ASF-Faktor von 100%, Einlagen, für die je nach Bindungsfrist ein ASF-Faktor von 90%, 95% oder 100% angesetzt wird, sowie diverse Refinanzierungsinstrumente, deren ASF-Faktor je nach Restlaufzeit 0% oder 50% beträgt.

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

Der Faktor für die erforderliche stabile Refinanzierung wird als RSF-Faktor („Required stable funding") bezeichnet. Grundsätzlich gilt: Je kurzfristiger die Restlaufzeit eines Vermögenswerts ist, desto weniger stabil muss die Finanzierung sein. Je sicherer im Nennwert ein Aktivposten in der Bankbilanz ist, desto geringer ist der RSF-Faktor. Je liquider der Markt eines Vermögenswerts ist, d. h. je leichter bzw. schneller ein Vermögenswert ohne Preisabschlag veräußert werden kann und dadurch schnell zusätzliche Liquidität beisteuert, desto weniger stabil muss die Finanzierung sein.

So weisen beispielsweise Münzen, Banknoten und Zentralbankguthaben einen RSF-Faktor von 0% auf, schließlich ist ihr Nennwert dauerhaft garantiert. Staatsanleihen höchster Bonität erhalten einen RSF-Faktor von 5%, Unternehmensanleihen hoher Bonität werden mit einem RSF-Faktor von 15% gewichtet, Kredite an Banken mit einer Restlaufzeit von 6 Monaten bis 1 Jahr haben einen RSF-Faktor von 50% und sämtlichen

Aktiva, die länger als 1 Jahr belastet sind, oder auch notleidenden Krediten wurde ein RSF-Faktor von 100% zugewiesen. Das bedeutet, dass sie im vollen Nennwert abgesichert werden müssen. Schließlich können notleidende Kredite völlig ausfallen oder nur mit hohen Verlusten bzw. gar nicht veräußert werden. Hypothekenbesicherte Wertpapiere (MBS) haben einen RSF-Faktor von 50%.

Gold findet sich mit anderen physischen Rohstoffen, die gehandelt werden, mit einem RSF-Faktor von 85% in der zweithöchsten Kategorie wieder, wobei nur „nicht zugewiesenes Gold" (engl. „unallocated gold") erfasst wird. „Zugewiesenes Gold" (engl. „allocated gold") scheint als Sondervermögen nicht in der Bilanz auf und unterliegt daher auch nicht dem NSFR. Der hohe RSF-Faktor resultiert daher, dass Gold nicht als „erstklassiges liquides Aktiva" (engl. „high quality liquid asset" (HQLA)) eingestuft worden ist.

Schon früh in der Diskussion um die Einführung des NSFR hatte sich das „World Gold Council" an die Federal Reserve gewandt und unter anderem unter Bezugnahme auf Einschätzungen einiger Großbanken gefordert, dass Gold einen RSF-Faktor von 0% zugewiesen bekommen soll.[128] Die LBMA, die die Aktivitäten des WGC unterstützt, hat ihrerseits versucht, den RSF-Faktor für Gold auf 50% zu reduzieren, nachdem dieser RSF-Faktor ursprünglich für Gold vorgesehen war.[129]

Die LBMA befürchtet, dass der hohe RSF-Faktor u. a. aufgrund der damit einhergehenden Kostensteigerungen zu einem Ausscheiden von Banken aus dem Goldmarkt führen wird, wodurch die Liquidität des Goldmarktes negativ beeinträchtigt würde.[130] In einem vor kurzem veröffentlichten gemeinsam Papier von LBMA und dem WGC bekräftigen die beiden Institutionen der zuständigen britischen Aufsichtsbehörde „Prudential Regulation Authority" (PRA) gegenüber ihre Befürchtungen.[131] Diese Bemühungen waren bislang allerdings nicht von Erfolg gekrönt.

In den am 31. Oktober 2014 veröffentlichten Richtlinien wurde Gold neu auf einen RSF-Faktor von 85% eingestuft und diese Einstufung wurde seither beibehalten.[132] Ein Grund für diese Einstufung war die mangelhafte Datenlage, die die LBMA ab November 2018 durch eigene Studien zu beheben begann. Die Ergebnisse der Analyse würden nach Ansicht der LBMA sogar eine Einstufung von Gold als „HQLA der Stufe 1" (engl. „level 1 HQLA" oder auch „extremely HQLA") rechtfertigen, denn Gold würde bei jedem Indikator sogar besser abschneiden als die als „HQLA der Stufe 1" eingestuften Staatsanleihen und besicherten Anleihen.[133]

Eine Absenkung auf 50% würde die Finanzierungskosten für Gold mindern, da weniger stabile und damit günstigere Finanzierungsquellen benötigt würden. Die Kostenersparnis wäre naturgemäß noch höher, wenn Gold ein RSF-Faktor von 0% zugewiesen würde, was die LBMA langfristig anstrebt. Im Zuge dieser Diskussion wurde die „Europäische Bankenaufsichtsbehörde" (EBA) damit beauftragt, den

—
128 *Vgl.* World Gold Council: Comments of the World Gold Council, federalreserve.org, 27. April 2012
129 *Vgl.* Basel Committee on Banking Supervision: „International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring – Consultative Document", Dezember 2009
130 *Vgl.* LBMA: Net Stable Funding Ratio Update, 6. Mai 2020
131 *Vgl.* LBMA und World Gold Council: The Impact of the NSFR on the Precious Metals Market, 4. Mai 2021
132 Basel Committee on Banking Supervision: „Basel III: the net stable funding ratio", Oktober 2014
133 *Vgl.* LBMA: Net Stable Funding Ratio Update, 6. Mai 2020

RSF-Faktor für Gold zu überprüfen. **Der diesbezügliche, mit Spannung erwartete Bericht wird am 28. Juni 2021 veröffentlicht.**[134]

Entgegen vieler im Internet zirkulierender Artikel und Videos hat das NSFR nichts mit der Begrifflichkeit „Tier-1-Asset" zu tun. Dieser Begriff existiert nicht, gemeint ist wohl „Tier-1-Kapital". Dieses bezeichnet eine bestimmte Form des Eigenkapitals auf der Passivseite der Bilanz, während das NSFR sicherstellt, dass die Liquidität einer Bank durch eine Angleichung der Aktiva und Passiva hinsichtlich der Fristigkeiten und der Liquidität für einen Zeitraum von einem Jahr garantiert ist. Das NSFR soll also durch eine Beschränkung der Fristentransformation sicherstellen, dass Banken mit einer soliden Eigenkapitalausstattung strukturell liquide bleiben.

Fazit

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

Die Investmentnachfrage wird unserer Meinung nach der wesentliche Treiber des Gold-Bullenmarktes sein. Die Schwächephase der ETF-Nachfrage sollte vorübergehen, sobald die monatelange Seitwärtsbewegung des Goldes ein Ende findet. Erste Anzeichen für ein Ende dieser Schwächephase haben sich im April bereits gezeigt.

Gemäß der stets lesenswerten „Gold Demand Trends" hat sich die Goldnachfrage im 1. Quartal 2021 positiv entwickelt.[135] Die Notenbanken kauften netto 95 Tonnen. Mit ihrem kräftigen Plus von 52% im Jahresvergleich konnte die Schmucknachfrage (477 Tonnen) neuerliche kräftige Abflüsse aus Gold-ETFs (-177 Tonnen) überkompensieren. Die Nachfrage nach Goldbarren und Münzen stieg um 36% auf 339 Tonnen. Besonders ermutigend scheint die Tatsache, dass die Schmucknachfrage in China (+211%) und Indien (+39%), aber auch die Investmentnachfrage aus beiden Ländern (China: +133%; Indien: +34%) kräftige Zuwächse verzeichnen konnte. **Auch in den USA bleibt die Investmentnachfrage auf hohem Niveau.** Sie lag in Q1 bei 26,3 Tonnen (+77% im Vergleich zum Vorjahrszeitraum) und damit doppelt so hoch wie der fünfjährige Durchschnitt von 12 Tonnen.

Im Jahr 2020 war London weiterhin der bedeutendste OTC-Handelsplatz. Der durchschnittliche tägliche (!) Handelsumsatz lag bei 110,4 Mrd. USD.[136] Die börsengehandelten Derivate (Futures, Optionen, Forwards) beliefen sich auf 69,3 Mrd. USD. Den Löwenanteil (54,4 Mrd. USD) machte die COMEX aus, gefolgt von der Shanghai Gold Exchange (6,2 Mrd. USD) und der Shanghai Futures Exchange (6,2 Mrd. USD). Im Vergleich dazu sind die Umsätze der börsenhandelten Gold-ETFs sehr gering. Sie beliefen sich im Vorjahr auf 3,3 Mrd. USD pro Tag.

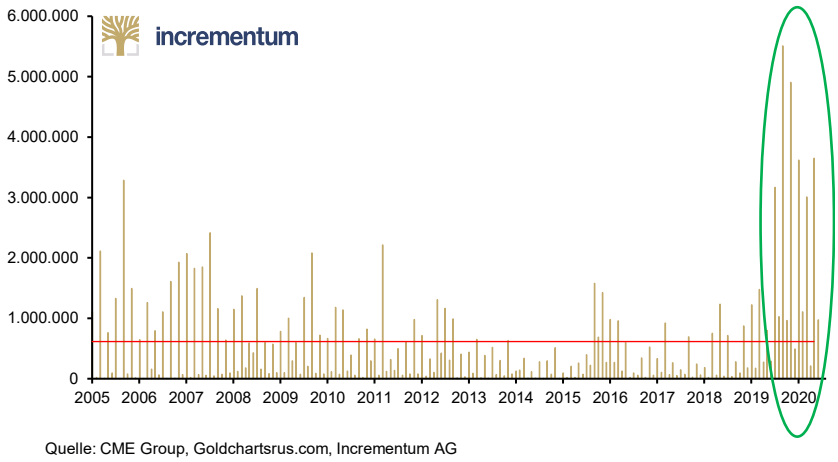
Let's get physical, physical
I wanna get physical.
Let's get into physical.
Olivia Newton-John

Ein weiterer interessanter Trend ist der starke Anstieg der physischen Auslieferungen an der COMEX. Historisch gesehen lag der Anteil der „physical delivery" bei 2-3%. In den letzten 14 Monaten lagen sie im Schnitt bei 2 Millionen Unzen und somit meilenweit über dem langjährigen Schnitt von

134 Verordnung (EU) 2019/876, Artikel 510 (11)
135 *Vgl.* World Gold Council: „Gold Demand Trends Q1 2021", Gold Hub, 26. April 2021
136 *Vgl.* World Gold Council: „Trading volumes", Gold Hub, 30. April 2021

600.000 Unzen. Ähnliche Entwicklungen konnten im Silber-Futures-Markt beobachtet werden.

Comex Gold Lieferung, in Tausend Unzen, 01/2005-03/2021



Quelle: CME Group, Goldchartsrus.com, Incrementum AG

Was könnten nun die Gründe für diesen zunehmenden Wunsch nach physischer Lieferung sein?[137]

- Angesichts temporärer Lieferengpässe wurde der Futures-Markt für den Erwerb von physischem Gold „umfunktioniert".
- Eine wachsende Anzahl von Marktakteuren bevorzugt physisches Gold gegenüber „Papier-Gold", nachdem das Vertrauen in vielerlei Institutionen und Konventionen im Zuge der Lockdown-Krise geschwächt wurde.

Gerade von Notenbanken und institutionellen Investoren wird eine größere Goldnachfrage ausgehen. Pensionsfonds und Versicherungen, die normalerweise einen hohen Anteil an (Staats-)Anleihen aufweisen, werden ihre Investitionspolitik grundlegend überdenken müssen. Gold könnte hierbei eine wesentliche Rolle spielen. Nachholeffekte bei der Schmucknachfrage sollten, sobald die Coronavirus-Pandemie zurückgedrängt worden ist, die Goldnachfrage ebenfalls stützen.

[137] *Vgl.* Dr. Polleit, Thorsten: „Auf physisches Gold und Silber setzen. Dazu ist es noch nicht zu spät", Degussa Marktreport, 30. Juli 2020

THE CAT

is out of the bag.

Gatos Silver (GATO) has only scratched the surface of a vast new silver district in Mexico and is quickly tracking as the GoTo name for exceptional silver exposure.

GATOS SILVER

Discover North America's premier silver mining corporation at gatossilver.com.

GatosSilver.com / NYSE: GATO / TSX: GATO

Fazit: Status Quo

> *„In order to achieve superior results, an investor must be able – with some regularity – to find asymmetries: instances when the upside potential exceeds the downside risk. That's what successful investing is all about."*
>
> Howard Marks

Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle geschrieben:

> *„In den kommenden Jahren wird sich unserer Meinung nach ein Paradigmenwechsel an den Märkten – hin zu steigenden Inflationstendenzen – vollziehen. Es scheint, als wären wir diesem Szenario einen deutlichen Schritt nähergekommen…Wir halten es für gut möglich, dass wir vor einer ausgeprägten Stagflationsphase stehen."*[138]

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Wir fühlen uns in dieser Prognose bestätigt, wobei wir uns aktuell noch innerhalb der „Komfortzone" der Inflation befinden, die Betonung liegt allerdings auf „noch". Angesichts der Inflationsdaten für den April, die einen Anstieg der US-Inflation auf 4,2% ausweisen, ist das „noch" auf „gerade noch" zu revidieren. Dieser starke Anstieg ist zwar auch dem starken Basiseffekt bei den Energiepreisen geschuldet. Allerdings hat selbst die Kerninflationsrate im Jahresvergleich auf 3,0% zugelegt. Die kommenden Monate werden zeigen, wie sehr sich der Ausbruch aus der Komfortzone verfestigen wird. **Wir erachten eine Verfestigung der Inflation über dem Niveau der vergangenen Jahre für sehr wahrscheinlich.**

The expected returns and correlation dynamics change in different inflation regimes. In (hyper) inflationary regimes, in fact, both bonds and equities have not delivered well in real terms and have exhibited higher correlation.
Pascal Blanqué

Denn weitere Argumente sprechen dafür, dass das Temporaladverb „vorübergehend" im Grunde nur auf die aktuelle Schwächephase des Goldes anzuwenden ist:

- **Die relative Bewertung von Rohstoffen im Vergleich zu Aktien ist weiterhin historisch extrem günstig.** So liegt der „GSCI-Commodity-Index" (TR) im Vergleich zum S&P 500 auf dem niedrigsten Niveau seit 50 Jahren.
- Die Verschuldung ist 2020 quer über alle Sektoren stark gestiegen und 2021 dürfte der Schuldenanstieg vielfach nur leicht gebremst werden. Die Staatsverschuldung erreicht trotz historisch niedriger Zinsen in vielen Ländern ein Niveau, das ernsthafte Sorgen bereiten sollte. **Substanzielle Zinserhöhungen sind daher so gut wie ausgeschlossen.**
- **Der Inflationsdruck wird zunehmend stärker.** In Kombination mit der Unmöglichkeit signifikanter Zinserhöhungen wird das negative Realzinsniveau auf längere Zeit bestehen bleiben, wodurch auch die Schuldenlast durch Rückgriff auf die Inflationssteuer gemildert werden kann.
- **Die Investmentnachfrage wird unserer Meinung nach der wesentliche Treiber des Gold-Bullenmarktes sein.** Die Schwächephase der ETF-Nachfrage wird vorübergehen, sobald die monatelange

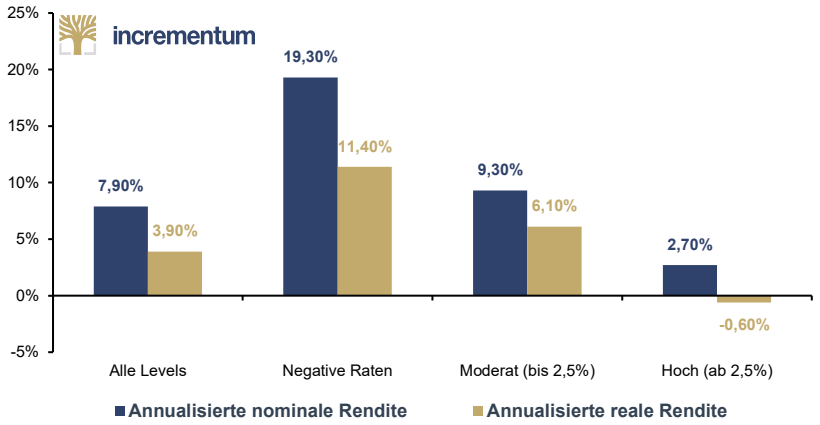
138 „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes", *In Gold We Trust*-Report 2020, S. 81

Seitwärtsbewegung des Goldes ein Ende findet. Der April könnte diese Trendwende beim Goldpreis eingeläutet haben.

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

Obwohl die nominellen Zinsen in den letzten Monaten gestiegen sind, bleiben sie historisch betrachtet niedrig und real meist negativ. Einer lesenswerten Analyse des „World Gold Council" zufolge müssten die Realzinsen in den USA auf über 2,5% steigen, um einen bedeutenden langfristigen negativen Einfluss auf den Goldpreis zu haben.[139] Dies bestätigen auch unsere quantitativen Auswertungen im *In Gold We Trust*-Report 2019.[140] In einem Umfeld negativer Realzinsen liegt die durchschnittliche annualisierte Performance von Gold nominell bei 19,3% und real bei 11,4%. **Aufgrund der erreichten Schuldenstände kennen Sie, geschätzte Leser, vermutlich unsere Meinung: Negative Realzinsen sind die „neue Normalität".**

Annualisierte Goldrendite in verschiedenen Zinsumgebungen, in %, 1971-2021



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Die Erfahrung zeigt: Wenn man einen falschen Weg lange genug geht, geht man ihn auch zu Ende.
Golo Mann

Bei jedem Wechsel des Inflationsregimes ändert sich die Dynamik der Erträge und der Korrelationen im Portfolio.[141] Die nachfolgende Tabelle belegt eindeutig, dass Rohstoffe und Gold das höchste Inflations-Beta aufweisen. Das führt zu einer Situation, die Gerard Minack wie folgt treffend beschreibt: *„So now you've got two problems for your bond portfolio. It's not giving you the returns it used to, and it's not giving you inverse correlation."*[142]

139 *Vgl.* World Gold Council: „Investment Update: Rates pose risks but also unlock opportunities for gold", Gold Hub, 21. April 2021
140 *Vgl.* „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen", *In Gold We Trust*-Report 2019
141 *Vgl.* Blanqué, Pascal: „The Road Back To The 70s Implications for Investors", Amundi Asset Management, 11. Juni 2019
142 *Vgl.* Williams, Grant: „‚Amen Corner', Things That Make You Go Hmmm…", April 2021

Inflations-Beta und durchschnittliche annualisierte Realrenditen unterschiedlicher Assetklassen (1970-2020)

		Durchschnittliche annualisierte Realrendite		
Assetklasse	Inflations-Beta	Performance in der gesamten Periode	Performance in Phasen steigender Inflation	Differenz
Rohstoffe	4	4,2%	14,6%	10,3%
Gold	2,1	6,1%	15,7%	9,7%
REIT's*	0,7	9,8%	1,1%	-8,8%
1-5Y TIPS**	0,5	0,9%	0,1%	-0,8%
High Yield Bonds	-0,4	5,0%	-0,9%	-5,9%
10Y TIPS***	-0,5	6,3%	2,1%	-4,2%
S&P 500	-0,7	7,9%	-0,4%	-8,2%
Corporate Bonds (BAA)	-0,8	4,5%	-1,2%	-5,7%
10Y US Treasuries	-1.1	3,3%	-3,7%	-7%

Quelle: Bloomberg, Federal Reserve St. Louis, Verdad, Incrementum AG
*REIT: Daten verfügbar ab 1990 (Dow Jones REIT Total Return Index),
** Short duration TIPS ab 2005 (Barclays 1-5Y TIPS Total Return Index),
*** Long duration TIPS ab 2000 (Barclays 10Y+ TIPS Total Return Index)

Gold weist einzigartige Portfolioeigenschaften auf, und es wird im Rahmen eines neuen Inflationsregimes als zentraler Wertspeicher dienen. Lassen Sie uns die wichtigsten Vorteile von Gold noch einmal zusammenfassen:[143]

- Verstärkte Portfoliodiversifizierung: Die Korrelation von Gold mit anderen Vermögenswerten liegt im Durchschnitt bei 0,1.
- Wirksamer Hedge gegen Tail-Risk-Ereignisse.
- Hochliquide Anlage: Die Liquidität von Gold ist deutlich höher als die von deutschen Bundesanleihen, britischen Gilts, US-Treasuries und den liquidesten Aktien.
- Portfolio-Absicherung in Zeiten steigender Preisinflationsraten sowie in stark deflationären Zeiten (jedoch nicht in Zeiten der Disinflation!)
- Währungsabsicherung: Gold korreliert negativ mit Fiat-Währungen, insbesondere dem US-Dollar.

There are more questions than answers. And the more I find out the less I know.
Johnny Nash

Die Funktion von Gold als Hedge gegen Inflation und „tail events" könnte sich in den kommenden Jahren als wichtigste Eigenschaft erweisen. Ein Teil der Robustheit von Gold gegenüber „tail events" ist die schiere Anzahl an historischen Ereignissen und Institutionen, die es überlebt hat. Man könnte hier den Lindy-Effekt[144] als Erklärung heranziehen. Der Lindy-Effekt besagt, dass die zukünftige Lebenserwartung einer Idee mit ihrem Alter weiter zunimmt. Das heißt, je länger es eine Idee schon gibt, desto wahrscheinlicher ist es, dass sie noch länger besteht.[145]

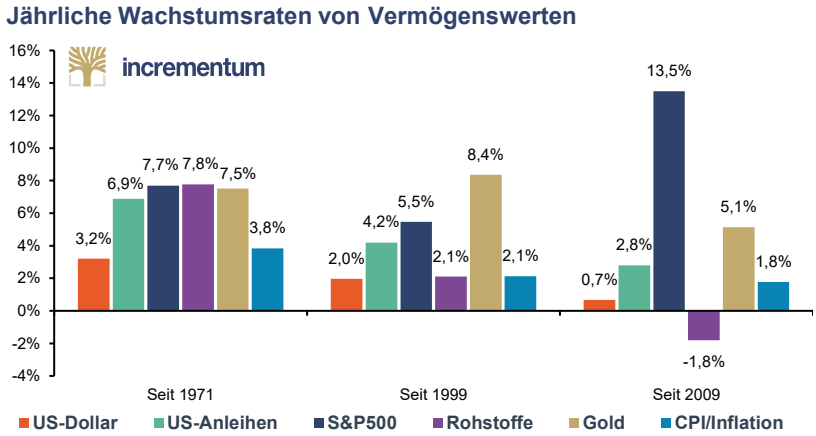
Ist Gold nun bereits „zu teuer"? Diese Frage hören wir häufig, von Kunden, Journalisten und Privatanlegern. Trotz des deutlichen Nominalpreisanstiegs im Vorjahr darf nicht vergessen werden, dass in einer inflationsbereinigten Betrachtung das reale Allzeithoch aus dem Jahr 1980 von 2.308 USD noch weit entfernt liegt.

—
[143] Über die besonderen Portfolio-Eigenschaften von Gold, *vgl.* „Gold im Portfoliokontext", *In Gold We Trust*-Classic
[144] *Vgl.* Wikipedia: Lindy effect
[145] Um besser zu verstehen, wie Gold zu Geld wurde, *vgl.* „Das Regressionstheorem erklärt, wieso Gold Geld ist", *In Gold We Trust*-Classic

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

None of us has the luxury of choosing our challenges; fate and history provide them for us...Our job is to meet the tests we are presented.
Jerome Powell

Wir haben in dieser ausführlichen Standortbestimmung unterschiedliche Aspekte, die für die Goldpreisentwicklung relevant sind, beleuchtet. Fest steht: Die extremen Geldmengenausweitungen, das negative Realzinsniveau und die überproportionale Ausweitung der Verschuldung haben das aktuelle Geldsystem weiter fragilisiert.[146]



Quelle: World Gold Council, DGYDJ, Voima, Incrementum AG

The once sacred separation between fiscal and monetary policy is now largely a relic of the past.
Goehring & Rozencwajg

Wir sind deshalb – mehr denn je – der festen Überzeugung, dass Gold ein vieldimensionaler Portfoliobaustein mit antifragilen Eigenschaften ist, der in der mittlerweile angebrochenen goldenen Dekade seine Stärke voll ausspielen wird.

146 *Vgl.* „Gold als Portfolioversicherung", *In Gold We Trust*-Report 2016

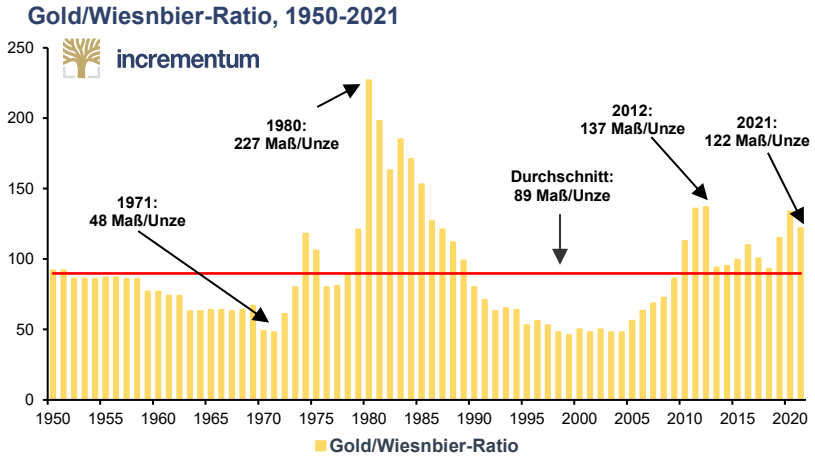
In Gold We Trust-Extra: Das Gold/Wiesnbier-Ratio[147]

I think this would be a good time for a beer.
Franklin D. Roosevelt

Corona hat die Welt vielfach auf den Kopf gestellt – und wird dies vielfach noch in den kommenden Monaten tun. So fällt das Münchner Oktoberfest auch 2021 der Corona-Pandemie zum Opfer. Dagegen hat Dubai angekündigt, diesen Herbst ein Oktoberfest veranstalten zu wollen.[148]

For a quart of ale is a dish for a king.
William Shakespeare

Dennoch wollen wir die beliebte Tradition beibehalten und die Gold/Wiesnbier-Ratio berechnen. **Zum zweiten Mal müssen wir den Preis für eine Maß Bier schätzen. Abermals haben wir den Preisanstieg von 2018 auf 2019, der 2,6% betrug, fortgeschrieben. Die Maß kostet damit 12,40 EUR.**



Quelle: Reuters Eikon, Statista, Incrementum AG

Das Gold/Wiesnbier-Ratio verhielt sich während der Corona-Pandemie im Grunde sehr günstig für den goldaffinen Biertrinker. Im vergangenen Sommer, als doch das eine oder andere Bier in einem Gastgarten genossen werden konnte, stieg das Gold/Wiesnbier-Ratio zwischenzeitlich auf bis zu 146.

I am a firm believer in the people. If given the truth, they can be depended upon to meet any national crisis. The great point is to bring them the real facts, and beer.
Abraham Lincoln

Nach dem sommerlichen Hoch saßen Bierliebhaber ein wenig auf dem Trockenen, in doppeltem Sinne. Die monatelange Schließung von Pubs, Beisln und Kneipen hat die Bierlust so stark geschwächt, dass viele Brauereien in großem Stil schal gewordenes Bier wegschütten mussten. Kreative Unternehmer nutzen die Gunst der Stunde, um das nichtgetrunkene Bier anderweitig zu verarbeiten, zum Beispiel zu Brot.[149] Zum anderen hat der seit dem Allzeithoch schwächelnde Goldpreis auch die Bierkaufkraft des Goldes negativ beeinflusst. **Aktuell liegt sie bei 122 und damit um 12 Maß niedriger als vergangenes Jahr.** Doch wir sind uns sicher, dass diese doppelte Durstphase bald ein Ende finden wird: Kneipen, Beisln und Schanigärten werden wieder öffnen und die Bierkaufkraft des Goldes wird zulegen.

147 Ausführlicher widmen wir uns dem Gold/Wiesnbier-Ratio alljährlich im Herbst in einem *In Gold We Trust*-Special, wenn auf der Theresienwiese normalerweise der große Trubel herrscht. Das werden wir auch dieses Jahr so halten, auch wenn das Oktoberfest nur virtuell stattfinden wird. *Vgl.* „O'zapft is! - Das Gold/Wiesnbier-Ratio 2020", *In Gold We Trust*-Spezial, Oktober 2020
148 *Vgl.* „Oktoberfest in Dubai: Das steckt dahinter", BR24 Nachrichten, 29. April 2021
149 *Vgl.* „Hofgeismarer Bäckerei Amthor beteiligt sich an der Rettung von Lebensmitteln", HNA, 25. April 2021

Sprott

Das ist Ihr Vertrauen wert:

Physisches Gold & Silber

Sprott legt seinen Fokus gezielt auf Edelmetalle
und reale Vermögenswerte.

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

Contrarian. Innovative. Aligned.®

@2021 Sprott Inc. Alle Rechte vorbehalten.

sprott.com

Minenaktien und Realzinsen: Eine wenig überraschende Beziehung

„From a strictly economic point of view, buying gold in a major inflation and holding it probably presents the least risk of capital loss of any investment or speculation.“

Henry Hazlitt

Key Takeaways

- **Angesichts der hohen Wahrscheinlichkeit weiterhin negativer Realzinsen lohnt es sich, die Dynamik zwischen der Entwicklung der Realzinsen und der Performance des Goldminensektors zu betrachten.**
- **Unsere Analyse zeigt, dass die Korrelation zwischen Gold und Goldminenaktien in Zeiten sinkender Realzinsen deutlich zunimmt. In Zeiten sinkender Realzinsen waren Gold und Goldminenaktien zu 92% korreliert. Die erhöhte Sensitivität zwischen diesen Vermögenswerten signalisiert, dass der Markt in Inflationszeiten beide als sicherer Hafen bewertet.**
- **Die richtige Rebalancing-Strategie für Minenaktien schlägt traditionelle Portfolios in Zeiten sinkender Realzinsen. Die Strategie, die in Zeiten sinkender Realzinsen 81% des Portfolios dem S&P 500 und 19% dem BGMI zuweist, übertrifft den S&P 500 bei geringerer Volatilität.**
- **Physisches Gold sollte ein zentraler Portfolio-Bestandteil sein, da es in Baissephasen das Portfolio stabilisiert.**

You almost feel like capitalism died in this last month.
Chris Cole, April 2020

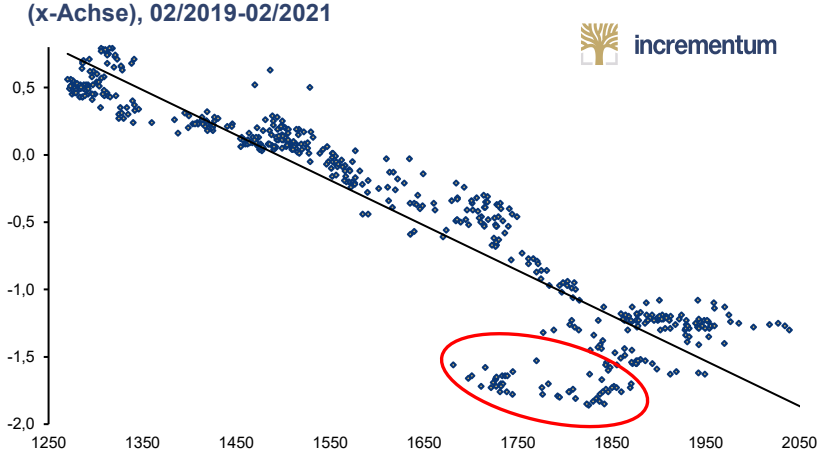
Die Weltwirtschaft hat sich durch die Ereignisse des Jahres 2020 grundlegend verändert. In diesem Kapitel betrachten wir die Entwicklungen, die einen potenziellen Aufschwung des Goldminensektors in den kommenden Jahren signalisieren. Ein besonderer Schwerpunkt liegt auf unserer quantitativen Untersuchung der Realzinsentwicklung. Abschließend widmen wir uns speziellen Überlegungen zur Portfoliokonstruktion im Lichte dieser Prognosen.

Eine Anmerkung zum aktuellen „K(r)ampf" des Goldes

Suche nicht nach Fehlern, suche nach Lösungen.
Henry Ford

2020 bot für unsere weitgehend unvorbereitete Welt viele Überraschungen. Nicht zuletzt waren es die bizarren Muster – oder besser gesagt, der völlige Bruch von Mustern – in den Goldpreisbewegungen. In den letzten Monaten wurde das Verhalten von Gold immer seltsamer, insbesondere angesichts der sich im Hintergrund entfaltenden Inflationsdynamik. Der folgende Chart bildet ab, wie die Beziehung zwischen Gold und den 5-Jahres-Realzinsen deutlich von der Dynamik ihrer historischen Beziehung abwich.

Treasury 5-Jahres-Real-Yield-Kurve (y-Achse), und Gold, in USD, (x-Achse), 02/2019-02/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Unser Freund Kevin Muir, Autor des empfehlenswerten „Macro Tourist"-Newsletters, hat im Februar einen Artikel veröffentlicht, in dem er die jüngsten Preisbewegungen von Gold erläutert. Zudem analysiert er, wie sich Gold in verschiedenen Zinskurven-Umgebungen verhält.[150]

Ein zunehmend beliebtes Argument geht davon aus, dass die zwischenzeitlich gestiegenen Nominalzinsen die Ursache für die schwache Performance von Gold waren. Muir weist jedoch darauf hin, dass Gold den realen Zinssätzen folgt, was sich in der folgenden Analyse bestätigen wird. Seine Analyse weist jedoch in eine etwas andere Richtung. Muir untersucht die 2/10-Jahres-Renditekurve und die 5/30-Jahres-Renditekurve. Indem er die gleitenden Durchschnitte dieser Kurven mit der Performance von Gold vergleicht,

[150] *Vgl.* Muir, Kevin: „Revisiting Our Old Yellow Friend", The Macro Tourist, 19. Februar 2021

stellt er fest, dass Gold in der Vergangenheit in Zeiten steigender Nominalzinsen eine Outperformance erzielt hat.

So, when people tell me that gold is declining today because of the increase in long-term interest rates, I tell them to check their history books. Gold responds to real rates – not nominal ones.
Kevin Muir

Er unterscheidet zwei Arten von Perioden: solche, in denen die Zinskurve steiler wird und solche, in denen sich die Kurve abflacht. Steilere Zinskurven treten auf, wenn die langfristigen Renditen relativ zu den kurzfristigen Renditen steigen. Umgekehrt flachen sich die Zinskurven ab, wenn die langfristigen Renditen im Vergleich zu den kurzfristigen Renditen sinken. Die folgende Tabelle zeigt die Goldpreisentwicklung im Falle steiler werdender (steepening) und flacher werdender (flattening) Zinskurven. Man erkennt, dass der Goldpreis bei einer steiler werdenden Renditekurve besser performte als bei einer sich abflachenden Kurve. Dieser Zusammenhang reduziert die Wahrscheinlichkeit, dass die zwischenzeitlich enttäuschende Performance von Gold in den letzten Monaten auf den Anstieg der Nominalzinsen zurückzuführen ist.

Kumulative Gold-Performance, 1977-2021

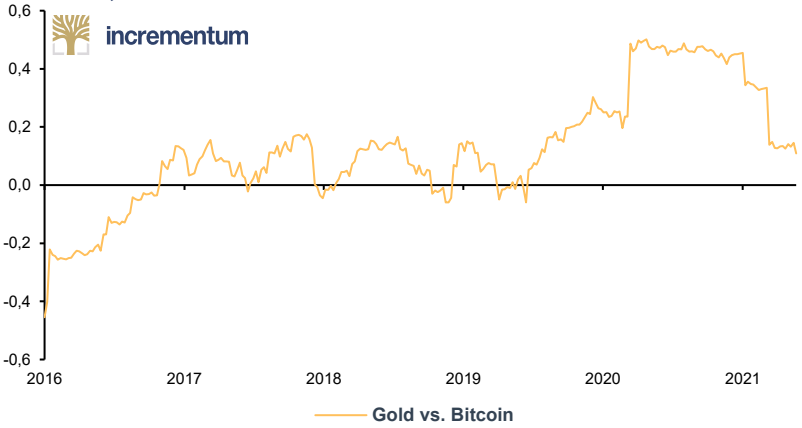
2/10-Jahres-Kurve			
Gleitender Durchschnitt	**Steepening**	**Flattening**	**Outperformance von Steepening vs. Flattening**
50 Tage	192,40%	137,80%	54,67%
200 Tage	194,50%	126,90%	67,58%

5/30-Jahres-Kurve			
Gleitender Durchschnitt	**Steepening**	**Flattening**	**Outperformance von Steepening vs. Flattening**
50 Tage	243,50%	86,60%	156,90%
200 Tage	248,60%	72,70%	175,87%

Quelle: MacroTourist, Incrementum AG

Muir geht davon aus, dass die höhere Aufmerksamkeit für und Portfolioumschichtungen zugunsten von Bitcoin die Hauptursache für die Schwäche von Gold waren. Noch im Herbst 2020 waren Bitcoin und Gold leicht positiv korreliert. Seitdem hat sich die Korrelation fast vollständig aufgelöst.

Wöchentliche rollierende Korrelation über 1 Jahr: Gold vs. Bitcoin, 01/2016-05/2021



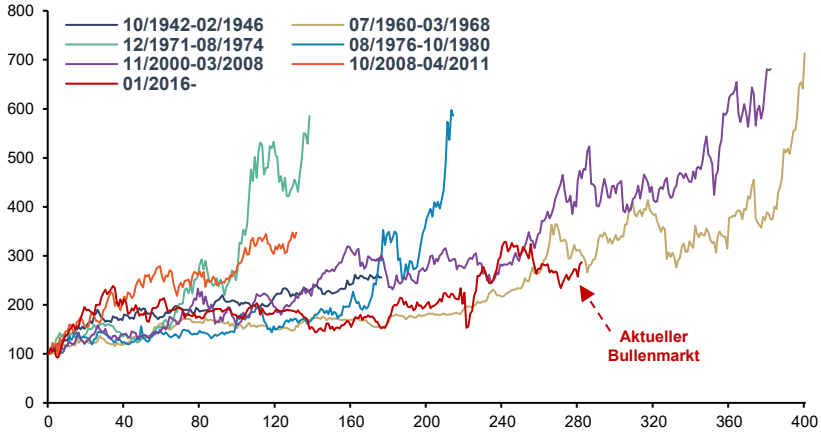
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Die aktuelle Marktkapitalisierung von Bitcoin ist von 170,1 Mrd. USD im Jänner 2020 auf 1 Bill. USD im Mai 2021 gestiegen. Es ist wahrscheinlich, dass Bitcoin an Legitimität und Akzeptanz im klassischen Finanzsektor gewonnen hat. Es gibt zumindest einige anekdotische Belege, wie den Tweet des „Anleihekönigs" Jeffrey Gundlach, in dem es heißt: *„Bitcoin maybe The Stimulus Asset. Doesn't look like gold is."*[151] Angesichts dieser Wendung lohnt es sich zu prüfen, wie es anderen Vermögenswerten ergangen ist. Ein Kandidat, der sich für eine Analyse anbietet, sind die Goldminenaktien.

Goldminenaktien im Umfeld negativer Realzinsen

2020 war für Goldminenaktien ein außerordentliches Jahr. Der BGMI hat sich vom Tief im März bei knapp unter 400 Punkten aus gerechnet mehr als verdoppelt. Wenn wir uns die Geschichte der Bullenmärkte des Sektors ansehen und dabei einen unserer beliebtesten Charts für die Analyse heranziehen, stellen wir allerdings fest, dass der Bullenmarkt zeitlich bereits weit fortgeschritten ist, der parabolische Verlauf, welcher gegen Ende eines Bullenmarktes üblich ist, jedoch noch nicht stattfand.

BGMI-Bullenmärkte, 100 = Beginn des Bullenmarktzyklus, 01/1942-05/2021

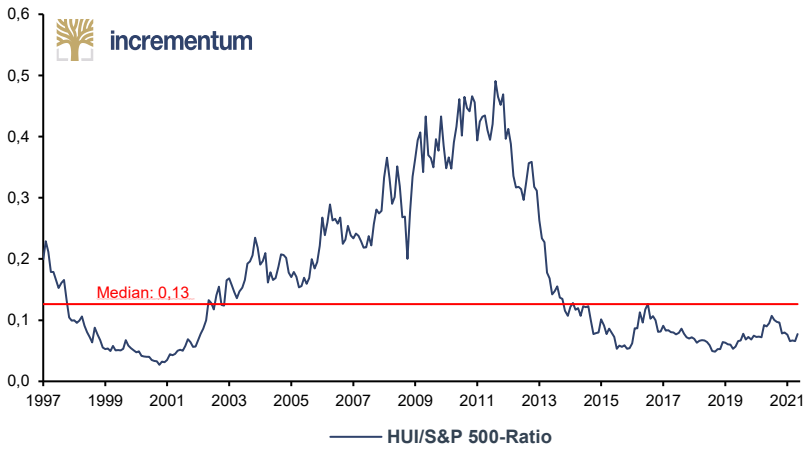


Quelle: Nowandfutures, TheDailyGold.com, Barrons, Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

Befindet sich der Minensektor aktuell in einer „Anti-Bubble"? Die Unterbewertung wird besonders deutlich, wenn der Sektor mit dem gesamten Aktienmarkt verglichen wird.[152] Wenn wir das HUI/S&P 500-Ratio untersuchen, stellen wir fest, dass es immer noch um den Wert des Bärenmarktes von 2011-2015 schwankt. Derzeit liegt das Verhältnis mit 0,077 deutlich unter dem Median der Jahre 1996-2020 von 0,13. **Unter der Bedingung einer Medianumkehr haben die Minenaktien ein Aufwärtspotenzial von etwa 80%.** Wenn sich in den nächsten Jahren tatsächlich ein neues Inflationsparadigma durchsetzt, werden die Minenaktien davon profitieren und wahrscheinlich auf noch höheren Niveaus als dem langfristigen Median des HUI/S&P 500-Ratios handeln.

—
151 *Vgl.* Gundlach, Jeffrey: Tweet, Twitter, 18. Februar 2021
152 *Siehe* Kapitel „Goldene Chancen im Minensektor" in diesem *In Gold We Trust*-Report

HUI/S&P 500-Ratio, 01/1997-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

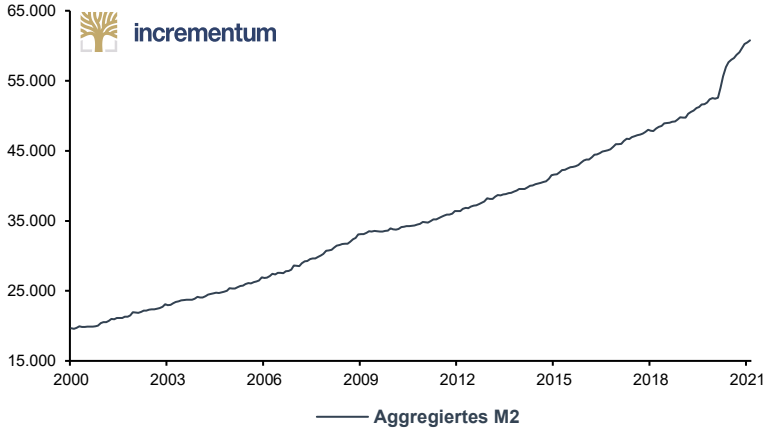
Realzins-Prognose

As 'Austrian' business cycle theory has pointed out, any bank credit inflation sets up conditions for boom-and-bust; there is no need for prices actually to rise.
Murray Rothbard

Bevor wir den Zusammenhang zwischen Minenaktien und Realzinsen genauer analysieren, müssen wir eine Realzinsprognose aufstellen. Im Herbst 2020 haben wir ein *In Gold We Trust*-Spezial mit dem Titel „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?" veröffentlicht.[153] Der Report liefert – wie wir meinen überzeugende – Argumente dafür, wieso der monetäre Klimawandel ein neues inflationäres globales Paradigma hervorbringt. Eine makroökonomische Konsequenz dieses neuen Paradigmas sind sinkende Realzinsen. Der Report führt einige der Hauptgründe auf, warum die Inflationsraten steigen und die Realzinsen sinken dürften. Nachfolgend wollen wir Ihnen, geschätzter Leser, noch einmal die wichtigsten Argumente zusammenfassen:

Erstens verzeichneten die westlichen Volkswirtschaften im Jahr 2020 einen exorbitanten Anstieg der breiten Geldmenge.

Aggregiertes M2 der USA, GB, Japan, und Eurozone, in Mrd. USD, 01/2002-02/2021



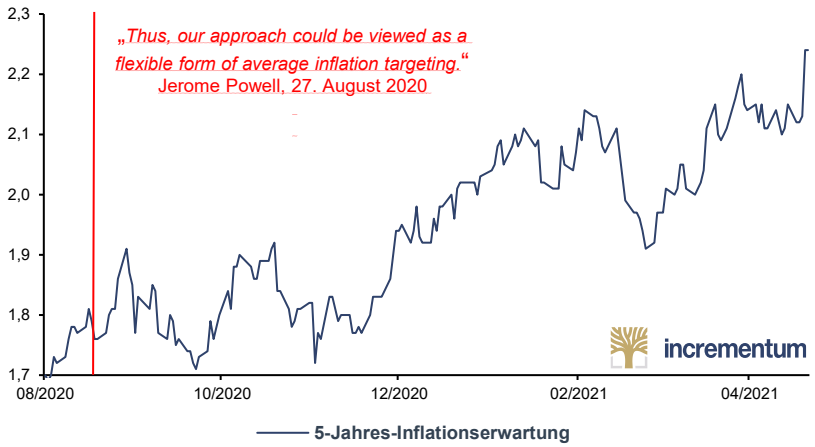
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

[153] *Vgl.* „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?", *In Gold We Trust*-Spezial, 30. November 2020

Our approach could be viewed as a flexible form of average inflation targeting.
Jerome Powell, 2020 Jackson Hole Speech

Zweitens hat die Federal Reserve ihre geldpolitische Strategie zugunsten eines „Average Inflation Targetings" geändert. Dieses geldpolitische Manöver verschafft den Währungshütern einen großzügigeren Inflationsspielraum. Seit der offiziellen Ankündigung dieser Strategieänderung am 27. August 2020 auf dem „Jackson Hole Symposium" ist die 5-Jahres-Inflationserwartung deutlich gestiegen. Dies deutet darauf hin, dass die Märkte bereits eine höhere Inflation für die kommenden Jahre eingepreist haben.

5-Jahres-Inflationserwartung, in %, 08/2020-04/2021



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

This discovery of the 'magic money tree' allows governments to push funds to smaller businesses and households. This, ultimately, will be seen as the route to fund all sorts of politically necessary ventures including green initiatives, because guarantees cost governments nothing beyond a contingent liability, should the assets turn bad.
Russell Napier

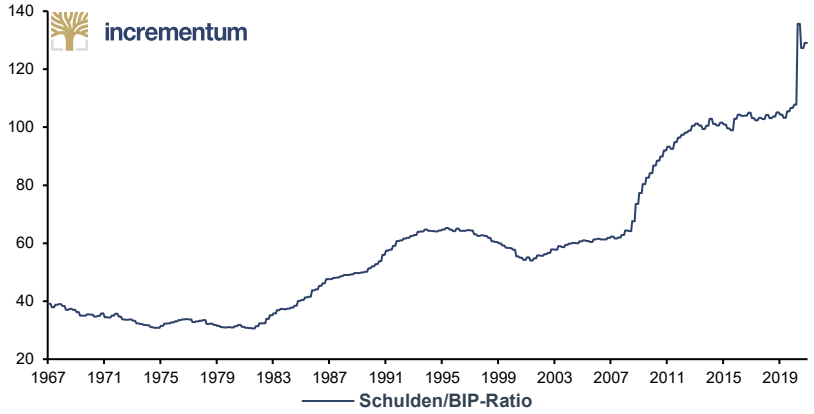
Drittens geraten einige der zentralen Eckpfeiler der Globalisierung zunehmend unter Druck. Politisch ist dieser Trend am deutlichsten im Aufstieg des populistischen Paradigmas im Westen zu erkennen. Dieses neue Paradigma wurde besonders stark von Donald Trump verkörpert. Ein veränderter gesellschaftliche Zugang zur Globalisierung könnte zu einer Bevorzugung lokaler gegenüber globalen Lieferketten und von Sachwerten gegenüber Finanzwerten führen. Dies würde die deflationäre Wirkung der Globalisierung schwächen, wenn nicht sogar umkehren.

Viertens sind die westlichen Volkswirtschaften in eine Phase der finanziellen Repression eingetreten. Seit dem Aufkommen der Pandemie wurden von der Politik exorbitante Mengen staatlich garantierter Kredite gewährt. Unser Freund Russell Napier betont, dass diese strukturelle Verschiebung der Macht zur Geldschöpfung von den Zentralbanken zu den Regierungen auch eine neue Politisierung des Kredits und das Ende des „Financial Engineering" markiert.[154]

Fünftens erreichte die globale Verschuldung ein noch nie dagewesenes Niveau. Ende 2020 lag die Staatsverschuldung der USA bereits bei ca. 136% des BIP. Je höher die Schuldenlast, desto größer die Angst vor Deflation und desto größer die Sehnsucht nach Inflation.

[154] *Siehe* Kapitel „Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far! - Exklusivinterview mit Russell Napier" in diesem *In Gold We Trust*-Report

Schulden/BIP-Ratio USA, 1967-2020



Quelle: Reuters Eikon, IWF, Incrementum AG

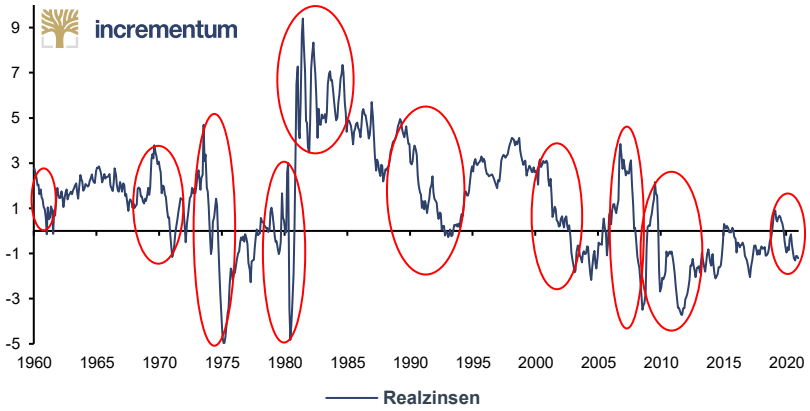
Die politischen Entscheidungsträger der Welt haben jetzt mehr denn je den Anreiz, die Geldmenge weiter zu erhöhen und die Realzinsen niedrig zu halten. In dem Maße, wie unsere Welt von einem deflationären, globalisierten Paradigma in ein inflationäres, regionalisiertes Paradigma wechselt, wird dieser Wandel die Realzinsen nach unten ziehen.

Minenaktien in Zeiten sinkender Realzinsen

A system of capitalism presumes sound money, not fiat money manipulated by a central bank. Capitalism cherishes voluntary contracts and interest rates that are determined by savings, not credit creation by a central bank.
Ron Paul

Angesichts der hohen Wahrscheinlichkeit weiterhin negativer Realzinsen lohnt es sich, die Dynamik zwischen der Entwicklung der Realzinsen und der Performance des Goldminensektors zu betrachten. Hierzu ziehen wir Daten der Jahre 1960 bis 2020 heran. In diesem Zeitraum gab es zehn historische Perioden mit sinkenden Realzinsen, berechnet als Differenz zwischen dem CPI und der durchschnittlichen effektiven „Fed Funds Rate".

Realzinsen, in %, 01/1960-12/2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

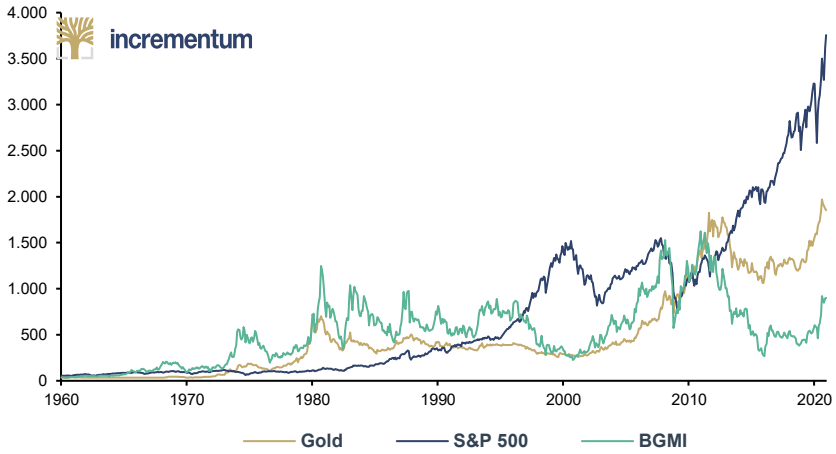
Die zehn historischen Perioden mit sinkenden Realzinsen sind:

- 1960 Rezession (01/1960-03/1961)
- Beginn der Stagflation (07/1969-01/1971)
- Höhepunkt der Stagflation (06/1973-02/1975)
- Ende der Stagflation, „Volcker-Schock" (10/1978-06/1980)

- Reaganomics setzt sich durch (08/1984-11/1987)
- Die „hartnäckige Rezession“ (03/1989-05/1993)
- Dot.com-Blase platzt (12/2000-02/2003)
- Beginn der Großen Finanzkrise (10/2006-07/2008)
- Große Finanzkrise (08/2009-09/2011)
- Corona-Pandemie (03/2020-heute)

Unsere Analyse zeigt, dass die Korrelation zwischen Gold und Goldminenaktien in Zeiten sinkender Realzinsen deutlich zunimmt.[155] Wir fanden heraus, dass Gold- und Minenaktien während des gesamten untersuchten Zeitraums zu 66% korreliert waren, während sie in Zeiten sinkender Realzinsen zu 92% korreliert waren. Die erhöhte Sensitivität zwischen diesen Vermögenswerten signalisiert, dass in Inflationszeiten der Markt beide als sicherer Hafen begreift. Anstatt nur auf Gold zu setzen, könnten Anleger beide als Inflationsabsicherung einsetzen.

Gold, in USD, S&P 500, und BGMI, 01/1960-12/2020



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

Confidence in central bankers' ability to learn from past inflation is as likely to be misplaced as it was in their ability to learn from past credit booms. Gold remains the cleanest insurance against such overconfidence.
Dylan Grice

Im Untersuchungszeitraum betrug die monatliche Gesamtperformance des S&P 500 etwa 0,6%. Der BGMI und Gold verzeichneten monatliche Renditen von 0,38% bzw. 0,55%.[156] **In Zeiten sinkender Realzinsen lag die monatliche Rendite von Gold, dem BGMI und dem S&P 500 durchschnittlich jedoch bei 0,9%, 0,8% bzw. 0,5%. Diese Zahlen bestätigen, dass in Zeiten sinkender Realzinsen ein Engagement in Gold – in der einen oder anderen Form – einen erheblichen positiven Einfluss auf die Ertragskraft des Portfolios hat.**

[155] Um festzustellen, um wie viel die Preissensitivität zwischen Gold und Minenaktien in Zeiten sinkender Realzinsen zunahm, verglichen wir ihre Korrelation in Zeiten sinkender Realzinsen mit ihrer Korrelation während des gesamten Untersuchungszeitraums.
[156] In diesem Zusammenhang sind Renditen die kontinuierlich aufgezinsten Renditen des Wertpapiers, die durch den Logarithmus des Verhältnisses des Preises zu jedem aufeinanderfolgenden Monat berechnet werden.

Wie wirkt sich unsere Prognose auf ein Portfolio aus?

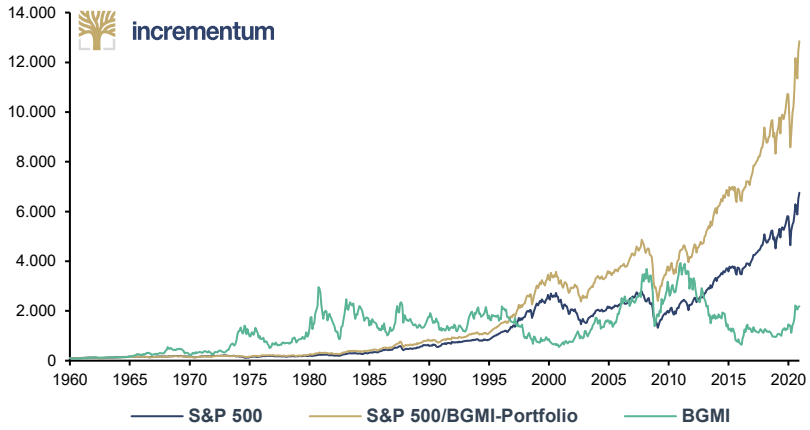
Financial insurance is cheapest when you need it the most.
Diego Parrilla

Es macht nun Sinn, über das Aufwärtspotenzial von Goldminenaktien im Portfolio-Kontext nachzudenken. Ein langfristiger Vergleich zwischen den beiden Indizes zeigt, dass der S&P 500 den BGMI bei geringerer Volatilität klar outperformt. Allerdings ist der Tradeoff zwischen den beiden Indizes nuancierter. Dies ist vor allem im Hinblick auf die Realzinsentwicklung der Fall.

Men, it has been well said, think in herds; it will be seen that they go mad in herds, while they only recover their senses slowly, one by one.
Charles MacKay

Erstens haben wir festgestellt, dass die richtige Rebalancing-Strategie den S&P 500 über die untersuchten sechzig Jahre hinweg übertrifft. Die Strategie, die in Zeiten sinkender Realzinsen 81% des Portfolios dem S&P 500 und 19% dem BGMI zuweist, übertrifft den S&P 500 bei geringerer Volatilität. Diese Strategie wurde berechnet, indem ein Portfolio, das sowohl aus dem BGMI als auch aus dem S&P 500 besteht, in Perioden mit sinkenden Realzinsen optimiert wurde. Bei dieser Strategie handelt es sich jedoch nicht einfach um ein kalendarisches Rebalancing. Vielmehr besteht die Idee darin, nur bei sinkenden Realzinsen ein Rebalancing vorzunehmen.

S&P 500/BGMI-Portfolio, S&P 500, und BGMI, 100 = 01/1960, 01/1960-12/2020



Quelle: Nick Laird, goldchartsrus.com, Incrementum AG

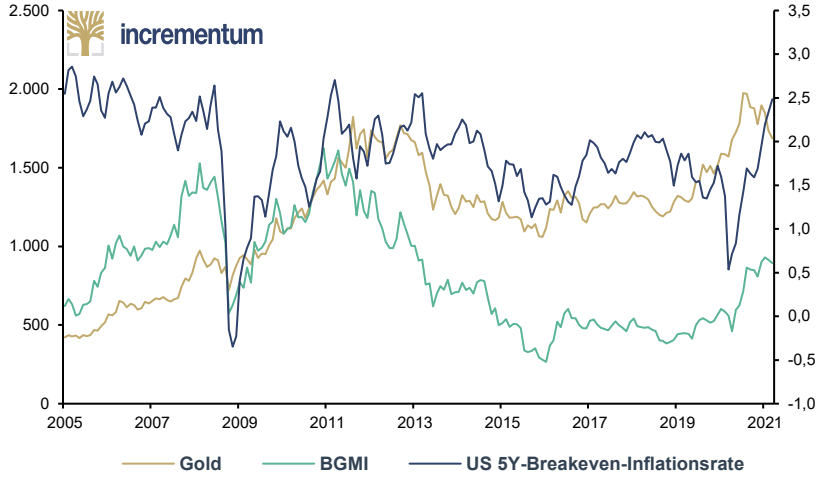
Eine Möglichkeit, um festzustellen, ob die Realzinsen sinken könnten, sind die Inflationserwartungen. Wie bereits erwähnt, steigt die Korrelation zwischen physischem Gold und Goldminenaktien erheblich, wenn die Inflationserwartungen steigen. Wir haben festgestellt, dass Goldminenaktien das Portfolio in diesen Zeiten effektiver als physisches Gold diversifizierten. Wie wir in früheren *In Gold We Trust*-Reporten geschrieben haben, ist Gold insofern ein attraktiver Vermögenswert, als dass es gegen größere Marktabschwünge, Volatilität und steigende Inflation absichert.[157]

Wir haben festgestellt, dass in Zeiten steigender Inflationserwartungen der BGMI eine durchschnittliche monatliche Rendite von 1,8% aufweist, Gold dagegen nur von 1,4%. Dieser Berechnung liegt allerdings nur ein Zeitraum von 18 Jahren zugrunde, da TIPS erst in den frühen 2000er-Jahren

[157] *Vgl.* „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen", *In Gold We Trust*-Report 2019; „Portfolioeigenschaften von Gold", *In Gold We Trust*-Report 2017

eingeführt wurden. Wie zu erwarten ist, muss diese Outperformance jedoch gegen die annualisierte Volatilität des BGMI von 34,3% im Vergleich zu der von Gold von 13,2% abgewogen werden.

Gold, in USD, und BGMI (lhs), und US 5Y-Breakeven-Inflationsrate (rhs), in %, 01/2005-03/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

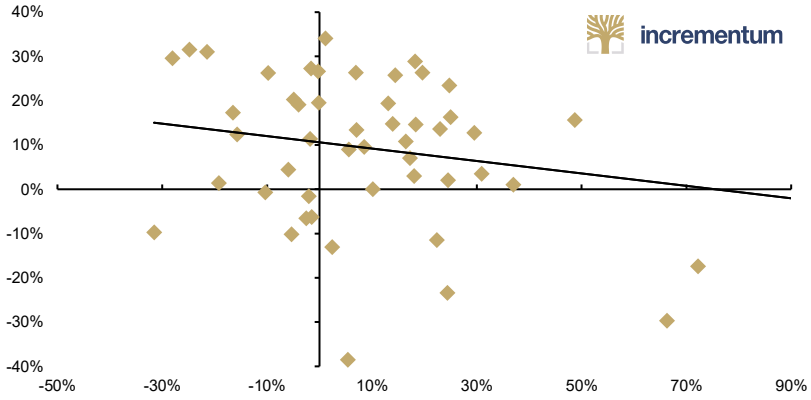
Some people get rich studying artificial intelligence. Me, I make money studying natural stupidity.
Carl Icahn

Schließlich ist es erwähnenswert, dass Goldminenaktien auch als Absicherung gegen Aktien-Bärenmärkte fungieren. Über neun Bärenmärkte und Aktiencrashs hinweg hatten die untersuchten Minenaktien eine durchschnittliche monatliche Rendite von knapp -0,7% verzeichnet, der S&P 500 dagegen von -5,7%.[158] Das ist sehr beeindruckend, wenn man bedenkt, dass Minenaktien ein veritables Aktienmarktrisiko tragen.

If inflation-adjusted interest rates decline in a given country, its currency is likely to decline.
Ray Dalio

Allerdings sind Goldminenaktien in toto kein Ersatz für das gelbe Metall selbst. Während der analysierten Bärenmärkte schneidet Gold immer noch besser ab als Minenaktien und das mit geringerer Volatilität. Im Falle von Bärenmärkten bei Aktien erweist sich Gold daher als der sicherste Hafen.

Jährliche Renditeverteilung von Gold (x-Achse), und S&P 500 (y-Achse), in %, 1970-2020



Quelle: Teacher Retirement System of Texas, Bloomberg, Incrementum AG

[158] Die neun untersuchten Zeiträume sind: 02/1962-10/1962, 10/1969-06/1970, 10/1973-09/1974, 08/1987-11/1987, 06/1990-10/1990, 08/2000-03/2001, 03/2002-02/2003, 10/2007-02/2009 und 01/2010-03/2011

But investing isn't about beating others at their game. It's about controlling yourself at your own game.
Benjamin Graham

Die obige Abbildung zeigt, dass sich die Renditen von physischem Gold und dem S&P 500 invers zueinander verhalten. Physisches Gold hat im Unterschied zum BGMI nicht die Risiken, die Aktien innewohnen. Während derselben Bärenmärkte verzeichnete physisches Gold eine durchschnittliche monatliche Rendite von 1,4%. In Anbetracht der weit verbreiteten Turbulenzen in diesen Perioden – der S&P 500 und der BGMI wiesen im Schnitt eine monatliche Volatilität von 5,2% bzw. 11,9% auf – dient physisches Gold nicht nur als hervorragende Absicherung gegen Inflation und Bärenmärkte, sondern kann auch als Volatilitäts-Dämpfer im Portfolio.

Fazit

Don't predict, prepare.
Dan Ferris

Diese Analyse wurde durch die Überzeugung motiviert, dass die Realzinsen in den kommenden 3 bis 5 Jahren sinken werden. Welche Arten von Anlagen werden in einer solchen Periode florieren? **Unsere wichtigsten Erkenntnisse lauten:**

- In Zeiten sinkender Realzinsen verhalten sich Goldminenaktien eher wie Gold selbst. Während des gesamten untersuchten Zeitraums wiesen physisches Gold und Goldminenaktien eine 66%ige Korrelation auf, verglichen mit einer 92%igen Korrelation in Zeiten sinkender Realzinsen.
- Minenaktien sind trotz ihrer Performance im Jahr 2020 weiterhin unterbewertet. Dies zeigt der aktuelle Wert des HUI/S&P 500-Ratios von 0,075, das deutlich unter seinem Medianwert von 0,135 liegt.
- Die richtige Rebalancing-Strategie für Minenaktien schlägt traditionelle Portfolios in Zeiten sinkender Realzinsen. Ein Portfolio, das am Ende von Kreditzyklen ein Rebalancing auf 81% S&P 500 und 19% BGMI vornimmt, übertrifft den S&P 500 bei geringerer Volatilität.
- Physisches Gold sollte ein zentraler Portfolio-Bestandteil sein, da es den S&P 500 deutlich übertrifft und in Baissephasen an den Aktienmärkten ähnliche Renditen wie Goldminenaktien erzielt.

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Den Abschluss unserer Überlegungen überlassen wir Thomas Hobbes, der die Bedeutung von Gold in wirtschaftlich turbulenten Zeiten bereits vor vielen Jahrhunderten hervorhob:

> *„Because silver and gold have their value from the matter itself, they have first this privilege, that the value of them cannot be altered by the power of one, nor of a few commonwealths, as being a common measure of the commodities of all places. But base money may easily be enhanced or abased."*[159]

[159] *Vgl.* Hobbes, Thomas: *Leviathan,* 1651

„Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far!“ – Exklusivinterview mit Russell Napier

„Everything has changed on a permanent basis. I don’t believe that inflation goes up and comes back down again, because these are permanent changes in the very structure of how the system works.“

Russell Napier

Key Takeaways

- **Die Staaten haben durch Regulierungen die Kontrolle über das kommerzielle Bankensystem übernommen. Daher wird das Geldmengenwachstum viel höher sein als im Zeitalter der Disinflation.**
- **Ich empfehle den Leuten dringend, nicht in chinesische Staatsanleihen zu investieren.**
- **Finanzielle Repression ist die Kunst, alten Leuten langsam Geld zu stehlen.**
- **Die erste Regel der finanziellen Repression lautet: „Bringen Sie Ihr Geld aus dem Land!“**
- **Die Steuerung der Zinsstrukturkurve durch die EZB ist eine Katastrophe für Europa, der größte geldpolitische Fehler aller Zeiten.**

Professor Russell Napier ist Autor von „The Solid Ground" und Mitbegründer des Investment-Research-Portals ERIC. Russell ist seit über 30 Jahren im Investmentgeschäft tätig und berät institutionelle Investoren. Er ist Autor des Buches „Anatomy of The Bear: Lessons From Wall Street's Four Great Bottoms" („ein Kultklassiker" laut „Financial Times") und ist Gründer und Leiter des „The Practical History of Financial Markets"-Kurses an der Edinburgh Business School.

Das Interview mit Russell Napier führten Ronald Stöferle und Nikolaus Jilch am 11. März 2021 über Zoom.[160] Im Folgenden veröffentlichen wir die Höhepunkte des Interviews.[161] **Das gesamte Interview können Sie auf folgender Webseite herunterladen:**

https://ingoldwetrust.report/in-gold-we-trust-report/exclusive-interview-with-russell-napier/

Quelle: Youtube

Ronnie Stöferle (RS): It is a great, great pleasure to have Russell Napier here. Thank you very much, Russell, for taking the time.

Russell Napier (RN): Thanks, Ronnie, delighted to be here.

RS: And also, my dear friend Nikolaus Jilch is here. Nikolaus is a researcher at Agenda Austria, a free-market think tank based in Vienna, and also a contributor to the *In Gold We Trust* report. Hi, Niko!

Nikolaus Jilch (NJ): Hello. Nice to be here. Thank you for having me.

You have been a deflationist for decades, and you changed your point of view in the last couple of months.

RS: We will talk about topics that we've got in mind at the moment. I told you before that, actually, it seems that we're not alone anymore in the inflation camp. We will talk about financial repression we will talk, of course, a bit about gold. Niko, do you want to start?

NJ: Yes, thank you. The main topic – not just for this talk, but I guess for the whole year – is the question of inflation. **Russell, you have been a deflationist**

[160] Das Video des gesamten Interviews „Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far!" ist hier auf Youtube verfügbar.
[161] Nach reiflicher Überlegung haben wir die Entscheidung getroffen, das Interview im englischen Original zu belassen, denn selbst bei der besten Übersetzung gehen oftmals inhaltliche Feinheiten verloren.

for decades, and you changed your point of view in the last couple of months. Could you walk us through your thinking? Because I think that's the main point of our discussion.

RN: Yeah, I think decades is right! Actually, I've got… just over to my right here, I've got framed a report I wrote in 1998, called „Dealing with the 'D word'", and the „D word" was *deflation*. That was 22 years ago. And, basically, in any economic contraction we've had since 1998, the „D word" has come up, including in the most recent episode; but it's now come up several times.

You've got to remember that this is exceptional, because my entire career before that had to do with inflation. And really, between 1958 until 1998, there were no brushes with deflation whatsoever, and I was told by various academics that it was impossible to have deflation. And I say that with a straight face! It was impossible to have deflation because central bankers would always be able to beat it. And we've had it anyway (admittedly briefly).

Why on earth have I changed my mind on inflation? It is to do with who creates money, how much money they create, and whose hands that money is in.

So after all this time, why on earth have I changed my mind on inflation, which I did last March or April? Crucially, it is because of a change in the structure of finance. So it's nothing to do with a change in the business cycle, or the levels of stimulus, or any of that. **It is to do with who creates money, how much money they create, and whose hands that money is in.**

So for me, the crucial structural change here is that the governments are providing credit guarantees to the commercial banking system. In the era of quantitative easing, commercial bank credit growth was very low. What everybody who's watching this needs to know is that most money in the world is created by commercial banks, and they really didn't lend. Interest rates were too low; regulations were too high; people didn't want to borrow; and, basically, the commercial banking system just simply couldn't expand and create money. And then we offered the credit guarantees from the government. And now we have, across the world, bank credit growing really strongly in a recession, which is absolutely unheard of.

The governments have effectively, through the powers of regulation, taken control of the commercial banking system.

If we follow the example of the British government, for instance, in the budget of last week, they have now announced credit guarantees on mortgages. That's got nothing to do with an emergency COVID-19 response. In my opinion this is the „new normal".

The governments have effectively, through the powers of regulation, taken control of the commercial banking system. The commercial banking system will lend on demand, effectively, to what the government wants it to lend to. Therefore, broad money growth will be much higher than it has been in the age of disinflation, with deflationary episodes. And it's that structural change that really confirms the likelihood of high money growth and higher inflation, for a very prolonged period of time. So something changed structurally. **And that's why I changed my mind.**

NJ: The main storyline right now is that we will see a brief pickup of inflation, and then see it go away again. Is that not what you believe?

RN: No, it really does depend. There's one way I could buy into that. I could buy into that if what we witness is a pulse of bank credit going out in the emergency; and then it stops and bank credit rolls over, and with it money supply growth rolls over. But the authorities have learned their lesson from the last time, and they aren't going to let that happen. And whatever it takes to get the banks to extend credit will be done. I look at the mandate, the change in remit that the Chancellor of the Exchequer handed to the Bank of England last week. The Bank of England has to support the Long-Term Asset Fund, the housing market, the „levelling up" agenda, the green agenda.

Now, when you give a central bank... and the central bank has a role to play in commercial banking... when you give it all these political targets, they are not compatible with the inflation target. So it's not just that we've changed the mechanism through which commercial banks lend, we've changed the policy target of the central banks. And it would be virtually impossible today, given the target and the remit, to say that inflation is still the dominant target for them.

It's not just that we've changed the mechanism through which commercial banks lend, we've changed the policy target of the central banks. And it would be virtually impossible today, given the target and the remit, to say that inflation is still the dominant target for them.

Everything has changed on a permanent basis. So I don't believe that inflation goes up and comes back down again, because **these are permanent changes in the very structure of how the system works**. And I'm sure we'll come on to talk about yield curve control. But that is another one. You know, that's the third one that we're running into. Structural changes, not cyclical changes. Therefore, structural changes are sustainable, and you don't get a cyclical uptick in inflation, you get a structural uptick in inflation.

RS: But Russell, what would you say about those additional topics like, you know, MMT? It used to be something for left-wing economists sitting in their ivory towers. Now, it is really something that is going mainstream. Topics like average inflation targeting, topics like the demographic change. Then, of course, I think it is really fascinating to follow the exchange value of the US dollar versus the renminbi. We saw enormous strength in the renminbi since the end of May, which also, from my point of view, is some sort of inflationary driver. So, you know, those other topics, do you think they just add to your main case, or should we analyze them separately?

RN: No, I think they add to the main case. What I think is really interesting about all of those that you mentioned is they're all structural. This is the crucial thing.

What very rarely happens is that the revolution of the mind catches up with the revolution in money-making.

You know, you can sometimes go a whole career and just be guessing the business cycle. And that's a game you can play, and you can play it profitably. And then sometimes you have to live through a structural change. As you say, the legitimization of MMT, the politicization of central banks, credit guarantees... I mean, it just comes in an absolute flood. And this is clearly a very big structural change. And when you get one of those, most people are entirely unprepared for what happens next. Because, remember, people who are successful in our business, have been people who have played a disinflationary trend for 40 years. And they've played a system which was a market-oriented system, and not an inflationary, less market-oriented system; and the skill set for that probably needs to be entirely different. **What very rarely happens is that the revolution of the mind catches up with the revolution in money-making.**

Most people in the markets are stuck in that. Now, you might say, „Well, I'm one of them, because it's been my career as well", but one of the advantages, perhaps, I have is an understanding of financial history; and I think this period we're moving into and all of the things you've mentioned here, is like the 1945 to 1978 setting.

So we can go back into that period and look at the consequences for investors of these sorts of policies. There's now a very different structure of a market from before, but what I thought was particularly interesting about everything you said there is it represents a change in the zeitgeist. Savers have done too well; debtors are overburdened; money has to be moved from one to the other; and there's very little in the political circles or central banking circles that will push back against that.

The zeitgeist is simple: It's the savers who've got all the money. The money has to come from the savers. Now, you can do it directly through taxation, or you can do it through that other form of taxation known as inflation.

So the zeitgeist has changed. That's why the structure changed, and everything you mention is good evidence of that.

NJ: So are you basically saying we're going to see a replay of the 1920s, where first everything feels good, everybody thinks they're getting richer, but they aren't?

There were massive technological breakthroughs after World War 1 in terms of electrification, the internal combustion engine; all of these things were desperately, desperately deflationary.

RN: I don't think it'll be along those lines, or it depends where you are in the 1920s! Obviously, it matters whether you were in Germany or in America in the 1920s. I mean, that's a good example, isn't it? America had deflation, price stability… but actually in many goods it had deflation… and Germany had hyperinflation. What was the difference between the two? It was primarily the rate of money supply growth.

There were massive technological breakthroughs after World War 1 in terms of electrification, the internal combustion engine; all of these things were desperately, desperately deflationary. The death of the horse was very deflationary; it freed up lots of agricultural land, which went into production of food for people. But if you lived in Germany, or Austria, in that time, monetary policy was able to more than offset this.

I think it highly unlikely that we go to hyperinflation in this setup; I think it's likely we go to reasonable levels of inflation. But the crucial thing is that interest rates wouldn't be allowed to reset to reflect that inflation. I think that's the most important thing for savers.

We're going to suspend the free market in government debt; and that, ultimately, will be the most important thing for investors during this period.

So, depending on which 1920s you think we're in… I don't think it's the German or Austrian or Hungarian 1920s. Nor do I think it's the American 1920s, because **we are going to suspend the free market in government debt; and that, ultimately, will be the most important thing for investors during this period**.

NJ: So, basically, you're saying that the inflation will be global?

RN: Yes, I think inflation will be global. I mean, every developed-world market has got really high levels of broad money growth, without exception. And when I say „really high", I mean triple the rates of a year and a half ago; and if we aggregate them, we're looking at the fastest growth in broad money globally since 1988. And if we go all the way back to 1980, there would have been six months when it was growing faster than this. So it's very clearly a global phenomenon in the developed world, but not necessarily in the emerging world. But the point is, if the developed world creates that much money and inflation, it is really very difficult for the emerging markets to remain immune to higher inflation.

If the developed world creates that much money and inflation, it is really very difficult for the emerging markets to remain immune to higher inflation.

NJ: But you did mention the technical breakthroughs 100 years ago after World War 1. And there is no shortage of technical breakthroughs now. There is technology, and technology is still deflationary. Will that have an effect?

RN: Well, that's kind of why I mentioned Germany in 1923, because Germany also benefitted from massive technological breakthroughs; but somehow, just by the power of the printing press, they negated those. **I would say the real acceleration and deflationary forces began in 1995.** And the world begins to change in 1995. Interestingly, that's when US equity valuations seem to move to a permanently higher level.

Two things happened in 1995. **China had devalued its exchange rate in 1994**, and it was now selling at much cheaper prices and, obviously, mobilizing hundreds of millions of people to get productive. And also, **Jeff Bezos sold his first book in 1995**. So where is the birth of the technological revolution? Well, you know, it's always been with us, but maybe it accelerates in 1995.

I would say the real acceleration and deflationary forces began in 1995.

I looked this up last night. What has happened to the price level in America since 1995? It's risen 75%. I think we all recognize the scale of the deflationary forces that have been ripping through the world since 1995. And yet prices are 75% higher, based on the CPI, than they were in 1995. Now, that's actually not a lot over all of that period. But it's still a 75% increase.

So somehow, in the teeth of the biggest technological acceleration the world has ever seen, and in the teeth of the biggest mobilization of underutilized labor the world has ever seen (certainly, at least, since we opened up America)... in the teeth of both those things, we push prices up 75%. So there's something else going on in the world of prices, rather than just technology, and just China. So it can be done. It has been done. And it will be done again.

RS: Russell, you worked in Asia for many, many years at CLSA. And I think when we had a chat you said that another driver for our inflation topic would be a proper cold war between China and the US. I think this is perfectly playing out. It seems that it is not getting better now with Joe Biden sitting in the White House. How strong is this effect of China becoming more and more of a real competitor to the US when it comes to technological things? Military? And of course, especially the economy?

RN: I think it's very powerful. I mean, the last question was about technology, and I brought China into it because I think it's been both that have given us this prolonged period of inflation and deflation.

What Trump could do was attack China, but what he couldn't do was to contain China. You need a coalition. And that coalition has to include Europe. And Trump was unable to build coalitions, even with his wife, I think we could say safely! I mean, he's not very good at building coalitions.

The Biden administration, whether it builds a coalition or not, has a much better prospect of building a coalition to contain China. And that containment must be about containing its external accounts, containing its ability to export.

The Biden administration, whether it builds a coalition or not, has a much better prospect of building a coalition to contain China.

I don't see any move back from this cold war that we're going into. Obviously, as a citizen of the world, I hope that's wrong and that we don't. But that was massively deflationary. I mean, I looked just a few weeks ago, and I think it's true to say that the price of Chinese exports hasn't really changed in nearly 30 years. It's astounding, I mean, look back at a period of history; you basically have to go back to the gold standard to find a period where a major exporting country didn't get any rise in prices. And you can look at the price of Japanese exports, or Taiwanese exports or Korean exports, and you tend to get the same thing. And that was all to do with China. So I don't have any doubt that as we contain China, and that will focus on its exports as well, the major deflationary force that was China will begin to move into the background. And that's even true if they have to let their currency float (which I think they probably will). It would initially go down, but it would just attract even more tariffs, and even more protectionism of China if the Chinese exchange rate went down.

So this cold war is very, very inflationary, not just because we seal off that production, but it starts an investment boom, on an unparalleled scale, because **the other side in the cold war has to begin to build all this capacity that China is not providing to the world anymore**. So it is very inflationary. I always begin with the proposition that inflation is everywhere, at all times, a monetary phenomenon; but I'm very happy to discuss real effects as well. And this China ostracization is clearly one of these real effects.

I think it's one of the biggest wealth traps ever, buying Chinese government bonds.

RS: Isn't it a bit ironic that now the People's Bank of China is running some sort of a conservative monetary policy, and you kind of get positive real yields there? I hear from many investors nowadays that they're really considering buying into the Chinese bond market. It seems that they now seem to be letting companies go bust, so it seems that to some degree, they're even a bit more market-oriented than we are in the Western world.

RN: I think it's one of the biggest wealth traps ever, buying Chinese government bonds. There are two reasons for that. One is that, in a cold war it would be illegal (just to point that out). I mean, lending money to the Chinese government to build aircraft carriers would not be legal in a cold war. And of course, that's slightly hypocritical, given how much money the government of China lends to America to build aircraft carriers.

But there's a much bigger issue as to why I think it's a wealth trap to put money into Chinese government bonds. China's debt-to-GDP ratio was just as bad as America's. It isn't this wonderfully ungeared economy. It used to be before the GFC . But it had, prior to the COVID-19 crisis, the fastest-rising debt-to-GDP ratio ever seen in history in a major economy. If we look at its debt-service ratio, which takes into account interest rates, as the debt-service ratio of the private sector, it's got one of the highest in the world.

You don't want to own bonds in a country that has to inflate away its debts.

I'm not singling China out. The entire developed world has to inflate away its debts, and the only emerging market that has to do the same as China. **You don't want to own bonds in a country that has to inflate away its debts.** Now, it's currently constrained on that, because it's managing the exchange rate, and that does constrain how much money you can create. And Chinese broad money growth is only at 10.1%, slightly above Japan, below Europe, half of America but they'll have to change that. They're currently in a debt trap, and to get out of the debt trap, they will also have to inflate away their debt. So to buy government bonds, you clearly don't believe that the government will ever come and inflate away your debts. But it seems as likely in China as it is in Europe as it is in the United Kingdom, as it is in the United States. **So I strongly, strongly recommend people not to invest in Chinese government bonds.**

NJ: When you talk about inflating away the debt globally, what does this look like? What does this mean for financial markets and for the everyday lives of people?

RN: So, this will surprise you to hear that actually, for everyday people, it's pretty good. For savers, it isn't. So let me explain.

There are two things you have to do to pull this off: You have to create a high level of inflation and a low level of interest rates simultaneously. And anybody who's watching this, who has been to business school, will tell you that's impossible. Because in a free market we would all demand a very high level of nominal rates to compensate us for existing inflation and expected inflation. So the only way you can actually pull that off is to suspend the free market in interest rates. And, **I would argue strongly, that's what the European Central Bank has announced today. It has said in roundabout terms that it's going to be capping the yield curve.**

I would argue strongly, that's what the European Central Bank has announced today. It has said in roundabout terms that it's going to be capping the yield curve.

There was a speech, a more accurate speech, by Fabio Panetta of the ECB board last week basically saying „No, no, it's even better than that we're going to anchor nominal yields, and we're going to drive inflation above that." That's exactly how you would inflate away debt.

Just let me give you some historical examples. By the end of World War 2, both France and the United Kingdom had very similar levels of government debt to GDP at about 280%. By 1980, the United Kingdom took it from 280% to 50% of GDP. And it has done that by, pretty constantly, keeping inflation slightly higher than interest rates. But it took a long time because there wasn't a big gap, until the 1970s.

France achieved exactly the same thing in five years. And the way France achieved it in five years was that interest rates were about 5% while inflation was 50%. Now, in that environment you can wipe out your government debt very quickly, indeed. I don't think anybody will contemplate that I think the dislocation and destruction of wealth will be too great.

So you take your pick; is it going to be the French approach or the British approach? Either way, the only way you do it is to keep inflation above bond yields; and if it's just a small gap that goes on for decades, and if you're prepared to live with a very big gap that goes on for much shorter period of time.

It doesn't surprise me to know that the biggest advocate of inflating away debt is French; he's called Piketty. So I don't know if that's a coincidence or not. But France historically has been quicker to grasp the part and inflate away its debts. And it's fascinating, because it's given away that part (technically) to the European Central Bank. But the European Central Bank is of course run by an ex-French finance minister so this could come in useful.

NJ: Can I pick you up on that? Because the Austrian Mint, where the silver and the gold Philharmonic are minted, is owned by the Central Bank. And the central bank is part of the euro system. The euro system has 12,000 tons of gold. So what do you think is the role of gold within the monetary system right now? Why do they own the gold? What's the plan there? Do you think there is a plan?

RN: No, I don't think there's any plan. I think it's a legacy of where reserves were historically infused. Some people, like the British, sold their gold, but most people just hold it as a legacy. I don't think there's a great deal of planning on this; there certainly would be no plan to go back to a monetary standard or a gold standard. In a democracy that would only happen after a hyperinflation. And that's the only way we're going back to the gold standard. **Democracy, in my opinion, is incompatible with hard money.**

Democracy, in my opinion, is incompatible with hard money.

NJ: But do you think there's a possibility that elements within the central banks realize that they need to open avenues for normal people to run away from inflation in some way?

RN: No, I think exactly the reverse! I think if you're going to inflate away debt, the most important thing is that there is nowhere for someone to hide, that there is no way to run away. And you certainly don't want to open an official channel. I mean, there are places to run away. There are countries that won't do financial repression; you can buy silver, you can buy gold; but the idea of opening an official channel to do it is somewhat unlikely. I mean, I buy gold from the British mint. So there's currently an avenue to do that. That may be restricted in terms of annual production... or something like that. But I think it's a great question, because it raises the issue of crypto and Bitcoin, which nearly everybody who's buying thinks is a way that you can escape financial repression. And the answer is, it can't be, because if it is then everybody will use it, and you can't do financial repression.

So a repression is really about closing all these loopholes and putting fish in a barrel. I mean, if you want to shoot fish in a barrel, you had first better

put them in the barrel first, not offer them an escape route. So tightening up all these controls is really the first place you go as a government or as a central banker, rather than opening up more loopholes.

RS: I think you once said that financial repression is „the art of stealing money from old people slowly." We already have quite a lot of financial repression. As an asset manager, it is for us, in the UCITS fund it's basically impossible to hold physical gold, but it's perfectly fine to buy Portuguese or Greek debt at negative yields. But gold is obviously too risky in the eyes of regulators. However, don't you think that if we see financial repression really much more dramatic than we have now, wouldn't that have to go hand in hand with capital controls?

RN: The answer to that must be „yes". I always give you very long answers, really, but the answer to that must be „yes". We really haven't had a financial repression without it.

NJ: But, to understand correctly, do you not see the broad equity markets as a way to get away from financial repression?

Financial repression is „the art of stealing money from old people slowly".

RN: Yes, components of the equity market, yes, but this is the main problem I have with financial repression. It ultimately involves forcing savings institutions to buy government bonds. You really can't continue to do it using the central bank balance sheet, because you'd be creating too much money. And if I say to… let's pick a German fund… if **I say „you must have 75% of your money in German government debt", well, they have to sell something. And I think what they sell is equities.** It's one of the things they sell, it's not the only thing they sell.

So that will be the first thing if we go to that form of repression, you've got this prolonged sale of equities. Having said that, the beautiful thing about equities is there's so many of them and so many different types of companies. And there are bound to be companies that will benefit from a high inflation, which means high selling prices, particularly if they have high fixed costs, such as depreciation or interest expense. So it would be impossible to dance in and out of the bond market to defend yourself from repression. It might be possible to take positions in the equity market to defend yourself from repression, even though equities generally would be going down. **The first rule of repression is „get your money out of the country."**

The first rule of repression is „get your money out of the country."

RS: We published this report about inflation called *The Boy Who Cried Wolf*.[162] And, I think it's interesting, I had a look at the Bloomberg forecasts for inflation. The most important economists say for 2021 is that they forecast 2.3% for 2022, or 2.2%, and then it should fall slowly to below 2% again. This would be, let's say, the „feel good" area for equities. But at 2.5–3.0% (something in this area), this „feel good" zone ends and it ends quite abruptly. So I think it's important also to stress the point that equities, per definition, aren't the best inflation hedge. It really depends on the sector. There's a great article by Warren Buffett about that topic: „How Inflation Swindles the Equity Investor"[163].

—
[162] *Vgl.* „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?", *In Gold We Trust*-Spezial, 30. November 2020
[163] *Vgl.* Buffett, Warren: „How Inflation Swindles the Equity Investor", Fortune, Mai 1977

But Russell, if we see rising inflation – and you're not talking about hyperinflation, but I think something around four, five or six percent should be possible from your point of view – a large part of the equity markets won't do so well; bonds will have a hard time… so what's actually left? Besides real estate and perhaps gold?

Would we ever allow the 10-year bond yield to reflect those levels of inflation? That's the important question.

RN: Yeah, I think we need to talk about that in a bit more detail. Normally, growth goes up, inflation goes up, interest rates go up, and equities go up. That's the normal situation.

When you look historically, recently inflation can get to 4% and equities just keep going up, even though bond yields are going up. That's the normal scenario. And obviously, you know, we're quite a long way from that. So that would suggest to just hold equities until we get near that level. But I think – and it's a very big „but"… **and the most important „but", and we've kind of already discussed it – would we ever allow the 10-year bond yield to reflect those levels of inflation? That's the important question.**

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

So you pick a number – you just mentioned that some of these analysts are forecasting 3% inflation for two years – where would bond yields be at 3% inflation, even if you think it's going to roll back over to 2%? Surely you're going to be saying that euro bond yields should be at 3% or 4%? **Well, actually, they're going to be 0%.** Because today the central bank just told us they're going to stay at zero. I mean, **they categorically said the yield curve is staying where it is: It ain't going anywhere! Now, that's different. That's not what we expect to happen.**

So back to the previous question. What does that mean? Because this is completely different from anything we've ever seen before. And we've already discussed whether that's positive or negative.

They categorically said the yield curve is staying where it is: It ain't going anywhere! Now, that's different. That's not what we expect to happen.

In terms of where you put your money, though, why don't we just find a country that hasn't or doesn't financially repress? After World War 2, that was Switzerland. For a very good reason, Switzerland ended World War 2 with not very much government debt, for reasons that everybody knows. It didn't have to inflate away its debt, and **one of the simplest things you could have done as an investor in 1945 was put your money in Switzerland and go to the beach for 40 years.** That was kind of all you really had to do. I think the emerging markets – and this is obviously contentious, given that we associate them historically with more risk – but the emerging markets, excluding China, have a debt-to-GDP ratio of 166%. The developed world is at 300%. France is at 371%. So **I think emerging markets… and gold (which I know you would like to talk about); gold is definitely somewhere to put money in a repression.**

But if you get stuck inside a repression, residential real estate is actually another place where you do quite well. The price of the residential real estate may only rise in line with inflation, so you might think, „Well, I'm not actually protecting myself." But obviously, if you've borrowed heavily, and interest rates don't go up, then you benefit from that. So there are some places where you can cover yourself from this, but a lot of them will be outside the repression regime. If you get stuck inside a repression regime – and I'm using the word *stuck* because we mentioned

the phrase *capital controls* – you've got to run very, very hard to stand still as a saver.

I think emerging markets and gold are definitely somewhere to put money in a repression.

RS: But don't you think that investors and people running businesses are always one step ahead of government actions, and that they anticipate future financial repression and capital controls? I mean, that's already happening, probably.

RN: Yeah, you're right. My definition is „stealing money from old people slowly". So the idea is that you do it slowly enough that they don't notice. But at some stage, they notice.

It's a really interesting point. Have they already noticed? Not really; I don't think so. I mean, money is… you probably have a lot of friends that are doing that with their money, but the big institutions aren't.

It's when the big institutions start doing that… I don't think it's really begun yet. So I think that's absolutely right: **You try to do it slowly and at some stage the people work it out.** And what you get then is a collapse in your exchange rate, because they rush out of your exchange rate.

Now, I'm watching the euro trade today. **The European Central Bank has categorically told people it's going to inflate away their debt.** It's a target of the ECB to inflate away debt, and the exchange rate went up. So clearly, markets take a while to work these things out.

The European Central Bank has categorically told people it's going to inflate away their debt. It's a target of the ECB to inflate away debt, and the exchange rate went up. So clearly, markets take a while to work these things out.

RS: We have only briefly touched on the topic of gold, Russell. In summer it was really easy to be a gold bug, but now it seems it's the most hated thing! I'm getting emails and phone calls from many, many people who are a bit worried about the price of gold, obviously, I mean, yields are up since summer. It was a big move, although the absolute level is still fairly low. I think that crypto, or especially Bitcoin, stole a bit of the media attention from gold. But what's your case for gold going forward? I mean, obviously we don't have to talk about price forecasts. But where do you see gold in the portfolio? As you know, from an asset allocation point of view, what would you think for an average investor should be the allocation?

RN: Yeah, so just to prove that I don't just specialize in silver, there's my British sovereign, my little, tiny piece of gold, which can still buy you a dinner at the Savoy, apparently, although I'm not the sort of person who goes to the Savoy for dinner!

So, on financial repression. What we had initially is interest rates going up, and the relative yield of gold has been hit. Obviously, gold doesn't have a yield, but its price has been hit.

The crucial thing now is, do we cap interest rates? Because that's when everything changes. If we just stand back, and maybe bond yields go up and up, maybe there's another 100 basis points where gold doesn't do well, because people move out of gold and look for that yield.

But if we cut yields, then everything changes. And obviously, that's what happened today, they recently announced a yield cap. Because now what you're told is it doesn't matter. I mean – this is for European bonds – it doesn't matter what your nominal yield is, you know it's got to be below inflation. So why on earth would you take that nominal yield, which in many cases is still negative?

If we cut yields, then everything changes.

So you have to reconsider, and you have to reconsider gold. And **the reason you reconsider gold is because one of its best relationships is with real rates over the long term.** And the central bank has guaranteed you negative real rates; that's actually their target in the European Union. And then it goes to the second level, which we have discussed throughout this conversation, which is macroprudential regulation: trying to force you to own things you don't want to own. So it's not just that, „Hey, there's negative real yield curve", it's massive control over what you're allowed to own.

And the beauty of owning one of these *[picks up gold coin],* is that it still goes into your jacket pocket, if you want to go from Italy to Switzerland. So it's still bid up. It's bid up, if you like, because of more government control.

RS: Russell, you founded „The Library of Mistakes"[164]. So what would you add to this library as you think about what's happening at the moment and what happened last year? What would be the biggest mistake?

Yield curve control, in my opinion, is a disaster for Europe.

RN: I think today will go down in history as one of the greatest mistakes in the history of Europe. Yield curve control, in my opinion, is a disaster for Europe. And it may take many years for that disaster to unfold: economic, political, social. But this is the biggest mistake I've ever seen by a developed-world central banker. I've seen lots of bigger mistakes by emerging-market central bankers. But this one really takes the biscuit, and it's really quite frightening. So, sadly (and I do mean sadly),... I think there will be yield curve control by the European Union. I mean, I'm sure others will follow in due course, but it's a sad day for everybody when this is where we've got to. So the others are mostly humorous. This one isn't.

RS: I agree. Russell, thank you very, very much. We really enjoyed it. I hope you did, too.

RN: Well, best of luck, guys. Thank you!

164 *Vgl.* The Library of Mistakes

EMX ROYALTY CORP

THE ROYALTY GENERATOR℠

Building Wealth via Royalties and Discovery

TSX.V: EMX
NYSE American: EMX
Frankfurt: 6E9

52-week High: $4.83† / Low: $1.95†

EMX holds a 19.9% equity interest in the Rawhide Acquisition Holding LLC's Rawhide Gold-Silver mine, located within the prolific Walker Lane gold-silver belt of Nevada. The LLC distributes 50% of its taxable income to the LLC members on a quarterly basis.

*EMX Royalty holds a 0.5% Net Smelter Royalty over Zijin Mining's Timok Copper-Gold Project in the Bor District of Serbia.**

** EMX's 0.5% NSR royalty is subject to reduction only as provided in the royalty agreement.*

EMX Royalty holds a 1% gross smelter royalty over a portion of Nevada Gold Mines' Leeville (right), Four Corners, Carlin East and Turf deposits, providing the Company with ongoing cash flow.

- *EMX Royalty Recovers Expenses from Its Partners Through Reimbursements, Operator Fees and Property Income*
- *Incoming Cash Flow from Production Royalties, Advance Royalty Payments, Milestone Payments, Management Fees and Annual Property Payments*
- *85 Million Shares Outstanding and 92 Million Shares Fully Diluted**
- *Strong Balance Sheet** Comprised of:*
  - *Cash - $52 million†*
  - *Investments - $17 million†*
  - *Debt - $0†*

† Canadian Dollars
** As of March 15, 2021 ** As of December 31, 2020*

EMX Royalty is *The Royalty Generator*

The Company enjoys cash flow from royalty assets which it generates organically and through value-driven acquisition. EMX's execution of the royalty generation business model supports global precious and base metals exploration programs leading to further expansion of an already sizeable royalty portfolio. The Company has exploration and royalty property portfolios in the United States, Canada, Sweden, Finland, Norway, Serbia, Australia, Turkey, Haiti and Chile.

Isabel Belger, Manager of Investor Relations for Europe
IBelger@EMXRoyalty.com | +49 178 4909039

Scott Close, Director of Investor Relations
SClose@EMXRoyalty.com | +1 303.973.8585

emxroyalty.com

EMX Royalty Corp | 543 Granville St., Suite 501 Vancouver, BC Canada V6C 1X8

Die Demographie als Inflationstreiber

„Demographics is destiny."

Arthur Kemp

Key Takeaways

- **Zwischen 1991 und 2018 führte die Öffnung Chinas und Osteuropas zu einer Verdoppelung des Arbeitskräfteangebots.**
- **In diesem Zeitraum stieg der Anteil der exportierten Waren am globalen BIP um 70%. Der verstärkte internationale Handel führte zu mehr Effizienz und Spezialisierung, was dazu beitrug, die Inflation in den Industriestaaten niedrig zu halten.**
- **Ein sinkender Abhängigkeitsquotient beflügelte Chinas Produktivität, was auf den Rest der Welt disinflationär wirkte. Doch seit Kurzem steigt aufgrund der Überalterung der Abhängigkeitsquotient wieder an. Von heute 41 wird er voraussichtlich bis 2030 auf 50 und bis 2050 auf 70 steigen.**
- **Die westliche Bevölkerung steht vor einem enormen demographischen Wandel, der zu einem steilen Anstieg von pflegeintensiven Krankheiten, wie z. B. Demenz, führen wird.**
- **Die demographische Entwicklung wird ein wichtiger und bislang weitgehend übersehener Faktor für den anhaltenden Trend zu höherer Inflation im kommenden Jahrzehnt sein.**

Einführung

In diesem Kapitel konzentrieren wir uns auf die globalen demographischen Trends und darauf, warum wir zusätzlich zu den in anderen Kapiteln diskutierten – überwiegend monetären und fiskalischen Faktoren – davon ausgehen, dass auch die Demographie in den kommenden Jahrzehnten zu steigenden Inflationsraten beitragen wird.

The example of Japan, the developed country whose population has aged the most and where inflation has been persistently weak for three decades, has prompted speculation that an ageing population is deflationary. Yet things are not that simple.
Par Bastien Drut

Wir argumentieren, dass die relativ niedrige Inflation, die die Industriestaaten seit den 1990er-Jahren verzeichnet haben, durch den Eintritt von Hunderten Millionen neuer Arbeitskräfte in die Weltwirtschaft ermöglicht wurde, und zwar zu einer Zeit, als die demographischen Rahmenbedingungen günstig waren. Der daraus resultierende Anstieg der globalen Produktivität trug dazu bei, den Preisanstieg zu dämpfen.

Auf den folgenden Seiten skizzieren wir, wie es dazu kam, warum sich die Bedingungen der Ära seit dem Fall der Berliner Mauer ändern und was dies für die Zukunft bedeutet.

Aufstieg und Fall der Nachkriegsinflation

In den Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg gingen die großen Wirtschaftsmächte der Welt zu einem stärker staatlich geprägten Wirtschaftsmodell über. Die Staatsausgaben stiegen allmählich bis in die 1970er-Jahre, als die damit verbundenen Belastungen für die Privatwirtschaft zu einer zweistelligen Inflation und stagnierendem Wachstum führten.

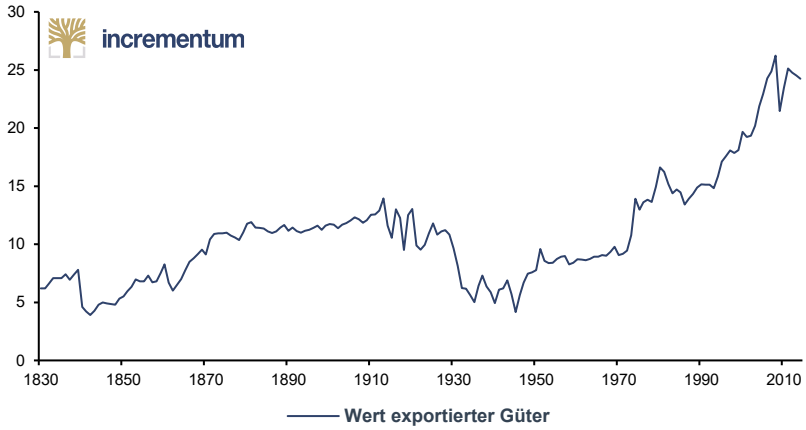
The relative fiscal restraint of the first few years after World War II soon gave way to the politically irresistible temptation of buying free lunches through inflation.
Saifedean Ammous

Die Verbraucherpreisinflation begann in den späten 1980er-Jahren wieder zu sinken und liegt seitdem bei ca. 2-3%, wenn nicht sogar darunter. Wir argumentieren, dass angebotsseitige Kräfte der Globalisierung weitgehend für diesen disinflationären Trend verantwortlich waren.

Zwischen 1990 und Mitte der 2010er-Jahre, als sich zuvor geschlossene Länder des kommunistischen Blocks öffneten und in den globalen Handel integrierten, stieg der Anteil der exportierten Waren am globalen BIP um 70%.[165] Billige Konsumgüter strömten in die Industrieländer, was dazu beitrug, ihre Inflationszahlen niedrig zu halten, auch wenn die Staatsausgaben hoch[166] und die Geldpolitik akkommodierend blieben.

—
[165] Fouquin, Michele und Hugot Jules: „Two Centuries of Bilateral Trade and Gravity Data: 1827-2014“, CEPII Working Paper,14. Mai 2016; Our World in Data: Trade and Globalization
[166] Die Staatsausgaben in Prozent des BIP haben sich in den meisten Industriestaaten seit den 1970er-Jahren nicht wesentlich verändert. *Vgl.* Our World in Data: Government spending: 1880 to 2011

Wert exportierter Güter, in % des BIP, 1830-2014



Quelle: Fouqin and Hugot (CEPII 2016), ourworldindata.org, Incrementum AG

Die Öffnung Chinas – in dem ein Fünftel der Weltbevölkerung lebt – spielte eine besonders wichtige Rolle bei der Evolution der internationalen Handelsdynamik in diesem Zeitraum. Zwischen den späten 1970er-Jahren und 2009 entwickelte sich China von einer faktisch geschlossenen Wirtschaft zum größten Exporteur der Welt. Die Liberalisierung der chinesischen Politik wurde an anderer Stelle ausführlich erörtert,[167] daher konzentrieren wir uns in den folgenden Abschnitten auf die demographischen Faktoren, die Chinas Wachstum begünstigten, und warum sich diese nun zu ändern beginnen.

Das Ende des Kalten Krieges und der Eintritt Chinas in die Weltwirtschaft

Communism would take off in the twentieth century. It became not merely a spectre but a living reality. And not just in Europe, but for hundreds of millions of people spread across the globe – in places very different from those where Marx expected proletarian revolutions to occur.
Archie Brown, The Rise and Fall of Communism

In den 1970er-Jahren lebte ein Drittel der Weltbevölkerung in sozialistischen Planwirtschaften und wirklich globale Lieferketten hatten sich noch nicht herausgebildet. Erst in den späten 70ern begannen sich in China, das einen großen Teil der kommunistischen Welt repräsentierte, nach dem Tod des Vorsitzenden Mao Zedong die Dinge zu ändern.

Maos Nachfolger Deng Xiaoping führte die „Reform- und Öffnungspolitik“ ein, die die chinesische Wirtschaft liberalisierte und ausländischen Investoren den Zugang zum chinesischen Markt ermöglichte. Dengs marktfreundliche Reformen führten zu einem rasanten Wirtschaftswachstum, das in den folgenden drei Jahrzehnten durchschnittlich 10% pro Jahr betrug. Angesichts der riesigen Bevölkerung Chinas hatte diese Entwicklung einen tiefgreifenden Einfluss auf den internationalen Handel.

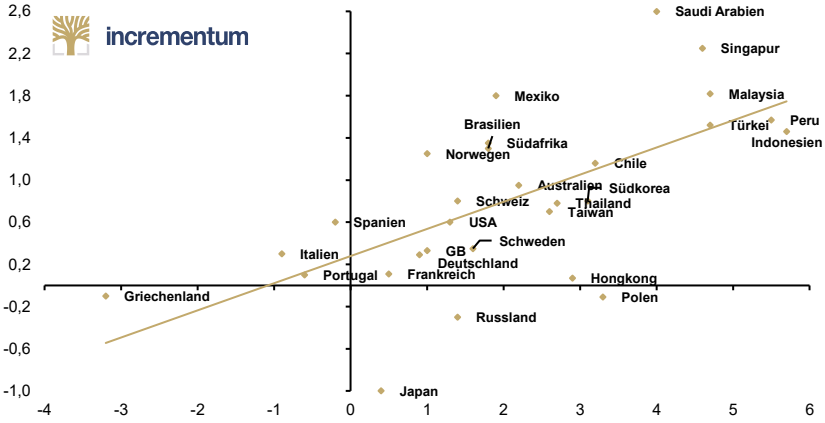
Während der Liberalisierung erlebte China gleichzeitig einen großen und anhaltenden Produktivitätsschub, da die Zahl der Erwerbstätigen im Verhältnis zur Zahl der abhängigen Personen – dazu zählen die unter 15jährigen und die über 65jährigen – stieg, was als „demographische Dividende“ bezeichnet wird. Eine solche Verschiebung in der Demographie wird als „Dividende“ bezeichnet, da bei einem hohen Erwerbstätigenanteil ein größeres Produktivitäts- und Wachstumspotenzial besteht und weniger Ressourcen für die Unterstützung

[167] *Vgl.* Kroeber, Arthur R.: *China's Economy: What Everyone Needs to Know*, 2016

derjenigen aufgewendet werden müssen, die keiner wirtschaftlichen Tätigkeit nachgehen.

Zahlreiche empirische Studien haben gezeigt, dass es einen starken Zusammenhang zwischen demographischer Dividende und Wirtschaftswachstum gibt. So stellen Bloom und Canning fest, dass eine Erhöhung der Wachstumsrate der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter als Anteil an der Gesamtbevölkerung um einen Prozentpunkt die Wachstumsrate des Pro-Kopf-BIP um 1,4 Prozentpunkte erhöht.[168] Der folgende Chart zeigt diese Korrelation.[169]

10-jährige annualisierte Wachstumsrate der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (y-Achse), und des realen BIP (x-Achse), 2005-2015



Quelle: Haver, US Census Bureau, ourworldindata.org, UN, Incrementum AG

Chinas demographische Dividende, die sich ab Mitte der 1970er-Jahre zu manifestieren begann, war vor allem das Ergebnis dreier turbulenter Perioden in seiner Geschichte des 20. Jahrhunderts, die wir im Folgenden skizzieren. China soll dabei als extremes Beispiel für eine demographische Entwicklung dienen, die gerade auch in Europa, dem nicht mehr nur allegorischen „Alten Kontinent" vorzufinden sind.

Der große Sprung nach vorn

Even going flat out, the existing steel mills could not fulfill Mao's target. His response was to order the general population to build „backyard furnaces". At least 90 million people were „forced", [...] to construct such furnaces, which Khrushchev not unfairly dubbed „samovar" furnaces, and which produced not steel at all, but pig iron, if that.
Chang und Halliday, Mao: The Unknown Story

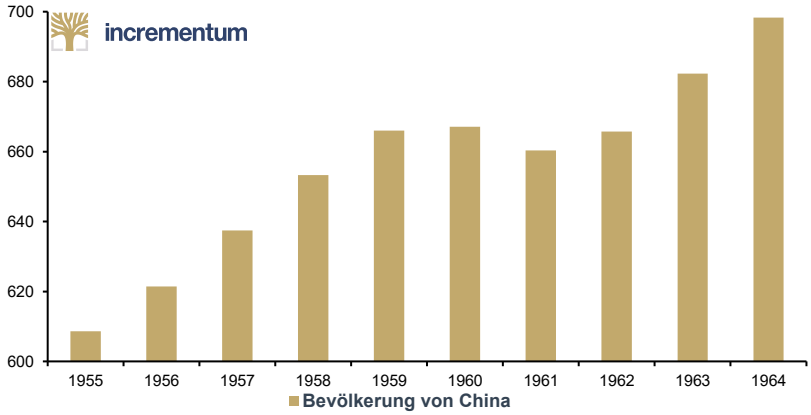
Von der Gründung der Volksrepublik China Jahr 1949 bis zum Jahre 1976 stand China unter der autokratischen Herrschaft des Vorsitzenden Mao. Innenpolitisch herrschte in diesen Jahren keine Ruhe, wobei „Der Große Sprung nach vorn" ab 1958 zu den tiefgreifendsten Umwälzungen führte. In dem Versuch, die industrielle Produktion durch einen zentralen Plan anzukurbeln, wurden Landarbeiter von den Höfen abgezogen und zur Arbeit an unwirtschaftlichen Projekten, wie der Produktion von Stahl in kleinen Öfen, gezwungen.[170]

Die Reduzierung der landwirtschaftlichen Arbeit, die diese Politik mit sich brachte, führte zu einer Missernte und einer Hungersnot, die nach Recherchen von Yang

—
[168] *Vgl.* Bloom, David E., David Canning, Guenther Fink, und Jocelyn E. Finlay: „Does Age Structure Forecast Economic Growth?", *NBER Working Papers*, Juli 2007
[169] Grindal, Alejandra und Ayers, Patrick: „Demographic Demise or Opportunity?", Ned Davis Research Group, 21. September 2017, S. 12
[170] Kroeber, Arthur R. : *China's Economy: What Everyone Needs to Know*, 2016, S. 164

Jisheng schätzungsweise 30-40 Millionen Chinesen das Leben kostete.[171] Diese Ereignisse waren eine Tragödie von historischem Ausmaß, die zu einem starken Rückgang der chinesischen Bevölkerung von 1959 bis 1961 führte. Dieser Bevölkerungsrückgang sollte in den kommenden Jahrzehnten das Altersprofil der chinesischen Bevölkerung prägen.

Bevölkerung von China, in Mio, 1955-1964



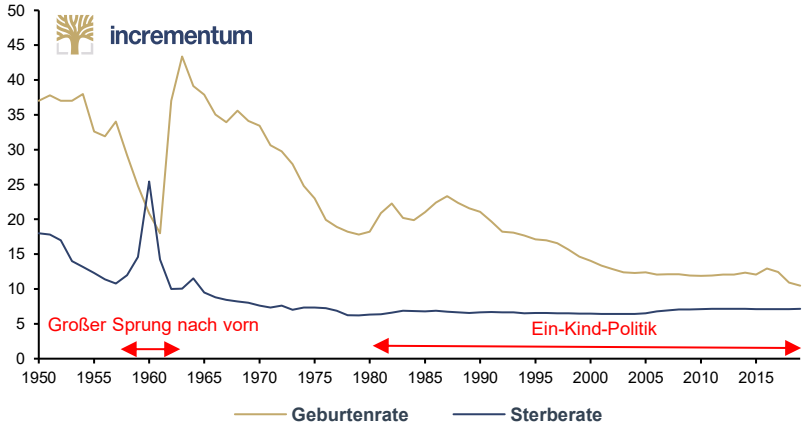
Quelle: National Bureau of Statistics China, Incrementum AG

Der Babyboom 1963-1973

China has its own Baby Boom generation. And China's baby boom generation, because of the size of China itself, is the world's largest baby boom generation.
Howard W. French

Die Politik des „Großen Sprungs nach vorn" wurde in den frühen 1960er-Jahren aufgegeben, und die chinesische Wirtschaft kehrte für kurze Zeit zu einer für die damalige Zeit relativen Normalität zurück. Die Regierung erneuerte die Aufforderung an die Familien, so viele Kinder wie möglich zu bekommen, was seit der Gründung der Volksrepublik 1949 offizielle Politik gewesen war. Chinas Geburtenquote verdoppelte sich zwischen 1961 und 1963 und es folgte ein jahrzehntelanger „Babyboom".

Geburten- und Sterberate in China (pro 1.000 Einwohner), 1950-2019



Quelle: National Bureau of Statistics China, Incrementum AG

[171] *Vgl.* Yang, Jisheng: *Tombstone: The Untold Story of Mao's Great Famine*, 2012

As a result of the one-child policy and increasing affluence, the demographic and socio-economic profile of China is rapidly changing.
Richard Martin

Kleinere Familien und die Ein-Kind-Politik

Chinas Bevölkerung wuchs von 1963 bis 1973 um 30% und stieg von 680 Mio. auf 880 Mio. Menschen an. Nach einem Höchststand nach dem „Großen Sprung nach vorn" begannen die Geburtenraten wieder zu sinken. Wie L. Heise feststellt, wurde der Rückgang durch Veränderungen in der chinesischen Innenpolitik Anfang der 1970er-Jahre noch verstärkt.[172] Zu dieser Zeit waren die chinesische Politik besorgt, dass Chinas Bevölkerung zu schnell wächst, und sie begannen, Großfamilien zu verhindern. Die bekannte Ein-Kind-Politik trat 1979 in Kraft, was dazu beitrug, dass die Geburtenraten niedrig blieben.

These two politico-economic developments, the rise of China and the return of Eastern Europe to the world trading system, provided an enormous positive supply shock to the available labour force in the world's trading system.
Goodhart und Pradhan, The Great Demographic Reversal

Die demographische Dividende

Die Kombination der Entwicklungen während dieser drei historischen Perioden führte dazu, dass China ab Mitte der 1970er-Jahre einen rapiden Rückgang seines Abhängigkeitsquotienten erlebte. Einerseits hatte sich die Zahl der Pensionisten, die Chinas Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter unterstützen musste, durch das Massensterben der späten 1950er-Jahre verringert. Andererseits gab es weniger Kinder aufgrund des jüngsten Rückgangs der Geburtenrate. Chinas Abhängigenquotient lag bis Mitte der 1970er-Jahre bei etwa 80, d. h. auf 100 Personen im Erwerbstätigenalter (15-64) kamen 80 zu betreuende Personen (-14 und 65+), sank aber in den folgenden drei Jahrzehnten drastisch und erreichte 2010 einen historischen Tiefstand von nur 36. **Neben der politischen Liberalisierung trug der sinkende Abhängigenquotient wesentlich zum rekordverdächtigen Wirtschaftswachstum des Landes bei.**

I've been looking for freedom
I've been looking so long
I've been looking for freedom
Still the search goes on.
David Hasselhoff

Ost-Europa

Während China eine rasante Entwicklung durchlief, war auch innerhalb des Sowjetblocks ein politischer Wandel im Gange. Im Jahr 1989 fiel die Berliner Mauer. Osteuropa wurde wieder in den globalen Handel eingegliedert, was dazu führte, dass zusätzliche 209 Millionen Menschen im erwerbsfähigen Alter der globalen Wirtschaft als Arbeitskräfte zur Verfügung standen.[173] Dies verstärkte die disinflationären Tendenzen, da die Welt von der Produktivität dieser neuen Arbeitskräfte profitierte, sowohl durch internationalen Handel als auch – im Falle vieler westeuropäischer Länder – durch direkte Migration und den von ihr ausgelösten Druck auf die Löhne insbesondere geringqualifizierter Arbeitskräfte. Zum Beispiel arbeiteten 2018 rund 1,5 Mio. Menschen aus Osteuropa in Deutschland[174] und etwa 1,1 Mio. in Großbritannien.[175]

Die disinflationären Kräfte Chinas und Osteuropas

Die Öffnung Chinas und Osteuropas bedeutete eine effektive Verdoppelung des Arbeitskräfteangebots, das den fortgeschrittenen Volkswirtschaften der Welt zwischen den Jahren 1991 und 2018 zur Verfügung stand.[176] Diese Öffnung ging einher mit der Aufhebung von Barrieren für den internationalen Handel auf globaler Ebene, durch die Handelsrunden in Uruguay 1986 und Doha 2001.

—
172 *Vgl.* Heise L.: *China's baby boomers*, World Watch, Jänner-Februar 1988
173 Goodhart, Charles, und Manoj Pradhan: *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, 2020, S. 2
174 *Vgl.* „Arbeitsmarkt: Osteuropäer füllen Lücken", Deutsche Welle, 7. Oktober 2018
175 *Vgl.* „80% der 1,4 Mio. osteuropäischen Einwohner Großbritanniens sind in Arbeit", 10. Juli 2017
176 Goodhart, Charles, und Manoj Pradhan: *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, 2020, S. 3

We uncover a puzzling link between low-frequency inflation and the population age-structure: The young and old (dependents) are inflationary whereas the working age population is disinflationary.
Juselius und Takáts, The Age-Structure–Inflation Puzzle

Diese politischen Entwicklungen und die damit einhergehenden demographischen Trends waren aus folgenden Gründen disinflationär. Statistiker messen die Inflation, indem sie die Veränderung des Geldpreises des Verbraucherpreisindexes berechnen: ein gewichteter Korb von üblicherweise gekauften Konsumgütern und Dienstleistungen. Wenn andere Faktoren, wie z. B. die Geldmenge, konstant sind, bedeutet eine größere Menge an produzierten Konsumgütern, dass es mehr Güter pro Währungseinheit auf dem Markt gibt. Dies drückt die Preise für Konsumgüter nach unten, was die Inflation senkt. Die Globalisierung nach den 1990er-Jahren war disinflationär, weil die durch die internationale Arbeitsteilung erhöhte Produktivität zu einem weltweiten Anstieg der Güterproduktion führte.[177]

Gleichzeitig hatte ein sinkender globaler Abhängigkeitsquotient einen weiteren disinflationären Effekt auf die Weltwirtschaft.[178] Im Allgemeinen produzieren Arbeitnehmer mehr als sie konsumieren – sonst wäre es nicht rentabel, sie zu beschäftigen – während abhängige Personen wie Kinder und ältere Menschen eher konsumieren, denn produzieren. Das heißt, wenn der Anteil an Menschen im erwerbsfähigen Alter steigt, wird mehr produziert als konsumiert, was den Preis der Güter nach unten drückt.

Dieser Zusammenhang zwischen Abhängigkeitsquotient und Inflation und seine Auswirkungen auf die Zeit nach den 1990er-Jahren haben Juselius und Takáts empirisch nachgewiesen. Sie untersuchen Daten aus 22 Industriestaaten von 1955 bis 2014 und finden einen signifikanten Zusammenhang zwischen einem hohen Abhängigkeitsquotienten und dem Inflationsdruck. **Juselius und Takáts kommen zu dem Schluss, dass der Altersstruktureffekt prognostizierbar ist. Sie sehen in der Demographie einen Hinweis auf eine Zunahme des Inflationsdrucks in den kommenden Jahrzehnten.**[179]

Wie wir gesehen haben, ermöglichten die disinflationären Kräfte, die aus einer Kombination von politischer Liberalisierung, freiem Handel und günstiger Demographie resultierten, dass die Inflationszahlen in den Industriestaaten trotz der massiven monetären und fiskalischen Expansion, die diese Länder unternahmen, niedrig blieben.[180] Bei der Analyse der Ursachen für die Inflationstrends in der Zeit nach den 1990er-Jahren weisen Grendal und Ayers darauf hin, dass Chinas Beitritt zur Welthandelsorganisation (WTO) im Jahr 2001 für das Aufkommen und die Verfestigung disinflationärer Tendenzen besonders wichtig war.[181] **Ohne die Globalisierung und die günstige demographische Entwicklung wären die Inflationszahlen in der Zeit nach 1990 mit Sicherheit viel höher ausgefallen.**

Anstatt die Vorteile der fallenden Preise zu nutzen und die Staatsverschuldung zu reduzieren, entschieden sich die Industriestaaten stattdessen dafür, die

—
177 *Vgl.* Statista.com: „Trends im globalen Exportvolumen des Warenhandels von 1950 bis 2019“, 4. Jänner 2021
178 *Vgl.* Our World in Data: Age dependency ratio projected to 2100, World
179 *Vgl.* Juselius, Mikael und Takáts, Előd: „The Age-Structure-Inflation Puzzle“, *Bank of Finland Research Discussion Paper*, Nr. 4, 2006
180 *Vgl.* Kodaki, Mariko and Manabe, Kazuya: „No end in sight for record-high public debt fueled by COVID-19“, NIKKEI Asia, 25. Oktober 2020
181 Grindal, A. und Ayers, P.: „Demographic Demise or Opportunity?“, Ned Davis Research Group, 21. September 2017, S. 22

Staatsausgaben auf einem historisch hohen Niveau zu halten. Die meisten wiesen weiterhin anhaltende Defizite auf, was dazu führte, dass die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP auf ein neues Allzeithoch stieg.[182]

Unter normalen Umständen hätten die anhaltenden Defizite und die akkommodierende Geldpolitik zu höheren Inflationsraten geführt, aber wie bereits erwähnt, wurde der Inflationsdruck durch die disinflationären Kräfte der Globalisierung in Verbindung mit einer günstigen demographischen Entwicklung und technologischem Fortschritt ausgeglichen. Die VPI-Gesamtzahlen blieben daher in der Nähe der Zielwerte der Zentralbank von 2-3%, meist sogar darunter.[183]

Chinesische Handelsüberschüsse

摸着石头过河
Feel for the stones as you make your way across the river.
Deng Xiaoping

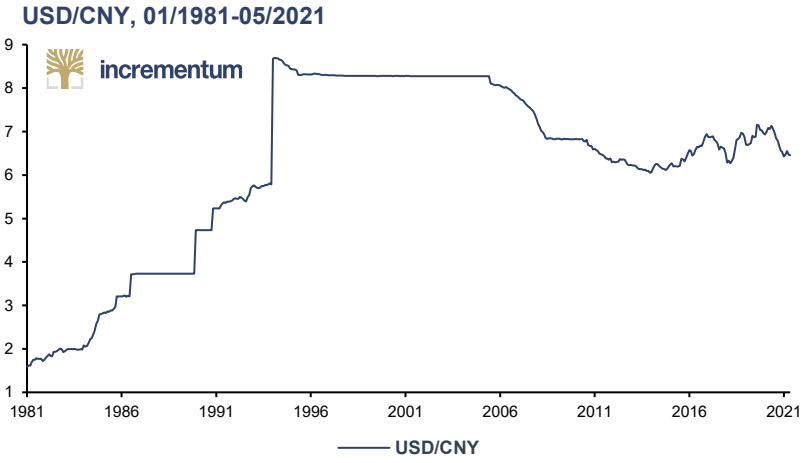
Die disinflationären Tendenzen wurden außerdem durch die großen Handelsüberschüsse verstärkt, die China ab Mitte der 2000er-Jahre erzielte und die bis zu 8% des BIPs erreichten. Die Höhe dieser Überschüsse war weitgehend das Ergebnis der Politik der „People's Bank of China“ (PBoC), die darauf abzielte, den Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar relativ stabil zu halten.[184]

In the planned economy period, China – like virtually every other Communist country – had a severely overvalued exchange rate, reflecting the Communist economic principle that domestic investment in heavy industry, rather than international trade, was the route to wealth.
Arthur Kroeber

Zwischen dem Beginn der „Reform- und Öffnungspolitik“ 1978 und 1997 wertete der Yuan deutlich auf. Laut dem Ökonomen Arthur Kroeber hatte China während der Mao-Ära einen stark überbewerteten Wechselkurs, der das kommunistische Wirtschaftsprinzip widerspiegelte, wonach inländische Investitionen in die Schwerindustrie und nicht der internationale Handel der Weg zu Wohlstand wäre.[185] **Eine starke Währung erlaubte es China, teure Investitionsgüter aus anderen kommunistischen Staaten leichter zu importieren.**

Nach der Einführung der „Reform- und Öffnungspolitik“ ließ die PBoC jedoch den Wechselkurs des Yuan frei schwanken, was zu einer starken Abwertung von 1,5:1 im Jahr 1979 auf 8,7:1 im Jahr 1997 führte. Die PBoC begann, den Wert des Yuan zu kontrollieren, um internationalen Investoren Währungsstabilität zu bieten, indem sie zunächst einen Wechselkurs von 8,7 Yuan zum US-Dollar beibehielt und dann eine bescheidene Aufwertung zuließ.

—
[182] *Vgl.* Kodaki, Mariko und Manabe, Kazuya: „No end in sight for record-high public debt fueled by COVID-19“, NIKKEI Asia, 25. Oktober 2020
[183] *Vgl.* Macrotrends: „OECD members Inflation Rate 1960-2021“
[184] Kroeber, Arthur R.: *China's Economy: What Everyone Needs to Know*, 2016, S. 141f.
[185] Kroeber, Arthur R.: *China's Economy: What Everyone Needs to Know*, 2016, S. 142

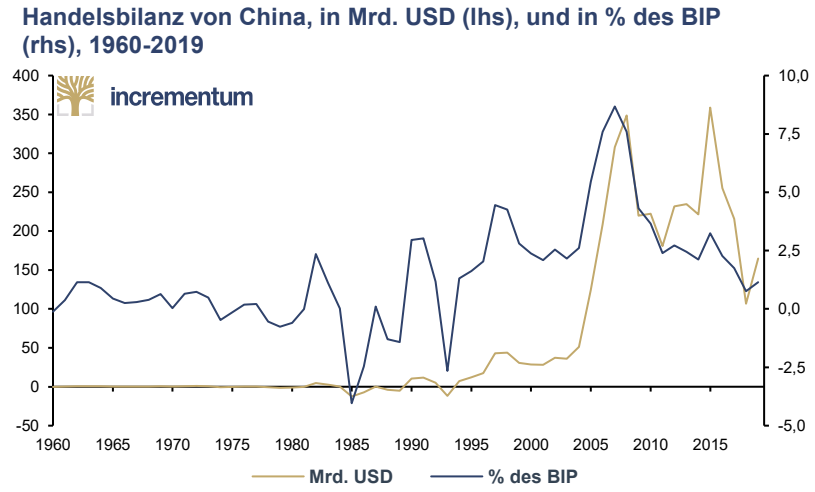


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Während die Politik der PBoC dazu beitrug, eine relative Wechselkursstabilität zu erreichen, war der Yuan im Vergleich zu dem, was sein Preis auf dem freien Markt gewesen wäre, wahrscheinlich stark unterbewertet. Das Ergebnis war, dass China mehr reale Güter in den Rest der Welt exportierte, als es importierte. **Den Handelsbilanzüberschuss legte die PBoC in US-Staatsanleihen an.**

Globally, the number of persons aged 80 years or over is projected to increase more than threefold between 2017 and 2050, rising from 137 million to 425 million.
Vereinte Nationen

In den späten 2000er-Jahren war Chinas Exportüberschuss der größte der Welt und betrug etwa 0,5% des globalen BIP. Die Länder, in die China exportierte – in erster Linie in Industriestaaten – profitierten von dieser effektiven Subventionierung der Preise für ihre Konsumgüter. **Als Folge der chinesischen Wechselkurspolitik exportierte China effektiv Preisdeflation in den Rest der Welt.**



Quelle: Macrotrends.net, Incrementum AG

Diese Dynamik wurde durch finanzielle Repression innerhalb Chinas Grenzen ermöglicht. Die Zinssätze für chinesische Bankeinlagen wurden ab Mitte der 2000er-Jahre unter der inländischen Inflationsrate gehalten, und die Auslandsinvestitionen chinesischer Bürger wurden durch Kapitalkontrollen begrenzt.[186] Dies bedeutete, dass die chinesischen Bürger die Kosten für die

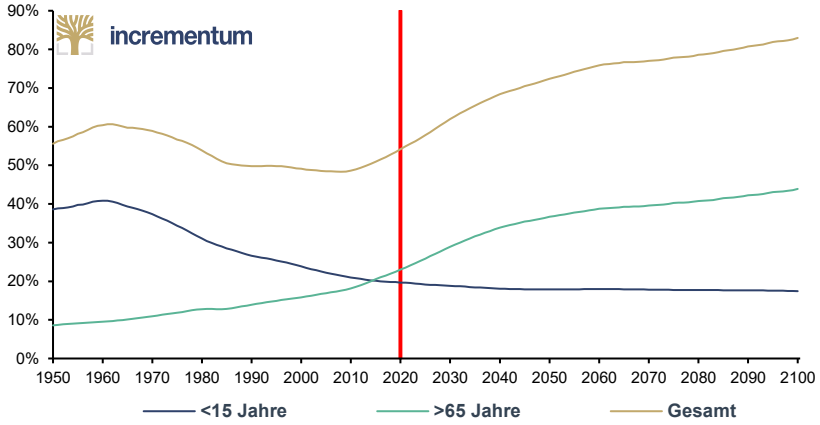
[186] Kroeber, Arthur R.: *China's Economy: What Everyone Needs to Know*, 2016, S. 132

Subventionierung ihrer Exporte in den Rest der Welt in Form einer höheren Inlandsinflation übernahmen.

Günstige Bedingungen beginnen sich umzukehren

Was sich heute ändert, ist, dass sich die günstigen demographischen Bedingungen, die die Welt seit den 1990er-Jahren genießt, nun zu ändern beginnen. Die Weltbevölkerung altert, und diese Alterung ist in den Industriestaaten besonders ausgeprägt.

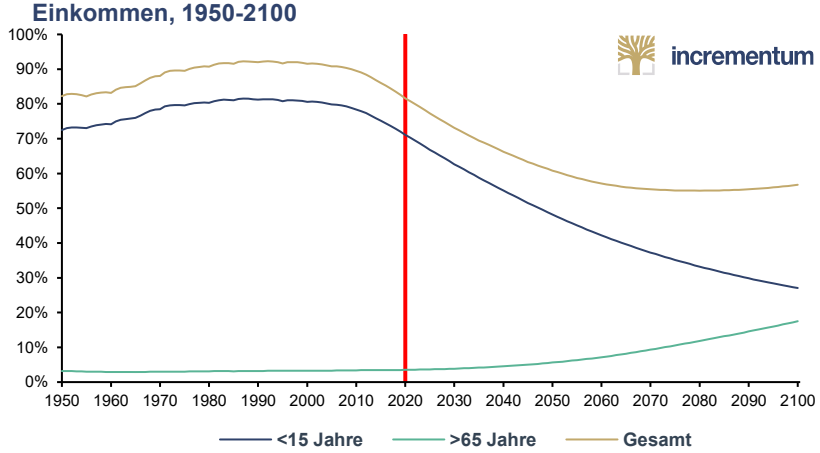
Altersabhängigkeitsverhältnis in Staaten mit hohen Einkommen, 1950-2100



Quelle: Engelgau, Michael et. al: Capitalizing on the Demographic Transition: Tackling Noncommunicable Diseases in South, 2011, p. 18, ourworldindata.org, UN, Incrementum AG

Laut UN-Prognosen wird sich die Zahl der über 80-Jährigen weltweit bis zum Jahr 2050 verdreifachen.[187] Dieser Trend ist von großer Bedeutung, da die Altersgruppe der über 80-Jährigen anfällig für Krankheiten wie Demenz ist, die einen hohen Aufwand an arbeitsintensiver Pflege erfordern. Zusammen mit dem Anstieg der Zahl älterer Menschen wird sich die Zahl der Demenzkranken aufgrund der Bevölkerungsalterung weltweit bis 2050 voraussichtlich fast verdreifachen.[188]

Altersabhängigkeitsverhältnis in Staaten mit niedrigen Einkommen, 1950-2100



Quelle: Engelgau, Michael et. al: Capitalizing on the Demographic Transition: Tackling Noncommunicable Diseases in South, 2011, p. 18, ourworldindata.org, UN, Incrementum AG

—
187 *Vgl.* UNO: „World Population Aging“, 2017
188 *Vgl.* Pratchett, Terry: „A global assessment of dementia, now and in the future“, The Lancet, 5. September 2015

Nearly 47 million people globally are living with dementia today, with about 10 million new cases being diagnosed every year. Of even greater concern is that by 2050 the number of people living with dementia is projected to nearly triple to more than 130 million.
The Lancet

Während viel über den kommenden Aufstieg der Automatisierung und ihre negativen wie positiven Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt gesprochen wurde, scheint es unwahrscheinlich, dass technologische Fortschritte in der Lage sein werden, den Bedarf an echtem menschlichen Kontakt im Bereich der Pflege in absehbarer Zukunft zu ersetzen.[189] Dies wirkt sich auf die Inflation aus, da die erhöhte Nachfrage nach Arbeitskräften im Pflegebereich Arbeitskräfte von anderen produktiven Verwendungen abziehen wird, was das Angebot an Konsumgütern reduziert und deren Preise in die Höhe treibt.

Darüber hinaus werden für die Versorgung der alternden Bevölkerung unweigerlich Kosten auf die Regierungen zukommen, die Wege finden müssen, um diese zusätzlichen Ausgaben zu finanzieren, wenn ihre Staatsschulden bereits Rekordhöhen erreicht haben. Es scheint wahrscheinlich, dass auf eine akkommodierende Geldpolitik zurückgegriffen werden wird, um die Schuldenlast der Regierungen zu verringern, was als weiterer inflationärer Faktor wirken wird.

Zahlreiche Studien bestätigen den Zusammenhang zwischen Alterung und geringerem Wirtschaftswachstum. So wird in Kapitel 3 des „World Economic Outlook " festgehalten, dass das Pro-Kopf-BIP-Wachstum positiv mit der Zunahme des Bevölkerungsanteils im erwerbsfähigen Alter und negativ mit der Zunahme des Anteils älterer Menschen korreliert ist.[190]

Chinas kommendes demographisches Defizit

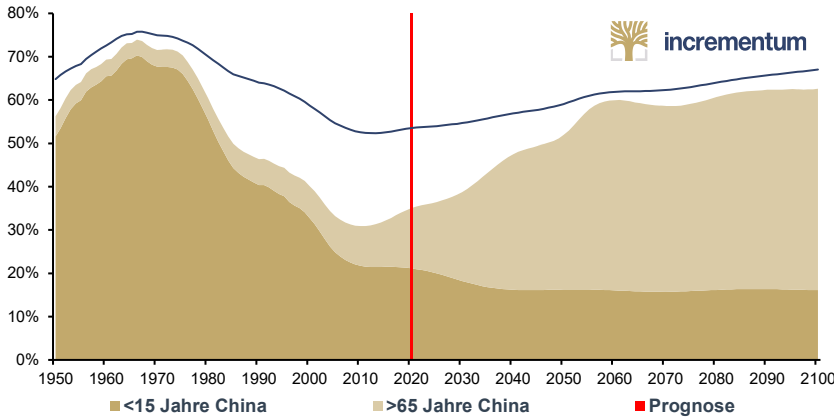
China's population is likely to peak in 2023. People had expected peak population in China to be a decade away, when in fact, it's not, it's right around the corner.
Tony Nash

Wie bereits erwähnt, wird China eines der Länder sein, das am stärksten von der Alterung betroffen sein wird, da sich die demographische Dividende der letzten Jahrzehnte in ein demographisches Defizit verwandelt. Die chinesischen Babyboomer der Jahre 1963-1973 gehen nun en masse in den Ruhestand. Der Anteil der über 60-Jährigen wird bis 2030 von 17% auf 25% ansteigen, wobei sich der Trend bis Mitte des Jahrhunderts in Richtung 35% fortsetzen wird.[191]

Aufgrund der fehlenden Kinder während der Ära der Ein-Kind-Politik, die erst 2015 endete, wird sich das Verhältnis zwischen abhängigen Personen und der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter dramatisch verschieben und sich von den derzeitigen Werten von etwa 41 bis zum Jahr 2030 wieder in Richtung 50 und bis zur Mitte des Jahrhunderts auf 75 bewegen.

—
[189] *Vgl.* Goodhart, Charles, und Pradhan, Manoj: *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, 2020, S. 63
[190] *Vgl.* Yoon, Jong-Won, Kim, Jinill und Lee, Jungjin: „Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy", IMF Working Papers, November 2014
[191] Statista.com: Share of population aged 60 and older in China from 1950 to 2010 with forecasts until 2100; Eine vor kurzem erschienene Studie der PBoC empfiehlt daher der Regierung, die Chinesen zu Familien mit drei und mehr Kindern ermutigen. *Vgl.* „China population: what's driving central bank concern about the nation's ageing workforce?", SCMP, 25. April 2021, „关于我国人口转型的认识和应对之策", *PBC Working Paper,* No. 2021/2, 26. März 2021 (auf Chinesisch erschienen)

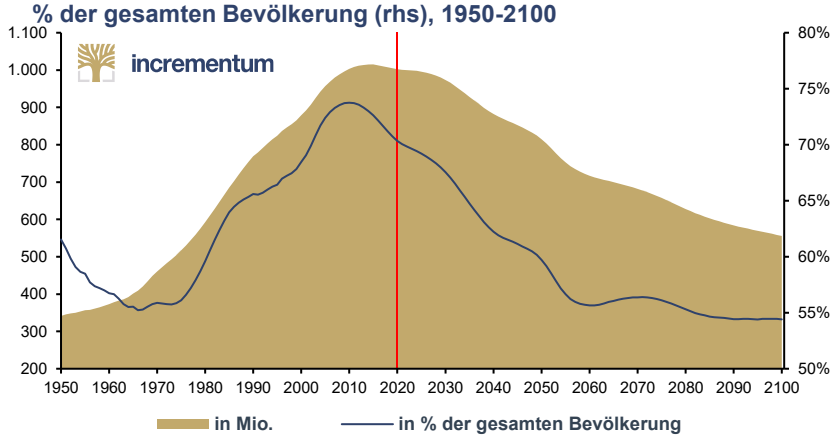
Altersabhängigkeitsverhältnis in China und weltweit, 1950-2100



Quelle: ourworldindata.org, UN, Incrementum AG

Neben den Veränderungen des Abhängigkeitsquotienten hat die Größe der chinesischen Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in absoluten Zahlen bereits ihren Höhepunkt erreicht und beginnt nun zu schrumpfen. Die Prognose ist im folgenden Chart dargestellt.

Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in China, in Mio. (lhs), und in % der gesamten Bevölkerung (rhs), 1950-2100



Quelle: ourworldindata.org, UN, Incrementum AG

Die Tatsache, dass es in China insgesamt weniger Arbeiter geben wird und dass diese Arbeiter eine wachsende Zahl von Abhängigen innerhalb ihrer eigenen Bevölkerung unterstützen müssen, wird die Produktivität bremsen und den Leistungsbilanzüberschuss des Landes verringern. Innerhalb weniger Jahre könnte sich der Leistungsbilanzüberschuss in ein Defizit verwandeln.[192] Diese Faktoren werden dazu beitragen, die disinflationären Auswirkungen Chinas, an die sich die Welt in den letzten Jahrzehnten gewöhnt hat, zu neutralisieren.

Was ist mit der demographischen Dividende im Rest der Welt?

Während das Durchschnittsalter der Weltbevölkerung steigt, bleiben die demographischen Prognosen für einige Regionen wie Afrika und Südasien relativ günstig.[193] Diese Regionen werden einen erheblichen Beitrag

[192] *Vgl.* „China may soon run its first annual current-account deficit in decades", The Economist, 16. März 2019
[193] *Vgl.* Wolpert, Stanley A. et al.: „India – Demographic trends", Encyclopedia Britannica; „Africa's prospects for enjoying a demographic dividend", voxeu.org, 20. Oktober 2016

zum globalen Wachstum leisten, aber das Ausmaß der Veränderungen, die wir in den nächsten Jahrzehnten erleben werden, wird wahrscheinlich nicht mit dem von China nach 1990 mithalten können. Die Gründe dafür sind sowohl politischer als auch geographischer Natur. Während China sowohl von einer großen Bevölkerung als auch von einem relativ ungehinderten Handel innerhalb seiner Grenzen profitiert hat, sind Südasien und Afrika politisch wesentlich stärker fragmentiert.

Goodhart und Pradhan liefern die folgende Analyse der politischen Hindernisse für das Wachstum in Indien, die unserer Meinung nach für viele Entwicklungsländer gilt. Sie schreiben:

> *„India will be able to attract global capital to its shores, but the lack of administrative capital and its system of democratic checks and balances will not allow a single-minded, China-esque model of growth to materialise. India's administrative capital is starting off from an extremely weak level and internal collisions within its multi-party system as well as between the states and the federal government make a coordinated policy of growth difficult to manage."*[194]

Während wir die Notwendigkeit zentral koordinierter Wachstumsstrategien in Frage stellen, stimmen wir der Behauptung zu, dass es konkurrierende lokale Interessen in vielen Teilen der sich entwickelnden Welt schwieriger machen werden, das in China beobachtete Wachstumstempo zu erreichen.

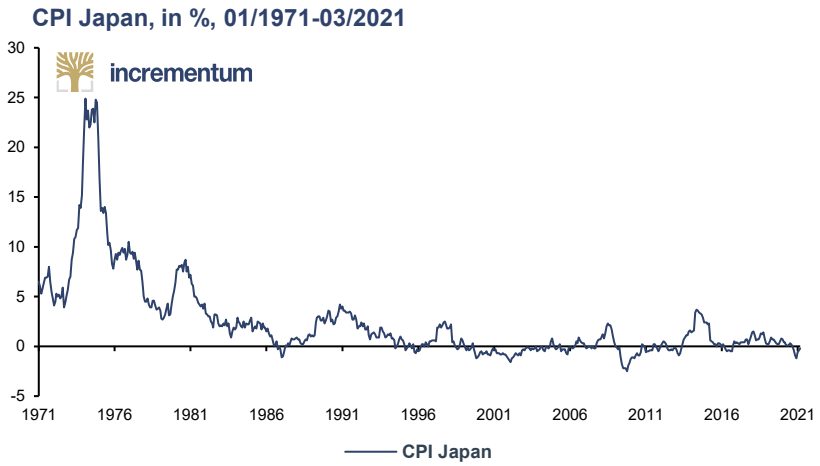
You could fit the USA, Greenland, India, China, Spain, France, Germany and the UK into Africa and still have room for most of Eastern Europe. We know Africa is a massive land mass, but the maps rarely tell us how massive.
Tim Marshall, Prisoners of Geography

Darüber hinaus gibt es im Fall von Afrika zusätzliche Herausforderungen, die mit der Geographie des Kontinents zusammenhängen. Afrika hat zwar eine ähnliche Bevölkerungszahl wie China, ist aber etwa dreimal so groß und hat daher eine viel geringere Bevölkerungsdichte. Wie in Tim Marshalls Buch „Prisoners of Geography" beschrieben, steht Afrika auch vor natürlichen Entwicklungsherausforderungen, wie dem Mangel an schiffbaren Wasserwegen, die die Bevölkerung im Landesinneren mit dem Rest des Landes verbinden könnten.[195] Geographische Faktoren und die geringe Bevölkerungsdichte werden die Industrialisierung auf dem afrikanischen Kontinent in einem Umfang, der die globale Preisentwicklung signifikant beeinflussen wird, zu einer schwierigen Aufgabe machen.

Warum kam es in Japan nicht zur Inflation?

Wenn die Alterung der Bevölkerung inflationär ist, wie kommt es dann, dass die Wirtschaft Japans in den letzten Jahrzehnten eine sehr niedrige Inflation – im Durchschnitt 0,5% pro Jahr – aufgewiesen hat, während die Bevölkerung gealtert ist?

—
[194] Goodhart, Charles, und Pradhan, Manoj: *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, 2020, S. 159
[195] Marshall, Tim: *Prisoners of Geography*, Kapitel 5, 2016



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Many people think that QE alone is inflationary, but it's not. At most, QE alone is anti-deflationary, or inflationary for asset prices in particular. On its own, QE doesn't result in more money in peoples' pockets chasing more goods, or higher commodity prices.
Lyn Alden

Während die Schrumpfung der japanischen Erwerbsbevölkerung in der Tat inflationär war, war Japan ein besonderer Nutznießer der globalen demographischen Dividende. Ab den 1990er-Jahren unternahmen japanische Unternehmen eine große Investitionsoffensive, die es ihnen ermöglichte, die Produktivität der einheimischen Arbeitnehmer durch Outsourcing zu erhöhen. Japans Nähe zum boomenden China, aus dem es etwa ein Viertel seiner Importe bezieht,[196] spielte eine besonders wichtige Rolle bei der Stützung seiner Wirtschaft und der Vermeidung von Inflation. Wie Goodhart und Pradhan schreiben: *„Japan's labour force was shrinking just as the world became overflowing with cheaper but efficient labour."*[197]

Da die Volkswirtschaften, aus denen sich der globale Fertigungskomplex zusammensetzt, nun gemeinsam altern, ist die Strategie der Ausweitung von Lieferketten auf entwickelte Volkswirtschaften, in denen reichlich vorhandene Arbeitskräfte mit effizienten Kapitalstrukturen kombiniert werden können, leider eher begrenzt.

I've never really wanted to go to Japan. Simply because I don't like eating fish. And I know that's very popular out there in Africa.
Britney Spears

Neben der demographischen Entwicklung gibt es weitere Gründe dafür, dass Japans Fähigkeit, hohe Staatsschulden anzuhäufen, ohne eine hohe Inflation zu erleiden, im Falle anderer entwickelter Volkswirtschaften wie den USA nicht wiederholbar sein wird. **Luke Gromen argumentiert wie folgt:**

> *„Japan is a current account surplus, internally-funded nation, non-reserve currency issuing nation with a massively positive Net International Investment Position (NIIP) as a % of GDP. In contrast, the US has the biggest Current Account deficit in the world, the US has historically been externally-funded, the USD is the global reserve currency, and the US has a massively negative NIIP (-62% of US GDP)."*[198]

196 *Vgl.* Watanabe, Akira et al.: „Japan – Trade in Japan", Encyclopedia Britannica
197 Goodhart, Charles, und Manoj Pradhan: *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, 2020, S. 142
198 *Vgl.* Gromen, Luke: „Eagle Pointe 63 (1)", soundcloud.com, 25. März 2021

Fazit

Der Vorteil der Demographie ist, dass demographische Entwicklungen gut prognostizierbar sind: Wenn man die Fertilitätsrate zu einem bestimmten Zeitpunkt kennt, ist es möglich, die Alterszusammensetzung der Bevölkerung eines Landes mit einer relativ geringen Fehlermarge Jahrzehnte in die Zukunft vorherzusagen.

Wie wir gesehen haben, hat die Welt gerade eine Ära hinter sich, in der die demographischen und politischen Bedingungen sehr günstig für das Wirtschaftswachstum waren. Unsere Analyse deutet darauf hin, dass diese Ära nun zu Ende geht.

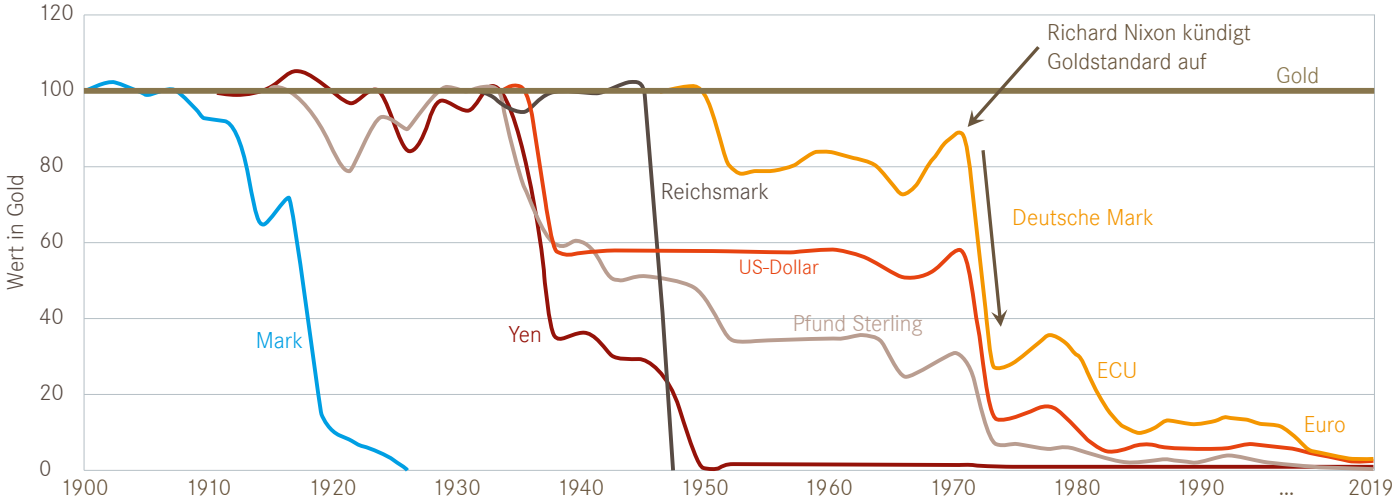
Demographics is destiny.
Arthur Kemp

Im Ergebnis kommen wir zu dem Schluss, dass die demographischen Veränderungen der letzten Jahrzehnte eine starke – und unterschätzte – disinflationäre Kraft darstellten. Doch mit der Alterung der Welt, die in einigen Ländern wie China dramatisch ausfällt, werden sich grundlegende wirtschaftliche Entwicklungen der vergangenen Jahrzehnte umkehren. **Unter anderem wird das globale Pendel im kommenden Jahrzehnt von einer niedrigeren zu einer höheren Inflation bewegen.**

Freiheit geht über Silber und Gold.

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

Die goldene Konstante



Quelle: Bloomberg, Reuters | Grafik: SOLIT

GIFT

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

Wladimir Lenin

ANTISERUM

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

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

Zeit zum Handeln – Informieren Sie sich jetzt unter:

www.goforgold.de
www.solit-kapital.de

JETZT BEI Google Play
solit-kapital.de/google

Laden im App Store
solit-kapital.de/apple

10 Jahre Solit

De-Dollarization 2021: Europa kauft Gold, China eröffnet die digitale Front

„For almost 60 years, the world complained but did nothing about it. Those days are over.“

Stephen Roach

Key Takeaways

- **China arbeitet an allen Fronten an der Untergrabung der US-Dollar-Hegemonie. Davon profitieren auch Russland und Europa.**
- **Der digitale Yuan ist weit vorangeschritten, doch die Tatsache, dass China die Währung als Überwachungsinstrument nutzt, schreckt viele ab. Was werden Europa und die USA tun?**
- **Die Biden-Regierung hat den digitalen Yuan schon ins Visier genommen, die Federal Reserve zögert aber noch was den digitalen US-Dollar betrifft.**
- **Die Notenbanken kaufen weltweit weiter Gold – vor allem in Osteuropa. Der Euro könnte gestärkt aus der Krise hervorgehen.**

Auch neue Liebe rostet nicht

Fünfzig Jahre – So lange will die Ölnation Saudi-Arabien dafür garantieren, das aufstrebende China mit dem „schwarzen Gold" zu versorgen. Das sagte der CEO des saudischen Ölkonzerns „Saudi Aramco", Amin Nasser, Ende März beim „China Development Forum". Er bezeichnete die Energieversorgung Chinas als „höchste Priorität" für sein Unternehmen.[199] Es ist ein weiterer Schritt von Saudi-Arabien in Richtung seiner neuen Liebe: China.

Keep your friends close, but your enemies closer.
Der Pate, Teil II

Saudi-Arabien ist der größte Ölproduzent der Welt, China der größte Importeur. Die Saudis sind Chinas wichtigster Lieferant, doch Russland ist ihnen stets auf den Fersen. In einer Welt, die zunehmend vom Wechsel auf erneuerbare Energien geprägt wird, wirken die Versprechungen der Saudis an Peking ein wenig aus der Zeit gefallen. Doch man darf nicht den Fehler machen, ihre Bedeutung zu unterschätzen. Seit Washington in den 1970er-Jahren den Petrodollar-Pakt mit Riad geschlossen hat, ist der Ölhandel von elementarer Bedeutung für das monetäre Betriebssystem der Welt. Dabei ist nicht so sehr entscheidend, wer Öl kauft oder wie viel – sondern womit er bezahlt.

Potentially, the most dangerous scenario would be a grand coalition of China, Russia and perhaps Iran, an 'anti-hegemonic' coalition united not by ideology but by complementary grievances.
Zbigniew Brzezinski, The Grand Chessboard, 1997

Wir haben in den letzten Ausgaben des *In Gold We Trust*-Reports bereits ausführlich beschrieben, dass Europa, Russland, China und der Iran seit vielen Jahren unzufrieden damit sind, Öl in US-Dollar handeln zu müssen.[200] Europa und China verstehen nicht, warum sie sich von Washington abhängig machen sollen, der Iran sowieso nicht. Und Saudi-Arabien kommt eine besondere Rolle in diesem Spiel zu, das sich zunehmend auf einen Konflikt zwischen Washington und Peking zuspitzt. **China will aus seiner Währung den Petroyuan machen.**

Saudi-Arabien tut sich zunehmend schwer, seinem wichtigsten Kunden diesen Wunsch abzuschlagen. Noch fehlt die offizielle Bestätigung, dass die beiden Nationen einen Teil ihres Ölhandels in der chinesischen Währung abwickeln werden. Noch erlaubt sich Riad nicht, Washington derart zu provozieren. Aber die Ankündigung von Saudi Aramco, bald Yuan-Anleihen ausgeben zu wollen, erzählt ohnehin die ganze Geschichte.[201]

Das ist, was wir De-Dollarization nennen: Der langsame, aber stetige Weg von einem System mit einer einzigen Welt- und Reservewährung in eine multipolare Welt, in der neben dem US-Dollar auch der Euro und der Yuan eine tragende Rolle spielen.

Arrogance diminishes wisdom.
Arabisches Sprichwort

Die USA machen bisher allerdings keine Anstalten, ihr „exorbitantes Privileg" aufzugeben und sich von den Vorteilen zu verabschieden, die ihnen die globale Reservewährung US-Dollar gibt. Und China verfolgt gleich mehrere Ziele gleichzeitig: den Ausbau seines Finanzplatzes, die Stärkung der eigenen Währung Renminbi (Yuan) im internationalen Handel sowie den Ausbau der eigenen wirtschaftlichen Dominanz in Asien. Offiziell wünscht sich China zwar bereits seit

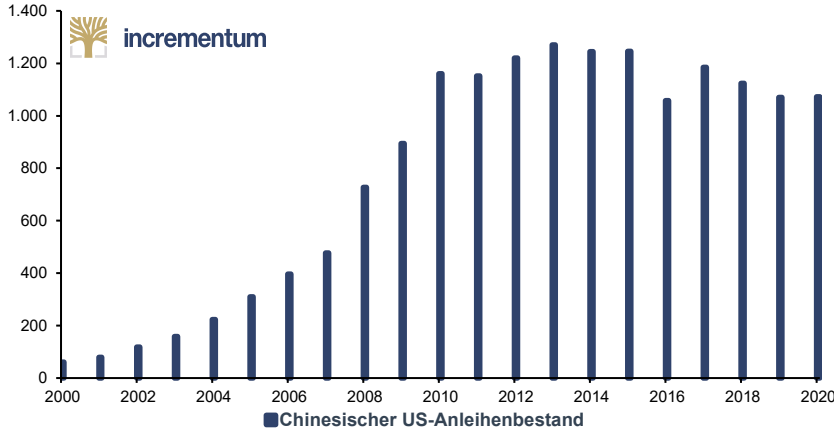
—
199 *Vgl.* Xu, Muyu und Tan, Florence: „Saudi Aramco to prioritise energy supply to China for 50 years, says CEO", Reuters, 21. März 2021
200 *Vgl.* „De-Dollarization 2020 – Das Endspiel hat begonnen", *In Gold We Trust*-Report 2020, „De-Dollarization: Europa wird aktiv", *In Gold We Trust*-Report 2019, „De-Dollarization – Vom US-Dollar via Yuan und Euro zu Gold?", *In Gold We Trust*-Report 2018
201 *Vgl.* Kibe, Hidemitsu: „Saudi Aramco hints at future yuan bonds in potential coup for China ", Nikkei Asia, 21. November 2021

2009 eine supranationale Lösung für die Frage der Reservewährung[202] – aber die Taten sprechen eine andere Sprache.

Both parties in a relationship can choose whether they will have a win-win cooperative-competitive relationship or a lose-lose mutually threatening relationship, though it takes both of them to agree on what type of relationship they will have.
Ray Dalio

China will den Renminbi schrittweise auf Augenhöhe mit dem US-Dollar und dem Euro sehen. Das ist zwar ein weiter Weg, denn nur ein sehr kleiner Teil der internationalen Reserven wird heute in der chinesischen Landeswährung gehalten. Durch geschickte Manöver im Bereich des Öl- und Goldhandels hat Peking seine Position in den vergangenen Jahren verbessert. Nach dem ersten verbalen Angriff der chinesischen Zentralbank auf das US-Dollar-Monopol im Jahr 2009 folgte vier Jahre später die Ankündigung, keine US-Anleihen mehr anhäufen zu wollen. Im September 2014 startete China dann ein Goldfixing in Yuan.[203] Vier Jahre später wurde die Basis für den Ölhandel in der chinesischen Landeswährung gelegt.[204]

Chinesischer US-Anleihenbestand, in Mrd. USD, 2000-2020



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Nun wird die nächste Front eröffnet, die digitale Front. China ist in Sachen digitaler Zentralbankwährung (CBDC) weiter als Europa oder die USA, die in dieser Frage große Gelassenheit zeigen.

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

In diesem Kapitel dokumentieren wir, wie sich der Kampf um die Währungsvorherrschaft im vergangenen Jahr entwickelt hat und welche Rolle Gold dabei spielt. Und wie und warum sich die digitale Front rasch zur wichtigsten Front entwickelt. Im Zentrum steht weiterhin jener Konflikt, der uns vermutlich noch Generationen beschäftigen wird: USA gegen China.

China und Russland treiben die De-Dollarization voran ...

The only thing we owe China is a bank statement. You could argue that this is actually a bad deal for China.
Stephanie Kelton

Ende 2020 wurde die Welt wieder mit einem Spektakel unterhalten. In den USA kam es zur Abwahl von Donald Trump, den mit dem Demokraten Joe Biden der ehemalige Vizepräsident von Barack Obama abgelöst hat. Rund um den Globus wurde viel über die Unterschiede zwischen Trump und Biden sinniert. Doch regelmäßige Leser des *In Gold We Trust*-Reports wissen: Es ist im Grunde

202 *Vgl.* Anderlini, Jamil: „China calls for new reserve currency", *Financial Times*, 24. März 2009
203 *Vgl.* Yap, Chui-Wei: „Shanghai Gold Exchange Launches International Board", *The Wall Street Journal*, 17. September 2014
204 *Vgl.* Chatterjee, Sumeet und Meng, Meng: „Exclusive: China taking first steps to pay for oil in yuan this year - sources", Reuters, 29. März 2018

egal, wer im Weißen Haus sitzt. Die langfristigen Konflikte zwischen den großen Machtzentren der Welt werden durch die US-Wahlen kaum beeinflusst.

China, Russia deepen cooperation in what could be Biden's defining challenge as president.
Frederick Kempe

So ist es kein Wunder, dass Moskau und Peking auch nach der Wahl Bidens weiter zusammenrücken, auch wenn der angeblich viel aggressivere Trump nun Geschichte ist. Ende März war der russische Außenminister Sergei Lawrow in China – und selbst die westlichen Nachrichtenagenturen berichteten in den ersten Absätzen ihrer Artikel vom Kern der Gespräche:

> *„Russian Foreign Minister Sergei Lavrov began a visit to China on Monday with a call for Moscow and Beijing to reduce their dependence on the U.S. dollar and Western payment systems to push back against what he called the West's ideological agenda."*[205]

Das Verhältnis zwischen Russland und China sei derzeit so gut wie nie zuvor in der Geschichte, sagte Lawrow:

> *„The international situation is undergoing profound changes, with new centres of economic, financial and political influence growing stronger. [...] However, these objective developments, which are leading to the formation of a truly multipolar and democratic world, are unfortunately being hindered by Western countries, particularly the United States. [...] They seek to continue to dominate at any cost on global economy and politics and impose their will and requirements on others."*[206]

Und damit auch niemand vergisst, worum es eigentlich geht, fügte der russische Außenminister hinzu:

> *„We need to reduce sanctions risks by bolstering our technological independence, by switching to payments in our national currencies and global currencies that serve as an alternative to the US-Dollar. [...] We need to move away from using international payment systems controlled by the West."*[207]

A day is long, but a lifetime is short.
Russisches Sprichwort

Den Gesprächen zwischen Lawrow und dem chinesischen Außenminister Wang Yi war ein erfolgloses Herantasten zwischen Washington und Peking vorangegangen. In der diplomatischen Sprache zeigt sich Peking aber stets zurückhaltender als Moskau, wenn es um die Meinungsverschiedenheiten mit Washington geht. Dennoch ist durchzuhören, dass man den alleinigen Machtanspruch Washingtons nicht länger akzeptieren will. Eine Sprecherin des chinesischen Außenministeriums sagte nach dem Treffen: *„China and Russia always stand together in close cooperation, firmly reject hegemony and bullying practice, and have become a major force for world peace and stability."*[208]

—
[205] Tétrault-Farber, Gabrielle und Osborn, Andrew: „Russia's top diplomat starts China visit with call to reduce U.S. dollar use", Reuters, 22. März 2021
[206] Krishnan, Ananth: „China, Russia look to deepen 'best in history' ties", *The Hindu*, 22. März 2021
[207] Blinova, Ekaterina: „Dumping the Dollar: Will China, Russia, Turkey, and Iran Create a New International Currency?", Sputniknews, 24. März 2021
[208] O'Connor, Tom: „After U.S. Talks Turn Tense, China Turns to Russia to 'Advance Cooperation'", Newsweek, 22. März 2021

Neben China und Russland, die den bilateralen Handel in ihren eigenen Währungen seit Jahren ausbauen und bereits mindestens ein Viertel der grenzüberschreitenden Geschäfte in Rubel und Yuan abwickeln,[209] gehören auch der Iran und das Nato-Mitglied Türkei zum Club der US-Dollar-Gegner.[210]

I strongly believe that the misuse of the role of the US dollar as an international currency will ultimately lead to its role being undermined.
Sergei Lavrov

Auffällig scheint, dass Lawrow neben „unseren nationalen Währungen" auch von „*global currencies that serve as an alternative to the dollar*" spricht, womit eindeutig der Euro gemeint ist. Dieser kommt im Handel zwischen Staaten, die sich vom US-Dollar abwenden wollen, immer öfter zum Einsatz. Russland hält den größten Teil seiner Währungsreserven in Euro, obwohl das Verhältnis mit der EU angespannt bleibt. Offenbar sind die langfristigen Bande trotz des Konflikts um die Krim und der europäischen Sanktionen nicht gerissen, auch wenn das Verhältnis schon einmal viel besser war.

Immerhin sagte Russlands Präsident Wladimir Putin im Jahr 2010 sogar, dass Russland eines Tages dem Euro beitreten wolle.[211] Und erst Anfang dieses Jahres unterstrich er seinen Wunsch, das Verhältnis mit Europa wieder zu verbessern:

> *„Of course, Western Europe and Russia should be together. Today's situation is not normal. [...] If we can rise above the problems of the past then a positive phase of relationships would await us. [...] But love is impossible if it is only declared by one side. It should be mutual."[212]*

Russland ließ den Worten auch Taten folgen und bereitet gerade die Ausgabe einer Euro-Anleihe vor.[213] Russland ist auch das einzige Land, wo De-Dollarization Staatsräson ist und die staatlichen Medien jeden Verkauf von US-Anleihen feiern.[214]

… und der Euro profitiert

The mighty US dollar continues to reign supreme in global markets. But the greenback's dominance may well be more fragile than it appears, because expected future changes in China's exchange-rate regime are likely to trigger a significant shift in the international monetary order.
Kenneth Rogoff

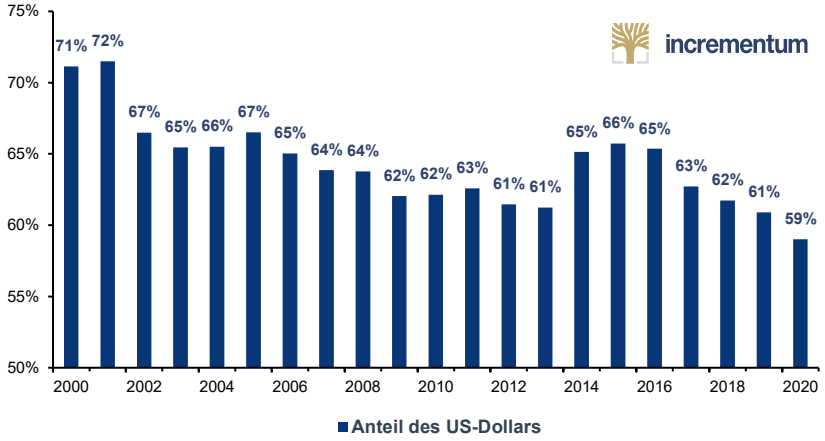
Überhaupt profitiert der Euro immer wieder als neutrale Drittwährung, wenn Mitglieder des Anti-US-Dollar-Clubs nicht auf ihre eigenen Währungen zurückgreifen wollen oder können. Ähnlich wie der US-Dollar vor ihm, bietet sich der Euro als stabile, breit akzeptierte Alternative an. Der Euro ist die einzige Währung, die sich neben dem US-Dollar einigermaßen etablieren konnte. Allerdings stets nur auf Platz zwei mit einigem Abstand. Zwei Drittel der internationalen Anleihemärkte sind in US-Dollar denominiert und drei Fünftel aller grenzüberschreitenden Zahlungen werden in der US-Währung abgewickelt.[215]

Es gibt aber Bewegung. Im März meldete der „Internationale Währungsfonds" (IWF), dass der Anteil des US-Dollars an den internationalen Währungsreserven zuletzt deutlich gefallen ist – und zwar auf ein Niveau, das wir zuletzt 1995 gesehen haben. So entfallen aktuell rund 59% der Währungsreserven auf den US-Dollar. Der Anteil des Euro ist von 20,5% auf 21,2% gestiegen, jener des Yuan von 2,1%

—
209 *Vgl.* „De-dollarization in overdrive: Russia & China boost settlements in national currencies to 25%", RT News, 3. Jänner 2021
210 *Vgl.* „Iran, Russia and Turkey signal growing alliance", Defcon Warning, 26. März 2021
211 *Vgl.* Armistead, Louise: „Putin: Russia will join the Euro one day", *The Telegraph*, 26. November 2010
212 „Putin says Russia wants better ties with Europe", Euraktiv, 27. Jänner 2021
213 *Vgl.* Korsunskaya, Darya: „Russia, under fresh U.S. sanctions threat, says ready to issue Eurobond soon", Reuters, 22. März 2021
214 *Vgl.* „Russia continues ditching US Treasuries as part of state de-dollarization policy", RT News, 20. Jänner 2021
215 *Vgl.* Carter, Radigan: „Back To The Decentralized Future", 1. Februar 2021

auf 2,3%. Ende 2019 lag die chinesische Währung noch bei 1,9%. Der kanadische Banker Bipan Rai von CIBC drückte es so aus: „*This is a slow burn theme, but we are of the view that we're eventually headed into a 'multiple reserve currency' framework over time.*"[216]

Anteil des US-Dollars an den globalen Reservewährungen, 2000-2020



Quelle: IWF, Incrementum AG

Wir teilen diese Einschätzung. Dass neben Russland auch China inzwischen Eurobonds ausgibt, sagt ohnehin schon viel aus.[217] Und die ambitionierten Pläne Brüssels, im Zuge der Corona-Krise erstmals im großen Stil gemeinsame Anleihen der Euro-Länder auszugeben, könnten die Position des Euro weiter stärken. Ohne gemeinsame Eurobonds wird die europäische Währung dazu verdammt sein, ewig die Nummer zwei zu bleiben.[218] Der neue EU-Corona-Fund „*will facilitate diversification out of the U.S. Dollar by offering liquid, high-rating, euro-denominated debt*"[219], sagte dazu Valentin Marinov, ein Analyst der französischen „Credit Agricole".

The toughest thing about the power of trust is that it's very difficult to build and very easy to destroy. The essence of trust building is to emphasize the similarities between you and the customer.
Thomas J. Watson

Die Tatsache, dass die Europäer den Euro nicht als Instrument ihrer Macht einsetzen, wie die US-Amerikaner das tun, macht den Euro auch für China, Russland und andere Länder attraktiv. Um es in den Worten von Wladimir Zotov, einem Direktor der „Ural Bank for Reconstruction and Development" zu sagen: „*If exports and imports between them are more or less the same, it does not matter that much which currency is used. The countries must agree that both their national currencies are equal, or find a common currency, like the Euro.*"[220]

Dass Europa selbst seit Jahrzehnten daran arbeitet, sich von den übermächtigen USA zu lösen und zumindest seine eigenen Im- und Exporte in Euro bezahlen möchte, wissen wir spätestens seit der legendären Abschiedsrede des früheren EU-Kommissionspräsidenten Jean-Claude Juncker im September 2018:

---

216 Barton, Susanne und Sirtori-Cortina, Daniela: „Dollar's Share of Global Reserves Sinks to Lowest Since 1995", 31. März 2021
217 *Vgl.* Choong Wilkins, Rebecca, Azevedo Rocha, Priscila und Zhou, Ina: „China Raises $4.75 Billion as Euro-Bond Sale Draws Bumper Bids", Bloomberg, 18. November 2020
218 *Vgl.* „EU sovereign bonds can reshape the bloc's future", *Financial Times*, 23. Juli 2020
219 Barton, Susanne und Ainger, John: „Threat to Dollar's Global Supremacy Revived by EU Stimulus Deal", Bloomberg, 21. Juli 2020
220 „Press review: US sanctions eroding dollar and Japan seeks to build bridges with Russia", TASS Russian News Agency, 8. Februar 2021

„Es ergibt keinen Sinn, dass wir in Europa unsere Energieimporte – die sich auf 300 Milliarden Euro pro Jahr belaufen – zu 80 Prozent in US-Dollar bezahlen. Schließlich stammen nur rund zwei Prozent unserer Öleinfuhren aus den USA. […] ***Der Euro muss das Gesicht und Werkzeug der neuen europäischen Souveränität werden.****"*[221]

Das Ende des US-Dollars – wieder einmal?

In due time, the dollar, currently the anchor currency for roughly two-thirds of world GDP, could lose nearly half its weight.
Kenneth Rogoff

Nun ist die Idee, dass der US-Dollar als Weltleitwährung abgelöst werden könnte, wahrlich nicht neu. In jeder Finanzkrise findet sie neue Anhänger. Auch in den USA selbst, wo freilich mehr Meinungsfreiheit herrscht als in Russland, China oder Saudi-Arabien. Im Zuge der Corona-Krise war es der Yale-Ökonom Stephen Roach, der ein besonders negatives US-Dollar Szenario skizzierte.

Die *„era of exorbitant privilege is coming to an end"*, schrieb der Ökonom in einem Bloomberg-Beitrag im Juni 2020: *„For almost 60 years, the world complained but did nothing about it. Those days are over."*[222] Der Ausdruck des „exorbitanten Privilegs" stammt vom ehemaligen französischen Finanzminister und späteren Präsidenten Valery Giscard d'Estaing. Er wollte damit sagen, wie unfair es ist, dass die USA die Weltwährung US-Dollar einfach drucken können – andere Staaten aber nicht. Das führte in den Augen der Europäer zu einem aufgeblähten Lebensstandard in den USA – auf Kosten des Rests der Welt.

Die Lust an der Macht hat ihren Ursprung nicht in der Stärke, sondern in der Schwäche.
Erich Kästner

Roach argumentiert, dass diese Zeit nun zu Ende geht. Er erwartet einen Crash des US-Dollars.[223] Er beobachtet – wie andere Ökonomen außerhalb der USA auch – vor allem das enorme Leistungsbilanzdefizit der USA und setzt es in Relation zur nationalen Sparquote: *„The current-account deficit in the United States, which is the broadest measure of our international imbalance with the rest of the world, suffered a record deterioration in the second quarter."*[224]

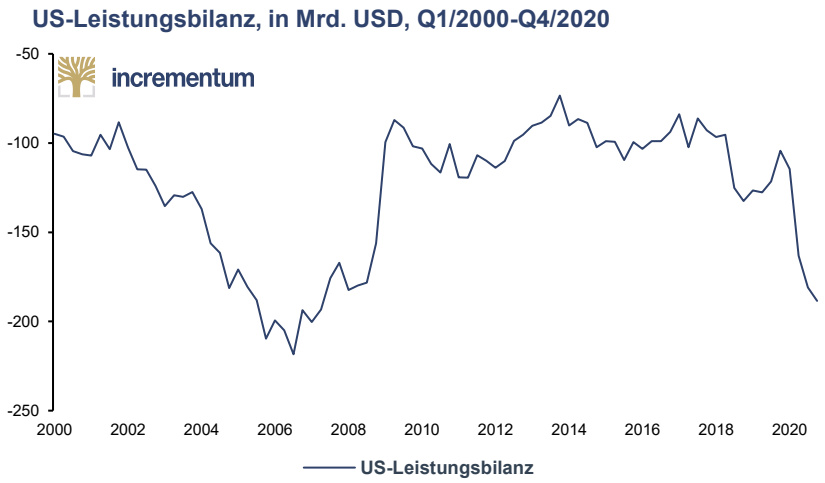
Für die Sparquote sieht Roach sich aber nicht nur die Einlagen und Sparguthaben der privaten Haushalte an – er zieht die enormen Budgetdefizite ab. Und kommt zu einem ernüchternden Ergebnis. Obwohl die Sparquote der Haushalte in der Pandemie hinaufgeschossen ist, weil die Möglichkeiten für Konsum eingeschränkt waren und die Regierung Schecks an Haushalte ausgeschickt hat, ist die gesamte nationale Netto-Sparquote negativ. Und zwar zum ersten Mal seit der Großen Finanzkrise 2007/2008.

Fed policy is endangering the dollar's reserve status.
Stanley Druckenmiller

Roach erwartet, dass sich das Handelsbilanzdefizit der USA weiter vergrößern wird. Dass der Euro aufgrund dessen steigen wird. Und dass die Federal Reserve wenig gegen die Schwäche des US-Dollars unternehmen wird. Tatsächlich hat sich die US-Notenbank mit ihrem Schwenk zum „average inflation targeting" die Option eröffnet, die Teuerungsrate nachhaltig über das Ziel von zwei Prozent steigen zu lassen – um sozusagen entgangene Inflation nachzuholen.[225]

—
[221] Jean-Claude Juncker: „Lage der Union 2018 – Die Stunde der europäischen Souveränität", 12. September 2018, Hervorhebung im Original
[222] *Vgl.* Roach, Stephen: „A Crash in the Dollar Is Coming", Bloomberg, 8. Juni 2020
[223] *Vgl.* Roach, Stephen: „A Crash in the Dollar Is Coming", Bloomberg, 8. Juni 2020
[224] Shalini, Nagarajan: „The US is facing a dollar collapse by the end of 2021 and an over 50% chance of a double-dip recession, economist Stephen Roach says", Insider, 24. September 2020
[225] *Vgl.* „From inflation targeting to average inflation targeting", Economic Research FRED Economic Data, 9. November 2020

Das US-Handelsbilanzdefizit hat ein Niveau erreicht, das wir seit der Großen Finanzkrise 2007/2008 nicht mehr gesehen haben. Roach erwartet, dass das Defizit weiter wachsen wird.



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Alle Corona-Hilfspakete zusammengenommen betragen zum Stand Anfang April 2021 rund 5 Bill. USD, was fast einem Viertel des US-amerikanischen Bruttoinlandsprodukts 2020 entspricht. Roach hält fest:

> *„While not stimulus in the conventional sense, this fiscal injection breaks all modern records by a wide margin. The domestic saving rate, as a result, should plunge further below zero, putting the already wide current-account deficit under even more intense downward pressure."*[226]

Der Ökonom bezeichnet sich selbst als „Euro-Skeptiker". Er sieht im 750 Mrd. EUR schweren „Wiederaufbaufonds" mit dem Namen „NextGenerationEU", den Angela Merkel und Emanuel Macron in der Corona-Krise ausgehandelt haben, aber einen entscheidenden Schritt in Richtung einer politischen Union, was wiederum die *„most undervalued major currency in the world"*, den Euro, unterstützt. Der Ökonom Anatole Kaletsky sprach sogar von einem „Hamiltonian Moment" für Europa:

> *„Comparable to the 1790 agreement between Alexander Hamilton and Thomas Jefferson on public borrowing, which helped to turn the United States, a confederation with little central government, into a genuine political federation."*[227]

Stephen Roach sieht im US-Dollar die *„most overvalued major currency in the world"*[228] und erwartete auch im März noch einen Rückgang von rund 35% gegen andere Währungen im Laufe des Jahres 2021: *„I don't think this is the end of the US-Dollars role as a dominant reserve currency - but it's a step in that direction. I*

—
[226] Roach, Stephen: „The Dollar's Crash Is Only Just Beginning", Bloomberg Quint, 25. Jänner 2021
[227] Kaletsky, Anatole: „Europe's Hamiltonian Moment", Project Syndicate, 21. Mai 2020,
[228] *Vgl.* „'The U.S. dollar is the most overvalued major currency in the world': Stephen Roach", BNN Bloomberg, 11. März 2021

would flag the Euro as the number one alternative, also the Renminbi, Gold and Cryptocurrencies.“[229]

The Fed will have to monetize it. I believe it will have horrible implications for the dollar … it's more likely than not within 15 years that we lose reserve currency status.
Stanley Druckenmiller

Schützenhilfe erhielt Roach Ende März 2021 von niemand Geringerem als Kenneth Rogoff, der einen Kommentar unter dem Titel „The Dollar's Fragile Hegemony“[230] veröffentlichte. Darin argumentiert Rogoff, dass der Appetit für US-Staatsanleihen – und damit für den US-Dollar – bisher unersättlich ist, das aber nicht immer so bleiben muss. Vor allem dann nicht, wenn China seine Geldpolitik modernisiert und das Wechselkursregime lockert:

> *„This does not mean that the Chinese renminbi will become the global currency overnight. Transitions from one dominant currency to another can take a long time. During the two decades between World Wars I and II, for example, the new entrant, the dollar, had roughly the same weight in central-bank reserves as the British pound, which had been the dominant global currency for more than a century following the Napoleonic Wars in the early 1800s.*
>
> *Today, it seems to be an article of faith among US policymakers and many economists that the world's appetite for dollar debt is virtually insatiable. But a modernization of China's exchange-rate arrangements could deal the dollar's status a painful blow.“*[231]

Die Rolle des Goldes

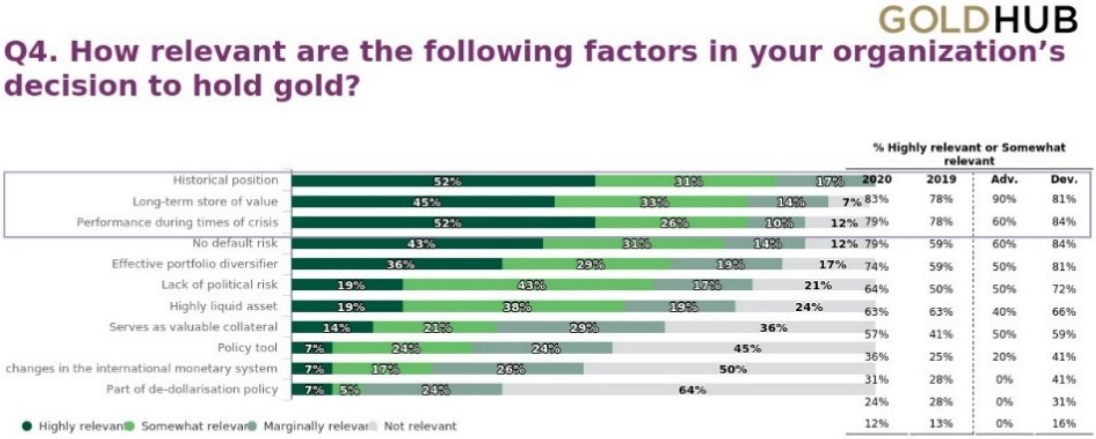
Im vergangenen Jahr war die Aufstockung der Goldreserven keine Priorität. Zwar standen die Notenbanken auch 2020 netto auf der Käuferseite, es gab allerdings auch Verkäufer. Vor allem in der zweiten Jahreshälfte kam es kaum zu Zukäufen, nachdem Russland seine Goldkäufe im April gestoppt hatte. Im Vergleich zu 2019 gingen die Goldkäufe durch Zentralbanken um fast 60% zurück. Unterm Strich standen die Notenbanken zwar weiterhin auf der Käuferseite, sie entzogen dem Markt also mehr Gold als sie ihm zuführten. Mit nur 270 Tonnen fielen die Zukäufe aber mager aus.[232] Im Jahr 2019 hatten sie noch fast 670 Tonnen betragen.[233]

Man darf allerdings nicht vergessen, dass der Goldpreis im Sommer 2020 ein Rekordhoch erreichte, was die Bedeutung von Gold für die Notenbanken gesteigert hat. **Russland, das in Sachen De-Dollarization schon immer tonangebend war, hält inzwischen rund 30% seiner Reserven in Euro – und je 22% in Gold und US-Dollar.**[234]

Fragt man die Notenbanker, wie es das „World Gold Council“ 2020 getan hat, warum sie Gold halten, so sind die Antworten ziemlich eindeutig: Sehr wichtig sind die historische Erfolgsbilanz von Gold als langfristiger Wertspeicher und die

—
229 „'The U.S. dollar is the most overvalued major currency in the world': Stephen Roach“, BNN Bloomberg, 11. März 2021
230 *Vgl.* Rogoff, Kenneth: „The Dollar's Fragile Hegemony“, Project Syndicate, 30. März 2021
231 Rogoff, Kenneth: „The Dollar's Fragile Hegemony“, Project Syndicate, 30. März 2021
232 *Vgl.* „Gold Demand Trends Full year and Q4 2020: Weak Q4 set the seal on an 11-year low for annual 2020 gold demand“, World Gold Council Gold Hub, 28. Jänner 2021
233 *Vgl.* „Gold Demand Trends Full year and Q4 2020: Weak Q4 set the seal on an 11-year low for annual 2020 gold demand“, World Gold Council Gold Hub, 28. Jänner 2021
234 *Vgl.* Golubova, Anna: „Russia's gold reserves surpass its U.S. dollar holdings for first time, says country's central bank“, KITCO News , 12. Jänner 2021

Performance von Gold in einer Krise. Insgesamt 36% der Notenbanken geben offen an, dass De-Dollarization zumindest von „marginaler“ Bedeutung beim Goldkauf ist.[235]



Quelle: World Gold Council

Wer noch genauer wissen will, wozu Notenbanken Gold kaufen, kann sich an die „Narodowy Bank Polski“ (NBP), die polnische Zentralbank, wenden. Diese hat aktuell rund 230 Tonnen in ihren Kellern – nach massiven Zukäufen im Jahr 2019. In den kommenden Jahren sollen weitere 100 Tonnen dazukommen, hieß es Mitte März 2021 aus Warschau.[236] Die polnische Zentralbank begründet die Ankündigung der Aufstockung der Goldreserven wie folgt: *„Gold is the ‚most reserve‘ of reserve assets: it diversifies the geopolitical risk and is a kind of anchor of trust, especially in times of tension and crises.“*[237]

Nun muss man wissen, dass Polen noch nicht den Euro eingeführt hat und dass die Euroländer gemeinsam mehr Gold besitzen als irgendein anderer Währungsraum, einschließlich den USA, die in den nationalen Statistiken mit rund 8.000 Tonnen stets auf Platz eins liegen. **Gemeinsam besitzen die Euro-Länder aber 12.000 Tonnen Gold.** Eine Zahl, die mit jeden neuen Euro-Mitglied weiter steigen wird. Auch Ungarn, ebenso kein Mitglied der Eurozone, war nicht untätig und hat seine Goldreserven zuletzt verdreifacht. Das Land hält jetzt 94,5 Tonnen. Im selben Monat hat Indien seine Reserven ebenfalls aufgestockt, und zwar um 11,2 Tonnen.[238]

Es ist auch kein Geheimnis mehr, dass Europa, Russland und China Gold als Alternative zum US-Dollar sehen und sich seit Jahrzehnten die Option offenhalten, ein neues Finanzsystem auf Basis von Gold aufzuziehen.[239] Als der Goldpreis im Sommer 2020 stark anstieg, schrieben sogar die Analysten von Goldman Sachs:

—
235 *Vgl.* „2020 Central Bank Gold Reserve Survey“, World Gold Council Gold Hub, 18. Mai 2020
236 *Vgl.* „UPDATE 1-Poland's central bank wants to buy 100 tonnes of gold, governor says“, Reuters, 15. März 2021
237 „Poland Wants More Gold“, Schiffgold, 16. März 2021
238 *Vgl.* Spence, Eddie: „Hungary Tripled Gold Reserves as Central Banks Turn Buyers Again“, Bloomberg, 7. April 2021
239 *Vgl.* „Europe Has Been Preparing A Global Gold Standard Since The 1970s“, Seeking Alpha, 16. Juli 2020

„Real concerns around the longevity of the U.S. Dollar as a reserve currency have started to emerge [...] Gold is the currency of last resort, particularly in an environment like the current one where governments are debasing their fiat currencies and pushing real interest rates to all-time lows."[240]

Vor diesem Hintergrund ist es höchst interessant, dass auch in den USA zuletzt Stimmen laut wurden, die der Federal Reserve bzw. der US-Regierung dazu raten, Gold zu kaufen als Teil der Stimulus-Initiativen, die ohnehin schon am Laufen sind. Im Zuge der Corona-Krise war es der Hedgefonds-Manager Scott Minerd von „Guggenheim Investments", der diese Möglichkeit ansprach.[241] **Die Idee ist aber schon älter und geht auf den höchst lesenswerten Artikel des ehemaligen Pimco-Strategen Harley Bassman „Rumpelstiltskin at the FED" aus dem Jahr 2016 zurück.**[242]

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

Er wirft darin die Frage auf, warum die Federal Reserve – und andere Notenbanken – nicht einfach Gold kaufen, um Inflation und Wirtschaft zu stimulieren. Immerhin ist das bisher praktizierte „Quantitative Easing" oft in der Kritik, weil das Geld meist im Finanzsystem hängen bleibt und nicht den Konsumenten zugutekommt. Bassmans Vorschlag, der auf den Stimulus-Programmen aus den Zeiten der Großen Depression beruht, sieht vor, dass die Federal Reserve der Öffentlichkeit das Angebot macht, Gold zu einem Preis zu kaufen, der deutlich über dem Marktpreis liegt. **Als möglichen Zielpreis nennt Bassman 5.000 USD. Diesen Vorschlag begründet er wie folgt:**

„A massive Fed gold purchase program would differ from past efforts at monetary expansion. Via QE, the transmission mechanism was wholly contained within the financial system; fiat currency was used to buy fiat assets which then settled on bank balance sheets. Since QE is arcane to most people outside of Wall Street, and NIRP seems just bizarre to most non-academics, these policies have had little impact on inflationary expectations. Global consumers are more familiar with gold than the banking system, thus this avenue of monetary expansion might finally lift the anchor on inflationary expectations and their associated spending habits.

The USD may initially weaken versus fiat currencies, but other central banks could soon buy gold as well, similar to the paths of QE and NIRP. The impactful twist of a gold purchase program is that it increases the price of a widely recognized 'store of value,' a view little diminished despite the fact the U.S. relinquished the gold standard in 1971. This is a vivid contrast to the relatively invisible inflation of financial assets with its perverse side effect of widening the income gap."[243]

Die Idee, Gold mit frisch gedrucktem Geld zu kaufen, um die Wirtschaft zu stimulieren, ist nicht neu. Manche nennen sie „QE heavy". Zwar taucht sie weder in den Ökonomen-Zirkeln noch in den Mainstreammedien

—
240 Ainger, John und McCormick, Liz: „Goldman Warns the Dollar's Grip on Global Markets Might Be Over", Bloomberg, 25. Juli 2020
241 *Vgl.* „'Break The Glass' – Guggenheim's Minerd Warns Fed May Start Buying Gold To Support Dollar Hegemony", corona stocks, 8. Juni 2020
242 *Vgl.* Bassman, Harley: „Rumpelstiltskin at the Fed", Allianz PIMCO, April 2016
243 Bassman, Harley: „Rumpelstiltskin at the Fed", Allianz PIMCO, April 2016

regelmäßig auf. Aber auch in Europa redet man immer wieder darüber. Dort ist man sogar schon weiter. So sagte der damalige EZB-Direktor Yves Mersch bereits im November 2014, dass die Europäische Zentralbank neben Anleihen auch Gold kaufen könnte, um die Wirtschaft zu beleben.[244] Und angesichts der enorm unorthodoxen Vorgehensweise der Notenbanken seit der Finanzkrise, die in der Coronakrise weiter eskaliert ist, kann keine Idee einfach vom Tisch gewischt werden.

Warum sollten nicht auch die US-Amerikaner tun, was Russen und Chinesen seit Jahren sowie Polen und Ungarn[245] und viele weitere kleinere Staaten ebenfalls machen?[246]

Wir denken, dass sowohl die EZB als auch die Federal Reserve sich die Option offenhalten, Gold zu kaufen, sobald sie es für opportun halten. Und dass die Welt von diesem Schritt geschockt sein wird. Aber auch wenn ein Goldkauf die Rolle des US-Dollars zuerst stärken würde: Dieser Schritt zu einem neutralen Reserve-Asset, 50 Jahre nachdem Richard Nixon den US-Dollar vom Gold gelöst hat, wäre ein klares Eingeständnis, dass die Rolle des US-Dollars als alleinige Reservewährung beendet ist. Das würde ebenfalls den Euro stärken, der jetzt schon durch die größten Goldreserven der Welt gedeckt ist.

Vielleicht greifen die US-Amerikaner ja auf ihren legendären Pragmatismus zurück, überspringen Gold, und setzten auf Bitcoin. Unser Freund Luke Gromen hat diese Idee vor kurzem geäußert:

> *„If I was working for the US government and they said, 'Luke, what would you do to combat what China and Russia are doing with gold?' It's simple – I'd let Bitcoin run. I would have a harder reserve asset than gold and I would let it run. I would let it be and I would just stand aside, benevolent neglect. And I would let Bitcoin run."*[247]

Das Konzept wirkt gewagt. Aber angesichts der Tatsache, dass der „Weltkrieg der Währungen" zunehmend in der digitalen Arena ausgetragen wird, sollte man nichts ausschließen. **Denn auch China hat eine digitale Währung im Köcher. Und ist in diesem Punkt deutlich weiter als Europa oder die USA.**

—
[244] *Vgl.* Spence, Peter: „ECB could buy gold to revive economy", The Telegraph, 17. November 2014, „Portfolioeigenschaften von Gold", *In Gold We Trust*-Report 2018
[245] *Vgl.* Frost, Natasha: „Gold is good. Gold is strong. Populist governments in Eastern Europe are stockpiling it", Quartz, 16. Oktober 2018
[246] *Vgl.* World Gold Council: „Gold Demand Trends Full year and Q4 2020: Central Banks and other institutions", Gold Hub, 28. Jänner 2021
[247] „Bitcoin Outlook - Luke Gromen - Swan Signal Live E51", YouTube Channel Swan Signal, 23. Februar 2021

Chinas digitale Ambitionen

> *„As China (and India) develop electronic, crypto, and peer-to-peer strategies, the epicentre of global economic power could shift.*
> *China is working on a digital currency backed by its central bank that could be used as a soft- or hard-power tool. In fact, if companies doing business in China are forced to adopt a digital yuan, it will certainly erode the dollar's primacy in the global financial market."*
>
> Deutsche Bank

Im Februar 2022 wird die Welt wieder nach China blicken. So ist das immer bei Sportevents von globaler Bedeutung. Der Gastgeber nutzt sie, um seine Errungenschaften auf der Weltbühne zu präsentieren. Bei den Olympischen Winterspielen 2022, die unter anderem in der Hauptstadt Peking stattfinden sollen, soll eine dieser Errungenschaften der digitale Renminbi sein. Kein anderes Land ist weiter bei der Entwicklung einer digitalen Zentralbankwährung als China. Das hat mehrere Gründe:

- China sieht den digitalen Renminbi als eine weitere Waffe im Kampf gegen die Vorherrschaft des US-Dollars in Asien und der Welt.
- China will langfristig die USA als globales Finanzzentrum und „Banker der Welt" ablösen.
- Der digitale Renminbi soll der „Kommunistischen Partei Chinas" die Kontrolle über alle Zahlungsströme geben und damit die Überwachung der eigenen Bürger perfektionieren.
- Der digitale Renminbi soll die Vorherrschaft der zwei bisher genutzten digitalen Zahlungssysteme „Alipay" und „WeChat Pay" brechen.
- Und: Der digitale Renminbi soll die Gefahr durch private Währungen wie Facebooks „Diem" und dezentrale Währungen wie Bitcoin abwehren.

China baut seine Rolle als Finanzplatz weiter aus

Emergencies have always been the pretext on which the safeguards of individual liberty have been eroded.
Friedrich A. v. Hayek

Die globale Corona-Pandemie hat der Digitalisierung generell einen gewaltigen Schub gegeben und China, wie es derzeit aussieht, ziemlich gestärkt. Das Reich der Mitte hat die USA 2020 als wichtigstes Zielland für ausländische Direktinvestitionen abgelöst. Investitionen ausländischer Unternehmen in den USA sind 2020 auf 132 Mrd. USD und damit um fast 50% eingebrochen, während jene in China um 4% auf 163 Mrd. USD gestiegen sind.[248] Selbst das „Wall Street Journal" schreibt:

> *„The 2020 investment numbers underline China's move toward the center of a global economy long dominated by the U.S.—a shift accelerated during the*

[248] *Vgl.* Goldman, David: „Foreign companies are giving up on the United States and betting big on China, report says", CNN Business, 25. Jänner 2021

pandemic as China has cemented its position as the world's factory floor and expanded its share of global trade."[249]

Man darf nicht vergessen, dass es hier um neue Zuflüsse geht. Das Gesamtvolumen an ausländischen Direktinvestitionen in den USA übersteigt jenes in China weiterhin um ein Vielfaches. Aber: Seit einem Hoch bei 440 Mrd. USD im Jahr 2015 sind die ausländischen Direktinvestitionen jedes Jahr gesunken.

There are two ways to conquer and enslave a country. One is by the sword. The other is by debt.
John Adams

Auch Anleihen-Investoren entdecken China für sich. Auf der verzweifelten Suche nach Rendite schielen viele Anleger gen Osten. Ausländische Investoren halten inzwischen Chinesische Staatsanleihen im Ausmaß von fast 300 Mrd. USD. Die PBoC hatte auf die Pandemie vergleichsweise zurückhaltend reagiert. Die Aufnahme in globale Anleihen-Indizes hat laut Citigroup ebenfalls zur wachsenden Attraktivität des chinesischen Anleihenmarkts beigetragen. Die Analysten der Bank erwarten in den kommenden drei Jahren Zuflüsse von rund 100 Mrd. USD pro Jahr.[250]

Von der wachsenden Nachfrage der Investoren profitiert natürlich auch der Renminbi. Es ist lange bekannt, dass Peking seine Währung stärken will, wo es nur geht. Schon 2009 beschwerte sich der damalige Notenbankchef Zhou Xiaochuan offen über die dominante Rolle des US-Dollars auf der Welt – und forderte eine Reform des internationalen Währungssystems.[251] Seitdem arbeitet die chinesische Notenbank auch an einer digitalen Währung. Nachdem man im Jahr 2020 neue Rekorde bei ausländischen Investments und bei der Nachfrage nach chinesischen Staatsanleihen gesehen hat, zeigte sich die PBoC zufrieden. Im August hieß es von der Notenbank: „*The allocation of the renminbi assets by foreign investors will be further facilitated.*" Und weiter: „*... making it possible for more foreign central banks and monetary authorities to hold Renminbi [assets] as reserve assets.*"[252]

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

[249] Hannon, Paul und Jeong, Eun-Young: „China Overtakes U.S. as World's Leading Destination for Foreign Direct Investment", The Wall Street Journal, 24. Jänner 2021
[250] *Vgl.* Spratt, Stephen: „This Year Chinese Sovereign Bonds Became a Global Yield Play", Bloomberg, 7. Dezember 2020
[251] *Vgl.* Xiaochuan, Zhou: *Reform the international monetary system*, 23. März 2009
[252] „Booming demand for Chinese assets boosts renminbi's global role", *Financial Times*, 7. Oktober 2020

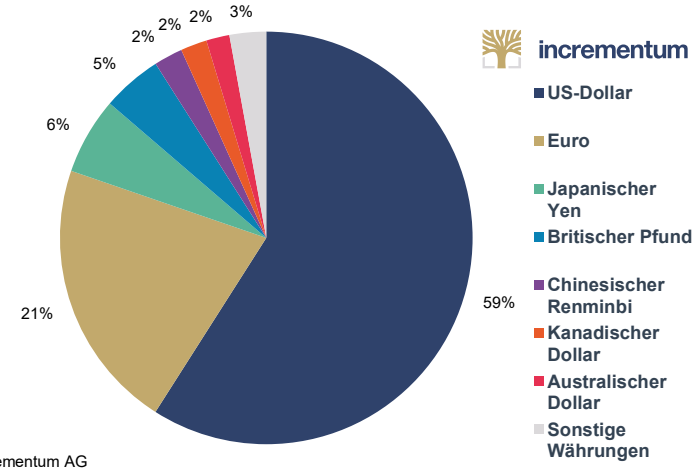
Um den Renminbi als langfristige Alternative zum US-Dollar zu etablieren, muss Peking große und liquide Bond-Märkte schaffen. Und das ist exakt, was Peking tut. Es ist zwar erst sieben Jahre her, dass China Anleger durch eine scharfe Abwertung seiner Währung verschreckte. Aber die meisten Analysten gehen nicht davon aus, dass sich das wiederholen wird, und sehen in China und dem Renminbi eine zunehmend attraktive Investitionsmöglichkeit. China und der Renminbi werden nur dann langfristig interessant bleiben, wenn Notenbank und Regierung seltener eingreifen, die Kapitalmärkte liberalisieren und den Wechselkurs stärker vom Markt bestimmen lassen. Und all das scheint aktuell der Plan zu sein, wenn man die Kommentare der Analysten, wie zum Beispiel von Gaurav Mallik, Chef-Portfolio-Stratege bei „State Street Global Advisors", liest:

> *„The inclusion of Chinese assets into major bond and equity indices is a very strong indication of the PBoC's intentions around . . . the renminbi and it clearly tells us that the central bank wants to move more towards liberalising its markets."*[253]

It would be wise to assume that the dollar's dominance may not last forever.
Robert Kaplan

Auch die für die Anlageentscheidung zuständigen Manager der Notenbanken suchen nach Diversifikationsmöglichkeiten und landen verstärkt bei Chinas Anleihen und seiner Währung. Allerdings: Noch hat sich der Renminbi vom Schock des Jahres 2015 nicht ganz erholt, was seine internationale Bedeutung betrifft. Nur 2% der globalen Währungsreserven werden in Renminbi gehalten, aber rund 60% in US-Dollar und 20 Prozent in Euro. Auch der Anteil des japanischen Yen an den Reserven ist noch immer mehr als doppelt so hoch wie jener der chinesischen Landeswährung.

Zusammensetzung der globalen Reservewährung, Q4/2020



Quelle: IWF, Incrementum AG

253 „Booming demand for Chinese assets boosts renminbi's global role", *Financial Times*, 7. Oktober 2020

Digital mastery is central to Cold War II then, and will help decide the victor. But digitisation also poses a viral threat not unlike covid-19: a cyber Pearl Harbor – a crippling attack on critical national infrastructure that could make pandemic shutdowns look benign. This is another gray rhino, and it is surely only a matter of time before such an attack occurs.
Ruffer

Wie der E-Yuan aussehen könnte

Die Voraussetzungen in China sind gut, wenn es um digitales Bezahlen geht. Das Land ist schon heute führend bei digitalen Zahlungen. Im Jahr 2019 haben Chinesen Güter und Dienstleistungen im Gegenwert von etwas mehr als 500 Bill. USD digital bezahlt. Das Volumen entsprach dem 35-Fachen des chinesischen BIP. Zum Vergleich: In den USA wurden im selben Zeitraum nur Zahlungen im Wert von rund 100 Bill. USD abgewickelt, was etwa dem Fünffachen des US-amerikanischen BIP entspricht.[254]

Bargeld ist in China inzwischen so unbeliebt, dass der Staat es als Bestrafung einsetzt. Ende 2020 berichtete die staatliche Nachrichtenagentur Xinhua, dass ein Gericht in der südchinesischen Provinz Guangdong mehr als 2.400 Straftäter dazu verurteilt hat, fünf Jahre lang von allen digitalen Zahlungen ausgeschlossen zu werden. Die Nutzung von Apps zur digitalen Zahlung ist ihnen untersagt. Kenrick Davis von der Plattform „Sixth Tone" hält fest:

> *„The punishment is tantamount to social exclusion in a country where mobile payments are employed in every area of life, from public transport to grocery shopping, household bills, health care, and tourism. Leading payment apps Alipay and WeChat are so dominant that the government has had to remind businesses that refusing cash is illegal."*[255]

In vier Städten, darunter auch das Industriezentrum Shenzhen, wurden bereits Pilotprojekte zum E-Yuan gestartet. Millionen von Chinesen konnten sich zu einer Lotterie anmelden, um eines der begehrten „Roten Kuverts" zu erhalten. In diesen Kuverts befand sich ein Geldgeschenk in digitaler Form: 200 Yuan, die man in mehr als 3.000 Geschäften ausgeben konnte – unter Nutzung einer Wallet-App für Smartphones.[256] Die Lotterie war auch eines der Erfolgsrezepte bei der Einführung von „Alipay" und „WeChat Pay", die derzeit den chinesischen Zahlungsverkehr dominieren. Glaubt man Berichten aus China, so soll der E-Yuan auch dabei helfen, Regierungsgelder gezielt einzusetzen und vor Korruption zu schützen.[257]

While the concept of CBDCS was inspired by cryptocurrencies like bitcoin, the ethos of CBDCS show a stark contrast from the ethos of cryptocurrencies in that they are issued by the state as a centralized form of digital money.
Kraken

Eine digitale Münze, um sie alle zu knechten?

Der E-Yuan ist der Gegenentwurf zu Bitcoin. Er wird entwickelt, herausgegeben und ultimativ vorgeschrieben von einem Staat. Er soll zwar den Ruf und die Verbreitung der chinesischen Landeswährung verbessern, aber auch die Kontrolle der Regierung über ihre Bürger. Gleichzeitig nutzt die chinesische Führung den E-Yuan, um die Techgiganten „Ant Group" und „Tencent" in die Schranken zu weisen. Die haben mit „Alipay" und „WeChat Pay" zwar mitgeholfen, das Bargeld in China weitgehend zu verdrängen, ihre Macht ist der Partei aber ein Dorn im Auge. Dies wurde augenscheinlich, als Peking den geplanten Börsengang von „Alibabas" „Ant Group" in letzter Sekunde verhinderte. Jack Ma, der Gründer von „Alibaba" und „Ant", hatte es gewagt, die staatlichen Banken zu kritisieren, und wurde dafür hart bestraft.[258]

—
254 *Vgl.* „Virtual control: the agenda behind China's new digital currency", *Financial Times*, 16. Februar 2021
255 Kenrick, Davis: „In Cashless China, Criminals Are Punished With Payment App Bans", Sixth Tone, 12. November 2020
256 *Vgl.* Kharpal, Arjun: „China hands out $1.5 million of its digital currency in one of the country's biggest public tests", CNBC, 12. Oktober 2020
257 *Vgl.* Liao, Rita: „China's digital yuan tests leap forward in Shenzhen", Tech Crunch, 12. Oktober 2020
258 *Vgl.* „China halts $37bn Ant Group IPO, citing 'major issues'", *Financial Times*, 3. November 2020

In der Praxis sind chinesische Händler nicht gezwungen, „Alipay“ und „WeChat Pay“ zu unterstützen. Sollte ein E-Yuan aber zum gesetzlichen Zahlungsmittel erklärt werden, darf kein Händler ihn ablehnen. Dennoch bleiben Widersprüche, deren Auflösung noch auf sich warten lässt. So ist es ein erklärtes Ziel Chinas, die Dominanz des US-Dollars mit dem E-Yuan langsam zu untergraben. Ein Direktor einer chinesischen Staatsbank wird wie folgt zitiert: *„A bigger goal of ours is to challenge the dominance of the US-Dollar in international trade settlement. But progress towards this will only be gradual.“*[259]

Future's made of virtual insanity now
Always seem to, be governed by this love we have
For useless, twisting, our new technology.
„Virtual Insanity“
Jamiroquai

Trotz dieses Ziels hat China sogar ein Joint Venture mit dem an sich US-dominierten Swift-System gegründet, um den E-Yuan voranzutreiben. Die Firma mit dem Namen „Finance Gateway Information Services Co“ soll die digitale Währung in internationale Systeme einbinden. Ein Teilhaber des Joint Ventures ist ausgerechnet Chinas „Cross-Border Interbank Payment System“ (Cips), das ursprünglich als Alternative zu Swift gegründet worden war. Nun arbeitet man zusammen.[260]

Längst warnen US-Thinktanks und Menschenrechtsaktivisten vor den Kontrollmöglichkeiten, die eine digitale Zentralbankwährung bietet. Dass Chinas Führung gegenüber dem Volk auf Kontrolle setzt und nicht auf Vertrauen, ist bekannt. Aber wenn der E-Yuan zur internationalen Verbreitung beitragen soll, bleibt die Frage: Wer außerhalb Chinas will eine Währung nutzen, die der kommunistischen Partei in Peking Einblick in jede Transaktion ermöglicht?

Europa am Weg zum E-Euro, die USA warten ab

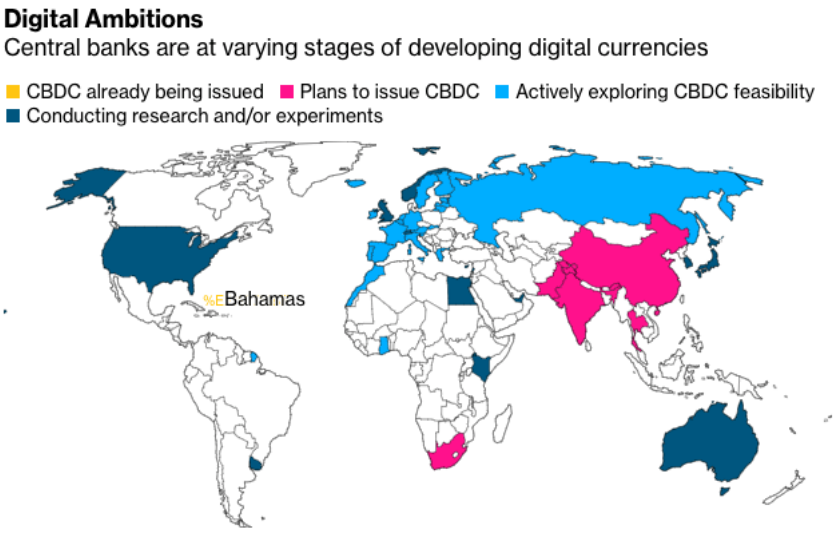
Anders als in China, wo Regierung und Notenbanken in Sachen digitaler Zentralbankwährung längst auf Kurs sind, wird im Westen bisher nur geplant, debattiert und getestet. Dabei ist das Ziel klar, wie Augustine Carstens, der Chef der „Bank für Internationalen Zahlungsausgleich“ (BIZ), vor kurzem sagte. Carstens verglich CBDCs dabei mit Bargeld:

> *„A key difference with CBDC is that a Central Bank will have absolute control on the rules and regulations that will determine the use of that Central Bank liability, and we will have the technology to enforce that. This makes a huge difference to what cash is.“*[261]

Wie die folgende Abbildung von Bloomberg zeigt, gibt es abgesehen von den Bahamas, die eine digitale Zentralbankwährung bereits eingeführt haben, derzeit unter jenen Zentralbanken, die eine digitale Zentralbankwährung in irgendeiner Form auf dem Radar haben, drei Zonen. In Asien und Südafrika sind die Pläne fixiert und Tests mit digitalen Zentralbankwährungen laufen bereits. In Europa und Russland werden Pläne vorbereitet und die Notenbanken haben klargestellt,

—
259 „Virtual control: the agenda behind China's new digital currency“, *Financial Times*, 16. Februar 2021
260 *Vgl.* „Virtual control: the agenda behind China's new digital currency“, *Financial Times*, 16. Februar 2021
261 „Central Bank Digital Currencies will grant authorities „absolute control“ over money“, Gold and Silver UK, 26. März 2021

dass sie in digitalen Zentralbankwährungen die Zukunft sehen. In den USA, Großbritannien, Australien und Japan – also den Kernländern des US-Dollar-Blocks – ist man dabei, zu experimentieren und sieht keinen Grund, sich zu stressen.



Quelle: Bloomberg

In der Eurozone sind die Pläne für eine digitale Zentralbankwährung schon weiter gediehen als in den USA. EZB-Präsidentin Christine Lagarde macht kein Geheimnis daraus, dass sie in digitalen Zentralbankwährungen die Zukunft sieht. Schon als IWF-Chefin hat sie sich für die Einführung ausgesprochen: *„Ich glaube, wir sollten uns überlegen, eine digitale Währung auszugeben. Es muss eine Rolle für den Staat geben, die digitale Ökonomie mit Geld zu versorgen.“*[262]

The euro belongs to Europeans and we are its guardian. We should be prepared to issue a digital euro, should the need arise.
Christine Lagarde

Nachdem im Oktober 2020 ein Plan vorgestellt worden war, wie der digitale Euro aussehen könnte,[263] **wurde vor kurzem das Konsultationsverfahren zum digitalen Euro abgeschlossen.**[264] Die eigentliche Entscheidung, ob und wie die EZB den digitalen Euro einführen will, soll bis spätestens Mitte 2022 fallen. Man gibt sich also Zeit, auch wenn EZB-Präsidentin Christine Lagarde den E-Euro in spätestens vier Jahren eingeführt haben will.[265] *„It's a technical endeavor as well as a fundamental change. We need to make sure that we're not going to break any system, but to enhance the system“*[266], sagte Lagarde. Und: *„We need to make sure that we do it right – we owe it to the Europeans.“*[267]

—
[262] Hein, Christoph: „Lagarde fordert digitale Währungen“, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 14. November 2018
[263] *Vgl.* EZB: „Report on a Digital Euro“, 2. Oktober 2020
[264] *Vgl.* EZB: „EZB veröffentlicht Ergebnisse des öffentlichen Konsultationsverfahrens zu einem digitalen Euro“, 14. April 2021
[265] *Vgl.* „Lagarde Says ECB Could Have Digital Currency Within Four Years“, Bloomberg, 31. März 2021
[266] Neumann, Jeannette und Lacqua, Francine: „Lagarde Says ECB Could Have Digital Currency Within Four Years“, Bloomberg, 31. März 2021
[267] Neumann, Jeannette und Lacqua, Francine: „Lagarde Says ECB Could Have Digital Currency Within Four Years“, Bloomberg, 31. März 2021

My personal conviction on the issue of stable coins is that we better be ahead of the curve. There is clearly demand out there that we have to respond to.
Christine Lagarde

Immerhin. Wie hart der Schlagabtausch zwischen der EZB und den traditionell Bargeld-verliebten Europäern wird, ist aber schon abzusehen. Denn neben der technischen Umsetzung, sind viele weiter Fragen offen. Im Zentrum steht die Frage, welche Rolle das Bankensystem spielt, wenn Bürger digitales Geld direkt in einer eigenen Wallet halten können. EZB-Direktor Fabio Panetta schockte die Europäer im Februar mit der Ansage, dass man digitale Guthaben über 3.000 EUR mit einer Strafsteuer belegen könnte, damit die Menschen weiterhin das Bankensystem nutzen.[268] **Die Antwort der Medien auf diese Ansage war klar: Wenn die EZB so anfängt, kann sie es gleich lassen.**

Das war ein klassischer Fehlstart. Was schade ist, denn die Logik der EZB ist an sich solide: Wenn China eine digitale Zentralbankwährung herausbringt, wenn Facebook an „Diem" (aka „Libra ") bastelt und wenn Bitcoin existiert, kann die Notenbank nicht tatenlos zusehen. Im Oktober 2020 hielt Panetta eine Rede, die nicht zur Aufregung um sein 3.000-Euro-Statement passt. Darin erklärte er, dass ein digitaler Euro angesichts der geänderten Zahlungsgewohnheiten notwendig wäre:

> *„In particular, it would be needed in the event that citizens become reluctant to use cash as they go digital. This is not the situation we face today: cash is still the most common way of making retail payments in the euro area. However, its role as a payment instrument is diminishing - in some countries rapidly so - as consumers are increasingly paying electronically: as a proportion of all physical retail payments, cash payments decreased from 79% in 2016 to 73% in 2019. This trend has accelerated during the pandemic - with a vast majority of consumers expecting to continue using digital payments as often as they do now, or even to use them more often in the future. And because of this trend, we may see a further increase in the uptake of international card schemes and solutions such as payment wallets and apps developed by large technology firms."*[269]

Vor diesem Hintergrund, so Panetta, sei der digitale Euro eine Möglichkeit, die Privatsphäre der Europäer *besser* zu schützen als ein digitales Bezahlsystem aus privater Hand das je könnte: *„A digital euro would increase privacy in digital payments thanks to the involvement of the central bank, which - unlike private suppliers of payment services - has no commercial interests related to consumer data."*[270]

Es gibt also die Hoffnung, dass die EZB eine andere digitale Währung auflegt als es die chinesische Führung getan hat. Eine digitale Währung, die die Grundrechte ihrer Bürger schützt, statt sie zu untergraben. Aber es liegt an den Europäern selbst, diese „Features" einzufordern. Panetta weiß das: *„The value of money – in both physical and digital forms – is rooted in citizens' trust. Acceptance by the public is crucial."*[271]

—
[268] *Vgl.* „EZB-Direktor will digitalen Euro: ‚Wir müssen dabei sein'", Die Presse, 9. Februar 2021
[269] Panetta, Fabio: „A digital euro for the digital era", BIS, Rede vom 12. Oktober 2020
[270] Panetta, Fabio: „A digital euro for the digital era", BIS, Rede vom 12. Oktober 2020
[271] Panetta, Fabio: „A digital euro for the digital era", BIS, Rede vom 12. Oktober 2020

Harsche Kritik an digitalen Zentralbankwährungen

While the concept of CBDCS was inspired by cryptocurrencies like bitcoin, the ethos of CBDCS show a stark contrast from the ethos of cryptocurrencies in that they are issued by the state as a centralized form of digital money.
Kraken

Die holprige Einführung des digitalen Euros macht aber deutlich: Viele Fragen sind offen, es gibt Ängste und Sorgen. Wie Chinas Beispiel zeigt, taugt digitales Geld zur Überwachung. Auch die ökonomischen Aspekte sind problematisch. Vor allem die Vorstellung mancher Ökonomen, dass man mit digitalen Zentralbankwähren negative Zinsen durchsetzen könnte – oder sogar „deeply negative interest rates", wie Kenneth Rogoff vorschlägt, verschreckt berechtigterweise viele.[272]

Rogoff gilt auch als Gegner von Bargeld, das auch Unternehmen inzwischen nutzen, um Negativzinsen zu umgehen. Befürworter von Wahlfreiheit und Bargeld befürchten, dass digitale Notenbankwährungen das Bargeld verdrängen sollen, um Platz für noch extremere Experimente im monetären Bereich zu machen. Sie sehen digitale Zentralbankwährungen als eine weitere Waffe im „Krieg gegen Bargeld".

Auch eine andere Idee kommt nicht gut an bei jenen, die sich ohnehin schon um die Geldwertstabilität sorgen: Direktzahlungen an Bürger und Helikoptergeld:

> *„With closer integration of the monetary spigot and the end consumers and businesses, the central bank can much more easily issue credit or just outright cash-outs to the private individuals and commercial entities by simply 'airdropping' new tokens to the existing users. This would lead to disastrous consequences. Economies get easily addicted to central banks' dope."*[273]

Once ascendant, govcoins could become panopticons for the state to control citizens: think of instant e-fines for bad behaviour. They could alter geopolitics, too, by providing a conduit for cross-border payments and alternatives to the dollar, the world's reserve currency and a linchpin of American influence.
The Economist

Die Liste an offenen Fragen und potenziellen Konflikten mit Banken und Bevölkerung ist also lang. In Washington sieht man auch deswegen derzeit keinen Grund für Eile und will erst einmal abwarten, wie die digitalen Erfahrungen der anderen ausfallen. Wohl auch deswegen, weil der US-Dollar ohnehin die dominante Währung auf der Welt ist. Die Federal Reserve stellt sich derzeit die Frage, ob es eine digitale Zentralbankwährung überhaupt brauche. Die Antwort sei offen, so äußerte sich Fed-Chef Jerome Powell im März: *„Does the public want, or need, a new digital form of central bank money to complement what is already a highly efficient, reliable and innovative payments arena?"*[274]

Derzeit laufen Experimente in Kooperation mit dem „Massachusetts Institute of Technology" (MIT): *„The focus really is on developing and understanding the capabilities and limitations of the relevant technologies"*, so Powell, der dann fortsetzt: *„It's not an attempt to create a prototype."*[275]

In diesem Zusammenhang von Interesse ist auch Powells Einschätzung zu Bitcoin – vor allem wenn man sie im Lichte der Gedanken von Luke Gromen sieht, die wir schon erläutert haben: *„It's more a speculative asset, that's essentially a substitute for gold, rather than for the US-Dollar"*[276], so Powell.

—
[272] *Vgl.* Rogoff, Kenneth: „The Case for Deeply Negative Interest Rates", Project Syndicate, 4. Mai 2020
[273] Forgac, Tomas: „Why Central Bank Digital Currencies Are a Bad Idea", Mises Institute, 30. November 2020
[274] Smialek, Jeanna: „Jerome Powell says the Fed won't issue a digital currency without congressional approval", *The New York Times*, 22. März 2021
[275] Smialek, Jeanna: „Jerome Powell says the Fed won't issue a digital currency without congressional approval", *The New York Times*, 22. März 2021
[276] Smialek, Jeanna: „Jerome Powell says the Fed won't issue a digital currency without congressional approval", *The New York Times*, 22. März 2021

Fazit – Was wird Joe Biden tun?

This time could be different because while the dollar is still the king of currencies, it is becoming clear that gold is the monarch of money.
Andrew Hecht

Nachdem der Prozess der De-Dollarization ein gradueller, langsamer ist, gibt es kein Fazit: Außer, dass er weitergeht. Alle Trends, die wir in den vergangenen Jahren beobachtet haben, wurden durch die Corona-Krise und die Antwort der Notenbanken und Politiker nur verstärkt. 50 Jahre nach dem Nixon-Schock wendet sich sogar Saudi-Arabien offen in Richtung China – und damit weg vom US-Dollar.

Die große, offene Frage ist: Was wird Joe Biden tun? Wir dürfen nicht vergessen, dass er als Vizepräsident von Barack Obama mit alledem schon konfrontiert war. Und dass unter Obama eine durchaus konstruktive Phase der Annäherung zwischen Ost und West in der US-Dollar-Frage stattgefunden hat. Wir wissen von Robert Triffin, dass das „exorbitante Privileg" irgendwann zur Bürde wird – und dass es auch im Interesse der USA ist, die alleinige Vorherrschaft des US-Dollars irgendwann zu beenden. Was wir nicht wissen: Wie dieser Übergang ablaufen könnte – und ob dieser einigermaßen friedlich vonstattengehen wird. Was offensichtlich ist: Bidens Regierung versteht wohl, dass Chinas digitale Währung eine Bedrohung für den Dollar darstellen könnte – und hat die Entwicklung im Auge. **Konkret will man wissen, ob die digitale Währung ein Weg sein könnte, US-Sanktionen zu umgehen.**[277] **Womit wir schon wieder beim Iran wären.**

So, what is wrong with three world currencies – the euro, the renminbi, and the dollar – sharing the spotlight? Nothing, except that neither markets nor policymakers seem remotely prepared for such a transition.
Kenneth Rogoff

Ein zentraler Eckpfeiler der Verhandlungen zwischen den USA und dem Rest der Welt war unter Obama der so genannte „Iran-Deal", bei dem es augenscheinlich um die nukleare Abrüstung des Iran ging. Die Verhandlungen dazu waren aber auch das einzige Forum, bei dem die USA, China, Russland und die EU ungestört über andere Themen reden konnten. Und dass sie das getan haben, wissen wir von John Kerry, dem damaligen Außenminister Obamas. Auf die Frage, was geschehen werde, wenn man den Iran-Deal ausschlage, antwortete dieser im August 2015:

> *„If we turn around and nix the deal and then tell them, 'You're going to have to obey our rules and sanctions anyway,' that is a recipe, very quickly [...] for the American dollar to cease to be the reserve currency of the world."*[278]

Wir können unseren Lesern daher nur raten: Da Joe Biden wirklich an den Iran-Verhandlungstisch zurückgekehrt ist – wenngleich die Verhandlungen zunächst auch nur indirekt ablaufen – muss man die Ohren spitzen und zwischen den Zeilen lesen. **Denn neben dem Atomprogramm des Iran wird in diesen Gesprächen offenbar auch die Zukunft unseres Währungssystems diskutiert.**

—
[277] Mohsin, Saleha: „Bidens Team Eyes Potential Threat From China's Digital Yuan", Bloomberg, 12. April 2021
[278] Strobel, Warren: „Dollar could suffer if U.S. walks away from Iran deal: John Kerry", Reuters, 11. August 2015

McEwen Mining

NYSE & TSX

MUX

REGAINING MOMENTUM

- Growing Gold & Silver Producer
- Strong Exploration Focus in Key Precious Metals Districts
- Large Insider Ownership
- Monetizing Its Huge Copper Deposit

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

Der langfristige Schuldenzyklus

„We conclude that the concentration of wealth is natural and inevitable, and is periodically alleviated by violent or peaceful partial re-distribution.“

Will und Ariel Durant

Key Takeaways

- **Im aktuellen Geldsystem reiht sich seit Jahrzehnten ein Konjunkturzyklus an den nächsten, was zu immer höheren Schuldenständen und immer niedrigeren Zinssätzen geführt hat.**
- **Die Kombination aus hoher Verschuldung und Null- bzw. Negativzinsen führt dazu, dass neue geldpolitische Instrumente angewendet werden. Das wird die langfristige Schuldenblase – wie in den 1930er- und 1940er-Jahren sowie in 2008 – platzen lassen.**
- **Der Hauptunterschied zwischen dem Ende eines langfristigen und dem Ende eines kurzfristigen Schuldenzyklus besteht darin, dass Ersteres oft von erheblichen Währungsabwertungen begleitet ist, um das Bankensystem zu rekapitalisieren und die Schulden wegzuinflationieren.**
- **Knappe Vermögenswerte wie Edelmetalle, Rohstoffe und Bitcoin, sowie ausgewählte Aktien und Immobilien, eignen sich, um die Turbulenzen im Zuge des Platzens des langfristigen Schuldenzyklus gut zu überstehen.**

Über die Autorin: *Lyn Alden ist die Gründerin von „Lyn Alden Investment Strategy“, wo sie für private und institutionelle Anleger eine Vielzahl von Anlageklassen analysiert. Sie legt den Schwerpunkt auf Fundamentalanalyse mit einem globalen Makro-Overlay. Lyn hat einen Abschluss in Ingenieurwesen und in Finanzwirtschaft.*

Einleitung

> *„My biggest mistakes in my career came from missing big market moves that hadn't happened in my lifetime but had happened many times before."*
>
> Ray Dalio

Bei der Beantwortung der Frage, ob uns künftig Inflation oder Deflation blüht, ist es hilfreich, sich bewusst zu machen, an welchem Punkt in der Geschichte wir uns augenblickblich befinden.

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Die meisten Anleger verstehen unter *langfristig* einen Zeitraum von höchstens ein paar Jahrzehnten, weil sie davon ausgehen, dass die Geschichte linear verläuft und ausschließlich aus 5-10-jährigen Konjunkturzyklen besteht. Weitet man jedoch seinen Horizont und blickt in die Geschichtsbücher, so kann man deutlich längere Zyklen erkennen. Investoren wie Ray Dalio bezeichnen diese als „langfristige Schuldenzyklen".[279] Diese langfristigen Schuldenzyklen sind im gesamten Verlauf der Geschichte aufgetreten und an Generationenwechsel und die menschliche Natur gebunden. **Das moderne Zentralbankwesen hat diese Zyklen durch aktives Eingreifen jedoch weiter akzentuiert.**

Wenn kurzfristige Verschuldungszyklen der Puls der Industrie sind, dann sind langfristige Verschuldungszyklen der Puls der Nationalstaaten. Ihre Auswirkungen auf den Markt können daher viel umfangreicher sein, wenn sie einen Wendepunkt erreichen.

Der kurzfristige Schuldenzyklus

There is nothing new except what has been forgotten.
Marie Antoinette

Bevor wir den langfristigen Schuldenzyklus erläutern, ist es hilfreich, sich zunächst den kurzfristigen Schuldenzyklus, auch bekannt als Konjunkturzyklus, in Erinnerung zu rufen.

Erst in der Mitte einer wirtschaftlichen Expansion beginnen Unternehmen und Verbraucher, sich wirklich von der vorherigen Rezession zu erholen, und sie nehmen sukzessive mehr Schulden und Risiken auf sich. Im weiteren Verlauf der Expansion führt diese immer höhere Verschuldung sowie eventuelle Überinvestitionen (bei Unternehmen) und Überkonsum (bei Haushalten) zu einer zunehmenden Hebelung und damit zu einer Erhöhung der Krisenanfälligkeit. Im Verlauf des wirtschaftlichen Aufschwungs erhöhen sich die Preise von Vermögenswerten immer mehr, und Umsicht und Sorgfalt bei Investitionsentscheidungen nehmen ab.

Nach einer Phase der lockeren Geldpolitik löst schließlich eine Maßnahme wie die Straffung der Geldpolitik einen wirtschaftlichen Schock und eine Periode des Schuldenabbaus, die rezessiv ist, aus.

[279] Dalio, Ray: „How The Economic Machine Works", YouTube, 22. September 2013

Entscheidungsträger in den Regierungen und Zentralbanken reagieren in der Regel mit Zinssenkungen und fiskalischen Anreizen, um das Abgleiten in eine deflationäre Periode zu verhindern. Die Zahlungsausfälle häufen sich, das System bereinigt einige der Exzesse an Fehlinvestitionen und unproduktiver Verschuldung, und dann beginnt der Zyklus von Neuem.

Has the government really established a precedent where it can eliminate the business cycle? History would suggest not.
Dave Rosenberg

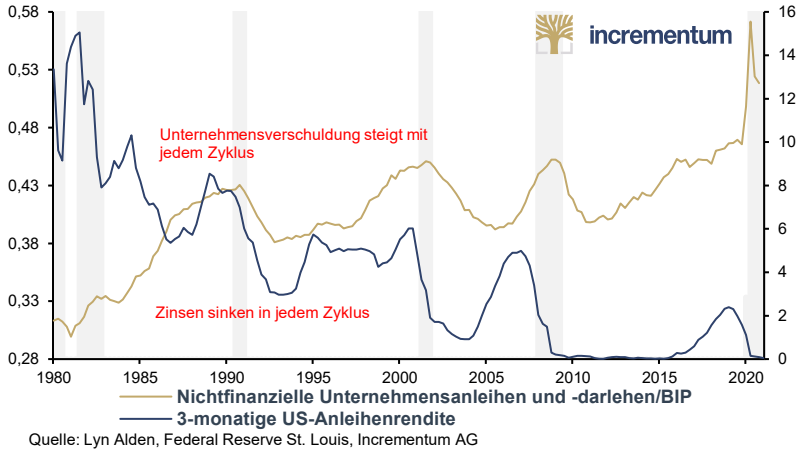
Es gibt unzählige Debatten darüber, wie intensiv der Konjunkturzyklus von Natur aus ist und ob die Eingriffe von Regierungen und Zentralbanken ihn glättet oder verschärft. Dagegen würden nur wenige gegen die Beobachtung argumentieren, dass Gesellschaft und Industrie ein natürlicher Rhythmus innewohnt. Investoren und Konsumenten sind soziale Wesen und neigen dazu, gleichförmig zu handeln.

Das Problem ist, dass der Schuldenabbau, der am Ende eines Konjunkturzyklus stattfindet, die Verschuldung selten ganz auf den Stand von zu Beginn des Zyklus zurückführt. Das ist zum Teil den fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen geschuldet, die den Schuldenabbau bremsen, und versuchen, die wirtschaftlichen Korrekturen zu glätten.

Cycles die; and you know how they die? The Fed puts a bullet in its forehead.
Harley Bassmann

Der folgende Chart zeigt die US-Konjunkturzyklen der letzten vier Jahrzehnte. Die Unternehmensverschuldung in Prozent des BIP sinkt typischerweise nach Rezessionen, wobei sie im Laufe der Jahrzehnte jedoch fortlaufend höhere Tiefst- und Höchststände verbuchte. Zu einem erheblichen Teil ist das darauf zurückzuführen, dass die Zinssätze in jedem Zyklus auf immer niedrigere Niveaus gefallen sind. Das hat es den Unternehmen ermöglicht, im Laufe der Zeit eine immer höhere Verschuldung zu schultern.

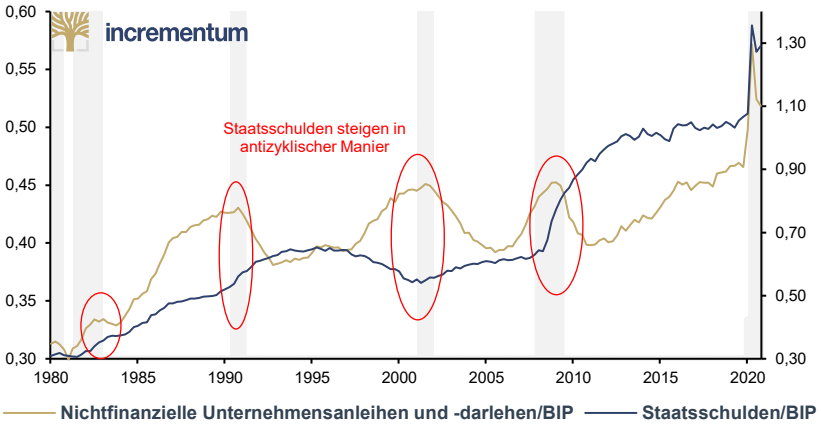
Nichtfinanzielle Unternehmensanleihen und -darlehen/BIP (lhs), und 3-monatige US-Anleihenrendite (rhs), in %, 1980-2020



Quelle: Lyn Alden, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Die Akkumulation von Staatsschulden verläuft tendenziell antizyklisch zu diesem Trend. Während Unternehmen und Haushalte nach Rezessionen häufig Schulden abbauen, steigt die Staatsverschuldung während und nach Rezessionen tendenziell an, da die Steuereinnahmen aufgrund der geringeren Wirtschaftsleistung sinken und die Staatsausgaben wegen der zusätzlichen Ausgaben für die Arbeitslosenunterstützung und für Maßnahmen zur Wirtschaftsankurbelung steigen.

Nichtfinanzielle Unternehmensanleihen und -darlehen/BIP (lhs), und Staatsschulden/BIP (rhs), Q1/1980-Q4/2020



Quelle: Lyn Alden, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Und so waren im Laufe der Zeit eine Reihe von Konjunkturzyklen zu beobachten, die über Jahrzehnte hinweg die öffentliche und private Verschuldung sukzessive erhöhten. Dieser Prozess gelangt an sein natürliches Ende, wenn die Zinsen realistischerweise nicht mehr weiter sinken können. **Dann droht beträchtliches Ungemach.**

Der langfristige Schuldenzyklus

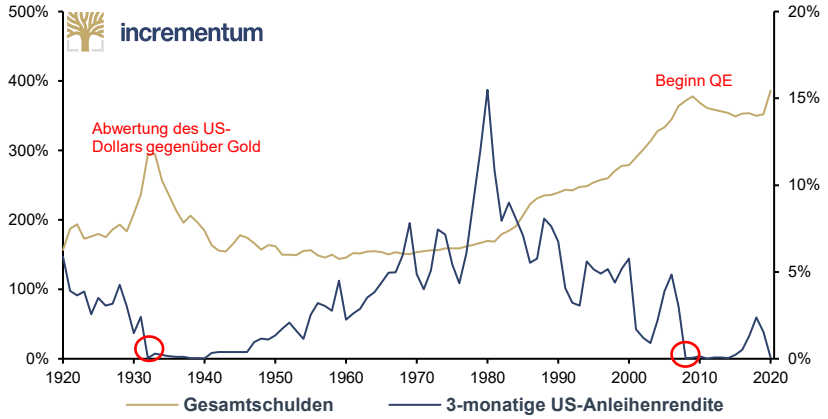
Nur wenige Menschen sind mit dem langfristigen Schuldenzyklus vertraut. Daher müssen wir einen Blick in die Geschichte werfen, um dessen Ablauf zu erkennen. Diese Betrachtung wird dadurch erschwert, dass sich die Geschichte nie eins-zu-eins wiederholt. Daher müssen Analysten historische Daten heranziehen und daraus Wahrscheinlichkeiten berechnen, die die neuen Bedingungen und die Unterschiede im Vergleich zu den vergangenen Epochen berücksichtigen.

The lessons and warnings of history are clear if one looks for them, most people don't look for them because most people learn from their experiences and a single lifetime is too short to give them those.
Ray Dalio

Die meisten Konjunkturzyklen haben die Schulden auf ein sukzessive höheres Niveau gehoben. Daher erreicht die Gesamtverschuldung im Verhältnis zum BIP und zur breiten Geldmenge mittlerweile ein Rekordniveau. Zudem befinden sich die Zinssätze nahe oder auf null, und die politischen Entscheidungsträger haben Schwierigkeiten, sie deutlich unter diese Schwelle zu drücken, ohne dem angeschlagenen Bankensystem einen tödlichen Schlag zu versetzen. Denn liegt der Zinssatz bei null, ändern sich die Dinge grundlegend und die Magie beginnt.

Im vergangenen Jahrhundert gab es in den USA und in weiten Teilen der übrigen Industrieländer zwei Spitzenwerte im langfristigen Schuldenzyklus. Der erste Spitzenwert wurde in der Großen Depression erreicht, der zweite in den späten 2000er-Jahren während der globalen Finanzkrise. **Der nächste Chart zeigt die Gesamtverschuldung in Prozent des BIP für die USA, der die strukturellen Spitzen und die damit verbundenen Bankenkrisen jedes langen Zyklus identifiziert, die genau dann auftraten, als die Zinsen auf null sanken.**

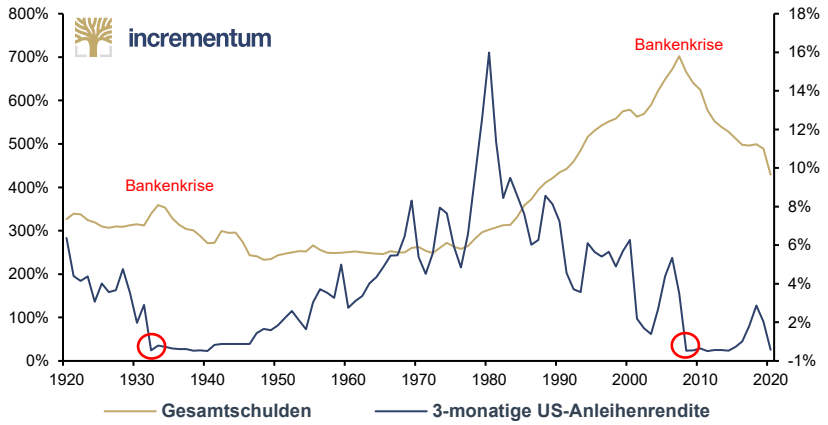
Gesamtschulden (lhs), in % des BIP, und 3-monatige US-Anleihenrendite (rhs), in %, 1920-2020



Quelle: Lyn Alden, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

In einer leicht abgewandelten Darstellung zeigt der nächste Chart die Gesamtverschuldung in Prozent des breiten Geldmengenaggregats M2.

Gesamtschulden (lhs), in % von M2, und 3-monatige US-Anleihenrendite (rhs), in %, 1920-2020



Quelle: Lyn Alden, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Capitalism stands its trial before judges who have the sentence of death in their pockets. They are going to pass it, whatever the defense they may hear; the only success victorious defense can possibly produce is a change in the indictment.
Joseph Schumpeter

Bewegen sich die systemweiten Schulden in gewöhnlicher Höhe, können diese nominal abgebaut werden. Menschen und Unternehmen bezahlen für ihre Fehler, indem sie in einem Abwärtszyklus Geld verlieren. Es kommt zu einer Phase schöpferischer Zerstörung, starke Unternehmen übernehmen schwache Unternehmen. **Schließlich legt sich der Staub, und das teilentschuldete System kehrt wieder zum Status quo ante zurück.**

Bei einer exzessiven systemweiten Verschuldung in Höhe von einigen hundert Prozent des BIP oder der Geldmenge ist jedoch eine nominelle Entschuldung im Grunde genommen unmöglich. Denn der Versuch, dies zu tun, würde zum Kollaps des gesamten Systems führen, die Ponzi-Natur des Systems offenlegen und die Wirtschaft in einen Teufelskreis abstürzen lassen.

Stattdessen neigen diese Spitzen historisch dazu, die Entschuldung über eine große Ausweitung der Geldmenge abzuwickeln. Mit anderen Worten: Am Ende eines

langfristigen Schuldenzyklus steigt der Nenner (die Geldmenge) viel stärker, als der Zähler (die nominale Verschuldung) sinkt.

Die gesellschaftspolitische Komponente

Wenn ein langfristiger Schuldenzyklus zu implodieren beginnt, kommt vielfach der Vorwurf, dass diese Implosion mit Gelddrucken und anderen inflationären Maßnahmen bekämpft wird. Das ist allerdings nicht der Punkt, an dem die entscheidenden Fehler begangen werden. An diesem Punkt sind diese Maßnahmen fast unvermeidlich.

There were essentially only 2 ways to restore the past balance between the value of gold reserves & the total money supply. One was to put the whole process of inflation into reverse & deflate the monetary bubble by actually contracting the amount of currency in circulation... but it was painful...The alternative was to accept that past mistakes were now irreversible & reestablish monetary balance with a sweep of the pen by reducing the value of the domestic currency in terms of gold (devalue.) The US & UK took the route of deflation; Germany & France that of devaluation/inflation.
Liaquat Ahamed, Lords of Finance

Die entscheidenden Fehler wurden in den Jahrzehnten *vor* dem Schuldenhöchststand begangen, zu einem Zeitpunkt also, als es noch mehr Handlungsmöglichkeiten gab. Stattdessen wurde etwa mit einer zu starken Lockerung der Geldpolitik die zunehmende Verschuldung überhaupt erst ermöglicht und in der Regel durch eine Reihe schlechter fiskalpolitischer Maßnahmen zusätzlich begünstigt. Wenn die Verschuldung erst einmal auf ein hohes Niveau angewachsen ist, sind die Handlungsmöglichkeiten begrenzt. Die politischen Entscheidungsträger haben sich selbst in eine Ecke gedrängt und stehen vor der Entscheidung, Geld zu drucken oder die Revolution auszulösen, wie es Liaquat Ahamed in seinem Buch „Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World“ beschreibt.

Niemals darf auf folgende grundlegende Tatsache vergessen werden: Die Verbindlichkeit des einen ist der Vermögenswert des anderen. Wenn also jemand in Zahlungsverzug gerät, vernichtet er den Vermögenswert von jemand anderem. Wenn Menschen und Institutionen Vermögenswerte verlieren, werden sie finanziell geschädigt, und wenn sie den Ankauf dieser Vermögenswerte fremdfinanziert haben, können sie in Konkurs gehen und ihre Verbindlichkeiten, die ebenfalls Vermögenswerte von jemand anderem sind, werden ebenso wertlos.

Ähnlich verhält es sich, wenn Menschen ihren Arbeitsplatz verlieren, wodurch sich ihr Konsum reduziert, was wiederum die Einnahmen anderer Unternehmen reduziert und sie ihrerseits dazu zwingt, ebenfalls Mitarbeiter zu entlassen, wodurch der Konsum im System weiter zurückgeht. Bei einem breiten Ausfall und ohne staatliche Rettungsmaßnahmen geraten in weiterer Folge Banken in Schieflage.

Dieser Teufelskreis aus sinkenden Vermögenspreisen, Arbeitsplatzverlusten und insolventen Unternehmen reduziert wiederum die Steuereinnahmen des Staates. Würde nicht auf die Inflation zur Finanzierung des Budgetdefizits zurückgegriffen werden, müssten entweder Sozialprogramme gekürzt werden, was das Einkommen der Empfänger reduziert und somit auch zu weniger Konsum und Steuereinnahmen führen würde. Oder es müssten die Steuersätze erhöht werden, was die privaten Investitionen oder den Konsum reduziert. Alternativ könnte sich der Staat auch für zahlungsunfähig erklären. Dies hätte die Zahlungsunfähigkeit jeder Bank mit Teilreservehaltung im Land zur Folge, weil Staatsanleihen ihre sichersten Vermögenswerte sind.

Die Menschen verstehen nicht, welch große Einnahmequelle in der Sparsamkeit liegt.
Cicero

In einem gesunden, normal gehebelten System kann der Prozess des Schuldenabbaus natürlich ablaufen und das Gesamtsystem bleibt robust und solvent. Nach dem Erreichen der Talsohle geht das System gestärkt aus einer echten Marktbereinigung hervor. In diesem Szenario brechen die meisten Banken nicht zusammen, die Regierung ist nicht hoch verschuldet, nur eine überschaubare Teilmenge von Unternehmen und Haushalten geht bankrott und die schlechten Akteure stecken nicht das gesamte System an.

The Euro will lead to too many houses in Spain, too many factories in Germany and too many civil servants in France, as each country will end up specializing on their comparative advantages.
Charles Gave, 2001

In einem überschuldeten System auf dem Höhepunkt eines langfristigen Schuldenzyklus, dessen Verschuldung nur durch konsequente politische Interventionen und künstlich niedrige Zinssätze in den vorangegangenen Jahrzehnten auf ein nicht nachhaltiges Niveau ansteigen konnte, würde eine Reihe von anfänglichen Ausfällen hingegen einen Dammbruch verursachen. Weil es im Verhältnis zur Geldmenge zu viele Schulden gibt, würde das gesamte System wie ein Kartenhaus in sich zusammenbrechen. Ein Laissez-faire-Ansatz funktioniert daher bei normalen Deleveraging-Ereignissen recht gut, historisch gesehen versagt er aber bei großen Deleveraging-Ereignissen, wenn also die Gesamtverschuldung extrem hoch ist.

Politiker und Zentralbanker von monetär souveränen Staaten haben allerdings keinen Anreiz, diesen Weg des deflationären Zusammenbruchs zu gehen, zumal es zu einem großen Teil ihrer Politik zu verdanken war, dass die Verschuldung überhaupt so stark ansteigen konnte. Daher kommt ein monetär souveränes System selten, wenn überhaupt, an den Punkt, an dem es in einer Deflationsspirale implodiert.

MMT threatens to take us down the classic „unorthodox“ route do debt reduction, namely via inflation and financial repression.
Dario Perkins

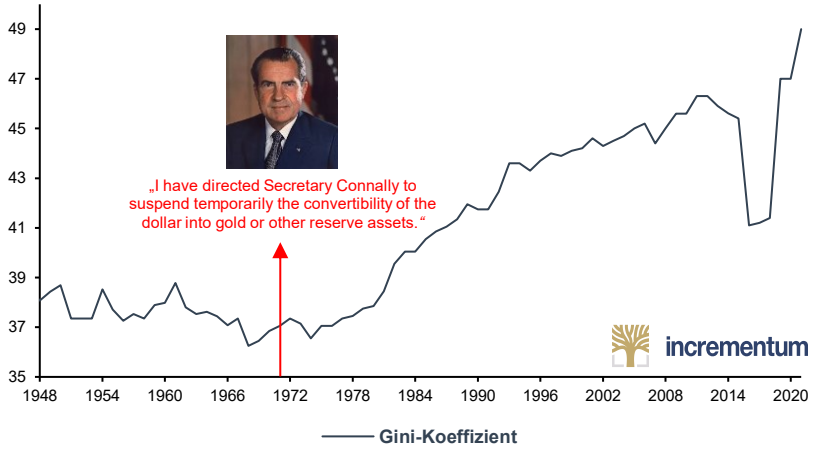
Denn die Realität sieht so aus, dass der Versuch der Entschuldung von einem hohen Niveau nach kurzer Zeit an der menschlichen Natur scheitert. Denn versuchten die Politiker durch Ausgabenkürzungen kräftig zu sparen, sowie systemweite Zahlungsausfälle zuzulassen, würde sich die Wirtschaftslage fortlaufend verschlechtern, und nach ein paar Jahren würden die Menschen diese Politiker zugunsten von Politikern abwählen, die Maßnahmen zur Wirtschaftsankurbelung und MMT-ähnliche Politiken im weiteren Sinne versprechen.

Man kann es auch so ausdrücken, dass ein Fiat-Währungssystem selten, und wenn überhaupt, dann am Ende eines langfristigen Schuldenzyklus aus *Mangel* an gedrucktem Fiat-Geld zusammenbricht. Wenn die Zinsen auf null fallen und/oder die Staatsverschuldung hoch ist und die realen privaten Käufer der Staatsschulden ausgehen, wird all jenes Fiat-Geld gedruckt, das benötigt wird, um die Defizite auf die eine oder andere Weise zu monetarisieren. Wenn das öffentliche und private Schuldenniveau im Verhältnis zur Fiat-Geldmenge in historischer Betrachtung hoch ist, wird zum Schuldenabbau einfach die Fiat-Geldmenge im System ausgeweitet. **Die Währung ist historisch gesehen das Ablassventil. Sehr zum Nachteil der Sparer und Anleihegläubiger.**

Hinzu kommt, dass in diesen ökonomischen Extremsituationen die sozioökonomischen Spannungen langsam, aber sicher zuzunehmen beginnen. Mit den Höhepunkten langfristiger Verschuldungszyklen gehen Spitzenwerte bei der

Freunderlwirtschaft und der Vermögenskonzentration einher, die Kluft zwischen den Superreichen und allen anderen weitet sich im Vergleich zu den normalen Zeiten aus. Das Geld bewegt sich nicht mehr reibungslos durch die Wirtschaft und erreicht Menschen aller Einkommensstufen, sondern konzentriert sich bei den Reichen.

Gini-Koeffizient, USA, 1948-2021



Quelle: chartbookofeconomicinequality.com, worldpopulationreview.com, Incrementum AG

Things fall apart, the centre cannot hold...Mere anarchy is loosed upon the world (...) the best lack all conviction, while the worst are full of passionate intensity.
William Butler Yeats

In weiterer Folge wird populistische Politik immer alltäglicher, und während einige Strömungen durchaus rational sein können, weil sie sich gegen die vorherrschende Politik richten, die zu Recht als reformbedürftig angesehen wird, gibt es auch gefährlichere und extremere Strömungen. Diese erhalten insbesondere dann an Zulauf, wenn diese anfänglichen und rationaleren Strömungen nicht beachtet werden. Politische Entscheidungsträger stehen historisch gesehen vor der Wahl, entweder die finanziellen Belastungen der breiten Bevölkerung zu lindern oder eine Revolution zu riskieren. Mit anderen Worten: Wenn das oberste 1% der Bevölkerung mehr Reichtum hat als die unteren 90%, läuft die Politik nicht sehr rund. Auch das Wirtschaftswachstum neigt dazu, sich zu verlangsamen oder überhaupt zu stagnieren, da die breite Mittelschicht der Motor der Wirtschaft ist.

You can't insure yourself against what you fear, because the more you do so, the more fearful and insecure you become. The result is a form of insanity, looking for total security in a world where security can never, for any individual, be certain.
Oliver Stone

Und dann wäre da noch der Aspekt der nationalen Sicherheit. Ökonomische Theorien funktionieren gut in hypothetischen Szenarien eines geschlossenen Systems. Aber wie steht es um diese in offenen Systemen, in denen internationale Wettbewerber existieren? Denn wenn sich ein Land entscheidet, die bittere Medizin zu schlucken und einen lange anhaltenden, massiven, nominalen Zahlungsausfall und Schuldenkollaps zu durchlaufen, und die Schulden fair und anständig zu bereinigen, wird es während dieses ganzen Prozesses aus geopolitischer und militärischer Sicht im Vergleich zu Nationen, die sich stattdessen für die Inflation und die Stützung ihrer Wirtschaft entscheiden, verwundbar sein. **Es gibt also für politische Entscheidungsträger in einem Fiatgeldsystem einen eingebauten geopolitischen Anreiz, Geld zu drucken, wenn es hart auf hart kommt.**

Dieses Phänomen, dass Währungsabwertungen am Ende langfristiger Verschuldungszyklen und Perioden starker Vermögenskonzentration auftreten,

geht Tausende von Jahren bis ins antike Griechenland und Mesopotamien zurück. **Ein Beispiel von vor 2600 Jahren beschreibt die heutige Situation auf eindrückliche Art und Weise:**

> *„In the Athens of 594 B.C., according to Plutarch, 'the disparity of fortune between the rich and the poor had reached its height, so that the city seemed to be in a dangerous condition, and no other means for freeing it from disturbances seemed possible but despotic power.' The poor, finding their status worsened with each year- the government in the hands of their masters, and the corrupt courts deciding every issue against them- began to talk of violent revolt.*
>
> *The rich, angry at the challenge to their property, prepared to defend themselves by force. Good sense prevailed; moderate elements secured the election of Solon, a businessman of aristocratic lineage, to the supreme archonship. He devalued the currency, thereby easing the burden of all debtors (although he himself was a creditor); he reduced all personal debts, and ended imprisonment for debt; he cancelled arrears for taxes and mortgage interest, he established a graduated income tax that made the rich pay at a rate twelve times that required of the poor; he reorganized the courts on a more popular basis; he arranged that the sons of those who had died in war for Athens should be brought up and educated at the government's expense. The rich protested that his measures were outright confiscation; the radicals complained that he had not redivided the land; but within a generation almost all agreed that his reforms had saved Athens from revolution."*[280]

Ein Doppelschlag

Ein langfristiger Schuldenzyklus im modernen Bankensystem endet typischerweise nicht mit einem großen Knall; er endet historisch gesehen mit einem Doppelschlag. Der erste Schlag – die private Schuldenblase – bereitet den K.O.-Schlag vor – die öffentliche Schuldenblase.

Adrian: Rocky, why do you fight?
Rocky Balboa: Because I can't sing and dance.

Beim ersten Schlag erreicht der private Schuldenzyklus seinen Höhepunkt, und es kommt zu einer deflationären Bankenkrise. Es wird Geld gedruckt, um das Bankensystem zu retten, aber das deflationäre Loch ist so groß, dass sich die Gelddruckerei nicht unbedingt in Form einer breiten Geldmengeninflation oder einer breiten Verbraucherpreisinflation zeigt. Tatsächlich werden hauptsächlich die Bankreserven oder das Basisgeld, die nicht in die breite Wirtschaft durchsickern, inflationiert. In der Zwischenzeit leiden die Verbraucher und Unternehmen, was den deflationären Druck auf Löhne und Preise weiter erhöht.

Vor dem zweiten Schlag folgt eine Periode relativer Stagnation, da die grundlegenden Probleme bestehen bleiben, obwohl das Bankensystem entschuldet wurde und ein gewisser Anschein von Stabilität

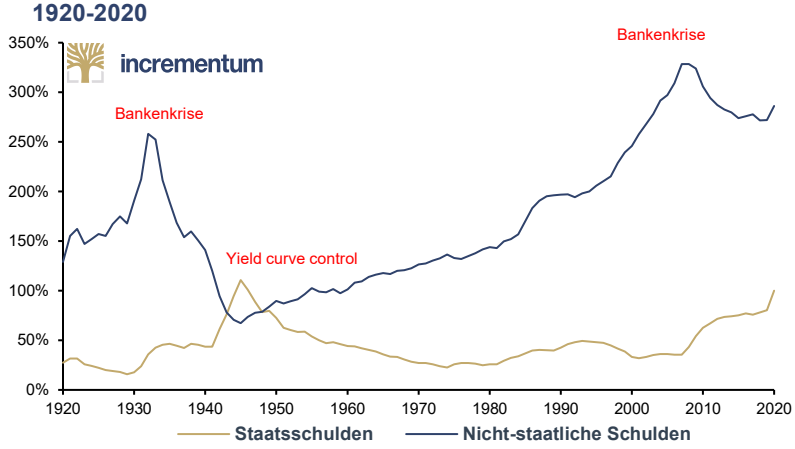
[280] Durant, Will und Ariel: *The Lessons of History,* 1968, S. 55f.

zurückkehrt. Sobald dieses fragile System jedoch einen externen Schock erleidet oder mit steigenden zivilen Unruhen zu kämpfen hat, während die Zinssätze immer noch nahe null sind, führt dies dazu, dass die Bevölkerung und die Politiker zu einer pro-inflationären Politik übergehen. Die Budgetdefizite und die Staatsverschuldung steigen rapide an und werden von der Zentralbank durch eine Politik der finanziellen Repression monetarisiert, d. h. die Zinssätze werden unter der Inflationsrate gehalten, was große Teile der öffentlichen und privaten Schulden real vernichtet. Dieser zweite Schlag ist ganz und gar inflationär.

Printing money is the most expedient, least well-understood, and most common big way of restructuring debts.
Ray Dalio

Wenn wir uns anhand des Charts wieder auf die Geschichte der USA konzentrieren, können wir die Gesamtverschuldung als Prozentsatz des BIP wie folgt aufteilen: in 1) Staatsschulden[281] als Prozentsatz des BIP; und 2) nicht-staatliche Schulden als Prozentsatz des BIP, die größtenteils aus privaten Schulden besteht. Dies zeigt uns die zwei Phasen des langfristigen Schuldenzyklus.

Staatsschulden, und Nicht-staatliche Schulden, in % des BIP, 1920-2020



Quelle: Lyn Alden, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Die nicht-staatliche Verschuldung scheint in den 1930er- und frühen 1940er-Jahren in diesem Chart stark zurückgegangen zu sein. Tatsächlich sank die nicht-staatliche Verschuldung in Prozent des BIP vom Höchststand bis zum Tiefststand von 225% auf 75%, was wie ein enormer Schuldenabbau aussieht. In nominalen US-Dollarbeträgen sank die nicht-staatliche Verschuldung in diesem Zeitraum jedoch nur um etwa 20% vom Höchststand bis zum Tiefststand.

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

Zusammen mit diesem teilweisen nominalen Schuldenabbau wurde stattdessen der an das Gold gebundene US-Dollar von 20,67 USD/Unze auf 35 USD/Unze abgewertet. Zudem gab es staatliche Ausgabenprogramme und die monetäre Basis weitete sich stark aus. Dies ließ die breite Geldmenge und das nominale BIP wieder ansteigen und verringerte somit die Verschuldung im Verhältnis zum BIP und zu M2. Der Zähler (die Schulden) sank um 20%, aber der Nenner (das nominale BIP oder die breite Geldmenge) schnellte in die Höhe.

[281] Während in Europa die Staatsschulden die Schulden sämtlicher Gebietskörperschaften (Bund, Länder, Gemeinden) sowie der Sozialversicherungen umfassen, sind in den USA unter diesem Titel ausschließlich die Schulden auf Bundesebene (federal level) gemeint.

Whoever wishes to foresee the future must consult the past; for human events ever resemble those of preceding times. This arises from the fact that they are produced by men who ever have been, and ever will be, animated by the same passions, and thus they necessarily have the same result.
Niccolo Machiavelli

Die Wirtschaft erholte sich von ihren Tiefstständen von 1932/1933 im weiteren Verlauf der 1930er-Jahre, fiel jedoch 1937 neuerlich in eine Rezession. Es ist wichtig darauf hinzuweisen, dass die Wirtschaft in den frühen 1930er-Jahren zunächst einer Deflation ausgesetzt war, die Mitte/Ende der 1930er- Jahre in eine Phase der Reflation überging, nachdem der US-Dollar gegenüber Gold abgewertet und die Geldbasis ausgeweitet worden war. Die Wirtschaft selbst erlebte aber keine hohe Inflation. Es handelte sich um eine anti-deflationäre Währungsabwertung. Das bedeutet, dass die Währung relativ zu Gold abgewertet wurde durch eine Änderung der Goldparität, gegenüber dem Warenkorb aber nicht. Die breite Geldmenge stieg nicht schnell an, da den inflationären Kräften ein deflationärer Schock durch hohe Verschuldung, hohe Arbeitslosigkeit, kollabierende Vermögenspreise und Bankenzusammenbrüche entgegenwirkten.

One may say that, apart from wars and revolutions, there is nothing in our modern civilizations which compares in importance to inflation.
Elias Canetti

Dann, nach einer Periode der Stagnation, traten die USA im Dezember 1941 in den Zweiten Weltkrieg ein und erhöhten ihre Ausgaben, finanziert durch Staatsverschuldung, monetarisiert durch die Federal Reserve und das US-Bankensystem, das eine Menge US-Treasuries kaufte. Die inländische industrielle Basis wurde während dieses Jahrzehnts dank der hohen Defizite fast verdreifacht. **Um dies zu finanzieren, deckelte die Federal Reserve alle Treasury-Renditen weit unter der vorherrschenden Inflationsrate – am kurzen Ende bei 0,375%, am langen Ende bei 2,50% – um einen Teil der Kaufkraft wegzuinflationieren.**[282] Sparer und die Besitzer von Bargeld und Anleihen verloren einen erheblichen Teil ihres Vermögens.

Where the army is, prices are high; when prices rise the wealth of the people is exhausted. There is no instance of a nation benefiting from prolonged warfare.
Sun Tzu,
The Art of War

Die Kriegshandlung selbst war ökonomisch schädlich, da unersetzbare Menschenleben verloren gingen und teure Ausrüstung auf fremdem Boden zerstört wurde. Die produktive Infrastruktur, die der Krieg die USA zwang, defizitfinanziert zu errichten, die zurückgebracht und für den inländischen Gebrauch wiederverwendet werden konnte, löste einen enormen Technologieschub aus und erhöhte die allgemeine Produktivität in der anschließenden Friedenszeit. Der Aufschwung wurde zudem gefördert durch „The Servicemen's Readjustment Act of 1944", allgemein bekannt als „G.I. spending bill", durch die Millionen von Soldaten ausgebildet wurden, damit diese wieder dem heimischen Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen konnten.

Um es noch einmal zu wiederholen: Diese Ära war eine Periode exzessiver Ausgaben und aggressiver Währungsabwertungen, gefolgt von einer Periode relativer Sparsamkeit, die die Verschuldung in Prozent des BIP reduzierte, dieses Mal auf Bundesebene. Zu diesem Zeitpunkt war der langfristige Schuldenzyklus gemildert, wobei die Währung einen erheblichen Teil der Kosten zu tragen hatte.

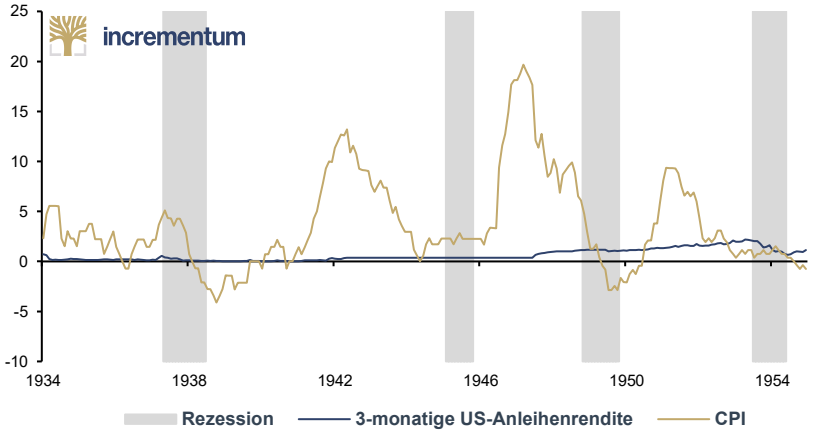
Infolge der wirtschaftlichen Stagnation und des Zweiten Weltkrieges wurden die 1940er-Jahre ein Jahrzehnt, in dem die Geld- und Fiskalpolitik den Lehren der MMT folgte, wenn man einen zeitgenössischen Fachbegriff bemühen möchte. Und die Corona-Pandemie könnte ein Katalysator sein, um den 2020er-Jahren einen ähnlichen Verlauf zu bescheren, insbesondere angesichts der ähnlichen langfristigen Schuldensituation.

—
[282] Für eine tiefergehende Analyse dieser ökonomisch spannenden Epoche der Zinsdeckelung, *siehe* Abschnitt „Der Treasury-Fed-Accord vom 3. März 1951" in diesem *In Gold We Trust*-Report

Ground-scraping interest rates turn savers into speculators and quarantined millennials into day traders. They facilitate overborrowing, suppress market signals, misdirect investment dollars, and promote the dubious business of turning well-financed public companies into heavily indebted private ones.
Jim Grant

Mit anderen Worten: Nach einer Periode langanhaltender Stagnation verändert ein externer Katalysator die Wahrnehmung der Öffentlichkeit und der politischen Entscheidungsträger in Bezug auf Budgetdefizite. **In einem solchen Szenario mit massiven Defiziten und finanzieller Repression wie in den 1940er-Jahren werden die Eigentümer von Bargeld, Sparguthaben und Anleihen reale Verluste erleiden.** Auf der anderen Seite werden die Schuldner gerettet, weil sie nur einen Teil der geschuldeten Kaufkraft zurückzahlen müssen, auch wenn oft nominal der ursprünglich geschuldete Betrag getilgt wurde. Der nächste Chart zeigt die Zinssätze im Vergleich zur jährlichen Inflationsrate in den 1940er-Jahren und den umliegenden Jahren.

3-monatige US-Anleihenrendite, in %, und CPI, yoy%, 01/1934-12/1954



Quelle: Lyn Alden, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Während dieses Zeitraums kam es zu drei massiven Inflationsschüben, aber die Renditekurve der US-Treasuries wurde am kurzen Ende nahe null gehalten und das lange Ende der Kurve bei 2,5%. Das führte dazu, dass Eigentümer von Bargeld, Kontoguthaben und Anleihen beträchtlich an Kaufkraft verloren. Gleichzeitig ermöglichte dies der Regierung, einen beträchtlichen Teil ihrer Schulden im Verhältnis zum nominalen BIP wegzuinflationieren.

Viele andere Kriegsteilnehmer, sowohl Gewinner als auch Verlierer, deren Produktionskapazitäten eher zerstört als erweitert wurden, hatten viel tiefere und weniger geordnete Währungsabwertungen. Alles in allem kamen die USA glimpflich davon, während viele andere Länder deutlich härter getroffen wurden.

This current bubble is different. It is one level higher at the sovereign debt level. Wall Street does not need bailing out. Government balance sheets need bailing out. The question is, by who?
Colly Leporal

Den USA fehlen heute viele der Stärken, die sie in den 1940er-Jahren hatten. Die Produktionsbasis wurde im Vergleich zu den meisten anderen Industriestaaten in größerem Umfang ausgelagert. Daher sind die USA stärker finanzialisiert und weniger industrialisiert als ähnliche Staaten wie Japan oder Deutschland, ganz zu schweigen von Schwellenländern wie China oder anderen Ländern im wirtschaftlich aufstrebenden Asien.

Außerdem waren die USA in den 1940er-Jahren die größte Gläubigernation, was bedeutet, dass US-Amerikaner insgesamt mehr ausländisches Vermögen besaßen als Ausländer US-amerikanische Vermögenswerte. Hier und jetzt in den 2020er-Jahren sind die USA die mit

Abstand größte Schuldnernation, während Länder wie Japan, Deutschland und China die größten Gläubigernationen sind.

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

Ein MMT-lastiges Umfeld in den USA, kombiniert mit der Tatsache, dass sie eine Schuldnernation sind und anhaltende Handelsdefizite aufweisen, kann also dazu führen, dass der US-Dollar im nächsten Zyklus von den führenden Währungen nicht am wenigsten, sondern am stärksten abgewertet wird.

Fazit

> *„So, watch central bankers' actions—i.e., see if they increase their bond buying when interest rates are rising led by long-term interest rates and when the markets and economy are strong—because that action would signal that they are experiencing supply/demand problems."*
>
> Ray Dalio

Weil unsere aktuelle Position im langfristigen Schuldenzyklus nun bekannt ist, können Investoren dieses Wissen nutzen, um durch das herausfordernde makroökonomische Umfeld zu navigieren. In vielerlei Hinsicht ähnelten die 2010er-Jahre den 1930er-Jahren, und in Bezug auf die Finanz- und Geldpolitik könnten die 2020er-Jahre den 1940er-Jahren ähneln.

Now this is not the end. It is not even the beginning of the end. But it is, perhaps, the end of the beginning.
Winston Churchill

In den 1930er- und 2010er-Jahren – und in den Jahren davor – erreichten die privaten Schuldenblasen ihren Höhepunkt, was zu großflächigen Bankenzusammenbrüchen, Preiseinbrüchen bei Vermögenswerten, disinflationärem Druck und anschließenden anti-deflationären Maßnahmen zur Rekapitalisierung der Banken und zur Wiederaufblähung des Finanzsystems führte. Insgesamt waren die fiskalischen Impulse in diesen Perioden moderat, die Geldmenge wuchs nicht besonders schnell, und die Rohstoffpreise und die allgemeinen Verbraucherpreise blieben relativ niedrig.

Gold has worked down from Alexander's time. [...] When something holds good for two thousand years, I do not believe it can be so because of prejudice or mistaken theory.
Bernard Baruch

In den 1940er-Jahren und im Jahr 2020 erschütterten dagegen massive externe Schocks das fragile System, gefolgt von hohen Haushaltsdefiziten zur Stützung der Gesamtwirtschaft, und diese Defizite wurden weitgehend monetarisiert. Das Ergebnis war ein rascher Anstieg der breiten Geldmenge, der in den 1940er-Jahren mehrere Jahre in Folge anhielt und zu einer deutlichen und breiten Preisinflation in Verbindung mit finanzieller Repression führte. **Es bleibt abzuwarten, was die 2020er-Jahre bringen werden, aber ein inflationärer Rohstoff-Bullenmarkt scheint realistisch.**

Knappe Wertaufbewahrungsmittel wie Edelmetalle, Rohstoffe, Bitcoin, Value-Aktien und Immobilien, profitieren historisch gesehen in dieser Phase des langfristigen Zyklus, der die gesamten 2020er-Jahre andauern könnte.

NZBD

New Zealand Bullion Depository

New Zealand Bullion Depository bietet Ihnen eine sichere, seriöse und diskrete Einlagerung Ihres Goldes. Für Ihre Generation und spätere Generationen.

www.nzbd.com

Goldlagerung: Faktencheck für Österreich, die USA und die Cayman Islands

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

Simon Mikhailovich

Key Takeaways

- **Vertrauensprobleme, sowie Fragen der Sicherheit, der Risikostreuung und der Absicherung gegen die Schwachstellen des Geldsystems sind die wichtigsten Gründe für das Investieren in physisches Gold.**
- **Der Ausbruch der Corona-Pandemie hat diese Schwachstellen wieder freigelegt. Mit dem massiven Anstieg der globalen Verschuldung geraten Fragen der Vermögenssicherung erneut in den Mittelpunkt.**
- **Die Investition in physisches Gold ist nur die erste Entscheidung. Genauso wichtig ist die Entscheidung für den sicheren und geeigneten Lagerungsort.**
- **2019 wurden Liechtenstein, die Schweiz und Singapur einem Faktencheck unterzogen. 2020 folgten Neuseeland, Australien und Dubai.**
- **In diesem Jahr sind Österreich, die USA und die Cayman Islands an der Reihe.**

Warum die sichere Lagerung von Edelmetallen wichtiger denn je ist

> *„If you don't own any gold, buy some. If you own some, buy more. We are going to places where, no matter how much you have, you'll wish you had more. Sadly."*
>
> Grant Williams

Die Ereignisse des vergangenen Jahres haben einmal mehr die elementare Bedeutung der Vermögenssicherung zum Vorschein gebracht. Angesichts der beispiellosen Ausweitung der Staatsverschuldung, die die Fragilität des globalen Finanzsystems weiter erhöht hat, hat sich die Rolle von Gold als vertrauenswürdige Anlage außerhalb des Geldsystems erneut bestätigt.

The desire of gold is not for gold. It is for the means of freedom and benefit.
Ralph Waldo Emerson

Gold in seiner physischen Form ist gänzlich unabhängig vom globalen Finanzsystem und gehört zu den wenigen finanziellen Vermögenswerten, die keine Verbindlichkeit in der Bilanz eines anderen darstellen. Gold existiert ganz für sich allein und kann Jahrhunderte lang in einem Tresor ruhen, ohne die tägliche Bilanzierung nach Marktpreisen oder anderweitige finanzielle Verflechtungen, die für andere Finanzprodukte erforderlich sind. Auch benötigt Gold keinen Finanzvermittler wie einen Banker oder Treuhänder. Damit hat das Edelmetall einen unschlagbaren Vorteil als Krisenanlage.

Paper money is like dram-drinking, it relieves for a moment by deceitful sensation, but gradually diminishes the natural heat, and leaves the body worse than it found it.
Thomas Paine

Ist die Entscheidung für eine Investition in physisches Gold getroffen, stellt sich die Frage nach dem optimalen Lagerungsort. Die Antwort auf diese Frage sollte sich insbesondere um Überlegungen zu Sicherheit, Vertrauen, Risikodiversifizierung und Absicherung gegen mögliche Verwerfungen des aktuellen monetären und politischen Systems drehen. Einheitslösung gibt es keine, daher müssen die verschiedenen Länder anhand von Kriterien wie wirtschaftliche Freiheit, Rechtsstaatlichkeit und Durchsetzung privater Eigentumsrechte, politische und wirtschaftliche Stabilität etc. miteinander verglichen werden.

In diesem Jahr nehmen wir Österreich, die USA und die Cayman Islands als Lagerungsort für Gold unter die Lupe. Für einen tieferen Einblick auf die Vorzüge der Goldlagerung in der Schweiz, Liechtenstein und Singapur sowie Neuseeland, Australien und Dubai verweisen wir unsere Leser auf die beiden vorangegangenen *In Gold We Trust*-Reporte.[283]

[283] *Vgl.* „Goldlagerung – Neuseeland, Australien und Dubai im Faktencheck", *In Gold We Trust*-Report 2020, „Goldlagerung: Liechtenstein, Schweiz und Singapur im Faktencheck", *In Gold We Trust*-Report 2019

Österreich – der Geheimtipp im Herzen Europas

In der Welt geht's drunter und drüber; aber Österreich geht nicht unter.
Egon Friedell

Österreich, das Binnenland im Herzen Europas mit fast 9 Millionen Einwohnern, steht oft im Schatten seines glamouröseren Nachbarn Schweiz. Unter Goldanlegern gilt es jedoch als Geheimtipp, da es eines der wenigen Länder ist, in denen das Bankgeheimnis und die finanzielle Diskretion auf höchstem Niveau sind. Gleichzeitig hat es nicht die schlechte Medienpräsenz vieler Steueroasen. Selten ist Österreich Gegenstand der internationalen Berichterstattung, wahrscheinlich mit Ausnahme von internationalen Erfolgen im Skisport und dem jährlichen Neujahrskonzert der Wiener Philharmoniker. Diese Diskretion und der hohe Lebensstandard machen Österreich zu einem attraktiven Standort für die Lagerung von Gold.[284]

Dream on, but don't imagine they'll all come true.
When will you realize…Vienna waits for you?
Billy Joel

Geographisch wird Österreich von den Alpen im Westen und dem Donautal im Osten bestimmt. Historisch gesehen war die Donau ein wichtiger Handelsweg, der Österreich und vor allem seine Hauptstadt Wien mit Mittel- und Osteuropa verband. Vom 13. bis zum frühen 20. Jahrhundert stand es unter der Herrschaft der Habsburger und Wien diente als politisches und kulturelles Zentrum für ganz Europa. Nach dem Ersten Weltkrieg und der Auflösung der Monarchie wurde die Erste Republik gegründet. 1938 wurde Österreich von Hitler annektiert und erst nach der Niederlage Nazideutschlands erlangte Österreich seine Unabhängigkeit wieder, die Zweite Republik wurde gegründet. Im Jahr 1955 erklärte Österreich seine „immerwährende Neutralität".

Hofburg Wien, Bildnachweis: Leonard Niederwimmer, Pixabay

Wien hat lauter Wahrzeichen und jeder Wiener fühlt sich als solches.
Karl Kraus

Bis heute ist Wien eine der wohlhabendsten und kulturell vielseitigsten Städte Europas, in der fast ein Viertel der Bevölkerung des Landes lebt. Zehn Mal in Folge hat Wien in der „Mercer-Studie" den ersten Platz in Sachen Lebensqualität belegt, 2019 gefolgt von Zürich, Vancouver und München.[285] Oft dient die österreichische Hauptstadt als Treffpunkt der internationalen Politik und viele internationale Organisationen haben hier ihren Sitz. So ist Wien einer der vier Sitze der Vereinten Nationen und beherbergt u. a. die „Internationale Atomenergiebehörde" (IAEO) und die „Unido". Zudem ist Wien der Sitz der OPEC.

—
[284] Wir möchten uns herzlich bei Frau Andrea Lang („Münze Österreich AG") und Herrn Christian Brenner („philoro Edelmetalle") für die wertvollen Informationen bez. der Goldlagerung in Österreich bedanken!
[285] *Vgl.* „Lebensqualität - Wien ist und bleibt Nummer eins", Stadt Wien

In Wien hat sich seit hundert Jahren nichts verändert, nur der Kaiser kommt nicht mehr.
Fritz Molden

Mit einer Wirtschaftsleistung von 446 Mrd. USD und einem Pro-Kopf-BIP von rund 50.000 USD zählt das Land konstant zu den zwanzig reichsten Ländern der Welt. Im „Human Development Index 2020" liegt Österreich auf Platz 18.[286,287] In den Jahren vor der Coronavirus-Pandemie hatte die österreichische Regierung große Anstrengungen unternommen, die Staatsverschuldung zu reduzieren. Im Jahr 2019 verzeichnete Österreich eine Staatsverschuldung von 70,4% des BIP, was die fiskalische Disziplin und die allgemein geringe Risikoneigung des Landes widerspiegelt. Die Corona-Pandemie hat die Staatsverschuldung jedoch in kürzester Zeit auf deutlich über 80% des BIP erhöht.[288]

Sie haben's gut, Sie können ins Kaffeehaus geh'n!
Kaiser Franz Joseph

Von Bedeutung für Goldanleger ist neben der hohen finanziellen Diskretion in Österreichs Finanzsektor, die Befreiung von Gold von der Mehrwertsteuer. Zudem sind Kursgewinne von Gold nach Ablauf der Spekulationsfrist von einem Jahr für Privatanleger steuerfrei. Und von der Steuerbegünstigung machen die Österreicher reichlich Gebrauch, halten sie doch im Durchschnitt rund 486 Gramm Gold pro Person.[289] **Insgesamt befinden sich in Österreich rund 561 Tonnen Gold in privater Hand. Das ist fast doppelt so viel wie der Goldbestand der „Oesterreichischen Nationalbank" (OeNB) von 280 Tonnen.**[290]

Österreich beherbergt eine der ältesten und renommiertesten Münzprägestätten Europas, die „Münze Österreich AG", die auf eine fast 1000-jährige Geschichte zurückblicken kann.[291] Heute ist sie eine Tochtergesellschaft der „Oesterreichischen Nationalbank" und prägt den bekannten „Philharmoniker", der nicht nur die meistverkaufte Goldmünze in Europa ist, sondern auch die einzige mit einem Nennwert in Euro.[292] Zudem ist der Philharmoniker vermutlich die schönste aller Bullion-Münzen.

„Wiener Philharmoniker", Bildnachweis: Jonathan Judmaier, Pixabay

—
286 *Vgl.* IMF: World Economic Outlook Databases
287 *Vgl.* „The next frontier: Human development and the Anthropocen", Human Development Report 2020, UNDP, 2020
288 *Vgl.* „Öffentliche Finanzen im 1. Halbjahr 2020: öffentliches Defizit 9,4%, öffentlicher Schuldenstand 82,6% des BIP", Statistik Austria
289 *Vgl.* Danzer, Andreas: „Österreicher besitzen privat doppelt so viel Gold wie die Nationalbank", *Der Standard*, 29. September 2020
290 *Vgl.* „philoro präsentiert Goldstudie", philoro.at, 29. September 2020
291 *Vgl.* „Geprägte Freiheit – Die Geschichte der Münze Österreich AG", Münze Österreich
292 *Vgl.* „Buying Gold and Silver in Austria", Bullion Exchanges

Was Deutschland und Österreich trennt, ist die gemeinsame Sprache.
Karl Kraus

So ist es nicht verwunderlich, dass Österreich bei der sicheren Aufbewahrung von Gold hohes Vertrauen genießt. Es gibt zahlreiche private Goldtresore und Schließfachanbieter, die nur zum Teil ihre Dienste im Internet bewerben. Besonders beliebt waren bislang insbesondere anonyme Einlagerungsmöglichkeiten. Seit dem 1. Jänner 2021 müssen diese aber im Zuge der 5. Geldwäscherichtlinie der EU in das Kontenregister eingetragen werden.[293] Mit der am selben Tag in Kraft getretenen Novelle des „Kontenregister- und Konteneinschaugesetzes" (KontRegG) wurde dieses rückwirkend zum 1. Jänner 2015 um anonyme Schließfächer erweitert.[294] Dank seines soliden und bewährten Rechtssystems ist davon auszugehen, dass das Bankgeheimnis nur im Einzelfall auf richterliche Anordnung hin aufgehoben wird.

Alles in allem hat Österreich seinen Ruf als einer der besten Orte der Welt, um Gold zu lagern, mit Sicherheit verdient.

Die Vereinigten Staaten von Amerika – eine Gold-Supermacht

We hold these truths to be self-evident: that all men are created equal; that they are endowed by their Creator with certain unalienable rights; that among these are life, liberty, and the pursuit of happiness.
Unabhängigkeitserklärung, 1776

Sicher umschlossen von zwei Ozeanen und gesegnet mit schier unermesslichen natürlichen Ressourcen, sind die Vereinigten Staaten seit Jahrzehnten die dominante globale Wirtschaftsmacht. Heute sind sie eine Nation der vielen Superlative: Sie haben die größte Wirtschaft der Welt, sie dominieren die wissenschaftliche Forschung und sind mit Abstand die führende Militärmacht der Welt.[295]

Freiheitsstatue; Bildnachweis: ronile, Pixabay

Die Grundlage für ihren Erfolg geht auf das Jahr 1787 zurück, als ihr oberstes Gesetz, die Verfassung der Vereinigten Staaten, beschlossen wurde. Sie legt den rechtlichen Rahmen für die konstitutionelle Präsidialrepublik fest, verankert die individuellen Freiheiten und schränkt die Regierungsgewalt ein. Heute gilt sie als die älteste schriftliche und kodifizierte nationale Verfassung, die noch in Kraft ist.

—
[293] *Vgl.* „Keine anonymen Schließfächer mehr in Österreich", Gold&Co, 2021
[294] *Vgl.* „Kontenregister und Konteneinschau", BMF, 4. März 2021
[295] Wir sind Simon Mikhailovich von „The Bullion Reserve" dankbar, dass er sein Wissen und seine tiefen Einblicke in den Goldmarkt und die Lagerung von Goldbarren in den USA mit uns geteilt hat.

Who controls the food supply controls the people; who controls the energy can control whole continents; who controls money can control the world.
Henry A. Kissinger

Sie ermöglichte den „American Dream" und zog einen beispiellosen Zustrom von Migranten aus aller Welt an. Bereits 1890 wurde die junge Nation zur produktivsten Wirtschaft der Welt und überholte das Britische Empire.[296] Die rasante wirtschaftliche Entwicklung um die Jahrhundertwende beflügelte Innovation und Produktivität. Trotz schwerer wirtschaftlicher Rückschläge, wie der „Großen Depression" und der Beteiligung an beiden Weltkriegen, kehrte die US-amerikanische Wirtschaft zu einer goldenen Ära des Wachstums zurück und wuchs von 1946 bis 1973 um durchschnittlich 3,8% pro Jahr.[297] Ein wichtiger Faktor bis heute war die führende Rolle der USA bei der Gestaltung des Bretton-Woods-Abkommens und der Etablierung des US-Dollar als Weltreservewährung.[298] **Ausschlaggebend dafür, dass die USA zum monetären Hegemon wurden, war ihr massiver Goldbestand, der 1940 20.000 Tonnen oder etwa 60% des weltweiten Währungsgoldes betrug.**[299]

Darüber hinaus waren die USA Gründungsmitglied einiger der aktuell wichtigsten Institutionen wie der UNO, der NATO, der Weltbank, des „Internationalen Währungsfonds" und der „Organisation der Amerikanischen Staaten".

What is American strategy first of all? So American strategy is to command the seas, right? The foundation of our power is sea control. Nobody can invade us, but we can invade them.
George Friedman

Die USA haben ihren Reichtum und ihre geografischen Vorteile für den Aufbau der größten Marine der Welt genutzt, um so die wichtigsten Seewege rund um den Globus strategisch zu kontrollieren und damit den globalen Handel zu steuern.[300] Mit einem Militärbudget von 738 Mrd. USD sind die USA heute für mehr als ein Drittel der weltweiten Militärausgaben verantwortlich.[301] In Kombination mit ihren geografischen Vorteilen – die USA sind eine geografische Festung sondergleichen – erscheint eine konventionelle militärische Invasion höchst unwahrscheinlich. Ein größeres Risiko geht von der Möglichkeit eines Cyberangriffs aus.

Wall Street is the only place that people ride to in a Rolls Royce to get advice from those who take the subway.
Warren Buffett

Insgesamt sind die USA ein naheliegender Kandidat, um dort Vermögen sicher zu lagern. Die US-amerikanische Wirtschaftsleistung liegt bei 21 Bill. USD, was ein geschätztes Pro-Kopf-BIP von 63.000 USD ergibt.[302] Die USA sind nicht nur die Heimat einiger der größten Unternehmen der Welt, sondern auch der beiden größten Börsen, der „New York Stock Exchange" (NYSE) und der „Nasdaq". Natürlich ist der US-amerikanische Edelmetallmarkt einer der liquidesten der Welt. Während London nach wie vor den größten OTC-Goldmarkt stellt, verzeichnet der Terminmarkt „Comex" im Jahr 2020 ein durchschnittliches Handelsvolumen von rund 20 Millionen Feinunzen Gold pro Tag.[303] Der einfache Marktzugang und die hohe Liquidität gehören mit zu den wichtigsten Faktoren für jeden Goldinvestor.

—
296 *Vgl.* „The United States Becomes a World Power", Digital History
297 *Vgl.* „Money Income of Households, Families and Persons in the United States: 1987", Current Population Report, Serie P-60, Nr. 162, U.S. Department of Commerce, Februar 1989
298 *Vgl.* dazu auch Kapitel 6 zur Goldkonfiszierung „Wie sicher ist mein Gold?"
299 *Vgl.* Bernstein, Peter: *The Power of Gold, History of an Obsession*, 2000; Green, Timothy: „Central Bank Gold Reserves", World Gold Council, Research Study No. 23, November 1999
300 *Vgl.* Stratfor: United States
301 *Vgl.* „Chapter Two: Comparative defence statistics", The Military Balance, Vol. 121, 24. Februar 2021
302 *Vgl.* „Report for Selected Countries and Subjects: Oktober 2020", IWF, Oktober 2020
303 *Vgl.* „GOLD - VOLUME", CME Group

New York City Skyline; Bildnachweis: Leonard Niederwimmer, Pixabay

America, wenns ihr ma glaubads, wia ma eich vermissen kann.
„America"
Falco

Allerdings sind die USA nicht der größte Goldproduzent. Dieser Titel geht an China, gefolgt von Russland und Australien. An vierter Stelle stehen die USA mit einem Schürfvolumen von rund 200 Tonnen Gold, die jährlich gefördert werden. Dies entspricht rund 6,4% der weltweiten Produktion.[304] Auch der private Goldbesitz ist bei den US-Amerikanern weniger verbreitet als beispielsweise bei Indern oder Schweizern. Letztere sollen durchschnittlich 598 Gramm pro Person besitzen, was mehr als das Fünffache der Goldmenge ist, die der durchschnittliche US-Bürger besitzt.[305] Inzwischen haben die USA mit 261 Millionen Unzen bzw. mehr als 8.300 Tonnen den größten institutionellen Goldbestand der Welt.[306]

The confidence of the entire global financial system rests on the U.S. dollar. Confidence in the dollar rests on the solvency of the Fed's balance sheet. And that solvency rests on a thin sliver of gold.
James Rickards

Wenn es um die Lagerung und sichere Aufbewahrung von Gold geht, liegen die USA allerdings nur im Mittelfeld. Zwar gibt es viele Lagermöglichkeiten für Münzen und Barren, aber aufgrund der schieren Größe und des daraus resultierenden wettbewerbsintensiven Marktes dienen sie in erster Linie US-amerikanischen Bürgern, die ihr Gold lieber in der Nähe ihres Zuhauses lagern. Im Gegensatz zu vielen europäischen Ländern sind anonyme Goldkäufe sehr ungewöhnlich. Die US-Regierung verlangt die Meldung von Bargeldtransaktionen, die 10.000 USD übersteigen. Da jedoch die Verwendung von Bargeld im Allgemeinen immer unüblicher wird und Unternehmen für die Meldung jeder Transaktion, die als „ungewöhnlich" angesehen werden könnte, verantwortlich sind, sind anonyme Goldkäufe selten.[307] Während die USA also den großen Vorteil des direkten Zugangs zu einem der liquidesten Märkte aufweisen, werden sie unter nicht-US-amerikanischen Bürgern nur selten als Goldlagerort genannt. Selbst verschiedene Länder, darunter auch Deutschland, die ihr Gold nach dem 2. Weltkrieg in den USA lagerten, haben ihr Gold weitgehend repatriiert.

Ein Punkt, der in diesem Zusammenhang oft angesprochen wird, ist die allseits bekannte Episode der Goldkonfiszierung in den USA in den 1930er-Jahren.[308] Natürlich ist dies ein Risiko, das man bei der Wahl des Lagerortes für Gold immer in Betracht ziehen sollte. Allerdings ist das Risiko einer Konfiszierung von

—
304 *Vgl.* „Top 10 Gold Producing Countries", U.S. Global Investors, 23. September 2020
305 *Vgl.* Wikipedia Commons: Gold Reserves
306 *Vgl.* „Status Report of U.S. Government Gold Reserve", Bureau of the Fiscal Service, 31. März 2021
307 *Vgl.* „Sarbanes-Oxley Act" (2002) und „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act" (2010)
308 *Siehe* Kapitel „Eine kurze Geschichte der Goldkonfiszierungen" in diesem *In Gold We Trust*-Report

physischem Gold im historischen Vergleich heute gering, da sich die Rolle von Gold innerhalb des Geldsystems seither grundlegend geändert hat. Gold dient den Zentralbanken heute nur mehr als Reserve. Eine unmittelbare Bedeutung im Geldsystem hat Gold allerdings spätestens seit dem Schließen des Goldfensters am 15. August 1971 nicht mehr.

Auf globaler Ebene gehören die USA dennoch zu den besten Ländern für die Lagerung von physischem Gold. Bis heute sind sie dank ihres liquiden, transparenten und effizienten Marktplatzes für den Goldhandel unerreicht.

Cayman Islands – Goldlagerung auf der Sonnenseite

> *„The Cayman Islands is a sleeping giant of the financial markets."*
>
> Mark Yaxley

Die Cayman Islands sind ein karibischer Archipel, der vielen Menschen mit Ausnahme der Ultra-Reichen weitgehend unbekannt ist. Während die drei Inseln ihren spektakulären Stränden und exzellenten Tauchmöglichkeiten punkten können, hat sich der Inselstaat vor allem als Finanzzentrum in der internationalen Geschäftswelt etabliert.[309]

Grand Cayman; Bildnachweis: drtechfuchs, Pixabay

Auf halbem Weg zwischen Kuba und Honduras gelegen, sind die drei Inseln Grand Cayman, Little Cayman und Cayman Brac die Gipfel eines unterseeischen Gebirgszuges (Cayman Ridge), der sich von Belize bis Kuba erstreckt und den nördlichen Rand des Cayman Troughs bildet. Der Cayman Trough ist nicht nur der tiefste Punkt im Karibischen Meer, sondern auch Teil der tektonischen Grenze zwischen der Nordamerikanischen Platte und der Karibischen Platte. **Mit einer Gesamtfläche von 264 km² sind sie nur wenig größer als die Stadt Amsterdam.**

—
[309] Wir sind Mark Yaxley von „Strategic Wealth Preservation" dankbar, dass er sein Wissen über Goldlagerungslösungen auf den Cayman Islands mit uns geteilt hat.

Bildnachweis: commons.wikimedia.org

But in truth, should I meet with gold or spices in great quantity, I shall remain till I collect as much as possible, and for this purpose, I am proceeding solely in quest of them.
Christoph Kolumbus

Ihre erste Sichtung geht auf das Jahr 1503 zurück, als Christoph Kolumbus auf seiner vierten Reise in die Neue Welt nach Westen vordrang und schließlich die beiden kleineren der drei Inseln entdeckte. Aufgrund ihrer großen Schildkrötenpopulation wurden sie einfach „Las Tortugas", spanisch für „Schildkröte", genannt.[310] Erst später setzte sich ihr heutiger Name „Caymanas" durch, abgeleitet von dem karibischen Indianerwort für Meereskrokodil.

Nach dem Vertrag von Madrid im Jahr 1670 wurden Jamaika und einige karibische Inseln, darunter die Cayman Islands, an Großbritannien abgetreten. Im Jahr 1863 wurden sie offiziell Jamaika zugeschlagen, bevor sie 100 Jahre später, 1962 und nach der Unabhängigkeit Jamaikas von Großbritannien, wieder unter britische Herrschaft zurückfielen. Heute sind sie ein selbstverwaltetes britisches Überseegebiet, wobei das Vereinigte Königreich die Verantwortung für die militärische Verteidigung und die Außenbeziehungen behält. **Staatsoberhaupt ist der regierende britische Monarch, aktuell Königin Elisabeth II.**

Diese enge Verbindung zu Großbritannien, einschließlich der Anwendung des britischen Rechtssystems, ist einer der Hauptgründe dafür, dass die Cayman Islands zu einem beliebten Offshore-Domizil für Banken, Hedgefonds und anderen Finanzunternehmen geworden sind. 40 der 50 weltweit größten Banken sind dort registriert.[311] Die meisten großen internationalen Banken haben eine Banklizenz für die Cayman Islands. Dies bestätigt den guten internationalen Ruf des Inselstaates im Bereich der Finanzdienstleistungen.

Die 123 auf den Cayman Islands lizenzierten Banken sind in die Klassen A und B unterteilt, wobei die A-Lizenz es den Banken erlaubt, lokale und internationale Geschäfte zu tätigen. Derzeit gibt es auf den Cayman Islands 9 Banken mit einer Lizenz der Klasse A, von denen sechs das lokale Privatkundengeschäft betreiben. Die anderen 114 Banken besitzen Lizenzen der Klasse B und sind hauptsächlich auf Offshore-Transaktionen mit auswärtigen Kunden beschränkt.[312] Zudem sind mehr als 110.000 Unternehmen registriert und damit fast doppelt so viele wie

310 *Vgl.* „First Sighting of the Cayman Islands", Cayman Islands Government
311 *Vgl.* Ebanks, Elizabeth Pat: „Cayman Islands", *Encyclopedia Britannica*
312 Für weitere Informationen *vgl.* Cayman Islands Monetary Authority: Banking Services Statistics Overview

Einwohner.[313] Allein im vergangenen Jahr wurden 11.000 neue Firmenregistrierungen vorgenommen.

Neben dem hohen Grad an Rechtssicherheit sind die Cayman Islands auch für ihr niedriges Steuerniveau bekannt. Seit der Abschaffung der jährlichen Kopfsteuer von 10 KYD für alle männlichen Einwohner im Jahr 1985 gibt es keine direkten Steuern mehr.[314] Es gibt weder eine Einkommenssteuer, eine Unternehmens- oder Körperschaftssteuer noch eine Erbschafts-, Kapitalertrags- oder Schenkungssteuer.[315] Besonders interessant für Goldinvestoren ist, dass Edelmetalle von der Einkommens- und Exportsteuer befreit sind und keine Steuer auf den Verkauf oder die Lagerung erhoben wird. Stattdessen stammt der Großteil der Einnahmen der Regierung der Cayman Islands aus indirekten Steuern. Insgesamt zeichnen sich sowohl die Regierung als auch die Bevölkerung der Cayman Islands durch eine hohe Wertschätzung des Finanzdienstleistungssektors aus, den sie fördern und verteidigen.[316]

Heute bildet der Finanzdienstleistungssektor zusammen mit dem Luxus-Tourismus die beiden wichtigsten Säulen des Bruttoinlandsprodukts, das für 2020 auf 5,5 Mrd. USD geschätzt wird. Das führt nicht nur zu einem Pro-Kopf-BIP von über USD 70.000, sondern auch zu einem ansehnlichen Budgetüberschuss von mehr als 100 Mio. USD. In der Vergangenheit war die Regierung der Cayman Islands nie auf die Budgethilfe der britischen Regierung angewiesen. Aufgrund der durch die Corona-Pandemie verursachten Tourismuskrise wird jedoch ein leichter Rückgang der Staatseinnahmen erwartet.[317]

Von besonderer Bedeutung für Edelmetallinvestoren insbesondere aus den USA ist die geografische Nähe der Inseln, die nur eine Flugstunde von Miami entfernt liegen. Da Englisch die Amtssprache ist, gibt es außerdem keine Sprachbarriere. Bereits jetzt lagern auf den Cayman Islands Goldbarren im Wert von mehr als 700 Mio. USD in privaten Lagerstätten.[318] Darüber hinaus ist auf die bereits bestehende, hochentwickelte Sicherheitsinfrastruktur Verlass, während Market-Maker einen einfachen Zugang zu den internationalen Märkten bieten.

Wenn zudem das aus Gründen der Absicherung in Gold veranlagte Vermögen in Kombination mit einem viel größeren Finanzportfolio aus Aktien und Anleihen eingesetzt wird, dann kann es sich als vorteilhaft erweisen, das Gold am gleichen Ort zu lagern, an dem die Finanzanlagen abgewickelt werden, da es für Kredite, Sicherheiten oder sogar als Hebel in Finanzanlagen verwendet werden kann.

Obwohl die Cayman Islands vielleicht nicht die gleiche historische Erfolgsbilanz bei der Goldlagerung haben wie zum Beispiel die Schweiz, haben sie sicherlich großes Potenzial. Darüber lassen sich Finanzgeschäfte und Urlaub perfekt kombinieren. **Es gibt einen guten Grund dafür, dass die Cayman Islands in die Liste der Top-Goldlagerorte der Welt aufgenommen wurden.**

—
313 *Vgl.* „Company Register Statistics“, Cayman Islands General Registry
314 Der Cayman Islands Dollar (KYD) ist seit 1974 mit einem fixen Wechselkurs von 1,2 an den US-Dollar gekoppelt.
315 *Vgl.* Cayman Islands Government: Our Finance & Economy
316 *Vgl.* Yaxley, Mark: „Gold and Silver Storage Offshore in the Cayman Islands“, YouTube, 2. Jänner 2019
317 *Vgl.* „The Cayman Islands' Economic Assessment and Stimulus Plan“, Economic and Statistics Office, Mai 2020
318 *Vgl.* Strategic Wealth Preservation

Fazit – Die Auswahl der richtigen Strategie

„Only physical gold uniquely combines inverse correlation to confidence, complete independence from the financial counter-parties and global liquidity under all market conditions.“

Simon Mikhailovich

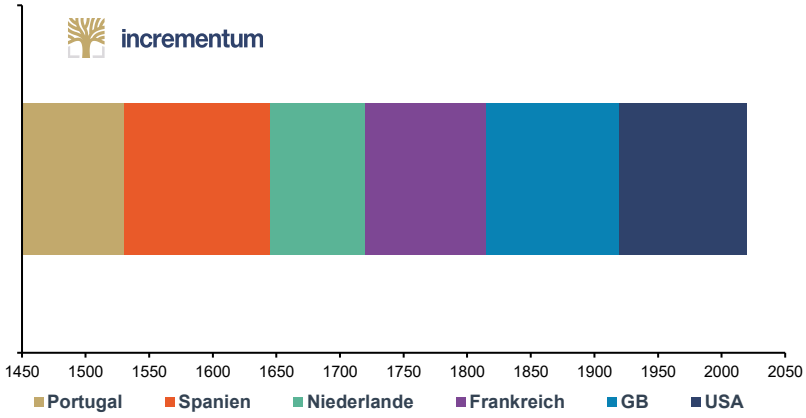
Diversification is the only free lunch in finance.
Harry M. Markowitz

Auf der Suche nach Vermögenssicherung und Schutz vor systemischen Risiken hat sich physisches Gold als eine ausgezeichnete Wahl erwiesen. Das Edelmetall vereint nicht nur eine einzigartige Reihe von Eigenschaften, darunter Knappheit, Unabhängigkeit vom Finanzsystem, hohe Liquidität, hohe Haltbarkeit sowie einer hohen Risikodiversifizierung zu anderen Anlagen. **Gold ist eine 5.000-jährige Erfolgsgeschichte.**

Capital is agnostic. That is one of the truisms of the system under which we live. All capital cares about are security and getting the best return.
Jim Rogers

Zum Vergleich: Es gibt nur wenige Beispiele von Währungen, die eine Lebensdauer von 150 Jahren oder mehr aufweisen. Der Durchschnitt liegt bei lediglich 27 Jahren, der Median mit 15 Jahren sogar noch darunter.[319] Bei Unternehmen ist die Lebenserwartung nicht viel höher. Heute liegt die durchschnittliche Lebensdauer eines S&P 500-Unternehmens bei etwa 20 Jahren.[320] Dies macht Gold zu einem Sonderfall und zu einer idealen Wahl als langfristige Anlageklasse. Im Gegensatz zu fast allen anderen Anlagemöglichkeiten existiert Gold gänzlich unabhängig und kann in einem Tresor jahrhundertelang still ruhen, ohne zu rosten oder zu verfallen.

Globale Leitwährungen, seit 1450



Quelle: JP Morgan, Hong Kong Monetary Authority, Erste Group Research, Incrementum AG

319 *Vgl.* Mack, Chris: „Is This Time Different for the Dollar?“, Financial Sense
320 *Vgl.* Hillenbrand, Philipp et al.: „Traditional company, new businesses: The pairing that can ensure an incumbent's survival“, McKinsey & Company, Juni 2019

I do not think it is an exaggeration to say that history is largely a history of inflation, usually inflations engineered by governments for the gain of governments.
Friedrich A. v. Hayek

Von entscheidender Bedeutung ist daher die Wahl eines sicheren Lagerortes. Unter Berücksichtigung geopolitischer Risiken und juristischer Besonderheiten sowie der Vertrauenswürdigkeit der Gegenpartei ist neben dem Standort oft auch die persönliche Situation des Anlegers ausschlaggebend. Wie sich während der letztjährigen Schwierigkeiten im Zuge des Ausbruchs der Corona-Pandemie gezeigt hat, können geografische Nähe und der direkte Zugang zu einem liquiden Markt sehr vorteilhaft sein.

Österreich rangiert auf den Spitzenplätzen mit seiner langjährigen Erfolgsbilanz in Sachen Goldprägung und Bankdiskretion. Die Cayman Islands sind eine erstklassige Jurisdiktion außerhalb der USA und dennoch in deren unmittelbarer Reichweite. Die USA sind mit ihrer Größe und dem Zugang zum liquidesten und transparentesten Edelmetallmarktplatz ein dominierender Lagerort.

Das Merkwürdigste an der Zukunft ist wohl die Vorstellung, dass man unsere Zeit einmal die gute alte Zeit nennen wird.
Ernest Hemingway

Gewiss ist, dass die Zukunft im Detail immer ungewiss bleiben wir. Ein tiefes Verständnis der Vor- und Nachteile einer Jurisdiktion für die Goldlagerung hilft zweifelsohne bei der strategischen Entscheidungsfindung, wo man sein Gold lagern soll, und damit bei der Begrenzung der Ungewissheit.

GOLD
SWITZERLAND

DIE GLOBALE INSTANZ FÜR VERMÖGENSERHALTUNG DURCH DIREKTEN GOLD- UND SILBERBESITZ

MATTERHORN
ASSET MANAGEMENT AG

Matterhorn Asset Management AG
GoldSwitzerland

Bahnhofstrasse 43
CH-8001 Zürich
Schweiz

+41 44 213 62 45
contact@goldswitzerland.com
www.goldswitzerland.com

Eine kurze Geschichte der Goldkonfiszierungen

„Whenever destroyers appear among men, they start by destroying money, for money is men's protection and the base of a moral existence.

Destroyers seize gold and leave to its owners a counterfeit pile of paper."

Ayn Rand

Key Takeaways

- **Goldkonfiszierungen gab es in der Geschichte immer wieder. Seit jeher ist Gold ein begehrtes Objekt, das nicht nur Diebe und Räuber in Versuchung gebracht hat. Auch Regierungen haben immer wieder versucht, ihren Bürgern den privaten Goldbesitz zu verbieten oder haben das Gold ihrer Bürger sogar konfisziert.**
- **Was allgemein als Goldkonfiszierung bezeichnet wird, zeigt sich in der Geschichte in unterschiedlichen Ausprägungen: von der einfachen Beschränkung des Besitzes bis zum Verbot oder gar einer gewaltsamen Beschlagnahmung.**
- **Allein die USA können auf vier Episoden zurückblicken, in denen der private Goldbesitz verboten wurde. Weitere berühmte Beispiele sind in Nazi-Deutschland, Australien und Großbritannien zu finden.**
- **Heute ist Gold nicht mehr Geld, Papiergeld nimmt jetzt diese Rolle ein. Dadurch ist die Gefahr der Konfiszierung viel geringer.**

Einführung

> *„But when you recall that one of the first moves by Lenin, Mussolini and Hitler was to outlaw individual ownership of gold, you begin to sense that there may be some connection between money, redeemable in gold, and the rare prize known as human liberty. "*
>
> Howard Buffett

Die Konfiszierung von Gold stellt das ultimative Horrorszenario für jeden Goldanleger dar. Die Spielarten der Goldkonfiszierung sind vielfältig: (1) Die Einlösbarkeit von goldgedeckten Banknoten oder Bankeinlagen kann ausgesetzt werden; (2) Goldklauseln können für ungültig erklärt werden; (3) Beschränkungen des privaten Goldbesitzes können gesetzlich festgelegt werden; (4) Goldbesitz kann für illegal erklärt werden.

Um das Risiko einer Goldkonfiszierung im 21. Jahrhundert zu bewerten, werden wir einige aktuelle Beispiele aus der Geschichte untersuchen und die üblichen Muster und Beweggründe für staatliche Goldkonfiszierungen ergründen. Aus diesen Mustern können wir die Wahrscheinlichkeit einer Goldkonfiszierung im nächsten Jahrzehnt ableiten.

In the game of life, survival is only part of the battle.
Gad Saad

Wertvolle Dinge wecken stets Begehrlichkeiten. Gold bildet hier keine Ausnahme. Im Gegenteil, über die Jahrtausende hinweg ist Gold wahrscheinlich das beliebteste Zielobjekt für Diebe und Konfiszierungen gewesen. Seit jeher wurde Gold von Piraten, Räubern und Regierungen gestohlen. Doch am bemerkenswertesten ist die intrinsische Widerstandsfähigkeit des Edelmetalls. Dank seiner geringen Größe lässt sich Gold nicht nur gut transportieren, sondern auch gut verstecken. Gold bietet daher dem „kleinen Mann" eine gute Möglichkeit, sich gegen staatliche Übergriffe zu schützen.

This is the year of the dystopian bubble.
Jim Grant

Dass Gold heutzutage von den Regierungen nicht mehr als Geld angesehen wird, ist in der tausendjährigen Geschichte von Gold der größte Unterschied zu früheren Zeiten. Alle historischen Episoden der Goldkonfiszierung fanden statt, als Regierungen verzweifelt Geld beschaffen wollten und daher Gold als Mittel zu diesem Zweck konfiszierten. Dieser Anreiz Gold zu konfiszieren, existiert heute nicht mehr in gleichem Maße, weil Gold nicht als offizielles Geld bzw. als Teil des Fiat-Geldsystems angesehen wird.

Doch werfen wir zunächst einen Blick auf die wichtigsten Goldkonfiskationen der Vergangenheit.

Historische Episoden der Goldkonfiszierung

Das Land, das im Zusammenhang mit Goldkonfiszierungen am häufigsten genannt wird, sind die USA mit vier bekannten Episoden der Goldkonfiszierung:

- **Krieg von 1812:** Ungültigerklärung von Goldklauseln, Schließung von Münzstätten
- **Bürgerkrieg (1861-1864):** physische Konfiszierung, Ungültigerklärung von Goldklauseln
- **Große Depression (1933):** physische Konfiszierung, Inhaftierung
- **Nixons Aussetzung der Goldkonvertibilität (1971):** Nicht-Einlösbarkeit des US-Dollars

Aber die USA stehen nicht alleine da. Australien, Deutschland, Indien und Großbritannien sind auf der unrühmlichen Liste der Länder mit Goldkonfiszierungen ebenfalls zu finden. Positiv hervorzuheben ist, dass jede dieser Episoden nur von temporärer Dauer war. Jedes Mal fand Gold seinen Weg zurück, wenn auch oft Jahrzehnte später und bisweilen sogar ohne Wertverlust.

Der Krieg von 1812

Bildnachweis: wikipedia.org

Bereits im Jahr 1776 experimentierten die USA mit Papiergeld, den so genannten „Continental Dollars“, um die bevorstehende Revolution zu finanzieren. Während die Revolution erfolgreich war, waren es die Continental Dollars nicht. In nicht einmal drei Jahren fielen sie auf weniger als 1/40 ihres Nennwertes und wurden bald aufgegeben.[321] In Folge wurde der Ausdruck „*not worth a continental*“ zu einer ikonischen amerikanischen Redewendung.

Mit einer ähnlichen fiskalischen Notlage sahen sich die USA im Jahr 1812 konfrontiert, als sie Großbritannien den Krieg erklärten. Das ehemalige Mutterland hatte eine Reihe von Handelsbeschränkungen eingeführt, um den US-amerikanischen Handel mit Frankreich zu erschweren. Damit befand sich die junge Republik – nur 30 Jahre nach dem Unabhängigkeitskrieg – wieder auf der Suche nach einer kreativen Möglichkeit, um an Geld zu kommen.

Also gründete die US-amerikanische Regierung 1812 zum ersten Mal eine Zentralbank, welche die ersten US-Staatsanleihen, US-Treasury-Bills, emittierte. Diese Anleihen sollten zur Finanzierung des Krieges von 1812 verwendet werden. Um die Attraktivität der neuen T-Bills zu erhöhen, setzte die Regierung kurzerhand die Einlöseverpflichtung aus. Somit konnten diese nicht mehr gegen das hinterlegte Gold und Silber eingelöst werden. Mit diesem Aufhebungsmanöver der vertraglichen Haftung schützte sie die privaten Teilreserve-Banken vor Bank-Runs, und damit vor Konkursen.

Mit diesem Akt der Regierung kam der private Goldbesitz in den USA erstmalig unter Beschuss. Zwar wurden die physischen Münzen der Bürger nicht konfisziert, jedoch wurden ihre Forderungen auf Gold in Form von Papiergeld und Kreditverträgen plötzlich wertlos. In anderen Worten: das in Form von „IOUs“ gehaltene Gold war nicht mehr wiederzubekommen.

[321] Newman, Eric P: *The Early Paper Money of America*, 1967, S. 16

Um den Umlauf von Goldmünzen als Tauschmittel zusätzlich zu erschweren, stellte die staatliche Münzanstalt die Prägung neuer Münzen ein. Es war zwar legal, Goldmünzen oder Goldbarren bei einer Bank zu deponieren, doch ihre Einlösung wurde ausgesetzt. Infolgedessen wurden die Münzen während der Kriegszeit immer seltener. Heute spiegelt der hohe numismatische Wert für Münzen aus dieser Zeit diese Knappheit wider.

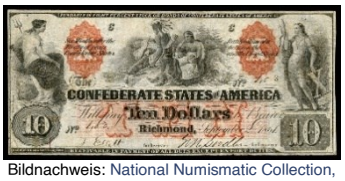
Militärisch wurde der Krieg von 1812 mit einem Waffenstillstand beendet und die nationale Stimmung war von einem Gefühl der nationalen Einheit, fast schon Euphorie, geprägt. Nicht umsonst wird diese Periode oft als „*The Era of Good Feelings*“ tituliert. Nachdem das britische Empire zum zweiten Mal zurückgeschlagen worden war, führte das in den USA zu einem Gefühl der Unbesiegbarkeit. Die Kreditblase, die durch die unbegrenzten T-Bills entstand, sorgte zudem für ein kurzfristiges wirtschaftliches Hoch. Schließlich stieg die Inflation aber doch an, und die monetäre Verantwortung kehrte nach zwei Jahrzehnten zurück.

Im Jahr 1834 wurde die „Central Banking Charter“ widerrufen und die Einlösbarkeit des Papiergeldes in Gold wiederhergestellt. Jedoch wurde die Goldparität etwas niedriger festgelegt und lag nunmehr bei 20,69 USD pro Unze. Im Vergleich zum früheren Niveau von 19,39 USD pro Unze entsprach dies einer Herabsetzung der Goldparität um 6%.

Der US-amerikanische Bürgerkrieg 1861-1864

If willing to help, of all existing states they are the best able; for they have abundance of gold and silver, and these make war, like other things, go smoothly.
Thukydides

Nur ein halbes Jahrhundert später führte auch die Debatte um die Sklaverei zum Bürgerkrieg: Während die Plantagenbesitzer des Südens an der Sklaverei festhalten wollten, forderten die Industriestaaten des Nordens deren Abschaffung. Wieder einmal zwangen die rasant ansteigenden Kriegskosten beide Kriegsparteien dazu, die Konvertierbarkeit von Gold und Silber auszusetzen. **Zum zweiten Mal in der noch jungen Geschichte der USA wurde Gold konfisziert.**



Bildnachweis: National Numismatic Collection, National Museum of American History

Gold war bei weitem nicht das einzige Gut, das dem Risiko der Konfiszierung ausgesetzt war. Während des Bürgerkriegs wurde alles wertvolle Eigentum inklusive Ländereien, Fabriken und sonstige Ausrüstung beschlagnahmt. Ironischerweise wurde während des Bürgerkriegs sogar ein formelles Gesetz zur „Legalisierung von Diebstahl“ verabschiedet. Damit wurde die Konfiszierung nicht nur legalisiert, sondern deren Verhinderung strafbar gemacht. **Der „Confiscation Act“ von 1861 ermächtigte die Regierung, das Privateigentum ihrer Bürger – einschließlich Gold und Silber – ohne Gerichtsverfahren, allein nach subjektivem Ermessen des jeweiligen Befehlshabers zu konfiszieren.**[322] Dementsprechend war die Durchsetzung der Konfiszierung eher aus politischen und taktischen Gründen motiviert, als einer einheitlichen Strategie folgend – allgegenwärtig war sie dennoch.

Der Bürgerkrieg endete 1865, doch bis die Konvertierbarkeit in Gold wieder hergestellt wurde, vergingen noch weitere 14 Jahre. Erst 1879 wurde der Preis für eine Unze Gold auf exakt dem Vorkriegsniveau von 20,69 USD pro Unze wiederhergestellt. Der US-Dollar befand sich damit wieder auf einem

[322] *Vgl.* Wkipedia: Confiscation Act of 1861

Goldstandard. Die Bürger konnten zwar für zwei Jahrzehnte ihre Goldforderungen nicht in Gold konvertieren, finanziell betrachtet erlitten sie aber keinen Verlust.[323] Für die darauffolgenden 54 Jahre befanden sich die USA auf einem Goldstandard, der durch den „Gold Standard Act“ im Jahr 1900 bekräftigt wurde.

Die Große Depression und FDRs „Executive Order“

I, Franklin D. Roosevelt, President of the United States of America, do declare that said national emergency still continues to exist and pursuant to said section do hereby prohibit the hoarding of gold coin, gold bullion, and gold certificates within the continental United States.
Franklin D. Roosevelt

Angesichts der Tatsache, dass zwei große Kriege, nämlich der Krieg von 1812 und der Bürgerkrieg, die US-Regierung dazu veranlasst hatten, die Goldeinlöseverpflichtung auszusetzen, mag es überraschend erscheinen, dass sie während des Ersten Weltkriegs nicht auf den gleichen Mechanismus zurückgriff. Im Gegensatz zu den meisten europäischen Kriegsparteien, die während des 1. Weltkriegs die Einlösbarkeit von Gold aussetzten, taten dies die USA nicht. **Vielmehr zog das neu gegründete Federal-Reserve-System große Mengen europäischen Goldes an, das einen sicheren Hafen suchte.**[324]

Erst mit dem Amtsantritt von Präsident Franklin Delano Roosevelt (FDR) 1933 änderte sich dies. Die „Große Depression“ der 1930er-Jahre hatte schwere wirtschaftliche Verheerungen verursacht. Die USA waren tief gespalten, die Arbeitslosigkeit hoch und das Vertrauen in das Bankensystem zerstört, als FDR eine einwöchige Bankenschließung verordnete. Nur die Hälfte der Banken öffnete nach diesem „Feiertag“ überhaupt wieder.

The New York Times.

ROOSEVELT ORDERS 4-DAY BANK HOLIDAY, PUTS EMBARGO ON GOLD, CALLS CONGRESS

Bildnachweis: Twitter.com: New York Times OTC, 6. März, 2019

Kurz nach FDRs „Banken-Feiertag“ erließ er eine scheinbar wohlwollende Anordnung, in der er anbot, im April 1933 privates Gold zum „fairen“ Marktwert von 20,67 USD pro Unze anzukaufen. Diese Anordnung war jedoch kein freiwilliges Angebot, sondern zwang die Bürger, ihr Gold unter Androhung einer Gefängnisstrafe abzugeben. FDR hat das private Gold der US-Bürger weder heimlich gestohlen, noch hat er die Goldkonvertierbarkeit des Papiergeldes ausgesetzt. Stattdessen zwang er die Bürger unter Strafandrohung, ihr Gold an die Regierung abzugeben.

Während der Zweite Weltkrieg erst einige Jahre später ausbrechen sollte, benötigten FDR und seine Berater sofort Geld, um ihre progressive Agenda voranzutreiben und um sich aus der Großen Depression herauszuinvestieren. **FDR verstand, dass Gold Geld war und 30% des gesamten Vermögens in den USA ausmachte – heute ist es im Vergleich dazu circa 1%**[325] **– und er wusste, wo das Geld, geschätzte 54 Mill. Unzen,**[326] **zu finden war.**

Die „Executive Order 6102“ vom 5. April 1933 verpflichtete jeden, der in den USA lebte – egal ob US-Bürger oder Ausländer – alle Goldbarren, Goldmünzen und Goldzertifikate vor dem 1. Mai 1933 an die Regierung abzugeben. Für Privatpersonen, Unternehmen und

—
[323] Elwell, Craig K.: „Brief History of the Gold Standard in the United States“, Congressional Research Service Report for Congress, 23. Juni 2011
[324] Die Federal Reserve wurde ursprünglich auf einem Goldstandard gegründet, und es ist erwähnenswert, dass der Beginn eines Krieges die US-Regierung nicht zwangsläufig zu Goldkonfiskationen führte.
[325] *Vgl.* „Above-ground stocks“, Gold Hub bei World Gold Council, 1. Februar 2021; „Why wealth matters. The Global wealth report.“, Credit Suisse, Oktober 2020, eigene Berechnung
[326] *Vgl.* Christian, Jeffrey: „Politics and Gold - The Lessons of 1933“, CPM Group, 4. Dezember 2020; Christian, Jeffrey: „Gold for Grownups! Jeff Christian debunks the myths of the market“, MacroVoices, 7. April 2020

Körperschaften galt eine Freigrenze von Münzen im Wert von 100 USD, was bei einem Goldpreis von 20,67 USD pro Unze knapp fünf Feinunzen entsprach.[327]

POSTMASTER: PLEASE POST IN A CONSPICUOUS PLACE.—JAMES A. FARLEY, Postmaster General

UNDER EXECUTIVE ORDER OF THE PRESIDENT
Issued April 5, 1933

all persons are required to deliver
ON OR BEFORE MAY 1, 1933
all GOLD COIN, GOLD BULLION, AND GOLD CERTIFICATES now owned by them to a Federal Reserve Bank, branch or agency, or to any member bank of the Federal Reserve System.

Executive Order

GOLD CERTIFICATES may be identified by the words "GOLD CERTIFICATE" appearing thereon. The serial number and the Treasury seal on the face of a GOLD CERTIFICATE are printed in YELLOW. Be careful not to confuse GOLD CERTIFICATES with other issues which are redeemable in gold but which are not GOLD CERTIFICATES. Federal Reserve Notes and Unfed States Notes are "redeemable in gold" but are not "GOLD CERTIFICATES" and are not required to be surrendered

Special attention is directed to the exceptions allowed under Section 2 of the Executive Order

CRIMINAL PENALTIES FOR VIOLATION OF EXECUTIVE ORDER
$10,000 fine or 10 years imprisonment, or both, as provided in Section 9 of the order

Secretary of the Treasury.

Bildnachweis: wikipedia.org

Schätzungen zufolge wurden allerdings nur 30-50% der Goldbarren und Münzen abgegeben.[328] So befanden sich im Jänner 1933 laut offizieller Statistik 571 Mio. USD an US-Goldmünzen im Umlauf. Nur 12 Monate später hatte sich diese Zahl auf 287 Mio. USD Goldmünzen reduziert. Vermutlich waren also 284 Mio. USD an Münzen in Übereinstimmung mit der „Executive Order 6102" an die Regierung ausgehändigt worden waren. Laut Milton Friedman führten die Währungsbehörden den nicht zurückgegebenen Anteil von 287 Mio. USD auf „Verlust, Zerstörung, Export und numismatische Sammlungen" zurück. Friedman argumentiert, dass diese offizielle Begründung nicht ausreicht, um zu erklären, warum eine so große Anzahl von Münzen nicht ausgehändigt wurde und vermutet, dass der größte Teil dieser 287 Mio. USD illegal im Privatbesitz verblieb.[329]

Ein Teil dieses „illegalen Goldes" wurde versteckt oder nach Übersee geschickt, wo der Goldhandel nicht verboten war. Bekannt ist, dass nach 1974, als Münzgeschäfte wieder geöffnet werden durften, Goldmünzen, die auf 1933 oder früher datiert waren, immer noch erhältlich waren. Dies ist ein eindeutiger Beleg dafür, dass sich viele Bürger der „Executive Order" widersetzt haben.

An Act to protect the currency system of the United States, to provide for the better use of the monetary gold stock of the United States, and for other purposes.
Offizielle Bezeichnung des „Gold Reserve Act"

Am 30. Jänner 1934, etwa acht Monate später, erließ FDR den „Gold Reserve Act". Dieser verlangte, dass alles von der Federal Reserve gehaltene Gold an das US-Finanzministerium übergeben werden musste. Effektiv war dies eine Konfiszierung von einem nicht-politischen Zweig der Regierung, d. h. der Federal Reserve, zur politischen Exekutive, nämlich dem US-Finanzministerium. Mit dem „Gold Reserve Act" erlangte FDR die volle Verfügungsgewalt über das gesamte Goldvermögen in den USA und konnte das Gold zur Finanzierung seiner Projekte verwenden. Seine Ausrede für diese dreiste Tat war: *„Since there was not enough gold to pay all holders of gold obligations, ...the Government should in the interest of justice allow none to be paid in gold.*"[330] Fortan wurden auch alle vertraglichen Goldklauseln ausgesetzt.

Unmittelbar nach dem „Gold Reserve Act" verkündete FDR, dass die Goldparität nunmehr 35 USD pro Unze betragen sollte, was einem Anstieg von fast 70% gegenüber dem vorherigen Einlösungsverhältnis von 20,67 USD pro Unze entsprach. Aufgrund des vollständigen Zugriffs auf die Goldbestände in den USA konnte FDR den Goldpreis praktisch ohne Widerspruch festlegen. Die übrigen Goldbesitzer machten bei diesem Dekret also Gewinn, wobei die US-Regierung der größte Gewinner von allen war, und dank ihrer neuen Finanzmittel konnte sie die Wirtschaft aus der Depression herausführen.[331]

—
[327] *Vgl.* „Executive Order 6102-Requiring Gold Coin, Gold Bullion and Gold Certificates to Be Delivered to the Government", The American Presidency Project, UCSB, 5. April 1933
[328] Nabers, Jeff und Chongchua, Phoebe: *5 Steps to Freedom: How to Cut Your Dependence on Institutions and Escape Financial Slavery*, 2009, Friedman, Milton und Schwartz, Anna: *A Monetary History of the United States*, 1867-1900, 1963
[329] Friedman, Milton und Schwartz, Anna: *A Monetary History of the USA 1867-1960*, 1963
[330] Thornton, Mark: „Gold Policy in the 1930s", Independent Institute, 1. Mai 1999
[331] *Vgl.* auch HedgeyeTV: „Real Conversations: The New Great Depression w/ Jim Rickards", 15. Jänner 2021

The System was demoralized. Each bank was operating on its own. All participated in the general atmosphere of panic that was spreading in the financial community and the community at large.
Milton Friedman & Anna Schwartz

Auch viele ausländische Goldbesitzer sahen die Chance auf „Windfall-Profite“ und wandelten ihre Goldbestände in US-amerikanische Güter um. Infolgedessen verdreifachte sich der Goldbestand des US-Finanzministeriums im Zeitraum von 1930 bis 1935 auf 9.000 Tonnen und verdoppelte sich bis 1940 neuerlich auf 20.000 Tonnen – größtenteils aufgrund des Zuflusses von ausländischem Gold.[332] **Dieser massive Goldbestand, der etwa 60% des weltweiten monetären Goldes entsprachs,[333] war entscheidend dafür, dass die USA nach dem Zweiten Weltkrieg zum globalen Hegemonen wurden.**

Die Durchsetzung der „Executive Order 6102“ war, wie bereits erwähnt, mehr ein Theaterdonner. Am 26. September 1933 wollte ein New Yorker Anwalt namens Frederick Campbell seine beträchtlichen Goldbestände von 160 kg, die er bei der „Chase National Bank“ deponiert hatte, abheben. Als Campbell versuchte, das Gold abzuheben, weigerte sich die Bank, das Gold auszuhändigen, und Campbell verklagte die Bank. Ein Bundesstaatsanwalt erhob daraufhin Anklage gegen Campbell, weil er sein Gold nicht der Regierung übergeben wollte. Letztendlich war die Strafverfolgung von Campbell nicht erfolgreich, jedoch wurde die Befugnis der Bundesregierung, Gold zu beschlagnahmen, aufrechterhalten.[334] Und letzten Endes wurde Campbells Gold dann doch konfisziert.[335]

I can assure you that it is safer to keep your money in a reopened bank than under the mattress.
Franklin D. Roosevelt

Neben dem Campbell-Fall sind die nächsten vier Fälle, die fortan als „The Gold Clause Cases“ bekannt sind, besonders legendär. Sie kamen bis vor den „Supreme Court“ und stellten die Rechtmäßigkeit der Maßnahmen, die mit Präsident Roosevelts „Executive Order 6102“ vom 5. April 1933 ihren Anfang genommen hatten, in Frage. In allen vier Fällen bestätigte der „Supreme Court“, den FDR mit Loyalisten zu besetzen drohte, mit einer knappen Mehrheit die Beschränkungen für den privaten Besitz von Gold. Abgesehen von den prominenten Strafverfolgungsfällen im Zeitraum Mai 1933-April 1934 verlor die Frage der Durchsetzung zunehmend an Bedeutung.

You know I am a juggler, and I never let my right hand know what my left hand does ... I may have one policy for Europe and one diametrically opposite for North and South America. I may be entirely inconsistent, and furthermore I am perfectly willing to mislead and tell untruths if it will help win the war.
Franklin D. Roosevelt

1961 weitete Präsident Dwight D. Eisenhower das Verbot des privaten Goldbesitzes auch noch auf im Ausland lebende US-Bürger aus und Präsident John F. Kennedy verbot zudem den Besitz historischer Münzen von vor 1933.[336] **Gold blieb als Wertanlage in den USA bis 1974 verboten, als Präsident Gerald Ford schließlich FDRs „Executive Order“ aufhob, und Nixons „vorübergehende“ Aussetzung der Goldeinlöseverpflichtung machte Gold offiziell bedeutungslos.**

Auch wenn die „Executive Order“ im Jahr 1974 wieder aufgehoben und die Freiheit Gold zu besitzen als gesetzliches Recht wiederhergestellt wurde, blieb eine „Hintertür“-Bestimmung für Kriegszeiten im „Federal Reserve Act“ beibehalten.

—
[332] Green, Timothy: „Central Bank GoldReserves: Anhistorical perspective since 1845“, *Research Study No. 23*, World Gold Council, November, 1999
[333] Bernstein, Peter: *Die Macht des Goldes: Die Geschichte einer Obsession*, 2000
[334] *Vgl.* „Campbell v. Chase Nat. Bank of City of New York, 5 F. Supp. 156 (S.D.N.Y. 1933)“, Justia US Law, 16. November 1933
[335] *Vgl.* „JUDICIARY: Gold Indictment No. 1“, Time, 9. Oktober 1933
[336] *Vgl.* „Das Goldverbot in den USA“, Goldseiten.de

We have gold because we cannot trust governments.
Präsident Herbert Hoover

Mit der „Executive Order 11825“ vom 31. Dezember 1974 hob Präsident Gerald Ford die „Executive Order 6102“ von FDR auf und legalisierte den privaten Besitz von Goldmünzen und -barren wieder. Das Gesetz sieht vor *„to permit United States citizens to purchase, hold, sell, or otherwise deal with gold in the United States or abroad.“* Allerdings findet sich im Gesetz auch folgender Passus:

> *„(c) The provisions of subsections (a) and (b) of this section shall take effect either on December 31, 1974, or at any time prior to such date that the President finds and reports to Congress that international monetary reform shall have proceeded* ***to the point where elimination of regulations on private ownership of gold will not adversely affect the United States international monetary position.“***[337]

The emergency banking legislation passed by the Congress today is a most constructive step toward the solution of the financial and banking difficulties which have confronted the country. The extraordinary rapidity with which this legislation was enacted by the Congress heartens and encourages the country.
William Woodin, US-Finanzminister, 9. März 1933

Darüber hinaus hat dieses Gesetz die „Gold Repeal Joint Resolution“ aus dem Jahr 1933 nicht aufgehoben. **Somit bleiben alle Verträge, die Gold als Zahlungsmittel vorsehen, weiterhin verboten, daher sind nur Verträge, die Gold als Ware und nicht als Geld verwenden, legal.**

Es ist also anzunehmen, dass die Federal Reserve bereits den legalen Weg hat, private Goldbestände in Zukunft zu konfiszieren, ohne dass eine neue „Executive Order“ erforderlich ist. Die historische Lektion ist, dass eine Regierung Mittel und Wege finden wird, privates zu Gold konfiszieren, sollte dies ihren Interessen dienen, und zwar unabhängig von der jeweiligen Gesetzesgrundlage.

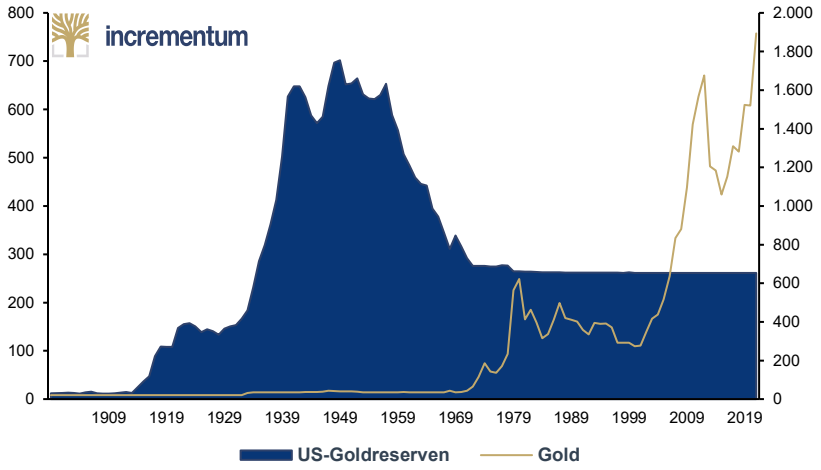
Heute gilt die „Executive Order 6102“ als die berüchtigtste Episode in der Geschichte der Goldkonfiszierung. Es war zwar keine Konfiszierung mit vorgehaltener Waffe, aber die listige Täuschung war wahrscheinlich erfolgreicher als ein dreister Raubüberfall.

Congress has power expressly to prohibit and invalidate contracts, although previously made and valid when made, when they interfere with carrying out any monetary policy Congress is free to adopt.
Supreme Court of the United States

Unser modernes Währungssystem und der Reservestatus des US-Dollar sind ein direktes Ergebnis der Politik von FDR, das private Gold der US-Bürger in den Regierungsbesitz zu bringen. Es ist eine Überlegung wert, dass die USA ohne FDRs „Executive Order 6102“ und den darauffolgenden „Gold Reserve Act“ von 1934 niemals das Bretton-Woods-Abkommen nach dem 2. Weltkrieg erreicht hätten. Keynes hätte mit seinem Vorschlag des „Bancor“ vielleicht Erfolg gehabt, und der US-Dollar wäre vielleicht nicht die Weltreservewährung geworden. Das Erbe von FDRs Goldkonfiszierung ist bis heute allgegenwärtig.

[337] „Public Law 93-373“, unsere Hervorhebung

US-Goldreserven (lhs), in Moz, und Gold (rhs), in USD, 1900-2020



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

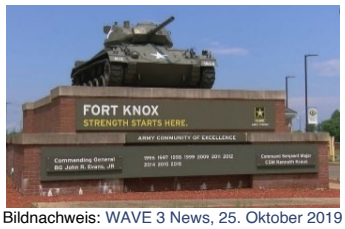
Bretton-Woods Enteignung (1971)

In the absence of the gold standard, there is no way to protect savings from confiscation through inflation. There is no safe store of value.
Alan Greenspan

Die vierte und bislang letzte Episode US-amerikanischer Goldkonfiszierungen kann als Epilog zu FDRs Aktionen ab 1933 betrachtet werden. Noch während des Zweiten Weltkriegs wurde unter der Leitung von John Maynard Keynes (britisches Finanzministerium) und Harry Dexter White (US-Finanzministerium) eine neue internationale Währungsordnung zwischen 44 Ländern ausgearbeitet. Das Bretton-Woods-Abkommen (1944) sollte die Grundlage für das Währungssystem nach dem Zweiten Weltkrieg werden und den US-Dollar in den Status der Weltreservewährung hieven.

The Fed is arsonist and fireman all rolled up into one.
Jim Grant

Das Bretton-Woods-Abkommen besagte, dass alle Währungen einen fixen Wechselkurs zum US-Dollar haben, allerdings war nur der US-Dollar mit Gold gedeckt und konnte in Gold eingelöst werden. Diese zusätzliche Intermediationsebene bei der Bewertung aller anderen Währungen verlieh dem US-Dollar seine besondere Rolle, d. h. den Reservestatus. Die US-Goldreserven dienten als Wertaufbewahrungsmittel, aber Gold selbst spielte als Tauschmittel keine Rolle mehr. Die 20.000 Tonnen Gold, die das US-Finanzministerium in den Jahren zuvor angehäuft hatte, sorgten für Vertrauen in das Bretton-Woods-System und gaben ihm die Chance, zu funktionieren.



Bildnachweis: WAVE 3 News, 25. Oktober 2019

Und zunächst funktionierte das System auch. Doch angesichts der Geldmengenausweitung des US-Dollars begannen sich einige Staaten zu sorgen, dass die USA ihrer Einlöseverpflichtung nicht vollumfänglich nachkommen könnten. Aus einer US-Dollar-Banknote, die einen Anspruch auf Gold verkörperte, und somit Gold war, würde dann bloß ein grün bedrucktes Stück Baumwollstoff werden. Der Druck erhöhte sich, als unter anderem Frankreich und Deutschland die Einlösung ihrer US-Dollar in physisches Gold forcierten. Zusehends entleerte sich Fort Knox[338] von seinen 20.000 Tonnen Gold. Dies veranlasste US-Präsident Richard Nixon, am 15. August 1971 die Einlösbarkeit des US-Dollars „vorübergehend“ auszusetzen. Technisch gesehen entspricht diese Maßnahme

[338] Obwohl es mit Fort Knox, Westpoint und den Tresoren der Federal Reserve in New York drei Lagerorte gibt, wurde der Großteil des Goldes in Fort Knox gelagert.

einer Konfiszierung des Goldes von ausländischen Regierungen, wobei diese „vorübergehende Aussetzung“ der Konvertierbarkeit auch heute noch in Kraft ist.

The desire for gold is the most universal and deeply rooted commercial instinct of the human race.
Gerald M. Loeb

Obwohl dieser einseitige Vertragsbruch von Nixon eine Welle der Empörung auslöste, ist das internationale Geldsystem nicht zusammengebrochen. In einer ironischen Wendung der Geschichte ist es für US-Amerikaner jetzt auch wieder legal, Gold zu besitzen. Denn nachdem Gold offiziell nicht mehr als Geld angesehen wurde, wurde der private Besitz im Jahr 1974 schnell legalisiert.[339] Damit schließt sich der Kreis für FDRs Goldkonfiszierung 41 Jahre später mit der vollständigen Entfernung von Gold aus dem Geldsystem.

Andere Goldkonfiszierungen

Bildnachweis: wikimedia.org

Doch nicht nur in den USA hat Gold unter Beschlagnahmungen gelitten. Im Jahr 1935 verabschiedete der italienische „Duce“ Benito Mussolini die Initiative „Gold für das Vaterland“, die „Spenden“ von Goldschmuck, einschließlich Eheringen einforderte. Als Gegenleistung für ihre Spende erhielten die italienischen Ehefrauen ein Stahlarmband mit dem eingravierten Slogan „Gold für das Vaterland“. Allein in Rom wurden so mehr als 250.000 goldene Eheringe eingesammelt.[340] Diese „Spenden“ beliefen sich auf insgesamt über 35 Tonnen, was damals rund 39 Millionen USD entsprach.

Bildnachweis: wikipedia.org

Wenige Jahre später machten sich die Nationalsozialisten unter der Führung Adolf Hitlers auf, Europa zu erobern und beschlagnahmten auf ihrem Weg das Gold der Nachbarländer. Hitler selbst hatte keine große Wertschätzung für das gelbe Metall und schrieb in *„Mein Kampf“* sogar: *„Es mag sein, dass heute das Gold der alleinige Herrscher des Lebens geworden ist, aber die Zeit wird kommen, in der sich der Mensch wieder vor einem höheren Gott verneigen wird.“* Aber seine Vertrauten Hjalmar Schacht (Präsident der Reichsbank, später Wirtschaftsminister) und Hermann Göring (Oberbefehlshaber der Luftwaffe) glaubten fest an das Metall.[341,342] Ersterer der beiden hatte sogar ein Buch mit dem Titel „Gold für Europa“ veröffentlicht, in dem er erklärte:

> *„Bei allen Völkern und zu allen Zeiten ist das Gold ein willkommenes Tauschmittel gewesen, und es war möglich, alle anderen Güter, die heute im Handel verwendet werden, mit Gold zu erwerben, lange bevor Herrscher und Regierungen das Geldwesen durch gesetzliche Maßnahmen in den Griff bekamen.“*[343]

Beide Männer hatten ein tiefgehendes Verständnis von Gold und erkannten schon früh, wie wichtig es für die Finanzierung der Kriegsanstrengungen werden würde. Ganz abgesehen davon war Schacht zuvor maßgeblich an der Gründung der „Bank für Internationalen Zahlungsausgleich“ (BIZ) zur Abwicklung der Reparationszahlungen nach dem

—
[339] *Vgl.* „H.R. 6912 (93rd): A bill to amend the Par Value Modification Act, and for other purposes“, S. 352, 21. September 1973; „31 USC § 442“, United States Statutes at Large, Volume 88, 93rd Congress, 2nd Session, S. 445, 14. August 1974
[340] Biagi, Enzo: *Geschichte des Faschismus*, Bd. 2, Sadea-Della Volpe Editori, Florenz, gedruckt Mailand, 1964, S. 291
[341] Hitler, Adolf: *Mein Kampf*, Bd. 2, Kapitel 2, 11. Dezember 1926
[342] *Vgl.* Taber, George: Chasing gold: *The Incredible Story of How the Nazis Stole Europe's Bullion,* 2016
[343] Taber, George: Chasing gold: *The Incredible Story of How the Nazis Stole Europe's Bullion,* Kapitel 1, 2016, eigene Übersetzung

1. Weltkrieg beteiligt gewesen. Da er sich in Bankangelegenheiten auskannte und der Großteil des Goldes bei den Zentralbanken gelagert wurde, wurden diese zu einem offensichtlichen Ziel für die Nationalsozialisten. Im Laufe von nur sechs Jahren stahlen die Nationalsozialisten etwa 600 Tonnen Gold.

Im Jahr 1938, als die Nationalsozialisten Österreich annektierten, hatten Hitler, Schacht und Göring bereits vorbereitet, das bei der „Oesterreichischen Nationalbank" in Wien gelagerte Gold, etwa 78 Tonnen im Wert von ca. 100 Mio. USD, zu beschlagnahmen und eine Regierungsverordnung zu erlassen, welche die Verwaltung der Banken der Deutschen Reichsbank übertrug.[344] Außerdem wurde die Reichsmark zum gesetzlichen Zahlungsmittel in Österreich erklärt. Der Zeitpunkt der Annexion war wichtig, da die Finanzen des deutschen Staates durch seine hohen Ausgaben ausgelaugt waren.

Eines der nächsten Ziele der Nationalsozialisten war der Diebstahl des tschechischen Golds im Wert von rund 97 Mio. USD.[345] Die Tschechoslowakei hatte in den Jahren zuvor im Rahmen der Spendenaktion „Goldschatz der Tschechoslowakischen Republik" eine beträchtliche Menge an Gold von ihren Bürgern angehäuft, um die Landeswährung, die tschechoslowakische Krone, zu stärken. Es wird berichtet, dass die Goldreserven der Tschechoslowakei im Jahr 1938 95 Tonnen betrugen.[346] Ein großer Teil dieser Goldreserven wurde bei der Bank of England eingelagert.

They have now outlived their usefulness. The essential condition for maintaining confidence in our currency is a Government determined to maintain the right monetary and fiscal policies. That we shall do. It is right to give an additional degree of freedom to allow the pound to operate in the world unrestricted by restraints of this kind.
Geoffrey Howe, ehem. Britischer Schatzkanzler

In einem listigen Schachzug wurde eine angebliche Nachricht der tschechischen Zentralbank an die BIZ geschickt, mit der Bitte, Goldbarren von einem BIZ-Konto auf ein anderes zu transferieren, wobei beide Konten bei der Bank of England lagen, das letztere aber von der „Deutschen Reichsbank" verwaltet wurde. Es wird behauptet, dass die Nationalsozialisten mehr als 45 Tonnen tschechoslowakisches Gold gestohlen haben. Während die genaue Zahl nicht bekannt ist, erkannte die „Tripartite Gold Commission" (TGC) den größten Teil der tschechoslowakischen Forderung (44 Tonnen) für das Restitutionsverfahren an.[347]

Eine weitere Goldenteignung fand im Jahr 1959 statt, als die australische Regierung den australischen Dollar als frei schwankende Währung in das Bretton-Woods-System einführen wollte. Um zu verhindern, dass die Bürger in dieser Zeit der Währungsumstellung Gold als Geld verwendeten, beschlagnahmte die australische Regierung alle privaten Goldbestände. **Mit der „Press Release No 29" wurde die Beschlagnahmung von Gold von Privatpersonen legalisiert.**[348] Erst 17 Jahre später wurde diese Anordnung wieder aufgehoben, nämlich genau zu dem Zeitpunkt, als Nixon die Bindung des US-Dollars an das Gold auflöste.[349]

Ein paar Jahre später, 1966, geriet das Goldeigentum in Großbritannien in Gefahr, als die britische Regierung wegen des

—
[344] *Vgl.* Oesterreichische Nationalbank: Die Notenbank im Dritten Reich
[345] *Vgl.* „Eine Geschichte der Goldkonfiskation", visuell.ly
[346] Kubu, Eduard: *Czechoslovak Gold Reserves and their Surrender to Nazi Germany*, The London Conference. S. 245-248
[347] *Vgl.* Kubu, Eduard: *Die Tschechische Republik: Die tschechoslowakischen Goldreserven und ihre Auslieferung an Nazi-Deutschland, 1997*
[348] *Vgl.* „History of Gold Controls in Australia", 30. Jänner 1976
[349] *Vgl.* Clark, Jeff und Maloney, Mike: „Gold & Silver Confiscation: Kann die Regierung Vermögenswerte beschlagnahmen? – Mitschrift", 7. Februar 2017, eigene Übersetzung

schwächelnden britischen Pfunds in Panik geriet.[350] Die Labour-Regierung war dabei, ganze Industrien zu verstaatlichen, und wollte Privatvermögen für ihre sozialistischen Programme beschlagnahmen. Die Regierung beschränkte den privaten Besitz von Gold auf maximal vier Münzen mit einem Gewicht von je 7.3 g und einem Prägedatum nach 1837 und beschlagnahmte den Rest.[351] Außerdem wurde die Prägung von Goldmünzen für illegal erklärt. Diese Maßnahme wurde, wie auch die in Australien, 1971 wieder aufgehoben.

Gold, though of little use compared with air or water, will exchange for a great quantity of other goods.
David Ricardo

Während der Asienkrise 1977 geriet Südkorea mit seinen IWF-Krediten in Verzug und die Regierung startete die so genannte „Goldsammelkampagne", in der sie die Bürger aufforderte, ihren Schmuck und ihre Goldbarren zu spenden, um die Schulden zu begleichen. Dieser Appell an den Nationalstolz der Südkoreaner führte zu einem überwältigenden Ergebnis. Insgesamt wurden 230 Tonnen Gold an die Regierung gespendet. Heute ist diese Menge etwa 15 Mrd. USD wert. **Seltsamerweise kann eine freiwillige Spende bei einer Goldkonfiszierung mehr einbringen als eine Konfiszierung.**

Bildnachweis: Prakashon, Priya: „Narendra Modi's Gold Monetisation Scheme: All you need to know about it", india.com, 5. November 2015

Die vielleicht raffinierteste Konfiszierung von Gold findet derzeit in Indien statt. Im Jahr 2015 startete Premierminister Modi das „Gold Monetization Scheme" (GMS), das den Bürgern Anreize wie kostenlose Lagerung, rund 2% Zinsen und attraktive Kreditangebote für ihre privaten Goldbestände anbietet. Das Gold kann in jeder Form eingebracht werden, einschließlich Barren, Münzen oder Schmuck. Die einzige Voraussetzung ist, dass das Gold physisch bei der „State Bank of India" (SBI), der indischen Zentralbank, deponiert werden muss. Allein im Jahr 2020 haben indische Bürger etwa 4 Tonnen Gold bei der SBI eingelagert, und im Rahmen des GMS-Programms hat die SBI seit 2015 über 13 Tonnen oder umgerechnet 730 Mio. USD eingesammelt.[352]

Die vom GMS eingesammelte Menge ist jedoch nur ein winziger Bruchteil des gesamten privaten Goldbesitzes in Indien, der auf 25.000 Tonnen geschätzt wird.[353] Dies ist wahrscheinlich der weltweit größte private Goldbesitz. Zusätzlich zum GMS-Programm erschwert die Modi-Regierung den Bürgern den Kauf von neuem Gold, das mit der normalen Mehrwertsteuer und einer speziellen Goldverbrauchssteuer belegt ist. Die Verbrauchssteuer wurde 2019 auf 12,5% angehoben, was jedoch den legalen Goldkauf sofort zum Erliegen brachte und den Schmuggel erhöhte.[354] Anders als in den meisten westlichen Ländern stellt Gold für indische Bürger die gängigste Wertanlage dar. Im Jahr 2021 wurde die Goldverbrauchssteuer auf 7,5% gesenkt, und der legale Goldkauf in Indien lebte wieder auf. Die Modi-Regierung hat auch sehr strenge Beschränkungen für die Einfuhr von Gold erlassen und wiegt bei der Einreise sogar das Gewicht des am Körper getragenen Schmucks wie Ringe und Ketten. Das Freigewicht für einen Mann beträgt zum Beispiel maximal 20g und für eine Frau 40g. Darüber hinaus ist ein Zoll von 36% fällig.[355] Zudem kann die Polizei legal jeden persönlichen Goldbesitz über 100g für einen Mann, 250g für eine

—
[350] Großbritannien erlebte bereits von 1797-1821 eine Aussetzung der Goldeinlösbarkeit („Restriction Bill").
[351] *Vgl.* McDowell, Corey: „Exchange Control Act", Chards, 25. August 2020; Wikipedia: „Sovereign (British coin)"
[352] *Vgl.* „Modi's Gold Monetisation Scheme: SBI collects thousands of kg gold; to finally put it to good use", *Financial Express*, 23. Juni 2020
[353] *Vgl.* „Indian households have stocked up to 25,000 tonnes of gold: World Gold Council", *Business Today*, 21. Mai 2019
[354] *Vgl.* Jadhav, Rajendra: „UPDATE 1-India cuts import tax on gold, industry expects drop in smuggling", Reuters, 1. Februar 2021
[355] *Vgl.* Soumya, Joy: „How much gold can I bring to India from Dubai?", *Times of India*, 15. April 2020

unverheiratete Frau und 500g für eine verheiratete Frau ohne ordentliches Verfahren konfiszieren.[356]

Geschichte wiederholt sich nicht, sie reimt sich.
Mark Twain

Das Muster der Goldkonfiszierungen auf der ganzen Welt ist eindeutig: Wenn sich eine Regierung in einer Währungskrise befindet, wird sie versuchen, privates Vermögen zu konfiszieren. Verfassungsrechtliche Beschränkungen und Traditionen bieten dabei nur wenig Schutz vor solchen Notmaßnahmen. In der Geschichte gibt es jede Menge Beispiele von staatlichen Goldkonfiszierungen, speziell dann, wenn große Teile des Privatvermögens in Gold gehalten werden.

Das Risiko einer Goldkonfiszierung in der Gegenwart

Führst du mich einmal hinters Licht, Schande über dich; führst du mich zweimal hinters Licht, Schande über mich.
Chinesisches Sprichwort

Die historischen Ereignisse zeigen, dass es keine verfassungsrechtlichen Beschränkungen gibt, die Regierungen davon abhalten würden, privates Vermögen zu beschlagnahmen. Formale Gesetze und die politische Kultur wirken als Bremse, aber mittel- und langfristig bieten sie keinen Schutz, wenn Politiker erst einmal begierig auf Gold als Einnahmequelle blicken. Damit ist die Gefahr einer Beschlagnahmung dann am größten, wenn der politische Ehrgeiz für eine Ausdehnung der Staatsausgaben besonders ausgeprägt ist, z. B. zur Finanzierung eines Krieges oder einer „progressiven“ Agenda.

The return to gold does not depend on the fulfillment of some material condition. It is an ideological problem. It presupposes only one thing: the abandonment of the illusion that increasing the quantity of money creates prosperity.
Ludwig von Mises

Die fiskalische Verschwendungssucht im aktuellen Jahrzehnt sieht beispiellos aus, mit koordiniertem „Quantitative Easing“ durch die Zentralbanken und exzessiven Budgetdefiziten. Der Wunsch der Politiker, auf das Privatvermögen zuzugreifen, ist wieder einmal im Steigen begriffen. Im Gegensatz zu vor 70 Jahren stellt Gold heute aber nur noch weniger als 1% des weltweiten Vermögens dar. Damit ist zu erwarten, dass Regierungen und Währungsbehörden ihre Jagd auf andere Vermögenswerte, womöglich etwa Immobilien, ausdehnen werden müssen.

Gold war 1933 als gesetzliches Zahlungsmittel formell Geld, aber noch wichtiger war, dass die Menschen Gold auch informell als Geld betrachteten: Gold war Geld und Geld war Gold. Heute stellt Gold rechtlich keine Form von Geld mehr dar, und was noch wichtiger ist, es wird weder von den meisten Menschen noch von den Währungsbehörden als solches erachtet. **Daher ist das Risiko einer physischen Konfiszierung heutzutage deutlich geringer.**

[356] *Vgl.* „Buying gold jewellery? Check how much gold can you hold legally in India?“, *Times Now*, 22. März 2021

Das aktuelle Fiat-Währungssystem macht Ihr Gold sicherer

„Gold will be part of the international monetary system in the twenty-first century."
Robert Mundell

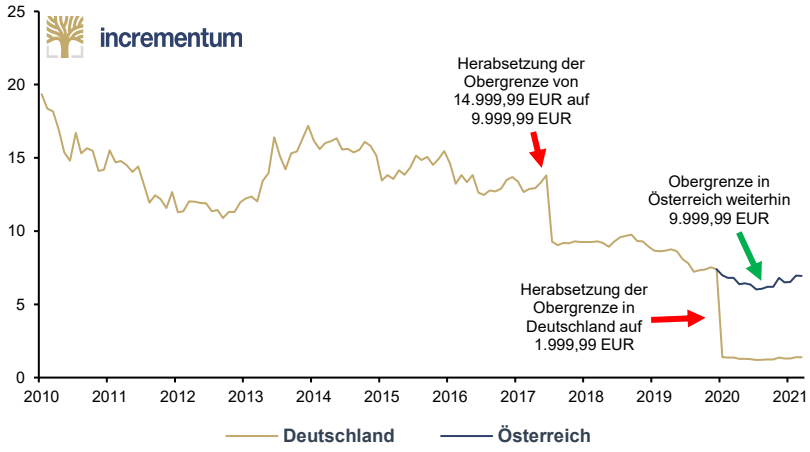
Obwohl Gold in vielen Staaten nicht als Geld angesehen wird, gibt es weiterhin Staaten, in denen Gold formell oder informell als Geld betrachtet wird. In diesen gibt es jeweils strenge Beschränkungen für den privaten Goldbesitz. China, Indien, Russland, die Türkei und der Iran gehören sicherlich auf diese Liste.

Welche anderen Maßnahmen könnten Zentralbanker und Politiker gegen Gold ergreifen?

Probability and expectation are not the same. Its probability and probability times the pay off.
Nassim Taleb

Anonyme Goldkäufe werden zunehmend stärker eingeschränkt, meist unter dem Vorwand, die Geldwäsche zu bekämpfen oder auch die Terrorfinanzierung zu erschweren. So wurde ab dem 1. Jänner 2020 in Deutschland die Obergrenze für anonyme Goldkäufe von 9.999,99 EUR auf 1.999,99 EUR gesenkt. In Österreich und der Schweiz blieb dagegen diese Grenze bei 9.999, 99 EUR bzw. 14.999,99 CHF.

Obergrenze für den anonymen Goldkauf, in Unzen, 01/2010-03/2021



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Die Besteuerung von Gold durch die Ausweitung der Mehrwertsteuer als zusätzliche Einnahmenquelle wird oft als ein möglicher nächster Schritt von Regierungen ins Gespräch gebracht. Einige befürchten sogar, dass die Beschränkungen für anonyme Goldkäufe gesenkt wurden, um die Einführung einer Mehrwertsteuerpflicht zu erleichtern. Der organisatorische Aufwand macht dies zumindest in der kurzen Frist eher unwahrscheinlich, zumal sich dann die Frage stellt, welcher Mehrwertsteuersatz für die gesamte Bandbreite an Anlageprodukten vom Goldbarren bis zu den Goldmünzen anzuwenden wäre.

To realize that we live in an absurd culture where we are taught absurd things by absurd people and threatened with absurd consequences for defying all of it is to achieve a level of contentment.
Michael Malice

In der Vergangenheit gab es bereits in einzelnen EU-Mitgliedsstaaten unterschiedliche Mehrwertsteuerregelungen auf Gold. Im Jahr 2000 ist die EU dann zu einem einheitlichen System übergegangen, das Gold von der Mehrwertsteuer befreite. Jegliche Änderung der Mehrwertsteuerbefreiung von Gold würde eine neue „Richtlinie über das gemeinsame Mehrwertsteuersystem" erfordern, die vom Europäischen Parlament zusammen mit einer einstimmigen Zustimmung der Regierungen der 27 Mitgliedsländer genehmigt werden müsste. Dass eine Einstimmigkeit in diesem Punkt erzielt werden könnte, ist äußerst unwahrscheinlich.

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Dies bringt uns zu einer Form des Markteingriffs, die nicht völlig unmöglich scheint: die Beendigung der freien Preisbildung von Gold. Sollte der Goldpreis in US-Dollar oder Euro dramatisch in die Höhe schießen, könnten Regierungen und Zentralbanker versuchen, den Preisanstieg zu stoppen und eine Preisobergrenze festzulegen – ähnlich wie beispielsweise bei temporären Leerverkaufsverboten an den Börsen. Ein stark steigender Goldpreis würde nämlich einen Mangel an Vertrauen in den US-Dollar oder in den Euro signalisieren, weshalb dies von Politikern und Notenbankern als akute Gefahr für das gesamte System angesehen werden dürfte.

There is no such thing as prices outside the market. Prices cannot be constructed synthetically, as it were.
Ludwig von Mises

Der offensichtliche erste Bereich für eine solche Obergrenze liegt bei Gold-ETFs oder Gold-Futures. In einem zweiten Schritt könnte versucht werden, die Preisbildung auf dem physischen Goldmarkt einzuschränken. Das Ziel der Preisfestsetzung wäre nicht die Konfiszierung von Gold zugunsten des Staates, wie es in den von uns besprochen historischen Beispielen der Fall war. Vielmehr würde diese Aufhebung des Preisfindungs-mechanismus dazu dienen, das Vertrauen in das Fiat-System durch die Ausschaltung eines Konkurrenten zu stärken.

Empires implode from within due to their own excesses.
Gad Saad

Die Konfiszierung von Gold ist eine allzeit präsente Sorge für den Goldanleger. Im historischen Vergleich ist dieses Risiko heute aber gering. Da Gold zum einen nicht mehr als Geld angesehen wird, und zum anderen nur einen Bruchteil des weltweiten Vermögens ausmacht, wird das primäre Ziel der Politik ein anderes sein. So ist heutzutage der Anleihemarkt der primäre Vermögensspeicher, weshalb eine Konfiszierung oder dramatische Einschränkungen auf diesem Teilmarkt viel wahrscheinlicher ist. **Dies steigert das Potenzial von Gold umso mehr: selten war das Chance/Risiko-Ratio für Goldanleger so attraktiv.**

START
Januar 2022
Am Campus oder digital

ZERTIFIKATSSTUDIENGANG

BLOCKCHAIN UND FINTECH

Besonderheiten des Studiengangs
- Erster Studiengang in Liechtenstein zu Blockchain und FinTechs
- Praxisnahe Wissensvermittlung von topaktuellen Inhalten
- Breites Fachwissen aus Ökonomie, Technologie, Recht und Steuern
- Kaminabende mit Führungspersönlichkeiten aus Wirtschaft und Politik
- Hochkarätige Dozierende aus Wissenschaft und Praxis
- Ideale Lernumgebung mit hervorragender Infrastruktur
- Präsenzzeiten nur einmal pro Monat Do/Fr/Sa
- 5 fokussierte Themenblöcke
- Grundsätzlich Präsenz, in Ausnahmefällen auch digital

Studiengebühr
- CHF 9 800.– inkl. aller Unterlagen und Klausuren

Kontakt und Studienberatung
PD Dr. Martin Angerer
T +423 265 11 57,
martin.angerer@uni.li

Inhalte
- Grundlagen der Blockchain-Technologie und deren Anwendungen
- Tokenisierung von Wertanlagen und anderen Wirtschaftsbereichen
- Neue Ansätze im Asset Management
- Rechtliche und steuerliche Aspekte
- FinTechs als Innovationsmotor in der Finanzwelt

Abschluss
- Zertifikat in Blockchain und FinTech (10 ECTS Punkte)

Bewerbungsfrist
- 15. Dezember 2021
- Max. 22 Teilnehmer

Studienbeginn
- Januar 2022

Programmsprache
- Deutsch (Lehrmaterialien teilweise in Englisch)

Unterstützt von

BANK FRICK

UNIVERSITÄT LIECHTENSTEIN

uni.li/blockchain-fintech

Wie Banker Geld in „Σ 0 ∞ € ¥“ verwandelten

„From the early sixties onward there was virtually no control over the worldwide supply and use of dollars… The enormous expansion in markets for U.S. dollars offshore, and the new networks of interbank relations that made possible the creation of additional supplies of dollars outside the United States and beyond the control of the Federal Reserve.“

Robert Roosa (1984), Forty Years After Bretton Woods

Key Takeaways

- **Die Weltwirtschaft wird seit den 1950er-Jahren durch Geld, das von privaten Banken durch Kreditvergabe an Unternehmen und Haushalte geschaffen wurde, angetrieben.**
- **Dieses „Geld“ ist ein Buchungseintrag. Diese Buchungseinträge wurden im *Offshore*-Bereich, z. B. in der City of London, exzessiv ausgeweitet, außerhalb der Bilanzen und außerhalb des regulatorischen Radars – bis zum 9. August 2007.**
- **Von diesem Tag an bis heute haben die Privatbanken ihre Bilanzen geschrumpft oder konstant gehalten, da die sozioökonomischen und geopolitischen Risiken die Erträge überstiegen. Dies geschah trotz intensiver Bemühungen der Zentralbanken, das Gegenteil zu bewirken.**
- **Infolgedessen stagnierte die Weltwirtschaft und litt vier Mal unter einer aufgezwungenen globalen oder regionalen „Geldknappheit“.**

Einführung

Professor Stephanie Kelton, Autorin des Bestsellers „The Deficit Myth“, wie auch andere Vertreter der „Modern Monetary Theory“ (MMT) geben sich große Mühe, der Öffentlichkeit zu erklären, dass die Regierung das *Währung*smonopol innehat. Das ist richtig. Aber die Weltwirtschaft wird nicht von *Währungen* angetrieben, sondern von *Geld*. Dies ist die Geschichte vom Aufstieg und Fall des Eurodollars.[357]

Was ist Geld?

You think you know that monetary policy is controlled by a central bank adjusting interest rates and/or the size of its bank balance sheets. You are wrong.
Russell Napier

Modernes Geld sollte man am besten als eine Art von „Kredit“ verstehen:[358] der Kredit auf dem Einlagenkonto, die Betriebsmittelfinanzierung, der Bankkredit, die Schuldverschreibung. Aber man darf sich nicht von der Einfachheit dieser Beispiele verführen lassen. „Kredit“ ist in Wirklichkeit nur sehr lose definiert und kann darum sehr kreativ interpretiert werden. Ein maßgeschneidertes Devisentermingeschäft zwischen einem Importeur und einer handelsfinanzierenden Gesellschaft fällt ebenso unter den Begriff Kredit wie ein Zins-Swap oder auch ein „Credit Default Swap“. Aber vor allem sind Kreditgeschäfte angewandte Mathematik und Informatik, sowie Statistik, Ökonomie und erwartete Volatilität.

Was „Geld“ und „Kredit“ *wirklich* sind, sind gedankliche, abstrakte Konzepte. Beides sind Zahlungskonzepte, die jemand anderes als Zahlungsmittel akzeptieren wird. Im monetären Bereich sind die Zentralbanken keineswegs nicht die treibende Kraft. Die Bank of England schreibt:

> *„Most of the money in circulation is created, not by the printing presses of the Bank of England, but by the commercial banks themselves: banks create money whenever they lend to someone in the economy or buy an asset from consumers. And in contrast to descriptions found in some textbooks, the Bank of England does not directly control the quantity of either base, or broad money. Of the two types of broad money, bank deposits make up the vast majority – 97% of the amount currently in circulation. And in the modern economy, those bank deposits are mostly created by commercial banks themselves.“*[359]

Money is what money does.
John Hicks

Zwei Schlüsselideen bilden die Grundlage für unser modernes Geldsystem: 1) Die Geschäftsbanken haben im Laufe eines halben Jahrhunderts die Definition von Geld – fast bis zur Unkenntlichkeit – gelockert und ausgeweitet. 2) Wenn es um die Geldmenge in der Gegenwart geht, sind die Zentralbanken irrelevant, was erklärt, weshalb ihr unverantwortliches Verhalten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bislang kein hyperinflationäres Inferno ausgelöst hat.

—
[357] Vermutlich die beste kostenfreie Möglichkeit, das Eurodollar-System im Detail zu studieren, ist: Snider, Jeffrey, Yusko, Mark and Gromen, Luke: „The Eurodollar University“, MacroVoices.com; Alhambra Investments: Making Sense Eurodollar University Episode 1, youtube.com, 24. März 2020; *Vgl.* auch „Exklusivinterview mit Luke Gromen: A Deep Dive into the Geopolitics of Oil, Gold, and Money“, *In Gold We Trust*-Report 2020; „Monetäres Endgame in Sicht? Wenn Absurdität zur neuen Normalität wird“, *In Gold We Trust*-Report 2020
[358] Die Etymologie von Kredit geht auf das Lateinische „credere“ zurück und bedeutet „glauben“, „vertrauen“.
[359] McLeay, Michael, Radia, Amar und Ryland, Thomas: „Money creation in the modern economy“, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 54, issue 1, 14. März 2014

Die erste Schlussfolgerung scheint vernünftig – gewinnorientierte Banken sind proaktiv. Aber das zweite Konzept – dass Zentralbanken keine zentrale Rolle spielen – wirkt unplausibel und wie ein Angriff auf die Grundlagen jeder Einführungsvorlesung in der Volkswirtschaftslehre. Aus diesem Grund werden in diesem Artikel immer wieder monetäre Autoritäten zitiert. **Es wird die Orthodoxie selbst sein, die für das Unorthodoxe plädiert: die Innovationen der Geschäftsbanken und die Unterordnung der Zentralbanken.**

Wie Geld zu „Σ 0 ∞ € ¥“ wurde

Er wurde „Eurodollar“ genannt und offiziell als der US-Dollar für das Ausland verstanden. Die Vorsilbe Euro wurde ihm lediglich angehängt, weil das Phänomen zuerst in Europa beobachtet wurde. Jedoch ist bis heute nicht klar, wie oder warum sich dort eine solch beträchtliche Anzahl von Eurodollar angesammelt hatte.

Wann wurde das Eurodollar-System geboren? Die früheste offizielle Aufzeichnung, die sich zurückverfolgen lässt, datiert vom 24. Juni 1955, als *„the Bank of England became aware of reports of substantial operations in the exchange market by the Midland Bank who, it appeared, were seeking foreign currency deposits unrelated to their commercial transactions*.“[360]

Es gibt Erzählungen, die darauf hindeuten, dass die Sowjetunion eingenommene oder vielleicht gestohlene bzw. gefälschte physische Federal-Reserve-Noten recycelte. Andere Erklärungen sind dahingehend, dass US-Soldaten in Europa und Japan US-Dollar-Geschäfte abwickelten.[361] Fakt ist: Man weiß es nicht. Allerdings ist belegt, dass seit Mitte der 1950er-Jahre britische Banken in Eurodollar-Geschäfte involviert waren. Zudem ist bekannt, dass gegen Ende der 1950er Jahren Finanzjournalisten höflich gebeten wurden, über diese Aktivitäten zu schweigen:

> *„The Eurodollar market was for years hidden from economists and other readers of the financial press by a remarkable conspiracy of silence. I stumbled on its existence by sheer accident in October 1959, and when I embarked on an enquiry about it in London banking circles several bankers emphatically asked me not to write about the new practice.“*[362]

Es handelte sich dabei nicht nur um ein paar US-Dollar, die zufällig in Übersee gestrandet waren, sondern um ein komplettes Parallel-Netzwerk. Dieses neu entstandene, dynamische Parallel-Netzwerk entwickelte sich stetig weiter, immer auf der Suche nach noch mehr Effizienz und Effektivität. Im Laufe der Zeit ging es darum von der Nutzung von Banknoten auf Buchgeld über. Das bedeutete, dass während dieses Eurodollar-System zunächst noch auf

—
[360] *Vgl.* Schenk, Catherine R.: „The Origins of the Eurodollar Market in London: 1955-1963“, *Explorations in Economic History,* Vol. 35, 1998, S. 221-238
[361] *Vgl.* Snider, Jeffrey P.: „Eurodollar University: Part 1“, Interview von Erik Townsend, MacroVoices, 13. August 2017
[362] *Vgl.* Einzig, Paul: *Foreign Dollar Loans in Europe*, 1965

The pound sterling in the 19th century and the dollar in the 20th century did not become the dominant currencies of their time because they were weak. Consistency, stability and high quality have been the attributes of great currencies that have won the competition for use as international money.
Robert Mundell

physischen Banknoten der Federal Reserve basierte, es mit der Zeit zusehends von US-Dollar-denominierten Bankkonten verkörpert wurde.

Solange die Kunden kein physisches Bargeld abhoben, sondern ihre Geschäfte über die Banken abwickelten, sodass die Banken lediglich Buchungseinträge anpassen mussten, konnten die Banken nahezu unbegrenzt Geld schöpfen. Zwar konnten sie weder Gold noch Federal-Reserve-Banknoten erschaffen, aber die Banken konnten einen Buchungseintrag auf einem Konto kreieren, und wenn dieser von den Kunden als Währung betrachtet wurde, dann war er faktisch Geld. Anstatt dass sich alle einig waren, dass ein an sich wertloses Rechteck aus grün gefärbtem Denim-Stoff wertvoll war, waren sich die Kunden der europäischen und japanischen Banken einig, dass ein immaterieller Buchungseintrag wertvoll war – „Money“.

Aus diesem Grund waren für das Eurodollar-System keine Reserven erforderlich, weder in Form von Papiernoten noch in Form von Goldbarren. Die Geschäftsbanken überwachten das Netzwerk basierend auf gegenseitigem Vertrauen und Reputation. Bis 1969, als der Ökonom und Nobelpreisträger Milton Friedman über dieses Thema schrieb, war dieses inoffizielle US-Dollar-Netzwerk bereits auf 15% der offiziellen US-Dollar-Geldmenge angewachsen. Die Quelle? **Ein ratloser Milton Friedman bemerkte: *„[T]heir major source is a bookkeeper's pen.“***[363]

Sicherheiten: Ist „Mon€y“ Teil der Geldmenge?

Der damalige stellvertretende Vorsitzende der Federal Reserve, George W. Mitchell, hatte zunehmend die Sorge, dass sich die US-amerikanischen Beamten immer tiefer in ein monetäres Geheimnis verheddern würden. Aus einer Sitzung der Federal Reserve im Jahr 1974 weiß man:

> *„Mr. Mitchell said he could think of no time when the monetary aggregates were less useful for policy purposes than they were now. Another uncertainty in the interpretation of the monetary statistics arose in connection with Euro-dollars; he suspected that at least some part of the Euro-dollar-based money supply should be included in the U.S. money supply.*
>
> *More generally, he thought M1 was becoming increasingly obsolete as a monetary indicator. The Committee should be focusing more on M2 and it should be moving toward some new version of M3 – especially because of the participation of nonbank thrift institutions in money transfer activities. Some of those institutions were offering 5-1/4 per cent on time accounts from which funds could be transferred into a demand deposit by making a telephone call.“*[364]

—
[363] *Vgl.* Friedman, Milton: „The Euro-Dollar Market: Some First Principles“, Morgan Guaranty Survey, Oktober 1969, S. 16-24
[364] *Vgl.* „Memorandum of Discussion“, Meeting of the Federal Open Market Committee, Federal Reserve, 16. Dezember 1974

Der erste Absatz des stellvertretenden Vorsitzenden der Federal Reserve drückt die Besorgnis über die *quantitative* Ausweitung von *Offshore*-US-Dollar aus. Im zweiten Absatz wird jedoch etwas gänzlich anderes angesprochen, und zwar eine *qualitative* Ausweitung, dieses Mal *onshore*. Wie ein zeitgenössischer Ökonom schrieb, produzierten traditionelle geldpolitische Maßnahmen plötzlich „gewaltige“, „beispiellose“, „völlig inakzeptable“ und „auffällige“ Fehlbeträge, die „sofort ins Auge“ stachen.[365]

Wie sich aber herausstellte, mangelte es nicht an „Geld“ in der Wirtschaft, sondern an Geld, wie es traditionell von Ökonomen verstanden und definiert wurde, z. B. M1, M2. Jedoch hatte der Markt die Definition von Geld erweitert, indem er Kapitalmarktpapiere in Quasi-Geld transformierte.

Diese Transformation am Geldmarkt erfolgte über Repo-Geschäfte. Unternehmen, die im Besitz von Kapitalmarktpapieren wie US-Treasury-Bills, Commercial Papers, Bankakzepten, Sparbriefen, Wechseln usw. waren, übertrugen diese über Nacht an die Banken, die ihrerseits – mit einem Federstrich – den Bankkonten dieser Unternehmen dementsprechend Kredit gewährten. Am nächsten Tag kauften die Unternehmen die Wertpapiere mit den in der Nacht zuvor geliehenen Mitteln plus einem kleinen Aufschlag zurück.

Warum macht man sich eine solche Mühe? Wird dieser Vorgang jede Nacht wiederholt, hat das Unternehmen ein Kapitaldepot, das erst in den nächsten ein bis neun Monaten zu Geld wird, erfolgreich in ein immer liquides Konto umgewandelt – „Mon€y“.

Nicht mehr kontrollierbares „M o n € ¥“

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

Bis zu Beginn der 1970er-Jahre schienen diese Vorgänge beherrschbar. Sicherlich gab es einige disruptive Innovationen *onshore* und mancherlei unkontrollierte Auswüchse *offshore*, aber alles spielte sich immer noch in Reichweite der Währungsbehörden ab. In den Folgejahren jedoch expandierte dieses Parallel-Netzwerk mit einer atemberaubenden Geschwindigkeit und erreichte unglaubliche Volumina. Dies ging nicht nur einher mit einem wachsenden Unbehagen, sondern es war bald offensichtlich, dass sich die Entwicklung losgelöst und verselbständigt hatte. Die „Federal Reserve Bank of New York“ erklärte:

> *„The Euromarkets grew rapidly during the 1970's. All the measures of Euromarket size increased at annual rates above 25 percent. By comparison, a broad measure of the United States money supply that includes large negotiable certificates of deposit (CDs) and time deposits grew at an annual rate of about 10 percent between 1970 and mid-1979, as did a broad measure of the German money supply.“*[366]

—
[365] *Vgl.* Goldfeld, Stephen M.: „The Case of the Missing Money“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Nr. 3, Brookings Institution Press, 1976, eigene Übersetzung
[366] Frydl, Edward J.: „The Debate over Regulating the Eurocurrency Markets“, *Quarterly Review*, Vol. 4, Nr. 4, Federal Reserve Bank of New York, 1979/80, S. 11-20

Während Milton Friedmans Schätzung aus dem Jahr 1969 bei 30 Mrd. USD oder 15% von M1 lag, schätzte die „Federal Reserve Bank of New York“ im Jahr 1979 die Größe des Eurodollar-Systems auf 900 Mrd. USD – also auf scheinbar unmögliche 175% von M1.[367] Nicht nur bei der Quantifizierung des inoffiziellen US-Dollar-Systems, sondern auch bei dessen Verwaltung herrschte große Unsicherheit:

> *„But the emergence of the extraterritorial Euromarket created ambiguities about* ***which central bank would be responsible*** *for providing lender-of-last-resort support for overseas operations. No final resolution of those ambiguities has yet been reached, and it is doubtful that central bankers will ever codify their respective roles or lay down conditions for lender-of-last-resort assistance.“*[368]

Die Klage der „Federal Reserve Bank of New York“, dass niemand das *Offshore*-Geld überwachen würde, wurde von anderen geteilt. Guido Carli, der ehemalige Gouverneur der „Banca d'Italia“, erklärte 1979:

> *„The possibility of a repetition of the same sequence of events that followed the 1973 crisis has revived interest in Euromarket regulations. But it is perhaps too late. The volume of the international liquidity denominated in dollars has reached levels that may* ***no longer be controllable by any one authority****.“*[369]

Ein paar Jahre später, 1984, warnte Robert Roosa, ein Beamter des US-Finanzministeriums:

> *„Second, with offshore markets able to create dollars, reliance upon dollars generated within the United States to provide the world with a controlled supply of reserve currency (as a sort of governor of worldwide purchasing power) became impossible. For from the early sixties onward there was virtually* ***no control*** *over the worldwide supply and use of dollars.“*[370]

Ende der 1980er-Jahre war die Lage so angespannt, dass die Banken alles in ihrer Macht Stehende taten – auch wenn dies bisweilen gegen das Gesetz verstieß – um die besten Sicherheiten am Markt zu erhalten. Dazu gehörte z. B. der Kauf von US-Treasuries, um Zugang zu Repo-Geschäften für ihre eigenen kurzfristigen Finanzierungszwecke zu erhalten und die Sicherheiten an andere zu verleihen, indem sie sie mehrfach mit Gewinn weiterverpfändeten. Sicherheiten waren zu einer derivativen Form von Geld geworden, die Zugang zu einem geldnahen Markt gewährte, welcher Wertpapiere in liquide Buchungseinträge verwandelte – „M o n € ¥“.

—
[367] *Vgl.* Frydl, Edward J.: „The Debate over Regulating the Eurocurrency Markets“, *Quarterly Review*, Vol. 4, Nr. 4, Federal Reserve Bank of New York, 1979/80, S. 11-20
[368] Frydl, Edward J.: „The Debate over Regulating the Eurocurrency Markets“, *Quarterly Review*, Vol. 4, Nr. 4, Federal Reserve Bank of New York, 1979/80, S. 11-20, unsere Hervorhebung
[369] *Vgl.* Carli, Guido: „Guido Carli: dollar is on the way out“, Auszüge aus einer Rede in Philadelphia am 31. Oktober, *Executive Intelligence Review*, Vol. 6, Nr. 44., 13. November 1979, S. 11-12, unsere Hervorhebung
[370] Roosa, Robert V.: „Exchange Rate Arrangements in the Eighties“, *„The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods“-Konferenz*, Federal Reserve Bank of Boston, Mai 1984, S. 104-126, unsere Hervorhebung

Mathematik als „Σ 0 n € ¥“

Mitte der 1990er-Jahre ließ sich die Finanzindustrie durch das falsche Versprechen einer objektiven, fortschrittlichen statistischen Analyse in die Irre führen. „RiskMetrics“, ein (Value-at-Risk-)Risikomodell, das im Oktober 1994 von JP Morgan der Öffentlichkeit vorgestellt wurde, erlaubte es Finanzinstituten, aggressiv und selbstbewusst die Definition von Geld zu interpretieren.[371] JP Morgans Value-at-Risk-Rahmenwerk war eine Sammlung von Modellen, die auf historischen Volatilitäten und Korrelationen zwischen finanziellen Vermögenswerten basierten, *„to measure market risks in portfolios of fixed income instruments, equities, foreign exchange, commodities, and their derivatives issued in over 30 countries.“*[372]

Der Erfolg von RiskMetrics beschleunigte einen psychologischen Wandel in der Wahrnehmung von und der Verantwortung für Risiken. Bereits seit den 1980er-Jahren bewegten sich die Finanzinstitute weg von Personengesellschaften mit persönlicher Haftung hin zu Kapitalgesellschaften mit beschränkter Haftung. RiskMetrics hat die Banker noch mehr jeglicher persönlichen Verantwortung entbunden, zwar nicht im juristischen Sinne, aber im emotionalen. Ausgefeilte Analysen und die Wahrscheinlichkeitsrechnung machten jedes noch so gute, intuitive Risikobewusstsein zunichte. Warum sollte man auf sein Bauchgefühl, auf Erfahrung und den gesunden Menschenverstand vertrauen, wenn man die mathematischen Techniken und Daten von JP Morgan zur Verfügung hatte, um Marktrisiken zu messen? **Ab den frühen 2000er-Jahren definierten Gauß-Copulas was Geld war.**[373]

Don't forget – opinions about the Federal Reserve are like elbows – almost everyone has got one, and most of us, have two.
Kevin Muir

Nach außen hin standen die Zentralbanken bei sorgfältig inszenierten Auftritten sicherlich im Zentrum des Geldsystems. Doch sie waren buchstäblich nicht in der Lage zu beschreiben, wofür sie die Verantwortung trugen. **Alan Greenspan, der damalige Vorsitzende der Federal Reserve, bot in einer Diskussion mit seinen Kollegen seine (sensationellen) Gedanken zu diesem Thema an:**

> *„The problem is that we cannot extract from our statistical database what is true money conceptually, either in the transactions mode or the store-of-value mode. One of the reasons, obviously, is that the proliferation of products has been so extraordinary that the true underlying mix of money in our money and near money data is continuously changing.*
>
> *As a consequence, while of necessity it must be the case at the end of the day that inflation has to be a monetary phenomenon, a decision to base policy on measures of money* ***presupposes that we can locate money. And that has become an increasingly dubious proposition****.“*[374]

—
371 *Vgl.* Snider, Jeffrey P.: „Americans Are Sheltered and Wholly Unaware“, Real Clear Markets, 19. Juni 2015
372 *Vgl.* „RiskMetrics™ - Technical Document“, Vierte Edition, Morgan Guaranty Trust Company of New York und Reuters, 17. Dezember 1996
373 *Vgl.* Snider, Jeffrey P.: „Eurodollar University: Season 2 Part 1“, Interview von Erik Townsend, MacroVoices, 9. August 2018
374 „Minutes of the Federal Open Market Committee“, Federal Reserve System, 27.-28. Juni 2000, unsere Hervorhebung

„Σ 0 ∞ € ¥“

Modernes Geld, das Schmiermittel der globalen Wirtschaft, begann mit einigen Federstrichen. Zu Beginn der 2000er-Jahre war es ein sich selbst verstärkendes, unabhängiges Netzwerk, das mit parabolischem Schwung vorwärts raste. Es war inzwischen sowohl unverzichtbar als auch unregierbar geworden. Unter dem Deckmantel der algorithmischen „Wahrheit“ war die alte Weisheit der Mathematiker, die die vermeintliche Unparteilichkeit ihres Fachs bestritten, vergessen – oder unerwünscht. Wie der König des Paradoxons – der englische Schriftsteller G. K. Chesterton – einmal erklärte:

> *„The real trouble with this world of ours is not that it is an unreasonable world, nor even that it is a reasonable one. The commonest kind of trouble is that it is nearly reasonable, but not quite. Life is not an illogicality; yet it is a trap for logicians. It looks just a little more mathematical and regular than it is; its exactitude is obvious, but its inexactitude is hidden; its wildness lies in wait.“*[375]

Das Warten hatte am 9. August 2007 um 1:44 Uhr „Eastern Standard Time“ ein Ende, als die folgende Nachricht übermittelt wurde:

> *„PARIS (Reuters) - France's biggest listed bank, BNP Paribas, froze 1.6 billion euros ($2.2 billion) worth of funds on Thursday, citing the U.S. subprime mortgage sector woes that have rattled financial markets worldwide.“*[376]

Die Banken des globalen Geldzentrums begannen, Kapital mit einer Dringlichkeit abzuziehen, wie man es seit vier Generationen nicht mehr gesehen hatte. Die erste von (mindestens) vier Liquiditätskrisen hatte begonnen.[377] Die Welt wandte sich hilfesuchend an das Zentrum, doch niemand war dort – noch nie war überhaupt jemand dort gewesen.

Eurodollar in der Zeit nach Covid-19

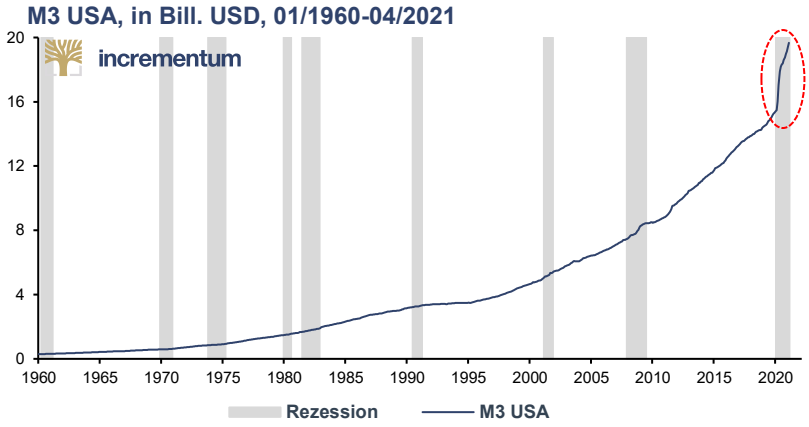
In den Jahren 2007-2019 schrumpften die Bilanzen der Privatbanken, wohingegen Zentralbanken ihre Bilanzen ausweiteten. Quantitativ gesehen hat Zentralbankgeld, d. h. Bankreserven, das Geld der Privatbanken, d. h. Kredite, nicht eins zu eins ersetzt, geschweige denn die Geldwachstumsraten wieder auf das Niveau von nach dem Zweiten Weltkrieg gebracht.

Qualitativ gesehen ist Zentralbankgeld ein sehr enges Geldformat ohne großes Potenzial – ähnlich einer Waschmaschinenmünze, das im Vergleich zu maßgeschneiderten, von Bankangestellten betreuten Bankkrediten verblasst. Die Weltwirtschaft empfand dieses Arrangement als völlig unbefriedigend und

—
[375] Chesterton, Gilbert Keith: *Orthodoxy*, 1908
[376] Kar-Gupta, Sudip und Guernigou, Yann Le: „BNP freezes $2.2 bln of funds over subprime“, Reuters, 9. August 2007
[377] Die erste nordatlantische Bankenkrise ereignete sich von 2007 bis 2009. Die zweite Krise, auch als Europäische Staatsschuldenkrise bekannt, folgte in den Jahren 2011 und 2012. Die dritte Krise folgte von 2014-2016, die so genannte Schwellenländerkrise. Die Vierte erreichte uns 2018-2020 und war maßgeblich von der De-Globalisierung und anschließend von Covid-19 beeinflusst.

innerhalb weniger Jahre konnten wir die politischen und sozialen Folgen beobachten.

Doch 2020 hat sich etwas geändert. Ein neuer Spieler ist in das Geldschöpfungsgeschäft eingestiegen: die Politik. Der Leser kann den Unterschied im folgenden Chart mit der Geldmenge M3 in den USA erkennen. Dieser massive Anstieg ist jedoch nicht das Ergebnis von Zentralbankmaßnahmen – diese blieben zwischen 2007-2019 nämlich konstant und zeigten in diesem Zeitraum auch kaum Auswirkungen auf M3. Auch ist der Anstieg im Jahr 2020 nicht die Folge des Budgetdefizits. Aufgrund exzessiver Ausgaben und nicht gegenfinanzierter Steuersenkungen waren die Budgetdefizite während aller drei US-Regierungen im Zeitraum 2007-2019 unglaublich hoch und hatten ebenfalls wenig Einfluss auf M3. Was im vergangenen Jahr neu eingeführt wurde ist das staatlich garantierte Kredit-Programm für Banken – und zwar nicht nur in den USA, sondern auf der ganzen Welt.



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

In den USA kam die erste Notfallmaßnahmen als Reaktion auf das Coronavirus mit zwei solchen Programmen namens „Paycheck Protection Program“ und „Main Street Lending Program“. In Großbritannien waren es das „Coronavirus Business Interruption Scheme“ und das „Bounce Back Loan Scheme“. In Kanada trägt es den Namen „Highly Affected Sectors Credit Availability Program“, bei dem die Regierung 100% des von einer Bank gewährten Kredits garantierte. Die Franzosen nennen es das „prêt garanti par l'état“. Neuseeland hat ein Kreditprogramm, ebenso wie Südafrika.

Während der Jahre 2007-19 blieb das Geldmengenwachstum schwach – trotz hoher Ausgaben vieler Regierungen und der außergewöhnlichen Maßnahmen der Zentralbanken. Warum? Weil, wie auf den vorangegangenen Seiten erklärt, das Kredit-Geld-Netzwerk der Privatbanken übermächtig ist und es weiterhin „streikte“. Erst als die Politiker die Kreditvergabe der Privatbanken direkt an die Öffentlichkeit garantierten, kam es zu dieser Veränderung der Geldmenge.

Be careful what you wish for, lest it come true!
Aesop

Der diesjährige *In Gold We Trust*-Report enthält ein Interview mit einem wahrhaften Gentleman der Finanzgeschichte, Russell Napier. Viele weitere Details über den „Staat-Bank-Unternehmens-Nexus“ sind in diesem Interview zu finden.[378] Wenn das vor uns liegende Jahrzehnt so verläuft wie die Jahre 2007-19, als die Zentralbanker an der Spitze und die Privatbanken an der Seitenlinie standen, dann wird die Welt in einem disinflationären oder deflationären Umfeld verbleiben. Wenn aber Politiker verärgerte Wähler besänftigen müssen und darum die Zügel der Kreditschöpfung in die Hand nehmen, dann werden wir eine Wiederbelebung des Geldmengenwachstums erleben. Doch man sollte, wie Russell Napier anmerkt, vorsichtig mit dem sein, was man sich wünscht.

Fazit

I have come to wonder about my time at the Monetary Policy Committee setting interest rates. It's been a bit of a waste of time really.
Dame Kate Barker, ehem. Mitglied des Bank of England Monetary Policy Committee

Der Grund, warum der aufmerksame Leser das Eurodollar-System im Blick haben sollte, ist, dass es das globale Metronom ist. Immer wieder haben die Expansion, Stagnation, Kontraktion und Reflation des Eurodollar-Systems angezeigt, in welche Richtung sich Währungen, Rohstoffe und Kapitalmärkte entwickeln würden. Noch beunruhigender ist, dass die Kontraktion und Reflation des Eurodollar-Systems aufgrund der nun außergewöhnlich langen Stagnation nun in unsere sozialen und politischen Bereiche überschwappen; **Turbulenzen am Geldmarkt sind nicht mehr nur auf die Wirtschaft beschränkt.**

„Money makes the world go round“, ist ein Klischee, ja – aber es ist auch ein erster Grundsatz. Der Leser weiß das intuitiv. Was der Leser vielleicht nicht wusste, aber hoffentlich jetzt versteht, ist, dass es „Σ 0 ∞ € ¥“ ist, dass die Wirtschaft in Bewegung bringt, nicht Währungen und auch nicht Zentralbankreserven.

Die Entwicklung von „Σ 0 ∞ € ¥“ im Blick zu behalten, ist nicht einfach, da es per Definition im Dunkeln liegt. Aber wir können seinen Einfluss beobachten. Wir empfehlen einen Blick auf aggregierte Bankbilanzgrößen, die Verschuldung von Finanzunternehmen, die Verschuldung von Nicht-Finanzunternehmen, kurz- und langfristige Renditen von Staatsanleihen, indexgebundene Staatsanleihen, Cross-Currency-Basisswaps, US-Dollar-Swap-Spreads und Eurodollar-Future-Spreads.

—
[378] *Siehe* Kapitel „Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far! – Exklusivinterview mit Russell Napier“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

100% owner of the iconic Sunshine Mine Complex, the highest-grade jewel of the American silver industry.

SUNSHINE SILVER MINING & REFINING

"With over 300 million ounces produced at over 25 ounces per ton, Sunshine is the largest silver producer in United States history - and enjoys a now drill-identified endowment of equal size and grade. Encompassing ownership of the entire value-chain from mining to refining silver bullion certified for direct delivery to the COMEX, Sunshine is uniquely positioned to be North America's only vertically-integrated silver mining operation."

Dr. Thomas S. Kaplan
Chairman, The Electrum Group LLC
Chairman, Sunshine Silver Mining & Refining Corp.

info@silveropp.com

Mit einem Generationsprung zur neuen Währungsordnung?

„The Times They Are A-Changin'."

Bob Dylan

Key Takeaways

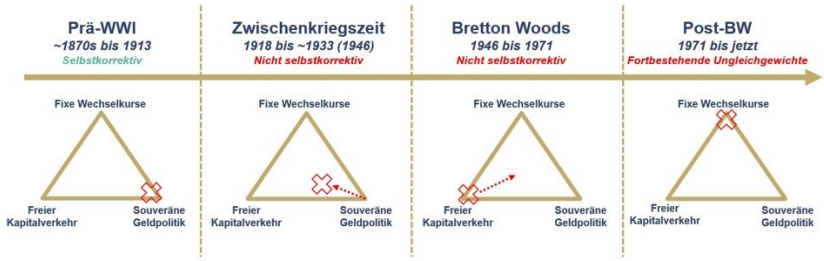
- **Die aktuelle globale Währungsordnung hat sich überlebt und bereitet dem Großteil der Welt mehr Schaden als Nutzen.**
- **Jedes Währungssystem ist mit dem „Trilemma des Wechselkursregimes" konfrontiert. Es besagt, dass die gleichzeitige Realisierung einer souveränen Geldpolitik, fixer Wechselkurse und einer offenen Kapitalbilanz unmöglich ist.**
- **Eine globale Währungsordnung wird als Produkt der tief gespaltenen Gesellschaft von heute entstehen. Diese neue globale Währungsordnung muss an etwas Greifbarem verankert sein, und dieser greifbare Vermögenswert wird wahrscheinlich Gold sein.**
- **Es wird keine Rückkehr zum klassischen Goldstandard geben. Wahrscheinlicher ist die Einführung einer goldgedeckten digitalen Zentralbankwährung.**

Über den Autor: *Dieses Kapitel hat unser Freund Hans Fredrik Hansen beigesteuert. Er war als Ökonom für zahlreiche multinationale Ölunternehmen in den USA, Europa und im Nahen Osten tätig.*

Als Richard Nixon vor fünfzig Jahren die US-Dollar-Verbindlichkeiten nicht mehr bedienen konnte und die Einlöseverpflichtung „vorübergehend“ einstellte, setzte er unwissentlich eine so starke zerstörerische Kraft in Gang, dass sie die Weltwirtschaft komplett veränderte. Sollte diese Kraft weiterhin unkontrolliert bleiben, wird sie im Laufe des nächsten Jahrzehnts die Integrität der Gesellschaft selbst bedrohen.

Zeiten schlechten Geldes sind Zeiten guter Theorie.
Friedrich A. v. Hayek

Die globale Währungsordnung, die durch das Ende des Bretton-Wood-Systems 1971 herbeigeführt wurde, ergab sich zwangsläufig. Und obwohl die Etablierung einer neuen globalen Währungsordnung ein so tiefgreifendes Ereignis ist, das sich der Mensch der Gegenwart im Grunde überhaupt nicht mehr vorstellen kann, gab es derartige Neuordnungen in der Geschichte erstaunlich häufig.



Quelle: Hans Fredrik Hansen

The desire of gold is not for gold. It is for the means of freedom and benefit.
Ralph Waldo Emerson

Auf seiner grundlegendsten Ebene sieht sich jede globale Währungsordnung mit dem „Trilemma des Wechselkursregimes“, auch bekannt als „impossible trinity“, konfrontiert. Es besagt, dass es unmöglich ist, eine souveräne Geldpolitik, feste Wechselkurse und eine offene Kapitalbilanz gleichzeitig zu realisieren. Jedes Land kann nur zwei der drei Optionen gleichzeitig verfolgen und muss zwangsläufig eine davon vernachlässigen. Abgesehen davon scheint nur eine dieser Konstellationen längerfristig stabil zu sein.

Die Ära des Goldstandards vor dem Ersten Weltkrieg schuf ein relativ stabiles System, vor allem in den ersten Jahren, als der „Goldautomatismus“ („price-specie-flow“) weitgehend sich selbst überlassen wurde. David Hume argumentierte richtigerweise, dass ein positives Leistungsbilanzsaldo zu Goldzuflüssen führt, die die inländische Geldmenge erhöhen, das Preisniveau anheben und die Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigen. Dies verwandelt den Überschuss automatisch in ein Leistungsbilanzdefizit mit entsprechenden Goldabflüssen, fallenden Preisen und verbesserten „Terms of Trade“, was den Goldabfluss bremst und schließlich für neue Goldzuflüsse sorgt.

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

Ein solches System führt weder zu permanenten Überschüssen noch zu permanenten Defiziten in der Leistungsbilanz, wie wir sie heute sehen und für normal erachten. Es verhinderte, dass die Verschuldung, insbesondere die unproduktive Verschuldung, jemals ein systemgefährdendes Niveau erreichte, und es disziplinierte die Regierungen. Die Hauptaufgabe einer Zentralbank war es, dafür zu sorgen, dass der Goldautomatismus eingehalten wurde. Idealerweise sollte die Zentralbank aus der Gleichung entfernt werden, weil allein das Vorhandensein einer Zentralbank eine zu große Versuchung für die Regierungen darstellt. Die Politik ist gerade dann darauf erpicht zu inflationieren, wenn der

Marktmechanismus deflationiert. Marktkorrekturen, die durch Goldabflüsse hervorgerufen werden, einzudämmen, ist offensichtlich ein faustischer Handel, der langfristig weit mehr kostet, als kurzfristig gewonnen wird.

Was auch immer für eine Verbindung zu Gold vor 1914 bestand, sie wurde während des 1. Weltkrieges aufgelöst, als die kriegführenden Nationen Geld druckten, als ob ihr Leben davon abhinge, was es im Grunde auch tat.

The very existence the Federal Reserve System is a safeguard against anything like a calamity growing out of money rates .... We have the power to deal with such an emergency instantly by flooding the street with money.
Benjamin Strong

In der Zwischenkriegszeit versuchten die politischen Entscheidungsträger, allen voran in London und New York, den alten Goldstandard der Vorkriegszeit zu imitieren, indem sie, um die Vorkriegsparität möglichst schnell wiederherzustellen, das britische Preisniveau deflationierten und gleichzeitig die US-Preise inflationierten. Um seinen eigenen Job zu erleichtern, überredete Montagu Norman von der Bank of England Benjamin Strong von der Federal Reserve zur Inflationierung. Die transatlantische Koordination machte den Goldstandard zum Gespött, indem sie seine Fähigkeit zur Selbstkorrektur beseitigte.[379]

Die Inflationierung führte in den USA zu den „Roaring 20s", während die Deflation in Großbritannien eine lange Depression verursachte. Begleitende makroökonomische Ungleichgewichte während der 1920er-Jahre erhöhten die Volatilität der Produktion, die in der „Großen Depression" der 1930er-Jahre gipfelte.

Mit der „Großen Depression" noch frisch im Gedächtnis und einem verheerenden Krieg, der noch wütete, trafen sich 1944 insgesamt 44 alliierte Nationen im „Mount Washington Hotel" in Bretton Woods, New Hampshire, um die neue globale Währungsordnung zu planen, die die internationalen Handelsbeziehungen nach dem Krieg bestimmen sollte.

Eines der Hauptanliegen der 730 Delegierten war die zentrale Steuerung der Weltwirtschaft zur Vermeidung von Produktionsschwankungen. Sie glaubten, dass die Starrheit des Goldstandards die Ursache für die „Große Depression" und indirekt für den 2. Weltkrieg war, und dass eine neue Währungsordnung nötig wäre. Feste Wechselkurse und eine aktive Geldpolitik wurden als die beste Lösung angesehen, auch wenn das die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen mit sich brachte. Etwaige Zahlungsbilanzprobleme würden (vorübergehend) durch den IWF finanziert werden. Zudem konnten die Kriegsschulden mittels finanzieller Repression leicht weginflationiert werden.

Truth is treason in an empire of lies.
George Orwell

Wieder einmal wurde die Welt gezwungen, unter einem System zu arbeiten, das nicht in der Lage war, sich selbst zu korrigieren. Denn es wurde angenommen, dass niemand tatsächlich seine Devisenreserven zum festgelegten Kurs von 35 USD für eine Unze Feingold einlösen würde, was den USA das „exorbitante Privileg" einräumte, das die Amerikaner seither genießen. Die USA konnten Lyndon B. Johnsons „Great Society", den Vietnamkrieg und das extrem teure Apollo-Programm mit Geld finanzieren, das „ex nihilo" und auf Kosten des Restes der Welt (ab)geschöpft wurde.

[379] *Vgl.* Ahamed, Liaquat, Die Herren des Geldes, 2010

Politics is too serious a matter to be left to the politicians.
Charles de Gaulle

Zwangsläufig begannen sich große Mengen an US-Dollar in Europa anzusammeln, was übrigens der Vorläufer des Eurodollar-Marktes war, der heute das globale Finanzwesen dominiert.[380] Die Europäer zu zwingen, für sozialistische Programme in den USA zu zahlen, verärgerte besonders die Franzosen. Daher schickte der damalige französische Staatspräsident Charles de Gaulle die Marine über den Atlantik, um Frankreichs Gold abzuholen. Andere folgten diesem Beispiel und lösten einen „Run auf den US-Dollar" aus. Der „Londoner Goldpool" geriet unter Druck, was eine Abwertung des Pfund Sterling erzwang, und einige Jahre später kam es zum vollständigen Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems, als Nixon 1971 die Goldbindung kappte.

Fast über Nacht wurde der Welt ein neues Weltwährungssystem aufgezwungen. Währungen wurden zu schwebenden Abstraktionen ohne jede Verbindung zur realen Welt. Die Zentralbanken waren von nun an völlig befreit, losgelöst von Gold, dem „barbarischen Relikt", und frei, die Volkswirtschaften so zu steuern, wie sie es für richtig hielten. Der 15. August 1971 war der Startschuss für den Ph.D.-Standard – eine technokratische Dystopie, die sich langsam in einen zentral geplanten Alptraum verwandelte.

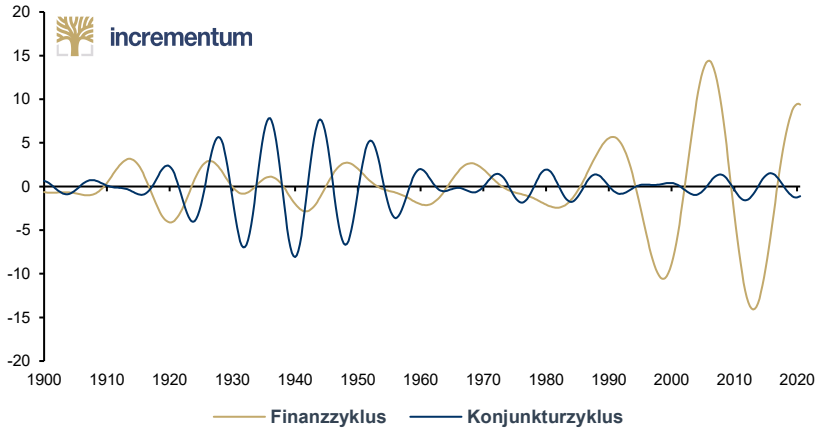
Post Bretton-Woods – Perpetuierung globaler Ungleichgewichte

The monetary managers are fond of telling us that they have substituted 'responsible money management' for the gold standard. But there is no historic record of responsible paper money management [...] The record taken, as a whole is one of hyperinflation, devaluation and monetary chaos.
Henry Hazlitt

Nach der Überwindung des Schocks von 1971 wurde die Post-Bretton-Woods-Ära schließlich als „Great Moderation", also „Große Mäßigung" bekannt, weil es ihr gelang, die Volatilität der Produktion einzudämmen. Die Finanzmärkte wurden zunehmend zu Instrumenten für die makroökonomische Stabilisierung und waren immer weniger Institutionen für eine effiziente Kapitalallokation, für die sie ursprünglich eingerichtet worden waren. Infolgedessen haben sich die Amplituden der Finanzzyklen, wie im folgenden Chart dargestellt, erheblich erhöht.[381] Die Finanzzyklen sind wohl so dominant geworden, dass sie selbst die Konjunkturzyklen antreiben und nicht mehr wie früher auf sie reagieren.

—
[380] *Siehe* dazu Kapitel „Wie Banker Geld in „Σ 0 ∞ € ¥" verwandelten" in diesem *In Gold We Trust*-Report
[381] Für die Berechnungen des Finanzzyklus wurde ein Index basierend auf vier Komponenten – Gesamtschulden in % des BIP, Immobilienpreise, CAPE, und langfristige Staatsanleihen (invertiert) – kreiert und anschließend einen Bandpass-Filter gelegt. Der Konjunkturzyklus berechnet sich aus BIP-Daten, über die ebenfalls ein Bandpass-Filter gelegt wurde.

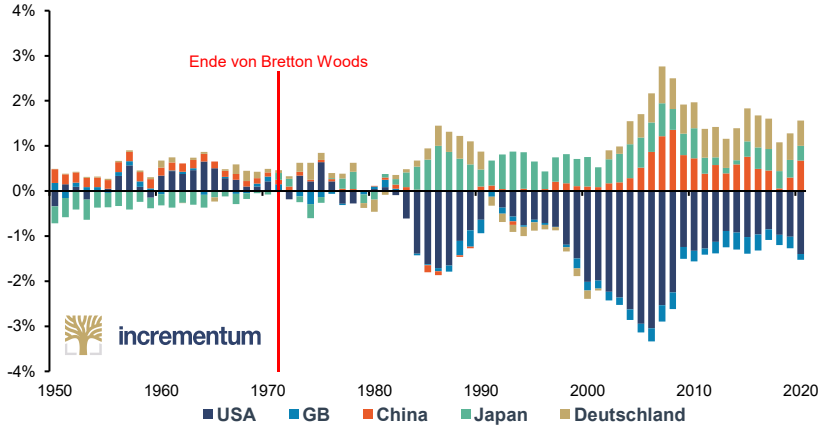
Finanzzyklus vs. Konjunkturzyklus, Q1/1900-Q3/2020



Quelle: Historical Stat. of USA, Robert Shiller, BEA, BLS, Federal Reserve, Bloomberg, Berechnungen und Schätzungen des Autors, Incrementum AG

Obwohl das Bretton-Woods-System in vielerlei Hinsicht fehlerhaft war, kam es nie auch nur annähernd zu den Verwerfungen, die in der Folgezeit zu beobachten waren. So blieben vor 1971 die Leistungsbilanzungleichgewichte relativ stabil, sprengten danach aber schnell die Proportionen und wurden zunehmend einseitig. Die Länder mit Leistungsbilanzdefiziten, allen voran die USA und Großbritannien, bauten ihre Defizite fortlaufend aus. Diese Entwicklung wurde von den Finanzkrisen nur vorübergehend gebremst. China, Japan und Deutschland begnügten sich dagegen damit, Auslandsvermögen zu akkumulieren, das überwiegend in US-Dollar und nur in geringerem Umfang in Euro und Pfund denominiert ist, und weiteten ihre Leistungsbilanzüberschüsse aus.

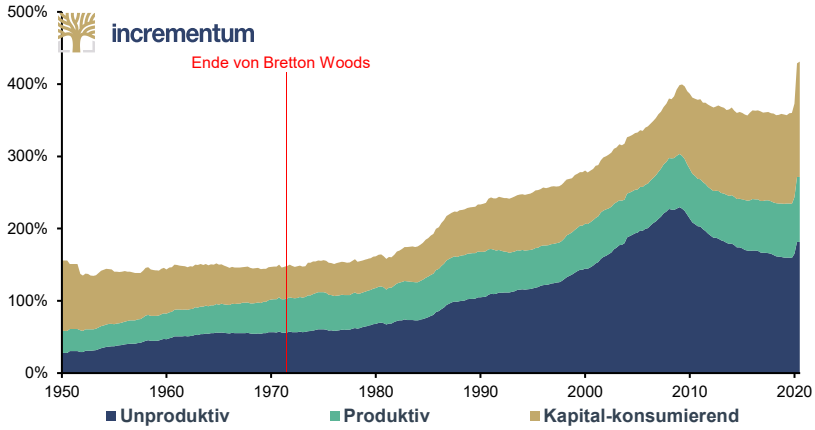
Leistungsbilanz, in % des BIP, USA, GB, China, Japan, Deutschland, 1950-2020



Quelle: Weltbank, Maddison, CEIC, ONS, BEA, Bundesbank, Oxford Economics, Berechnungen und Schätzungen des Autors, Incrementum AG

Die Kehrseite der Leistungsbilanzungleichgewichte sind die internationale Netto-Vermögensposition und die Anhäufung von Schulden im Inland. Die Verschuldung zur Finanzierung des laufenden Konsums, die durch finanzielle „Zauberei" in Wertpapiere mit Investment-Grade-Rating umgewandelt wird, dient als Sicherheit anstelle der eigentlichen Zahlung an Ausländer für ihre Exporte. Ein groß angelegter Aufbau von unproduktiven und kapitalverzehrenden Schulden entzieht der Gesellschaft das Kapital, das für ein organisches Wirtschaftswachstum benötigt wird.

US-Verschuldung nach Typ, in % des BIP, Q1/1950-Q3/2020



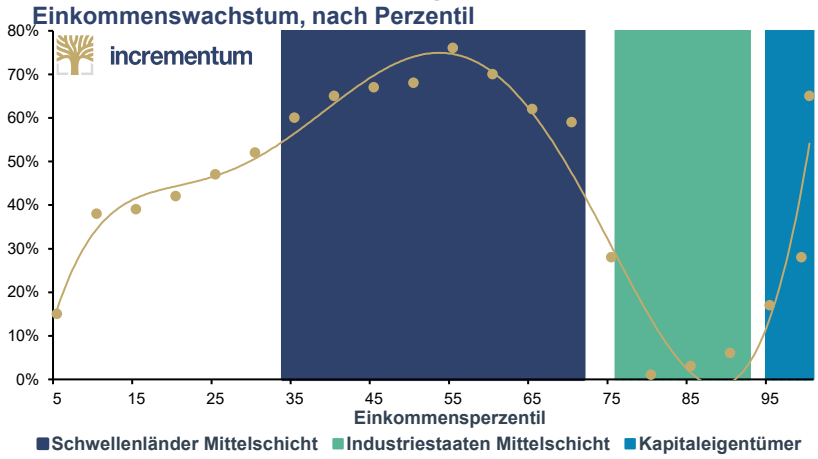
Quelle: Federal Reserve, BEA, Berechnungen und Schätzungen des Autors, Incrementum AG

Da die Schuldenlast einen großen Teil der Wirtschaft direkt oder indirekt stützt, darf sie keinesfalls kollabieren. Die Zentralbanken haben sich daher gegenüber Zombie-Unternehmen und verschuldeten Haushalten verpflichtet, die Zinssätze zu senken und Liquidität in das System zu pumpen, um diese über Wasser zu halten. Der Anteil der Zombie-Unternehmen ist weltweit auf dem Vormarsch und hängt als riesiger Ballast am Hals produktiver Unternehmen.[382]

Capitalism without financial failure is not capitalism at all, but a kind of socialism for the rich.
Jim Grant

Und obwohl das Post-Bretton-Woods-System die Volatilität der Produktion verringert hat, tat es dies, indem es das Wachstum reduzierte, die Mittelschicht aushöhlte und ein Gefühl der Hoffnungslosigkeit schuf, das zu Wut und politischer Polarisierung geführt hat. Die pervertierte Form des Kapitalismus, als die Produktionskapazitäten die USA und Europa verließen, war für die Arbeiter der Mittelschicht in den Schwellenländern ein Segen, zog aber gleichzeitig die Löhne der Mittelschicht im Westen nach unten. **Eine Person, die 1980 in eine Mittelschichtfamilie geboren wurde, wird wahrscheinlich nicht das Wohlstandsniveau erreichen, an das sie als Kind gewöhnt war.**

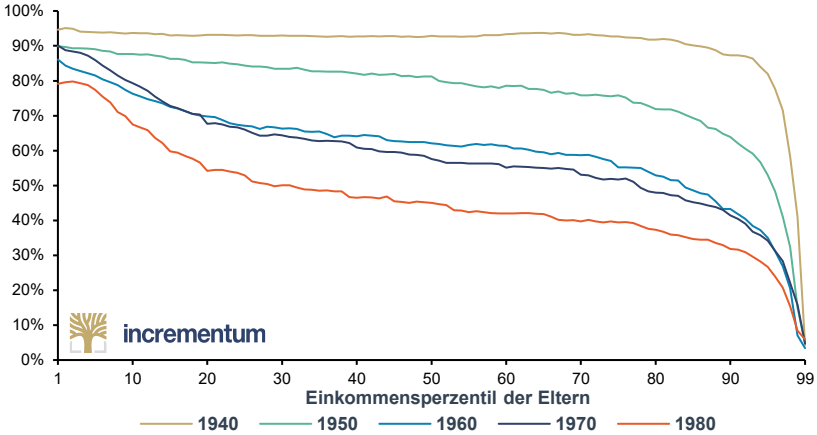
Die „Elefantenkurve“: Kumulatives globales Einkommenswachstum, nach Perzentil



Quelle: Lakner & Milanovic, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

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

Wahrscheinlichkeit das Elternseinkommen im Alter von 30 Jahren zu überschreiten



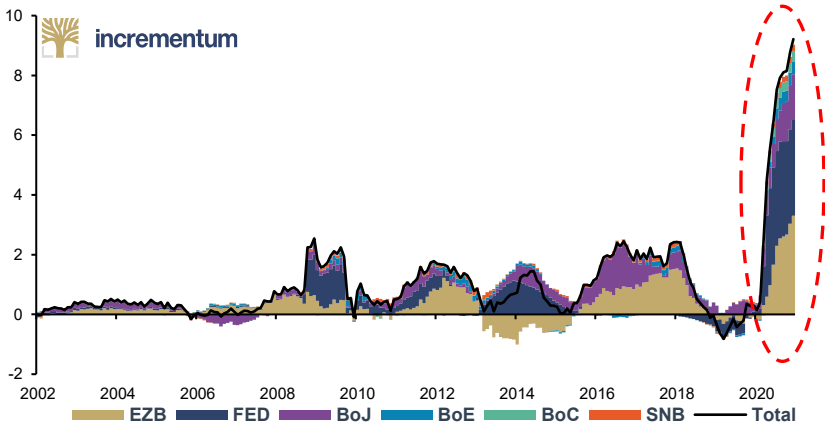
Quelle: Opportunity Insights, Berechnungen des Autors, Incrementum AG

The mystery of human existence lies not in just staying alive, but in finding something to live for.
Fyodor Dostoevsky

Menschen und die Gesellschaft als Ganzes sind in der Lage, viel Schmerz zu ertragen, wenn die Hoffnung aufrechterhalten bleibt, dass die nicht allzu ferne Zukunft besser sein wird. Wenn allerdings die Hoffnung schwindet, beginnen Gesellschaften zu zerbrechen. Wenn die Mehrheit der Bevölkerung nicht mehr das Gefühl hat, dass Interesse besteht, den Status quo aufrechtzuerhalten, dann wird sie wenig Skrupel haben, radikale neue Ideen zu akzeptieren und für Politiker zu stimmen, die eine Utopie versprechen. Diese Utopie kann entweder rückwärtsgewandt sein und die Rückkehr in die gute alte Zeit beschwören. Oder sie ist progressiv, indem sie die Einführung eines brandneuen Systems propagiert, von dem die Fortschrittsgläubigen meinen, dass es die Übel des gegenwärtigen Systems grundlegend korrigiert.

Dass die Zentralbanken jedes Jahr Billionen neuer Währungseinheiten schaffen, beweist zweifelsfrei, dass das aktuelle System nicht nachhaltig ist. Ohne diese Billionen an neuem Geld würde ein deflationärer Strudel die Märkte und die Gesellschaft schnell aufzehren und beide schließlich zerbrechen lassen.

Zentralbank-Bilanzausweitung, yoy, in Bill. USD, 01/2002-12/2021



Quelle: Bloomberg, Autors Berechnungen, Incrementum AG

Mit einem Generationensprung zur neuen Weltordnung?

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Wenn etwas nicht nachhaltig ist, wird es früher oder später per Definition zu seinem Ende gelangen. Die Frage ist nur, wann, und vor allem, wie. In ihrem 1997 erschienenen und höchst lesenswerten Buch „The Fourth Turning“ schrieben William Strauss und Neil Howe:

> *„Around the year 2005, a sudden spark will catalyze a Crisis mood. Remnants of the old social order will disintegrate. Political and economic trust will implode. Real hardship will beset the land, with severe distress that could involve questions of class, race, nation, and empire…*
>
> *The very survival of the nation will feel at stake. Sometime before the year 2025, America will pass through a great gate in history, commensurate with the American Revolution, Civil War, and twin emergencies of the Great Depression and World War II. The risk of catastrophe will be very high…*
>
> *Americans will also enter the Fourth Turning with a unique opportunity to achieve a new greatness as a people. As the old civic order gives way, Americans will have to craft a new one. This will require a values consensus and, to administer it, the empowerment of a strong new political regime. If all goes well, there could be a renaissance of civic trust…“*[383]

Democracy and socialism have nothing in common but one word, equality. But notice the difference: while democracy seeks equality in liberty, socialism seeks equality in restraint and servitude.
Alexis de Toqueville

Damals, 1997, hätte man die Vorhersagen von Strauss und Howe vielleicht als Übertreibung abgetan, aber die Finanzkrise und ihr Nachhall haben ihre Richtigkeit auf unheimliche Weise bewiesen. Wenn sich die laufende „vierte Wende“ bisher nach ihrer Theorie abgespielt hat, dann könnten sie auch mit ihrer Einschätzung des Endes richtig liegen.

Der rapide Verlust der bürgerlichen Freiheiten im Jahr 2020, gipfelnd im „Sturm“ auf den Kongress, deuten darauf hin, dass die USA tatsächlich zerfallen könnten und nur eine existenzielle Krise sie wieder zusammenbringen wird.

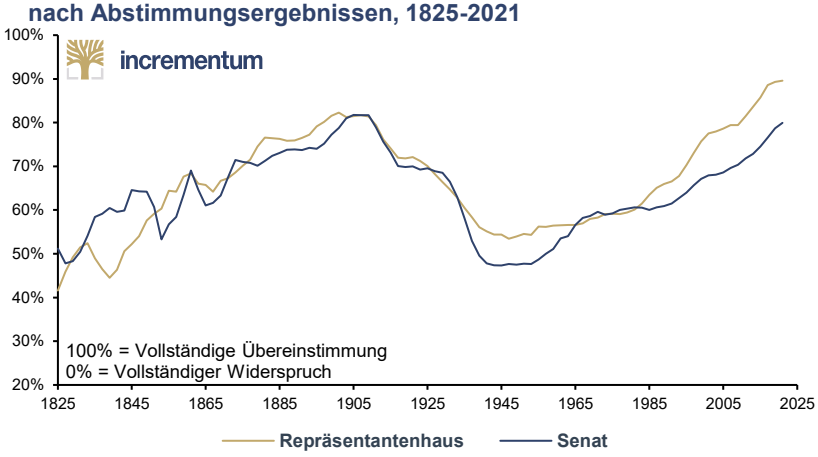
The world is a tragedy to those who feel, but a comedy to those who think.
Horace Walpole

Um zu verstehen, wie sich die Dinge entwickeln werden, ist es wichtig, die Generation zu kennen, die an der Spitze von Nationen und Unternehmen stehen wird. Während sich die Boomer-Generation noch an die Spitzenpositionen in Politik und Wirtschaft klammert und der nomadischen und individualistischen „Generation X“ wenig Raum lässt, wird bald die Zeit kommen, in der die berühmten Millennials die Zügel in die Hand nehmen.

Die ersten Kohorten der Millennials wurden 1982 geboren und werden bei der nächsten US-Präsidentschaftswahl 2024 über 40 Jahre alt sein. Bei den Wahlen 2028 werden sie bereits erfahrene Politiker und Wirtschaftsführer sein. Sie sind die Menschen, die die Gesellschaft der USA, eine, wenn nicht gar die militärische Supermacht, und ihre Wirtschaft in der nächsten Krise prägen werden.

[383] Strauss, William und Howe, Neil: The Fourth Turning – An American Prophecy, 1996

Ideologische Differenzen: US-Kongress, Links/Rechts-Dimension nach Abstimmungsergebnissen, 1825-2021



Quelle: Lewis et al (2020), Berechnungen des Autors, Incrementum AG

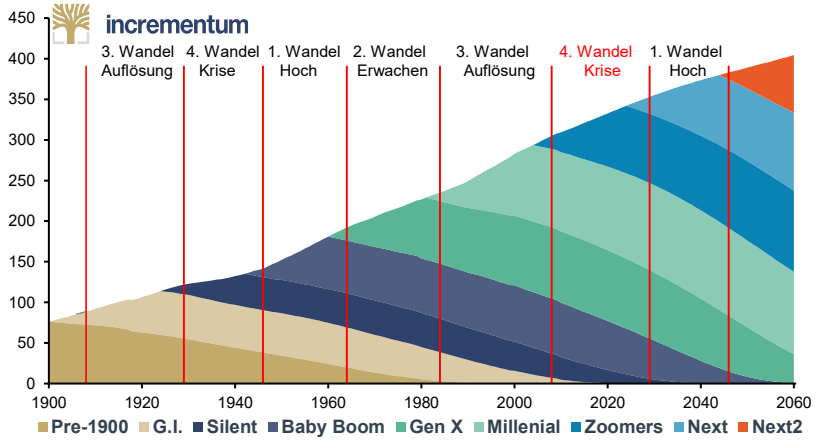
I have had to revise my formula for happiness. I used to think it was reality minus expectations. But that needs to be modified to reality minus the right expectations.
Vitaliy Katsenelson

Millennials wurden von ihren Eltern behütet erzogen. Diese so genannten „Snowflakes"[384] stehen der Bürgerrechtsbewegung nahe und fokussieren sich auf Themen wie soziale Gerechtigkeit und Klimawandel. Eine Gallup-Umfrage aus dem Jahr 2019 zeigte, dass unter Millennials in den USA Sozialismus und Kapitalismus gleich populär sind. Unter früheren Generationen ist der Kapitalismus hingegen deutlich beliebter als der Sozialismus, meist im Verhältnis von 2/3 zu 1/3.[385]

Millennials expect to create a better future, using the collaborative power of digital technology.
Mal Fletscher

Millennials sind auch die am besten ausgebildete Generation der Geschichte. Das bedeutet jedoch nicht unbedingt, dass ihre akademischen Abschlüsse in der Gesellschaft nützlich sind, und viele von ihnen finden sich in schlecht bezahlten Jobs wieder, mit einem starken Gefühl, ungerechterweise ihrer Größe beraubt zu werden, von der sie selbst glauben, dass sie im Leben zu dieser bestimmt sind.

US-Bevölkerung nach Generationen und Generationenwechseln, in Mio, 1900-2060



Quelle: Census Bureau, Strauss & Howe: 'The Fourth Turning', Berechnungen und Schätzungen des Autors, Incrementum AG

Millennials bilden also jene Generation, die schon im Studentenalter überschuldet ist, der es nicht gelingt, den materiellen Wohlstand ihrer Eltern zu übertreffen, die

[384] Als „Snowflake" werden jene Teile der nach 1995 geborenen „Generation Z" bezeichnet, die hochsensibel, hochemotional und extrem leicht verletzlich sind.
[385] Gallup: „Socialism as Popular as Capitalism Among Young Adults in U.S.", 25. November 2019

oft bis in ihre 30er im Elternaus lebt, die mit einer dramatischen Inflation der Vermögenspreise konfrontiert ist, die den „American Dream“ ruiniert, und das Gefühl hat, von einem gegen sie gerichteten System ungerecht behandelt zu werden, mit wenig Hoffnung auf Besserung in der Zukunft. So ist die nächste Generation der Führungskräfte geprägt. Die gleichen Kräfte sind daher dazu bestimmt, die Gesellschaft als Ganzes zu formen.

History is seasonal, and winter is coming.
Neil Howe

Wenn man die Idee der „Vierten Wende“ um Peter Turchins Theorie der „Elite-Überproduktion“ ergänzt, bildet sich am Horizont ein perfekter Sturm. Turchin argumentiert, dass die Überproduktion von Eliten, historisch durch vererbte Titel oder in jüngerer Zeit durch höhere Bildungsabschlüsse, ein Missverhältnis zwischen der tatsächlichen Macht und den Privilegien und der Anzahl der Menschen, die sich zu Macht und Privilegien berechtigt fühlen, erzeugt. Diese Kluft vergrößert sich immer mehr und kocht schließlich über. Adelige ohne Schlösser und Armeen oder Millennials mit schicken (und teuren) Hochschulabschlüssen, die Bars betreiben, fühlen sich um Macht und Status betrogen, von denen sie selbst meinen, dass sie ihnen rechtmäßig zustehen.

Daraus erwächst eine Gegen-Elite, die sich mit den Bürgerlichen zusammenschließt, um Macht über die amtierende Elite zu erlangen. Donald Trump ist ein perfektes Beispiel dafür. Er kommt aus der Wirtschaftswelt und hat alle richtigen Schulen besucht, wurde aber nie von den Mächtigen akzeptiert und nutzte die Wut der Besitzlosen, um Macht zu erlangen.

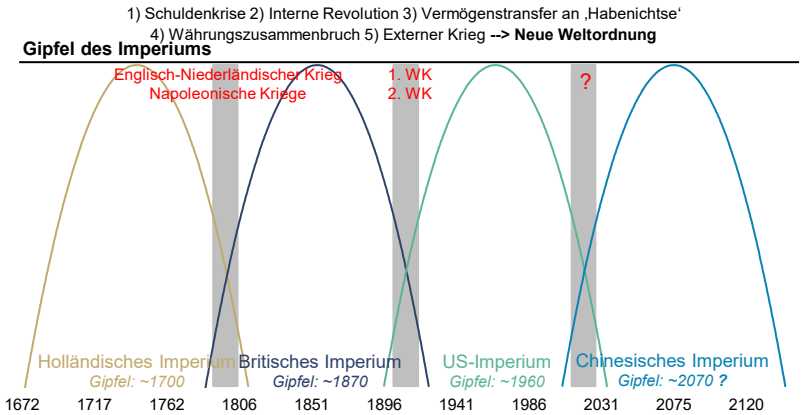
We are analog beings living in a digital world, facing a quantum future.
Neil Turek

Die aktuelle Elite wird auf der anderen Seite immer versuchen, die Massen mit „Brot und Spielen“ bei Laune zu halten, um sicherzustellen, dass es keinen Aufruhr gibt. Doch genau das ist jene Strategie, die schließlich zu ihrem eigenen Untergang führt. Wenn der Regierung das Geld anderer Leute ausgeht, werden Heugabeln zu effektiven Werkzeugen für radikale Veränderungen. Die Vierte Wende und das Weltbild der Elite-Überproduktion ergänzen sich perfekt und erklären viele Facetten des heutigen Zeitgeistes.

Die Welt ist eine gänzlich andere geworden

Die USA kamen aus der letzten „vierten Wende“ mit der Bestimmung, zu führen, aber heute ist die Welt eine gänzlich andere. Die US-Vorherrschaft befindet sich im relativen oder vielleicht sogar absoluten Niedergang, während der Hauptwidersacher China beständig an Einfluss gewinnt.

Lebenszyklus von Imperien



Quelle: Ray Dalio: "The Changing World Order; Where Are We and Where Are We Going", Berechnungen des Autors, Incrementum AG

Imperien folgen einem Lebenszyklus, genau wie Menschen, was sie dem Saeculum der Generationszyklen ähnlich macht. Von ihren ersten Babyschritten in der Welt werden zukünftige Imperien in kurzer Zeit zu vorlauten Teenagern, die ohne moralische Bedenken kühn Territorien erobern, bevor sie zu pflichtbewussten Eltern werden, die sich um ihre Kolonien kümmern und als verantwortungsvolle Verwalter einer globalen Reservewährung mit einem Finanzzentrum agieren, das die ganze Welt versorgt. Irgendwann hat ein Imperium eine Midlife-Krise, wird verschwenderisch, faul, alt, überschuldet und schwach – und erliegt unweigerlich dem neuen ehrgeizigen Emporkömmling.

Was die Erfahrung aber und die Geschichte lehren, ist dieses, daß Völker und Regierungen niemals etwas aus der Geschichte gelernt und nach Lehren, die aus derselben zu ziehen gewesen wären, gehandelt haben.
G. W. F. Hegel

Die USA leben jetzt davon, dass sie ihr „exorbitantes Privileg" bis zum absoluten Maximum ausnutzen. Die Geschichte lehrt uns, dass dies ein „faustischer Pakt" ist, da es die Produktionskapazitäten aushöhlt, Kapital verbraucht, Anreize verzerrt und zum Zusammenbruch bestimmt ist. Dennoch ist das Gelddrucken, erst aus Verlockung, dann aus völliger Verzweiflung, nicht zu stoppen.

Während China auf den ersten Blick der offensichtliche Anwärter auf den Spitzenplatz ist, sieht es sich bei näherem Hinsehen schon jetzt mit vielen internen Problemen konfrontiert, zu deren Entstehung das reifere und sterbende US-Imperium ein ganzes Jahrhundert lang benötigte. China altert schnell,[386] die Wirtschaft ist ineffizient und Wachstum kann nur erreicht werden, indem man Investitionen in einer bereits gesättigten Wirtschaft tätigt, was niedrige bis negative Renditen für einen hohen und wachsenden Schuldenberg bedeutet.

Wie der Übergang ablaufen wird, ist unmöglich zu sagen, aber wenn die Geschichte ein Wegweiser ist, sind eine Finanzkrise, Vermögensumverteilung, eine Währungskrise und innere Spannungen, die auf äußere Feinde gelenkt werden und kriegerisch enden, zu erwarten.

Man sagt, dass sich die Geschichte wiederholt, oder zumindest reimt, und bisher sind die Ereignisse im aktuellen Zyklus erschreckend eng dem Drehbuch gefolgt.

[386] *Siehe* Kapitel „Die Demographie als Inflationstreiber" in diesem *In Gold We Trust*-Report

Drücken wir die Daumen, dass das letzte Kapitel in den Annalen der 2020er-Jahre ungeschrieben bleibt.

Wie wird das enden?

Es is vorbei, ollas vorbei, Er is alla, gonz alla. Er selber is jetzt sei grösster Gegner. Und selber tuat sie neamd gern weh, owa jetzt muass er, weil er was ned: Wie heart des auf, wie wird des weida geh'n.
Wolfgang Ambros

Das derzeitige wirtschaftliche System funktioniert eindeutig nicht mehr. Es ist zutiefst fehlerhaft und fragil. Ein Wandel wird kommen, aber um einen radikalen Wandel auszulösen, sind zwei Dinge notwendig.

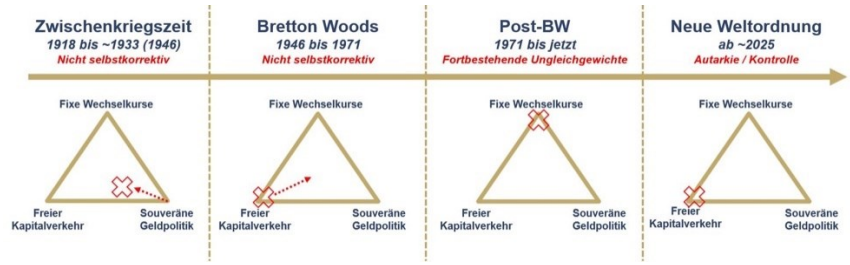
Erstens, ein Generationswechsel in der Führung: Die Millennials-Generation wird bald an die Macht kommen, mit ihrer pragmatischen, grenzwertig autoritären Auffassung von guter Regierung. Im Leben haben sie das Gefühl, dass sie wenig zu verlieren haben, wenn sie radikale Veränderungen umsetzen, da ihnen der Status quo nicht geholfen hat.

Zweitens, eine Krise: Welche Form diese Krise annimmt, wird die Reaktion auf sie prägen, aber welche Krise es auch immer wird, eine Währungskrise wird sicherlich ein Bestandteil der Krise sein.

The further a society drifts from truth the more it will hate those who speak it.
George Orwell

Beide Bedingungen zusammengenommen werden die Bühne für eine radikale Veränderung des Weltwährungssystems bereiten. So wie die Delegierten, die sich in Bretton Woods trafen, zurückblickten und sich alle einig waren, dass die konjunkturelle Volatilität gezähmt werden muss, werden die Delegierten, die sich treffen, um die neue globale Währungsordnung als Reaktion auf die nächste Krise zu beschließen, auf die finanzielle Volatilität zurückblicken und sich einig sein, dass sie kontrolliert werden muss.

Abgesehen davon, dass die Finanzmärkte „gerechter" werden sollen, steht eine flexible Geldpolitik ganz oben auf der Wunschliste. Es ist wahrscheinlicher, dass es sich um einen „MMT-esken" Weg handelt, als um eine Rückkehr zu einem restriktiven Goldstandard. Das lässt nur eine mögliche makroökonomische Lösung übrig, nämlich das Ende des freien Kapitalverkehrs und das „Management" der Wechselkurse.



Quelle: Hans Fredrik Hansen

Das entspricht dem Bretton-Woods-System, aber damals war die Welt näher an der Autarkie als heute, und Fortschritte in der Globalisierung waren leicht zu erreichen. Diesmal ist die Situation genau umgekehrt. Das neue System muss gemanagt werden, während gleichzeitig der Welthandel reduziert und die Welt voneinander abgekoppelt wird.

Die Abhängigkeit der USA von China hat strategische Schwächen bis hin zur Gefährdung der nationalen Sicherheit offengelegt. Covid-19 trägt mit im Ausland produzierten medizinischen Schutzausrüstungen und Impfstoffen zu dieser Wahrnehmung bei. Und daher haben wir bei Zöllen, Quoten und anderen nichttarifären Handelshemmnissen noch nicht das Ende der Fahnenstange erreicht.

We're moving from a world that was constantly globalizing to one breaking up into three different empires, each with their own currency, reference bond market, supply chains. There are massive investment implications.
Louis-Vincent Gave

Es erscheint plausibel, die Herausbildung von drei großen Blöcken zu erwarten, die sich voneinander mit Kapitalverkehrskontrollen abschotten: ein an den US-Dollar gebundener nordamerikanischer Block; ein an den Euro gebundener europäischer Block, der sich potenziell bis nach Nordafrika und in den Nahen Osten ausdehnt, und natürlich ein an den Renminbi gebundener pazifischer Block.

Diese neue Weltordnung wird viele der Bedürfnisse befriedigen, die Millennials haben, um ihre Ziele zu erreichen. Zum Beispiel wird die Sicherstellung des Geldumlaufs innerhalb ihrer eigenen Jurisdiktion die Hervorbringung von Inflation erleichtern. Schulden können so über finanzielle Repression abgebaut werden. Der Handel zwischen den Blöcken wird natürlich eingeschränkt werden, aber auch das ist Teil des Programms. Die Fertigung wird lokaler erfolgen, aber dank neuer Technologien führt das nicht unbedingt zu großen Effizienzverlusten.

Dennoch werden die USA dabei der relative Verlierer sein, da die US-Amerikaner ihren Konsum reduzieren werden müssen, um Kapital für Investitionen in die inländische Produktion freizusetzen. Die Veränderung wird offensichtlich nicht aus eigenem Antrieb herbeigeführt, sondern durch die Finanzkrise erzwungen.

One can try to trade what is effectively the simultaneous bursting of the 1st global sovereign debt bubble in 100 years, and the changing of the global currency system for the 1st time in 50 years, or one can buy gold and gold stocks unlevered… and trust that the US will not be the first sovereign in history that allows itself to go bankrupt for lack of printed money.
Luke Gromen

Digitales Zentralbankgeld (CBDC) eröffnet Möglichkeiten für einen einfachen bilateralen Handel und eine einfache Abwicklung ohne den Umweg über den US-Dollar. Viele Zentralbanken haben heute Programme, um diese Umstellung vorzunehmen. Wenn dies geschieht, wird die Nachfrage nach dem US-Dollar dramatisch zurückgehen und eine Vertrauenskrise in den US-Dollar auslösen.

Etwas paradoxerweise könnte eine kurze, aber extrem starke Rally des US-Dollars ein Zeichen für seinen vollständigen Zusammenbruch sein. Denn die Welt wird nicht von US-Dollars angetrieben, sondern vielmehr von Forderungen auf US-Dollar in verschiedenen Formen. Die Forderungen loszuwerden bedeutet, sie gegen US-Dollar zu verkaufen. Dieser Prozess führt zu einer höheren Nachfrage nach US-Dollar, aber im Gegensatz zu einer „einfachen" Finanzkrise wird die US-Dollar-Stärke nur von kurzer Dauer sein.

Die aus dem Verkauf von Forderungen auf US-Dollar erhaltenen US-Dollar werden nicht gehortet, wie es in einer Finanzkrise üblich ist, sondern sofort in US-amerikanische Waren und reale Vermögenswerte umgetauscht, was die Preisinflation anheizt. Durch den Verkauf werden auch US-Dollar für den nächsten frei, der seine auf US-Dollar lautenden Forderungen loswerden will, was die Umlaufgeschwindigkeit des US-Dollars erhöht. All dies deutet auf eine rasch anziehende Inflation hin, sobald ein neuer Run auf den US-Dollar einsetzt.

Fazit

New Gold Dream
Sun is set in front of me,
worldwide on the widest screen
New Gold Dream
Burning bridge and ecstasy,
crashing beats and fantasy.
„New Gold Dream"
Simple Minds

So könnte der Ablauf der nächsten Finanzkrise sein, die ein neues System hervorbringen wird, das auf weitaus mehr staatlicher Kontrolle der Wirtschaft basiert, als wir es in den letzten Jahrzehnten gewöhnt waren. Wenn sich die Dinge so weiterentwickeln, wird das „exorbitante Privileg" der Geschichte angehören und große strukturelle Veränderungen nicht nur in der US-Wirtschaft, sondern auch in der Weltwirtschaft in Gang setzen. Aufgrund der hohen Abhängigkeit von Investitionen und Exporten ist China fast so verwundbar wie die USA.

Überraschenderweise ist es Europa, das das Potenzial hat, die Neugestaltung der Welt *relativ* unbeschadet zu überstehen. Europa ist zweifelsohne intern unausgeglichen, aber nicht so sehr extern. Wenn Europa es schafft, die nächste Krise unbeschadet zu überstehen, hat es den geringsten Strukturwandel zu bewältigen, um sich an die neue Weltordnung anzupassen.

Monetary decline tends to coincide with the decline of governments and dynasties. Those who claim „this time is different" simply have no idea how much it is the same.
Nathan Lewis

Ein neues Weltwährungssystem muss an etwas Greifbarem verankert sein, und dieser greifbare Vermögenswert wird wahrscheinlich Gold sein. Gold ist bereits als Weltreservewährung etabliert und die Zentralbanken halten immer noch große Mengen an Gold in ihren Bilanzen. Es ist jedoch weniger wahrscheinlich, dass es sich um eine Replik des alten Teilreservesystems handelt, sondern eher um eine mit Gold unterlegte und zentralisierte digitale Zentralbankwährung. Die PBoC hat bereits ihre digitale Zentralbankwährung eingeführt, die bald für internationale Handelstransaktionen und schließlich sogar als gesetzliches Zahlungsmittel in Jurisdiktionen außerhalb Chinas und zwischen Drittstaaten verwendet werden soll. Peking könnte sogar die Kontrolle über seine Kapitalbilanz behalten, während es seinen digitalen Renminbi internationalisiert. **Aber damit ein digitaler Renminbi weltweit Akzeptanz und Vertrauen gewinnt, muss er unbedingt in Gold verankert sein.**

Gold is a fuel that will perform wonders. But no fuel can work where there is no motor.
Midas Mulligan

Kapitalverkehrskontrollen können leicht aufrechterhalten werden, sobald digitale Zentralbankwährungen eingeführt worden sind. Zudem könnte das Teilreservebankensystem, mit dem ihm inhärenten Auf und Ab von auf Fiatwährungen lautenden Forderungen auf Fiat-Währungen, dann der Vergangenheit angehören. Wenn jeder Haushalt und jedes Unternehmen ein Konto bei seiner Zentralbank oder sogar bei einer ausländischen Zentralbank hat, können die Zentralbanken leicht Kredite vergeben und nach Belieben ausweiten.

Konkurrierende digitale Zentralbankwährungen sind der natürliche nächste Schritt. Wenn sich der Staub gelegt hat und sich neue Machtstrukturen etabliert haben, wird eine globale goldgedeckte digitale Zentralbankwährung entstanden sein.

VGCX

VICTORIA GOLD CORP

xceptional xploration xcellence xpression xact xtraordinary xperts xcel xtra xperienced xecutives xert xplorer xhilarating xcavation xamine

THE LEADING YUKON GOLD DEVELOPER AND PRODUCER

TSX: VGCX | OTC: VITFF | VGCX.COM

My View of the Nixon Shock – Exklusivinterview mit FOFOA

„Severing the link between physical gold and XAU will usher in a new golden age that I like to call Freegold.“

FOFOA

Key Takeaways

- **Der Nixon-Schock veränderte das Weltwährungssystem in seinen Grundfesten. Gold war plötzlich nicht mehr die Basis des US-Dollars, sondern eine Fremdwährung. Die US-Wirtschaft wandelte sich vom größten Produzenten in den größten Konsumenten der Welt.**
- **Gold ist eine Absicherung für eine Übergangsphase oder für die Singularität. Unter „Singularität“ wird jener Punkt verstanden, an dem eine kleine Änderung große, weitreichende Auswirkungen verursachen kann.**
- **Es wird einen Zusammenbruch des US-Dollar-Systems und damit des Währungssystems geben. Dieser Zusammenbruch wird auch die „Papiermärkte“ für Gold erfassen.**
- **Die Übergangsphase wird zu einer Neubewertung von physischem Gold führen.**

Dieses Exklusivinterview mit dem legendären Blogger FOFOA ist im Original deutlich länger.[387] Einige besonders wichtige Passagen finden Sie in diesem Kapitel. Das Interview in seiner gesamten Länge können Sie kostenlos auf unserer Webseite unter folgendem Link herunterladen:

https://ingoldwetrust.report/in-gold-we-trust-report/exclusive-interview-with-fofoa/

Einleitung

Vor etwas mehr als 20 Jahren tauchte ein anonymer Autor, der sich „Another" nannte, auf dem größten Gold-Diskussionsforum, das das junge Internet damals kannte, auf. Er schien ein Insider mit tiefem Wissen über Geschichte, Politik und Wirtschaft zu sein. Er schrieb noch viele Jahre weiter und hatte einen Erben, der sich „Friend of Another" (FOA) nannte und die Fackel übernahm, als Another sich selbst zurückzog. Bis heute wissen wir nicht, wer Another war, woher er seine Informationen hatte und warum er sie mit der Welt teilen wollte. Aber wir wissen, dass sich einige (nicht alle) seiner manchmal gewagten Vorhersagen als wahr herausstellten.

Die Themenpalette reicht vom Bretton-Woods-Abkommen über den Nixon-Schock bis zur Einführung des Euro. Die Beiträge stellen eine der faszinierendsten Perspektiven auf die Rolle des Goldes im aktuellen und künftigen Geldsystem dar. **Sie lieferten überzeugende Argumente für einen viel, viel höheren Goldpreis.**

Bis zum heutigen Tag studieren Menschen deren Beiträge, um etwas über den Goldmarkt zu lernen. Der bekannteste Schüler von Another und FOA ist ein Blogger, der sich „FOFOA", „Friend of Friend of Another", nennt. Er beschäftigt sich seit mehr als einem Jahrzehnt mit dem Thema „Freegold". FOFOA hat sich freundlicherweise abermals bereit erklärt, ein Interview für den *In Gold We Trust*-Report zu geben – ein erstes Interview mit ihm datiert aus dem Jahr 2019.[1] Wir möchten uns bei ihm für seine Mühen und seine Zeit bedanken, da dieses Interview über mehrere Wochen durchgeführt wurde.

Hier sind die Highlights:

The Interview

Q: What happened in August 1971 when Nixon closed the gold window from your perspective (you once wrote that that was the first time Freegold was tried)?[388]

—
[387] Nach reiflicher Überlegung haben wir die Entscheidung getroffen, das Interview im englischen Original zu belassen, denn selbst bei der besten Übersetzung gehen oftmals inhaltliche Feinheiten verloren.
[388] *Vgl.* „20 Years later – a Freegold Project: Interview with FOFOA", *In Gold We Trust*-Report 2019. Das gesamte Interview kann hier heruntergeladen werden.

Yes, in a sense the Nixon Shock did set gold free from the US dollar. Previously, the US dollar had been defined as a weight of gold, and the price of gold was thereby fixed to the US dollar, the same way you would fix the exchange rate of different currencies to the US dollar. It also, however, gave birth to the modern concept of bullion banking. And that's what the free in Freegold refers to today—**the inevitable end of fractional reserve gold banking, which is simply a carryover from the pre-71 gold standard**.

The concept of a „singularity" is used in many applications as a point at which either a small change can cause large, sweeping effects, or else so much changes at once that the far side of the singularity is almost impossible to imagine.

The concept of a „singularity" is used in many applications as a point at which either a small change can cause large, sweeping effects, or else so much changes at once that the far side of the singularity is almost impossible to imagine. I like to think of it as passing through a black hole and emerging in a different world on the other side. So what I hope to do here is to give you a 30,000-foot view in which 1971 is both the halfway point in the 100-year life of the *International US dollar Reserve Monetary and Financial System* (the $IMFS), and also the first of two singularities, the second being Freegold. The Genoa Conference, which gave birth to the $IMFS, was just over 99 years ago, and the Nixon Shock was virtually the halfway point between then and now. But this isn't just a story of the last century split in half by the Nixon Shock, **there are actually four distinct quarters in this story**.

$IMFS Q1

The first quarter, broadly, was the interwar period, or the period between the First and Second World Wars. It really had its economic ups and downs. It began with the prosperity and decadence of the Roaring Twenties, then the stock market crashed in 1929 followed by the Great Depression, the social welfare programs of the New Deal, and finally the devastation of World War II, which set the stage for the second quarter to begin at Bretton Woods.

$IMFS Q2

Bretton Woods, the IMF, the World Bank and the Marshall Plan were all structured to help Europe rebuild its economy after the war, by overvaluing European currencies and undervaluing the US dollar with fixed exchange rates. This allowed Europe to run a trade deficit with the US while it rebuilt its productive capacity.

The vast majority of people are actually savers as opposed to being real investors or traders.

That situation reversed around 1958, when Europe was back on its feet enough to start running a surplus while the US slipped into recession. That year also marked the beginning of the decline of US gold holdings, from 20,312 tonnes in 1957 down to 9,070 tonnes in 1971. One of the pillars of Freegold is the concept of the saver. The idea is that **the vast majority of people are actually savers as opposed to being real investors or traders.** But in today's $IMFS, they are forced to swim with the sharks so to speak. Today we call savings passive investment, but in Freegold, everything will have changed for the savers, like passing through a singularity.

Something similar happened to the concept of the saver as it passed through the first singularity, the Nixon Shock. **One of the outcomes of the prosperity and growth of the 1950s was the concept of the defined benefit retirement fund.** The idea was that you didn't need to save for retirement because your employer did it for you. The obligations this concept generated were based on an unsustainable growth model. It was the idea that the rate of growth in the 1950s would continue forever, and it became something like a Ponzi scheme. The collapse of the Studebaker Corporation[389] and its pension fund is a prime example, and **it gave birth to the idea of the individual retirement account.**

Q2 began with the promise of recovery, high growth and prosperity, and ended with a systemic collapse and broken promises.

The 1st Singularity

The 1st Singularity was inevitable. It wasn't an effect of what Nixon did, it was the cause.

There's a website called wtfhappenedin1971.com, and all it contains is about 50 charts that make it look like everything went haywire in 1971. And, in effect, everything did change. But from a systemic perspective, the closing of the gold window and the ending of the Bretton Woods monetary system were simply inevitable. **The 1st Singularity was inevitable. It wasn't an effect of what Nixon did, it was the cause.**

The financial system changed as well. We went from the centralized obligations of defined benefit retirement funds, to the more distributed „defined contribution" system of individual IRAs and 401Ks through the passing of the Employee Retirement Income Security Act of 1974. This had the effect of funneling everyone's savings into paper assets, giving birth to the massive bubble machine we call the financial system today.

What happened in 1971 was bigger than Nixon. Yes, gold was set free from the US dollar, and Nixon gets credit for that. But systemic transitions of that magnitude simply become inevitable at some point, and while we like to heap credit on those in power when they happen, **the reality is that they were going to happen anyway, no matter who was in the White House at the time**.

$IMFS Q3

An overarching theme of the third quarter was that, **following the Nixon Shock, Europe no longer trusted the US dollar reserve system**. They had just watched Bretton Woods collapse, and they didn't like the global economy being at the mercy of a single national currency that would eventually collapse and drag the world into another global depression.

The solution was to create a new international reserve currency that rivaled the US dollar in both size and scope. At least then, if the US dollar

389 *Vgl.* "The Studebaker Effect", Fofoa, 11. Jänner 2012

collapsed, Europe's economy wouldn't suffer as much. But these things take time. A lot of time, it turns out.

There are three points in Q3 when Another and his associates apparently worried that the $IMFS might collapse even before they could launch the Euro. The first was in 1979, when a group of European central bankers confronted Paul Volcker at the IMF meeting in Belgrade.

...while Volcker's actions made all the headlines, there was more going on quietly in the background, on the European side.

The Federal Reserve's actions four days later have been called the most significant change in the Federal Reserve's policy since 1932. But more importantly, the Belgrade confrontation marks the resumption of the dirty float, the European central bank support for the US dollar, which had ended a year earlier in 1978. So while Volcker's actions made all the headlines, there was more going on quietly in the background, on the European side.

The second point was in 1988. The US dollar Index had reached a high of 164 in February, 1985. The Plaza Accord, held in September of that year, aimed to drive down the US dollar through coordinated exchange rate manipulation. **The stock market soared while the US dollar declined.** Then the Louvre Accord, held in February, 1987, aimed to halt the decline caused by the Plaza Accord.[390] Eight months later was Black Monday, the stock market crash of 1987.

In a post titled „Some things I know", FOA wrote:

> *„This work [meaning what he and Another were explaining] started back in 1988, not long after the 87 crash. Important people were asking some very serious questions about the timeline of the world monetary system. They expected a long-term evolving report... the effort you have seen to date is one of sharing somewhat for the common good of all."*

What he was revealing there was that the view presented by Another beginning in 1997 was at least in part the result of a high-level „long-term evolving report" that had been commissioned shortly after the stock market crash of 1987. He continued:

> *„Leaders wanted to know how one could retain the most wealth during such an event. It was thought that if the basic extended family blocks of a nation could survive such a collapse, savings intact, those nations and their children would be a benefit to economic affairs of the future. In effect, negate a possible return to the Dark Ages of European history."*

The third point was in 1996, and it was what led Another to start posting on the Kitco forum. There was an explosive jump in the volume of paper gold trading that occurred in 1996, and was publicly revealed by the LBMA in the Financial Times on January 30, 1997.[391] To understand why this mattered to Another, and why it still matters today, we need to go back to the early 1970s and trace the evolution of the gold market following the Nixon Shock.

—
[390] *Vgl.* "Die Geschichte wiederholt sich (nicht): Plaza-Abkommen 2.0 ante portas?", *In Gold We Trust*-Report 2019
[391] *Vgl.* "Extent of global gold market revealed: London clears 930 tonnes of bullion each day", *Financial Times*, 30. Jänner 1997

Gold's transformation from being a US dollar to becoming a foreign (FX) currency

The first step, after the closing of the gold window, was in 1974, when President Ford repealed FDR's ban on gold ownership in the US. Then, in 1975, COMEX gold futures began trading. **London responded to COMEX by giving birth to the bullion bank**, and opening its gold market up to foreign banks who wanted bullion trading rooms in London. In 1981, gold (and only gold) received its official ISO 4217 currency code: XAU. (XAG/silver, XPT/platinum and XPD/palladium were added years later.)

London responded to COMEX by giving birth to the bullion bank, and opening its gold market up to foreign banks who wanted bullion trading rooms in London.

In 1984, the pioneer of modern bullion banking, Johnson Matthey Bankers, also one of the London fixers, collapsed. In the aftermath, the Bank of England demanded that the bullion banks create a formal body to represent them as a group. And in 1987, the LBMA was born. Around that same time, the mid-1980s, CB gold lending and gold mining forward sales began, creating a new form of paper gold.

European central bankers apparently thought that keeping the price of gold under control was a necessary part of supporting the $IMFS until they could launch the Euro, because, according to Another, **they enabled the massive expansion of this forward selling scheme by guaranteeing the paper with their own central bank gold.** The Saudi demand for real gold, which was greater than the available supply at the going price, was the big threat to the gold price at that time, and so a deal was made.

This kept the price of gold and oil, both of which were priced in US dollars, low when they otherwise would have exploded, like during the Gulf War in 1990 and 1991. And that's how this new paper gold market helped support the US dollar and the US dollar system through the 1980s and 1990s.

What was happening was that gold was being used as a foreign currency to hedge the $IMFS, which ever since the Nixon Shock had evolved away from being used mainly for trade in real goods, and had become primarily a financial asset trading arena—a bubble machine—which needed a hedge in order to continue its expansion.

$IMFS Q4

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Q4 runs from 1997 to present, and begins with the launch of the Euro, Brown's Bottom, the Dotcom bubble and China's admission into the World Trade Organization in 2001. It continues with the Housing bubble and its collapse, which caused the Global Financial Crisis and stock market crash in 2008, followed by a decade of monetary stimulus which brings us to today's Everything bubble and the end of the road.

I say „end of the road" because, from here on out, we're in uncharted territory. **There is no road, no trailhead, no tracks; we are completely off the**

rails and careening out into the great unknown. But I'm getting a little ahead of myself. Let's go back to the late 1990s and look at what changed during the transition from Q3 to Q4.

Brown's Bottom marked the lowest gold prices in the last 42 years.

Brown's Bottom was when Gordon Brown sold off half of the UK's gold in a series of auctions, between July, 1999 and March, 2002. That period marked the lowest gold prices in the last 42 years. The purported reason for the sales was the diversification of the UK's reserves, away from gold and into foreign currencies including the new euro. But many believe its true purpose was to bail out the bullion banks which were running out of physical.

A few months after the first Brown's Bottom auction, 15 European central banks signed what was called the „Joint Statement on Gold" and came to be known as the Washington Agreement on Gold (WAG), or Central Bank Gold Agreement (CBGA). In short, **the European Central Banks agreed to limit their gold sales, but more importantly, they agreed to stop leasing.** This was important because it was the CB leasing that supported the expansion of the paper gold market over the previous 15 years or so.

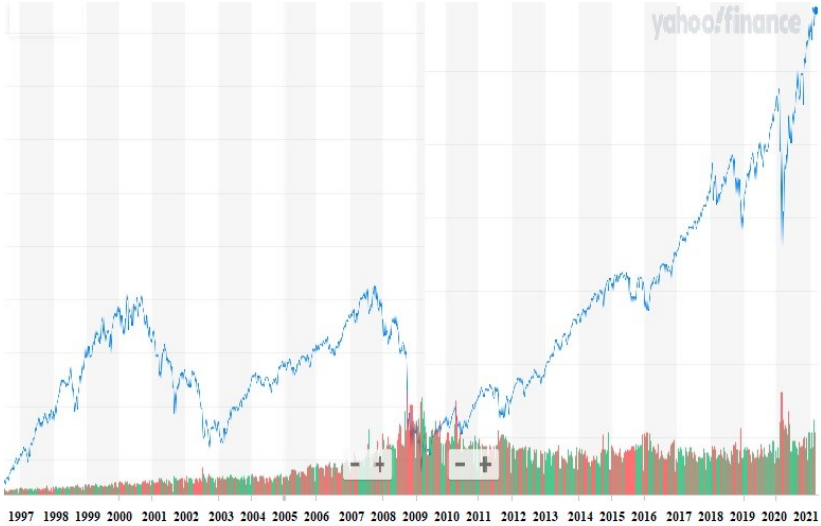
Also, it was the expansion of the paper gold market that caused the price to decline over time, so with the expansion halted, we entered a new phase in this new paper gold market that had begun in the 1980s:

Quelle: „Comex is a Side Show", FOFOA, 4. Mai 2018

Europe stopped supporting the US dollar with CB purchases after the euro launched.

On the US dollar front, Europe stopped supporting the US dollar with CB purchases after the euro launched. **But in 2001, with its admission into the WTO, China ramped up its CB purchases in order to peg its currency to the US dollar.** By 2014, however, that US dollar support had ended. In fact, if we compare China's current US Treasury holdings with their peak in November, 2013, we see a reduction of USD 221bn, or 17% over the last seven years. And as far as I can tell, that's when the dirty float ended.

As for the financial system, Q4 compressed into a single image basically looks like this. **It's one bubble after another, ending in a superbubble**:



Quelle: Yahoo!Finance

The Nixon Shock, i.e., the 1st Singularity, changed the financial system into a bubble machine, it changed gold from the definition of a US dollar into a foreign currency itself, and it changed the US dollar from a unit used mainly for real trade into one used primarily for trading financial assets. In the process, **it changed the US economy from the world's greatest producer into the world's biggest consumer**, financial derivative production notwithstanding.

The 2nd Singularity

The Nixon Shock ... changed the financial system into a bubble machine, it changed gold from the definition of a US dollar into a foreign currency itself, and it changed the US dollar from a unit used mainly for real trade into one used primarily for trading financial assets.

This section is about what I see, what I imagine is on the other side of the 2nd Singularity, which I think is just as inevitable as the 1st Singularity. It was going to happen regardless of who was in the White House at the time, but I must admit, it seems even more inevitable given the current administration.

I need to explain a simple concept about gold, however, before I tell you what I see. At the time of this writing, Bitcoin is right around USD 55,000 per coin, which is a number that I have long used for Freegold. Meanwhile, gold is down more than 15% from its high last August. So something I'm hearing a lot is that Bitcoin has done what gold was supposed to do, therefore Bitcoin is the new gold, or something along those lines.

I see this flawed premise everywhere: „Look at gold, it's down, it's not doing what it's supposed to do which is rise against all this printing and monetary inflation like commodities and other inflation hedges." **But if we look back at history, that's not how gold works. And it's not what Freegold predicts.**

Historically, gold does its best work at transition points, not in day to day price movements. For example, when it was being used as part of the money supply, it didn't track price inflation, but every 40-50 years or so it would have to be repriced, or it would jump in price due to some sort of transition or crisis (e.g., 1934 & the 1970s). It has never really worked well as an inflation hedge. Everyone assumes it should, but I think that's a flawed premise, at least in the

current system. **It's more of a transition hedge, or a singularity hedge.** As Another liked to say, it will be repriced once, and that will be more than enough!

Gold has never really worked well as an inflation hedge. Everyone assumes it should, but I think that's a flawed premise, at least in the current system. It's more of a transition hedge, or a singularity hedge.

Bitcoin, on the other hand, is performing like the many bubbles throughout history. **And while bubbles do not perform well at transition points, they very often pop just prior to them.** I'm not making a prediction about Bitcoin here, just explaining a concept.

We are in a pretty unique situation right now. We have this sort of traditional bubble dynamic in almost everything, where investors are starting to believe that asset prices can only go up, and are buying some of the strangest things. And at the same time, we have unprecedented levels of monetary inflation and stimulus, which are also pumping the bubbles in a more non-traditional dynamic.

So I think what we'll get in the end has to be a kind of hyperinflationary price collapse, where the price of everything that's in a bubble right now collapses in real terms, but not necessarily in nominal terms. That's „in the end". We could definitely see a nominal collapse of asset prices initially, but in the end, I think it'll be in real terms, which can be a lot worse than nominal.

As for the gold market, it is currently run like a fractional reserve currency by the bullion banks. I'm talking about the market where gold trades as XAU. It dwarfs other markets by an order of magnitude, and is therefore the primary driver of the price. You need only to think of it as a currency with its own banking system to see what's going to happen. It's not so different from what happened in 1934 and 1971.

As for the gold market, it is currently run like a fractional reserve currency by the bullion banks.

In 1933, there were paper US dollars and credit US dollars, and they were all backed by fractionally-reserved gold US dollars. Then there were bank runs, essentially redemptions and withdrawals that drained the gold from the banks, followed by a national bank holiday, which halted the redemptions and withdrawals. One month later, gold coins were called in and removed from the banking system, which was effectively a forced cash settlement of all US dollar balances at the old price of USD 20.67 per ounce. The link between the currency and the reserve was severed domestically. Then, once that was done, about nine months later, in January of 1934, the reserve (gold) was repriced to USD 35 per ounce, , almost a 70%. increase.

In 1971, international US dollars were backed by fractionally-reserved gold in the US Treasury, which was some of the same gold that had been removed from the domestic banking system in 1933. About half of the Treasury's reserves had been drained during the previous decade, and the rest could be gone in a flash given the amount of US dollars held overseas. Then, **with a flood of fresh redemption requests coming in from Europe beginning in May of 1971, Nixon closed the gold window, ending redemptions altogether.** The link between the currency and the reserve was severed internationally. **Treasury officially repriced its gold reserves in 1972, and again in 1973, but by then the definition of a US dollar as a weight of gold was meaningless.**

Treasury officially repriced its gold reserves in 1972, and again in 1973, but by then the definition of a US dollar as a weight of gold was meaningless.

Likewise, the gold market today is dominated by a fractionally-reserved paper gold currency trade, run by the same banks that also finance and manage the much smaller flow of the global physical gold market. The slack in that flow constitutes the fractional reserves of the system. Redemption and withdrawal of physical from this paper gold currency system is only possible at the margins, not en masse. So when the financial system collapses, physical redemptions will cease, and paper gold balances will be settled in cash at the paper price. The link between the currency (paper gold) and the reserve (physical gold) will be severed.

This is what I see coming on the other side of the 2nd Singularity. I think we're going to have a collapse, a reset, and a grand liquidation that will lead to a period of rebuilding, which will last perhaps decades. But it won't be the „Great Reset" agenda of the World Economic Forum (WEF). The collapse is going to include the collapse of such oversized, centralized thinking as the WEF, and the reset is going to usher in a more localized, resilient way of thinking. As Another put it, the old ideas of building solid, enduring, long-term wealth will return.

The collapse will be a collapse of the US dollar system, the financial system, and the paper gold market, and the reset will include the repricing of physical gold. I don't see the repricing as something that someone needs to enact, but more of a natural and obvious outcome of the collapse. **The „grand liquidation" will effectively pass economic assets from the old guard to the new generation, at fire-sale prices that will make them profitable once again, and the rebuilding of a more real and more robust economy will commence.** You might even call it a renaissance, or my preference, a new golden age.

The collapse will be a collapse of the US dollar system, the financial system, and the paper gold market, and the reset will include the repricing of physical gold.

So my view of the Nixon Shock is that it marked the halfway point in the life of the $IMFS. And while it set gold free from the US dollar, it also gave birth to the modern concept of bullion banking, which entangled gold in a new kind of fractional reserve currency scheme. And as I wrote more than a decade ago, in a 2011 post titled Freegold Foundations, that's what the free in Freegold refers to today—that gold will be freed from the fractional reserve banking practice, which is simply a carryover from the pre-Nixon gold standard. And that newfound freedom, **that severing of the link between physical gold and XAU, will usher in a new golden age that I like to call Freegold.**

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

https://ingoldwetrust.report/in-gold-we-trust-report/exclusive-interview-with-fofoa/

Was ist Geld?

„The public's understanding of what money is and its origins has devolved to the point where the government monetary authorities can now inflate with impunity, with the ultimate result to be the destruction of the division of labor undoing all of mankind's progress to date."

Doug French

Key Takeaways

- **Die Frage „Was ist Geld?" ist scheinbar einfach, eröffnet aber, wenn man ihr ernsthaft nachgeht, viele weitere Fragen, die zu einem tieferen Verständnis des menschlichen Handelns führen.**
- **Auf diese Frage gibt es viele mögliche Antworten und Interpretationen, denn Geld berührt praktisch alle Bereiche des menschlichen Lebens.**
- **Gold bleibt das vom freien Markt gewählte Geld.**
- **Durch die Perfektionierung der Eigenschaften des Geldes könnte Bitcoin, eine 12 Jahre alte digitale Technologie, potenziell Gold, das eine mehr als 5.000-jährige Erfolgsgeschichte als Geld hat, in dieser Funktion herausfordern.**

Über den Autor: Robert Breedlove ist ein Freiheitsmaximalist, Ex-Hedgefondsmanager und Philosoph im Bitcoin-Bereich. Robert ist Gastgeber der „What is Money?"-Show, in der er tiefgehende Gespräche mit einigen der spannendsten Denker der Welt führt.

Money is the bubble that never pops.
Naval Ravikant

Die Frage „Was ist Geld?“ ist auf den ersten Blick trügerisch einfach. Man würde meinen, dass die Antwort angesichts der großen Bedeutung von Geld im täglichen Leben auf der Hand liegt. Doch stattdessen ruft diese Frage für die meisten Menschen nur weitere Rätsel hervor und offenbart dabei die unverstandene, fast geheimnisvolle Seite von diesem Alltagsgegenstand. Geld ist ein allgegenwärtiges ökonomisches Medium, das die menschliche Wahrnehmung, das Denken und das Handeln beeinflusst. Doch trotz der „Überall-und-Nirgendwo“-Natur des Geldes, bleiben seine tiefsten Wahrheiten im Verborgenen. **Geld ist für den Menschen wie das Wasser für den Fisch:**

> *„There are these two young fish swimming along and they happen to meet an older fish swimming the other way, who nods at them and says ‘Morning, boys. How’s the water?’ And the two young fish swim on for a bit, and then eventually one of them looks over at the other and goes ‘What the hell is water?’“*[392]

Friendship and money is like oil and water.
Mario Puzo

Dies ist eine Möglichkeit, die Antwort zu konzeptualisieren: Geld als „ökonomisches Wasser“ – eine fundamentale Marktrealität, die, vielleicht gerade wegen ihrer Allgegenwärtigkeit, so schwer zu erfassen und im Detail zu verstehen ist. Für einen Fisch ist Wasser die Substanz, die für sein gesamtes Leben notwendig ist: Seine Augen benötigen Licht, das durch das Wasser strahlt, um sehen zu können. Seine Kiemen brauchen in Wasser gelösten Sauerstoff, um atmen zu können. Und seine Flossen müssen sich im Wasser befinden, um eine Vorwärtsbewegung überhaupt zu ermöglichen. Damit ist Wasser in den Augen eines Fisches das „Tauschmittel“ schlechthin, das Informations-, Energie- und Bewegungsdienste in einem leistet. In vergleichbarer Weise leistet Geld den Marktteilnehmern eine Vielzahl an Diensten: Es vermittelt die Präferenzen der Marktteilnehmer (informativ), es dient als Tauschmittel, mit dem die Marktteilnehmer handeln, um ihre Bedürfnisse zu befriedigen (energetisch), und indem es den Austausch von Werten erleichtert, ermöglicht es das Funktionieren der Marktwirtschaft (kinetisch).

Emancipate yourselves from mental slavery. None but ourselves can free our minds.
Bob Marley

Die Anspielung auf die liquide Natur des Geldes lässt erahnen, dass es unter der Oberfläche noch weitere Antworten geben könnte, schließlich kann Wasser fast alles sein: von alltäglich und lebenserhaltend bis hin zu unkontrollierbar und zerstörerisch, je nach Kontext und Perspektive. Indem die Frage „Was ist Geld?“ immer wieder gestellt wird – nicht ganz unähnlich einem Kleinkind, das unaufhörlich „Warum?“ fragt – wird nach den tieferen Wahrheiten gesucht, die dieser allgegenwärtigen Sache zugrunde liegen. Je mehr Antworten gefunden werden, desto mehr neue Fragen tauchen auf, wobei man sich der Wahrheit immer weiter annähert. Durch den Prozess der Antwortfindung auf diese scheinbar harmlose Frage und die Zusammenführung der gewonnenen Perspektiven entsteht ein klareres Verständnis für andere Realitäten wie Tauschhandel, Marktgeschehen sowie Raum und Zeit.

Stellen wir also ernsthaft die Frage „Was ist Geld?“ und suchen wir in der Beantwortung dieser Frage nach neuen Perspektiven, sowohl

[392] *Vgl.* Wallace, David F.: „This is Water by David Foster Wallace“, FS Blog, April 2014

ökonomischer als auch philosophischer Art. Die „Österreichische Schule der Nationalökonomie“, die sich mit dieser Frage umfassender als jede andere ökonomische Schule auseinandergesetzt hat, liefert eine Antwort: **Geld ist ein universelles Tauschmittel.**

Ein universelles Tauschmittel

> *„Geld ist das universell verwendete Tauschmittel, nichts anderes.“*
>
> Ludwig von Mises

Praxeology is a theoretical and systematic, not a historical, science. Its scope is human action as such, irrespective of all environmental, accidental, and individual circumstances of the concrete acts.
Ludwig von Mises

Die Ökonomie ist ein Teilgebiet der Mises'schen Praxeologie, der Wissenschaft vom menschlichen Handeln. Das unantastbare erste Prinzip des menschlichen Handelns lautet: Der Mensch muss handeln. Alles Handeln ist dabei auf die zielgerichtete Linderung von Unsicherheit gerichtet. Ökonomen in der Tradition der Österreichischen Schule nennen dies auch „die Verringerung von wahrgenommener Unzufriedenheit“. Handeln ist somit auf die Lösung von (wahrgenommenen) Problemen gerichtet, oder auf das, was Praxeologen „Bedürfnisbefriedigung“ nennen. Während kleine Probleme in der Regel von Einzelpersonen gelöst werden können, erfordert die Lösung komplexerer Probleme einen größeren Arbeitsaufwand. Ganz im Sinne des Sprichwortes: „Viele Hände schaffen ein schnelles Ende.“

Dieses natürliche Bedürfnis nach Unterstützung bei der Lösung von Problemen durch Dritte ergibt sich aus einer zutiefst menschlichen Eigenschaft: der menschlichen Endlichkeit. Wissen, Erfahrung und Urteilsvermögen eines jeden Menschen sind durch seine Lebenszeit, seine Talente und seine Ausbildung begrenzt. Erst die soziale Kooperation eröffnet den Menschen die Möglichkeit zur Arbeitsteilung, die bei weitem das effektivste Mittel ist, um die menschliche Begrenztheit zu überwinden. Das harmonische Zusammenarbeiten führt damit zu einer ökonomischeren Nutzung menschlicher Anstrengungen, wodurch die Gesellschaft wohlhabender wird als die Summe ihrer Einzelteile.

The meaning of life is to find your gift. The purpose of life is to give it away.
Pablo Picasso

Der Mensch überwindet die Problematik der menschlichen Endlichkeit durch die Partizipation am (Tausch-)Handel. Egal, welche Probleme ein Mensch lösen will, mit der Hilfe anderer Menschen können mehr Probleme in kürzerer Zeit gelöst werden. Freier Handel ermöglicht nicht nur die Arbeitsteilung, sondern auch die Spezialisierung auf Fachgebiete, sodass letzten Endes alle von einer breiteren Produktvielfalt profitieren können. In anderen Worten: Menschen sind in Kooperation produktiver als in Isolation. Der Tauschhandel als Form zwischenmenschlicher Interaktion bildet das Grundgerüst unseres Zusammenlebens. Geld ist dafür ein unverzichtbares Werkzeug: ein universelles Tauschmittel. Ohne Geld wäre die Funktionsfähigkeit freier Märkte nicht möglich.

Grundsätzlich gilt, dass der Mensch Reichtum der Armut vorzieht. Dies macht den freien Markt zu einem entscheidenden Element für das menschliche Zusammenleben. Als riesengroßes, dynamisches Netzwerk menschlicher

Produktivität und Kreativität kann der freie Markt die individuellen Wünsche und Bedürfnisse der Menschen befriedigen. Geld als Tauschmittel kann dabei gegen alles, was die Marktakteure aufbringen können - einschließlich Zeit, Wissen und Waren - eingetauscht werden. **Dies führt uns zu einer weiteren Antwort auf die Frage „Was ist Geld?“: Geld ist ...**

Das marktfähigste aller Güter

> *„The commodities, which under given local and time relations are most liquid, have become money.“*
>
> Carl Menger

Der Mensch verkauft nicht nur Waren; er verkauft sich selbst und empfindet sich als Ware.
Erich Fromm

Da die Marktakteure mit dem Ziel arbeiten und handeln, die Bedürfnisse der anderen gewinnbringend zu befriedigen, stellen sich im Lauf der Zeit gewisse Güter als beliebter und damit besser handelbar als andere heraus. Um dies zu veranschaulichen, kann man sich die aggregierten Handelsströme in der Weltwirtschaft als eine Kugel vorstellen. An der Außenfläche der Kugel befinden sich die am meisten liquiden Güter. Je tiefer man in das Innere der Kugel vordringt, desto weniger marktfähig sind die Güter, bis hin zum harten Kern, der die illiquidesten bzw. am wenigsten handelbaren Güter darstellt. Der Querschnitt dieser imaginären „Handelsstromkugel“ legt die vielen Abstufungen der Marktfähigkeit von Gütern, bisweilen auch als Verkäuflichkeit bezeichnet, frei. Je höher die Liquidität eines Gutes, desto weiter außen am Rand befindet es sich in der Abbildung. Umgekehrt liegen Güter mit einer sehr niedrigen bis keine Liquidität näher beim Kern der Kugel.

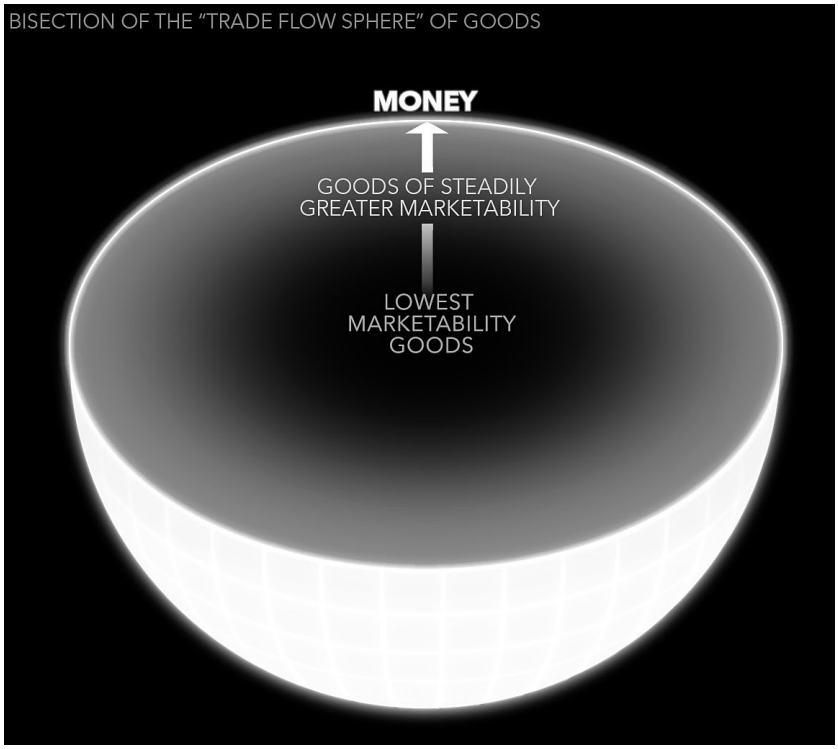


Photo Credit: Mike Hill

Die unendliche Vielfalt an Kombinationsmöglichkeiten diese Güter gegeneinander zu tauschen, wird am Markt in Preisen abgebildet. Wird der Preis dabei in einer Geldeinheit ausgedrückt, dient Geld lediglich als Form der Datenkomprimierung. Güter mit höherer Liquidität profitieren von einer höheren Nachfrage und erzielen höhere Preise, denn es ist zu erwarten, dass diese sich künftig auch leichter wieder eintauschen lassen. Die Nachfrage nach jedem Wirtschaftsgut ist zweigeteilt in Nutzen und Marktfähigkeit. Die nutzungsorientierte Nachfrage basiert auf dem produktiven oder konsumtiven Wert, den der Marktakteur von dem Gut erwartet. Ein Beispiel: Das Gold in Computerschaltungen ist auf die Nachfrage nach Nutzen, das Gold in Münzen auf die Nachfrage nach Marktfähigkeit zurückzuführen. Die Nachfrage nach Marktfähigkeit basiert auf dem zukünftigen Tauschwert, den der Akteur für das Gut auf dem Markt erwartet, abgezinst auf die Gegenwart. Je größer die Marktfähigkeit eines Gutes ist, desto mehr „Geldigkeit“ weist es auf, da es auf dem Markt besser austauschbar, d. h. liquider, ist.

Die Phönizier haben das Geld erfunden – aber warum so wenig?
Johann Nepomuk Nestroy

Für das Erreichen ihrer Ziele bevorzugen die Marktakteure im Normalfall so genannte „natürliche Güter“. Diese natürlichen Güter weisen eine höhere Marktfähigkeit auf, denn sie bieten eine bessere Eintauschbarkeit in Güter und Dienstleistungen Dritter. Sobald sich ein Gut als das marktgängigste aller Güter herausgestellt hat, bevorzugen alle Marktakteure automatisch dieses bestimmte Gut als Tauschmittel, da es mit geringstem Aufwand gegen alles andere auf dem Markt getauscht werden kann. So entsteht ein sich selbst verstärkender Netzwerkeffekt, der die Marktfähigkeit des marktfähigsten Gutes weiter erhöht. Auf der Außenfläche dieser imaginären Kugel wird dasjenige Gut gehandelt, das die höchste „Geldigkeit“ aufweist. In diesem Sinne ist Geld der Gewinner im Wettbewerb um die höchste Marktfähigkeit. So schreibt Mises selbst über diese spieltheoretische Progression hin zu einem Geld:

> *„So musste es denn geschehen, dass aus der Reihe der marktgängigeren Güter, die als Tauschmittel verwendet wurden, allmählich die weniger marktgängigen ausgeschieden wurden, bis zuletzt nur ein einziges Gut übrigblieb, das allgemein als Tauschmittel gebraucht wurde: das Geld.“*[393]

Geld ist die Bezeichnung für das liquideste Gut auf einem Markt. Darum ist es im zuvor abgebildeten Querschnitt der Handelsstromkugel auf der höchsten Stufe der Marktfähigkeit angesiedelt. **Geld ist also das marktfähigste aller Güter und damit der höchste Ausdruck des freien Marktes:** An jedem Ort, an dem Menschen Handel treiben, ist das am besten handelbare Gut Geld. Das bedeutet, dass Geld ein abstraktes Konzept ist – und das unausweichliche Resultat einer Vielzahl an freiwilligen Tauschakten am Markt. Als wirtschaftliches Konzept ist Geld somit eine Konstante in der faszinierenden Dynamik menschlicher Interaktion, wenngleich seine spezifische Umsetzung entsprechend der vorherrschenden technologischen Realitäten variiert. Im Laufe der Geschichte haben Marktakteure das abstrakte Konzept „Geld“ mit einer Vielzahl von wirtschaftlichen Gütern verbunden. Gegenseitige Gefälligkeiten (Schulden), Muscheln, Salz, Vieh, Glasperlen, Gold und Staatspapiere sind alle zu einem oder

[393] Von Mises, Ludwig: *Die Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, 1924, S. 5

mehreren Zeitpunkten in der Geschichte zur Rolle des meistgehandelten Gutes aufgestiegen.

Hier ergibt sich ein wichtiger Unterschied, der aber nur von wenigen verstanden wird: Alle Güter sind letzten Endes (Dienst)-Leistungen. Wenn man den Begriff „Wirtschaftsgut“ liest, hat man vermutlich das Bild eines fassbaren Werkzeugs, eines Vermögenswerts oder eines Verbrauchsgegenstands vor Augen. Wirtschaftsgüter können aber auch immateriell sein. Gemeinhin werden nicht-materielle Wirtschaftsgüter, denen Menschen trotzdem Wert beimessen, als Dienstleistungen bezeichnet.

Generell gilt aber, dass die Marktteilnehmer den Wert einer Sache nicht aufgrund seiner physischen Eigenschaften, sondern anhand seiner Nützlichkeit - „dient es mir für meine Zwecke?“ - definieren. So ist beispielsweise die Affinität mancher Personen zu einem bestimmten Sportwagen nicht auf seinen Aluminiumrahmen oder seine technische Raffinesse zurückzuführen, sondern vielmehr darauf, dass er als schnelles Transportmittel oder als sozioökonomisches Statussymbol dient. Aus diesem Grund sind alle Güter – materielle wie immaterielle – am besten als (Dienst)-Leistungen zu verstehen. Was zählt, ist die Eignung des jeweiligen Gutes als Hilfsmittel zum Erreichen des spezifischen Ziels - unabhängig seiner physischen Eigenschaften, falls es überhaupt welche hat. Mit anderen Worten: Menschen schätzen nur den Dienstleistungsaspekt, also die nicht-materiellen Eigenschaften von Gütern.

Hier geht die Frage in eine noch grundsätzlichere über: „Was ist Wert?“. Ohne allzu weit in die Metaphysik des Wertbegriffes abschweifen zu wollen, müssen wir jedoch noch tiefer schürfen, um zu verstehen, warum Marktakteure den verschiedenen Gütern überhaupt Wert beimessen. **Dies führt uns zu unserer nächsten Antwort: Geld ist …**

Ein Mittel zum Bewegen von Werten durch Raum und Zeit

> *„Wert ist nicht intrinsisch, er ist nicht in den Dingen. Er ist in uns; er ist die Art und Weise, wie der Mensch auf die Bedingungen seiner Umwelt reagiert.“*
>
> Ludwig von Mises

Wert ist eine rein immaterielle, relative Eigenschaft. Da Menschen sich Ziele setzen und Maßnahmen ergreifen, um diese zu erreichen, erachten sie alles, was sie auf dem Weg zu ihrem Ziel unterstützt als „wertvoll“, wohingegen allen irrelevanten Faktoren keinen Wert beigemessen wird. Sie sind also „wertlos“. Kontraproduktive Faktoren gelten somit als „anti-wertvoll“. Kein (materielles) Gut ist intrinsisch wertvoll, sondern die Werthaftigkeit wird immer durch die Bedürfnisse des jeweiligen Betrachters bestimmt. Diese sind von Natur aus subjektiv. Kurz gesagt: Menschliche subjektive Wahrnehmungen bestimmen den Wert einer Sache.

Wer sich entscheidet eine Straße zu überqueren, tut nichts anderes als zum Ausdruck zu bringen, dass er in diesem Moment die andere Straßenseite für wertvoller erachtet. Da jeder den für ihn wertvollsten Weg wählt – unter dem unvermeidlichen Ausschluss aller anderen Alternativen – werden durch die zu beobachtenden Handlungen gleichzeitig auch die individuellen Werteskalen offenbart. Jeder drückt seine einzigartige Werteskala in der Realität des Handelns aus – Taten sprechen schließlich lauter als Worte.

Doch wenn Wert subjektiv und nicht materiell ist, wie kann Geld Werthaftigkeit einer Sache dann objektiv durch Raum und Zeit bewegen? Der rote Faden, der sich durch die individuelle Wertbeimessungen zieht, ist das menschliche Leben. Die Früchte menschlicher Arbeit, Zeit und Erfindungsgabe produzieren fast alles, was andere Menschen als nützlich für die Lösung ihrer eigenen Probleme erachten. Für eine größtmögliche Auswahl aus der Vielfalt an Fähigkeiten, Expertise und Kapital der anderen Marktakteure, ist es von Vorteil ein Gut mit maximaler Marktfähigkeit zum Tausch anbieten zu können.

Without mathematics we cannot penetrate deeply into philosophy. Without philosophy we cannot penetrate deeply into mathematics. Without both we cannot penetrate deeply into anything.
Gottfried Wilhelm von Leibniz

Wird ein Gut gegen Geld getauscht, erhält der Verkäufer einen Gegenstand, der beliebig gegen jedes andere Gut auf dem Markt getauscht werden kann. Da auch die anderen Marktteilnehmer bestrebt sind, ihren eigenen Zielen durch den Handel näher zu kommen, betrachten sie das Geld als Beschleuniger dafür, da es aufwendige Zwischenschritte im Tauschhandel erspart. Mit anderen Worten: Wenn Menschen handeln, hat das marktgängigste Gut, d. h. Geld, die höchste Wahrscheinlichkeit, von anderen bei der Verfolgung ihrer eigenen Ziele als wertvoll wahrgenommen zu werden. Auf diese Weise verwenden die Marktakteure Geld als Mittel, um Wert durch Raum und Zeit zu bewegen, unabhängig davon, ob sie sich für den Handel oder das Halten von Geld entscheiden. Indem er Geld hält oder ausgibt, bewegt ein Marktakteur Wert durch den Raum; indem er Geld spart, bewegt ein Marktakteur Wert durch die Zeit.

Faszinierend, nicht wahr? Alle bisherigen Erkenntnisse entspringen dem Eintauchen in eine scheinbar banale Frage. Jedoch ist Wert eine sehr subjektive Angelegenheit. Wie kommt es dann, dass Geld in der objektiven Realität verankert ist? **Zur Beantwortung dieser Frage müssen wir noch tiefer schürfen: Geld ist ...**

Die höchste Form von Energie, die der Mensch lenken kann

> *„Der Mensch arbeitet, indem er seine Kräfte und Fähigkeiten als Mittel zur Behebung von Unbefriedigtsein verwendet, indem er die spontane und sorglose Entladung seiner Fähigkeiten und Nervenanspannungen durch gezielte Ausnutzung seiner Lebensenergie ersetzt.“*
>
> Ludwig von Mises

Leben ist diejenige Kraft, die Energie durch Raum und Zeit lenken kann, um Ziele zu erreichen. Pflanzen und Tiere lenken Energie auf das Erreichen von evolutionär oder instinktiv festgelegten Zielen. Nur der Mensch hat die einzigartige und reflektierende Fähigkeit der Vernunft, die ihn befähigt, den gegenwärtigen Konsum einem Ziel in der Zukunft zu opfern. Durch Selbstreflexion, ökonomische Planung und zielgerichtete Anstrengung kann der Mensch auf gegenwärtige Befriedigung verzichten und mit der Absicht sparen, die Bedürfnisse seines zukünftigen Ichs besser zu befriedigen.

Die Idee des Verzichts ist das Herzstück der Ökonomie. Es ist die breitere Perspektive auf die Zeit, die den Menschen vom Tier unterscheidet. Soweit wir wissen, ist der Mensch das einzige Lebewesen, das in der Lage ist, Energie über die Grenzen ideologischer Konstruktionen hinweg zu leiten, um so zweckmäßige Ziele zu erreichen. **Denn nur durch das Bündeln von Energie durch menschliche Arbeit lassen sich Ideen in der Realität manifestieren: Man denke nur an die Umsetzung von Bauplänen, um Wolkenkratzer zu errichten, oder an die Umsetzung von handgeschriebenen Verfassungen, die soziale Gemeinschaften in Nationen verwandeln.**

Es gibt einen allen Lebewesen innewohnenden Impuls, der sie auf die Aufnahme von Materie lenkt, die ihre Lebenskraft bewahrt, erneuert und stärkt. Die hohe Stellung des handelnden Menschen zeigt sich darin, dass er bewusst und zielgerichtet auf die Erhaltung und Steigerung seiner Vitalität hinarbeitet.
Ludwig von Mises

Um diese höheren Ziele zu erreichen, muss der Mensch produktivere Ideen mit größeren Pools an natürlichen Ressourcen kombinieren. Der Mensch ist die einzige bekannte Lebensform, die den Energiefluss als Werkzeug isolieren und für seine Zwecke nutzten kann. In der Steinzeit lernten die Menschen mit Feuer umzugehen, und verwandelten es mit der Zeit zu einem „Energie-Werkzeug“, das zum Heizen, Kochen und Beleuchten nützlich war. Später wurden andere Energienetzwerke, wie fließendes Wasser, durch die Arbeit der menschlichen Hände als Hilfsmittel nutzbar gemacht. Durch die Kombination von Ideen und Energie setzen die Menschen weitere Innovationen und reichhaltigere Energiequellen frei. Dabei entsteht eine Rückkopplungsschleife, welche die Zivilisation kontinuierlich weiter vorantreibt.

Alle menschlichen Kreationen beginnen zunächst als Ideen, die durch die körpereigene Stoffwechselenergie erzeugt werden. Güter sind also nützliche Komplexe aus Ideen und Energie. Als das marktgängigste aller Güter erhebt Geld Anspruch auf alle Ideen und Energiequellen am Markt. In der Moderne kann man mit Geld jede Art von Energie kaufen: Wärme-, Wasser- oder Kernenergie. **Geld ist eine „Meta-Energie“:** die höchste Form von Energie, die der Mensch für seine Zwecke lenken und einsetzen kann, da es einen Tauschwert für alle weiteren, durch Menschenhand erzeugte Energien darstellt.

Auf dem freien Markt war Gold als Geld durch die bei seiner Gewinnung entstandenen Kosten mit Energie verbunden. Der ursprüngliche „Arbeitsnachweis“-Prozess entsprach dabei dem Energieaufwand für die Gewinnung in Gold. Nach Bretton-Woods, als der US-Dollar von Gold entkoppelt wurde, war die US-Regierung durch die Kräfte des freien Marktes gezwungen, ihre Währung indirekt an das „schwarze Gold“ zu binden, um ihre Vormachtstellung auf dem Markt aufrechtzuerhalten. Die Vereinbarung, wonach alle Ölverträge in US-Dollar abgeschlossen werden mussten, unterstützte die Nachfrage nach US-Dollar in der geopolitischen Arena. Selbst ein Monopolist wie die US-Regierung sah sich gezwungen, seine Währung an ein Energienetz zu

koppeln – in diesem Fall an das energetische Lebenselixier der modernen Industrialisierung: Erdöl – um seine globale Bedeutung nicht zu verlieren. Ohne diese Verankerung hätten die regionalen Währungen von der konstanten Nachfrage aus dem Ölhandel profitiert und damit den US-Dollar als globale Reservewährung unter Druck gesetzt.

Nationalstaaten sind die dominierenden territorialen Gewaltmonopole. Historisch gesehen wurde die staatliche Autorität praktisch immer dazu missbraucht, Geld als Mittel zur Erweiterung ihrer Machtbasis zu monopolisieren. **Die Betrachtung der geopolitischen Implikationen des Geldes führt direkt zu unserer nächsten Antwort, Geld ist …**

Ein Zeichen von Territorialität

> *„Die Menschheit und der Boden – sie sind die einzige wirkliche Grundlage des Geldes.“*
>
> Thomas Edison

Der Homo sapiens ist, wie viele andere Lebewesen, eine territoriale Spezies. Das Abstecken von Besitz, das Verjagen von Eindringlingen und das Verteidigen unserer Heimat sind Ausdruck eines tiefsitzenden biologischen Impulses, der als „territorialer Imperativ“ bekannt ist. Aufzeichnungen paläolithischen Jagdkulturen bestätigen, dass die Nutzung von exklusiven Landrechten unter den Menschen bereits in früheren Zeiten üblich war. Ähnlich bilden viele Raubtierarten „landbesitzende“ Gruppen: Löwen, Adler und Wölfe bewachen gewaltsam exklusive Jagdgebiete. Obwohl Landbesitz keine menschliche Erfindung ist, ist die Neigung, diesen Besitz in einer symbolischen Form abzubilden, welcher im Tauschhandel eintauschbar ist, ein einzigartig menschliches Konzept, das Eigentum genannt wird.

Eigentum ist nicht irgendein bestimmtes Gut. Eigentum ist das gesellschaftlich anerkannte, exklusive Recht einer Person, ein Gut zu kontrollieren und daraus Nutzen zu ziehen. Grundbücher, Aktien und Eintragungen ins Firmenbuch sind alles Beispiele für Eigentumsverzeichnisse. Historisch gesehen war der Nutzen solcher Listen durch die Vertrauenswürdigkeit der (korrumpierbaren) Listenführer begrenzt: zentralisierte Instanzen, denen die Eigentümer vertrauen mussten, um die Integrität der Listeneinträge vor Fehlern, Duplikation und Fälschung zu schützen. Als das marktfähigste Gut in jeder Wirtschaft ist Geld das wichtigste private Eigentumsrecht. Geld ist ein „Meta-Eigentum“, das Anspruch auf alle anderen Vermögenswerte auf dem Markt erhebt. Da alles Eigentum ein Derivat entweder einer Ware, d. h. der Zeit des Marktakteurs und des von ihm produzierten Kapitals, oder eines Territoriums ist, d. h. des von einem Marktakteur kontrollierten Raums, ist Geld ein Symbol für die Handelbarkeit von Raum und Zeit. Territorialität ist die natürliche Neigung des Lebens, Herrschaft über bestimmte Regionen in Raum und Zeit zu erzwingen. Geld ist daher ein Zeichen von Territorialität, ausgedrückt in Form von Meta-Eigentum.

Several hundred million years of biological evolution have altered not at all the psychological tie between proprietor and property.
Robert Ardrey

Eigentumsrechte sind nichts anderes als eine definierte Beziehung zwischen dem Eigentümer und einer Sache. Damit ist Eigentum letzten Endes nur eine Information. Nach dem Naturrecht fallen die Vorteile des Eigentums demjenigen zu, der die notwendige Arbeit geleistet hat, um den zugrunde liegenden Vermögenswert nutzbar zu machen. Solche Zuwächse sind die sprichwörtlichen „Früchte der Arbeit". Als Meta-Eigentum ist Geld ein Informationsmittel, das aufzeigt, wer die zur Bedürfnisbefriedigung der Marktteilnehmer notwendige Arbeit geleistet und damit das Recht erworben hat, entsprechende Befriedigungen aus Leistungen anderer Marktteilnehmer einzulösen. In diesem Sinne ist Geld ein informationstragendes Instrument, das den Marktakteuren mitteilt, wer gearbeitet hat und welche daraus resultierenden Eigentumsansprüche entstanden sind.

Um als Geld wirksam zu sein, muss ein Gut teilbar, langlebig, erkennbar, leicht zu transportieren und knapp sein. Teilbarkeit ist notwendig, um den Austausch von Gütern unterschiedlicher Größe zu quantifizieren. Langlebigkeit verhindert, dass das Geld im Laufe der Zeit physisch degradiert. Erkennbarkeit bedeutet, dass die Echtheit des Geldes mit unabhängigen Mitteln überprüfbar ist. Knappheit entsteht dann, wenn die Nachfrage nach einem Gut größer ist als das Angebot, was bei Geld in einem begrifflichen Sinne immer der Fall ist. Wie Aristoteles bereits erkannte: „Alle Geschäftemacher nämlich wollen ins Unbegrenzte hinein ihr Geld vermehren."[394] Der menschliche Appetit auf Geld ist unersättlich, ein Hunger, der Behörden im Laufe der Geschichte immer wieder dazu veranlasst hat, das Geldangebot zu monopolisieren und zu kontrollieren, um egoistische Ziele zu verfolgen. **Doch die Spieltheorie, nicht ein Regierungsdekret, hat dazu geführt, dass sich Gold als geopolitisches Geld etabliert hat.** Bis heute bleibt Gold in globalen, sozioökonomischen Angelegenheiten von ununterdrückbarer Bedeutung, gerade weil es dir einzige Geldform ist, die von Regierungen nicht gänzlich beherrscht und kontrolliert werden kann.

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

Im Laufe der Geschichte hat der hohe Produktionsaufwand Gold vor Angebotsmanipulationen bewahrt. Dies hat ihm eine überlegene monetäre Knappheit verliehen. Bei Geld steht die Knappheit in direktem Zusammenhang mit der Angebots-Unelastizität. Wenn eine Geldmenge willkürlich erhöht werden kann, dann wird sie über kurz oder lang dazu missbraucht werden, um die Schattensteuer der Inflation einzuführen. Gleichzeitig endet damit die Funktionalität, als langlebige und zuverlässige Wertaufbewahrung zu dienen. Infolgedessen neigt *ceteris paribus* dasjenige Gut mit dem unelastischsten Angebot dazu, alle anderen Güter auszustechen und sich als Geld zu etablieren.

Historisch gesehen haben sich Edelmetalle aufgrund ihrer überlegenen Eigenschaften bewährt. Im Vergleich zwischen den einzelnen Edelmetallen wies Gold das unelastischste Angebot auf, was bedeutet, dass egal wie viel Energie für seine Produktion aufgewendet wurde, sein Angebot am wenigsten anstieg, was es zum besten Wertaufbewahrungsmittel auf dem freien Markt machte. Leider kann Gold aufgrund seiner physischen Natur die fünf Eigenschaften des Geldes nicht perfektionieren.

[394] Aristoteles: *Politik*, 1257b

Gerade wegen seiner hohen Werthaftigkeit wurde Gold jahrhundertelang neben Silber in einem bi-metallischen, freien Marktstandard gehandelt, da Gold für kleinere Transaktionen weniger praktikabel war. Doch mit der Abstraktion von Edelmetallen in Papier- und später in elektronische Währungen wurde die Transaktionsfähigkeit von Gold positiv verstärkt. Goldgedeckte Währungen verringerten den relativen Vorteil von Silber als leichter transaktionsfähiges Medium und führte schlussendlich zu dessen Demonetisierung.

Truth is ever to be found in simplicity, and not in the multiplicity and confusion of things.
Isaac Newton

Die Schwierigkeit bei der Einführung jeder goldgedeckten Währung ist, dass sie großes Vertrauen in den Verwahrer erfordert, dass dieser nicht mehr Währungseinheiten emittiert, als er an Goldreserven in seinen Tresoren vorrätig hat. Doch kein Vertrauensverhältnis wurde häufiger gebrochen als dieses: Nahezu jedes Mal, wenn Goldreserven zentralisiert und monopolisiert wurden, ist der Währungsemittent kurz darauf der Versuchung erlegen, nur mehr Teilreserven zu halten. In vielen Fällen wurde die Unterdeckung immer extremer und mündete schließlich in einen Null-Reserve-Fiat-Währungsstandard. **Die jüngste Episode des wiederholt gescheiterten Fiat-Währungsexperiments befindet sich nun im 50. Jahr, dieses Mal auf globaler Ebene und in einer katastrophal synchronisierten globalen Art und Weise.**

Durch Inflation der Fiat-Geldmenge verletzen Zentralbanken private Eigentumsrechte. Wenn eine rechtlich abgesicherte Gruppe das Meta-Eigentum willkürlich verändern kann, ist die soziale Kooperation der Marktwirtschaft gefährdet. Geld als Zeichen von Territorialität zu sehen, verdeutlicht nicht nur die Verletzung der Eigentumsrechte anderer durch Inflation, sondern auch den Impetus der Institution Zentralbank. Konzipiert mit der Absicht, den produktiven Marktteilnehmern im Laufe der Zeit immer mehr Reichtum zu entziehen, verwöhnt das Zentralbankwesen seine privaten Anteilseigner mit einem immerwährenden „free lunch“ aus gestohlenem Territorium.

Wie alle anderen Unternehmen existiert die Zentralbank, um den territorialen Imperativ ihrer Aktionäre zu erfüllen. Dies wird erreicht durch die Enteignung von Marktteilnehmern auf Kosten externalisierter Unsicherheit in Form von Inflation, rechtlicher Komplexität, moralischer Degradierung und Krieg. Solche Externalitäten sind aufgrund der Natur des Geldes selbst unvermeidbar. **Was uns zur nächsten Antwort bringt: Geld ist …**

Eine Versicherung gegen die Ungewissheit der Zukunft

> *„Only money, on account of its instant and unspecific wide-ranging salability, can protect him against uncertainty. Thus, just as insurance premiums are the price paid for protection against risk aversion, so cash holdings are the price paid for protection against uncertainty aversion.“*
>
> Hans-Hermann Hoppe

Alles Handeln findet in der Zeit statt, und die Zukunft ist ungewiss, doch wer genau hinschaut, kann bisweilen präzise Vorhersagen machen. Unternehmertum ist die Kunst, die aktuelle Produktion an die antizipierten Bedürfnisse zukünftiger Marktteilnehmer anzupassen. Im Umgang mit der unvermeidbaren Ungewissheit der Zukunft bietet Geld seinen Nutzern eine ideale „Versicherungspolizze", indem es Anspruch auf alle Problemlösungsfaktoren des freien Marktes erhebt. **Das heißt, Geld ist eine Kaufoption auf die Zeit, das Wissen und das Kapital aller anderen Marktteilnehmer.**

Wenn sich Unternehmer aufmachen, Probleme zu lösen, indem sie Produktionsfaktoren auf eine Weise kombinieren, die weniger kostet als der Verkaufspreis des fertigen Gutes, stoßen sie unweigerlich auf Unerwartetes. Doch unabhängig von den Widrigkeiten, mit denen Unternehmer konfrontiert werden, ist Geld die beste Möglichkeit, um die Probleme schnell und effektiv zu lösen, da Geld sämtliche Problemlösungsfähigkeiten der anderen Unternehmer ankaufen kann. **Daher ist Geld die ultimative Versicherung gegen Ungewissheit.** Geldformen, die eine größere Sicherheit bei der Erbringung der zuvor erwähnten relevanten Leistungen, d. h. Teilbarkeit, Langlebigkeit, Erkennbarkeit, Übertragbarkeit und Knappheit, aufweisen, stellen eine sicherere Polizze dar. In diesem Zusammenhang ist Gewissheit, d. h. glaubwürdige monetäre Leistungen, das beste Gegenmittel gegen Ungewissheit, d. h. die endlosen Launen des Marktes.

In einem System, in dem mit Veränderung nicht zu rechnen ist, birgt die Zukunft für den einzelnen Wirt keine Rätsel. Er bedarf keiner Kassenhaltung, weil er genau vorauszusehen vermag, welche Geldbeträge er jeweils benötigen wird. Er kann daher jeden Geldbetrag, den er einnimmt, sofort wieder anlegen, d.h. dermaßen verleihen, dass er ihm am Tage seines Bedarfs wieder rückerstattet wird.
Ludwig von Mises

Seit mehr als 5.000 Jahren dient Gold als die effektivste Ungewissheitsversicherung der Menschheit. Doch seit dem Genesis-Block von Bitcoin im Jahr 2009 sieht sich auch Gold mit der Unsicherheit der digitalen Disruption konfrontiert. Die Digitalisierung optimiert alle fünf der oben erwähnten Anforderungen an Geld. Bitcoin ist rein digitales Geld, daher ist im Vergleich zu Gold seine Teilbarkeit unübertroffen, da Informationen unendlich unterteilt und neu kombiniert werden können zu Kosten nahe null; auch die Langlebigkeit ist hervorragend, da sich verteilte Informationen nicht zersetzen; seine Transaktionsfähigkeit ist hervorragend, da sich Informationen mit Lichtgeschwindigkeit bewegen können; und seine Erkennbarkeit ist hervorragend, da Informationen die am besten objektiv erkennbare Substanz im Universum sind. Und die schlussendlich wichtigste Eigenschaft: Da Bitcoin algorithmisch und thermodynamisch eine perfekt unelastische Geldmenge erzwingt, ist seine Knappheit ebenfalls hervorragend. In Kombination machen diese Eigenschaften das absolut knappe, digitale Geld auf dem Markt scheinbar unbezwingbar. Natürlich gibt es in solchen Dingen keine absolute Gewissheit und Gold kann auf eine Erfolgsbilanz von mehreren Tausend Jahren zurückblicken, weshalb der Ausgang dieses historischen Konkurrenzkampfes zwischen den beiden Anwärtern als ultimatives Geld zum jetzigen Zeitpunkt noch ungewiss ist.

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

Obwohl Bitcoin die Eigenschaften von Geld zu perfektionieren scheint, wird nur der Test der Zeit zeigen können, ob es die disruptive Kraft hat, Gold und alle damit verbundenen geopolitischen Machtstrukturen, einschließlich Nationalstaaten und Zentralbanken, ins Wanken zu bringen. Als Ungewissheitsversicherung ist Bitcoin hinsichtlich der Gewissheiten, die es seinen Besitzern bietet, unübertroffen. **Allgemein gilt zwar, dass es nur zwei Gewissheiten im Leben gibt: den Tod und die**

Steuer. Bitcoin hat jedoch eine dritte eingeführt: ein begrenztes Angebot von 21 Millionen Einheiten. Als ein monetäres System, das aus unumstößlichen Regeln und einer perfekten Angebots-Unelastizität geformt ist, kommt es dem ökonomischen Konzept der perfekten Information so nah wie noch keines seiner Vorgänger, und macht Bitcoin damit zum idealen Instrument für Marktakteure, die sich mit der Ungewissheit der Zukunft auseinandersetzen müssen. Bitcoin ermöglicht seinen Nutzern ein bislang unerreichtes Maß an Sicherheit in Bezug auf die Anwendungsmöglichkeiten von Geld. **In einem tiefen philosophischen und praktischen Sinn: Durch seine Unveränderlichkeit verändert Bitcoin die Welt radikal.**

In der Beantwortung unserer zu Beginn gestellten Frage „Was ist Geld?" sind wir mittlerweile ein Stück vorangekommen. Doch kann man bei dieser Frage überhaupt an ein Ende gelangen? Gibt es eine Wahrheit in Bezug auf Geld? **Diese Frage ist vermutlich gar nicht final zu beantworten, denn Geld ist ein Werkzeug der Entdeckung, und unendliches Hinterfragen ist die Quintessenz der Entdeckung. Geld ist ...**

Das Ende ökonomischer Untersuchungen

> *„Your problems would be greatly simplified, if, instead of saying that you want to know the 'Truth', you were simply to say that you want to attain a state of belief unassailable by doubt."*
>
> Charles Sanders Peirce

Wie die US-amerikanischen Pragmatiker lehrten, wird die Wahrheit „am Ende der Untersuchung" gefunden. In der Sphäre des menschlichen Handelns ist es schwierig, die Wahrheit von dem, was nützlich ist, zu trennen. Eine genaue Landkarte der Realität bringt uns schneller an unser Ziel: Ist das so, weil die Landkarte wahr, nützlich oder beides ist? Jedes Instrument, das uns bei der Erreichung der angestrebten Ziele hilft, kann als pragmatische Wahrheit bezeichnet werden. Auf diese Weise ist die Wahrheit von unschätzbarem Wert, und freie Märkte existieren, um Wahrheiten zu verbreiten. Im Markt erfolgreiche Innovationen sind besondere Konvergenzpunkte vieler Zweige der ökonomischen Forschung über Raum und Zeit hinweg. Zum Beispiel, und ganz pragmatisch gesprochen, ist „die Wahrheit" beim händischen Graben von Löchern eine Schaufel. Denn nur nach zahllosen unternehmerischen Experimenten im Zusammenhang mit dem Graben von Löchern über Jahrhunderte hinweg – mit vielen unterschiedlichen Werkzeugen, die das Erreichen dieses Ziels erleichtern sollen, einschließlich des Designs des Stiels, der Schaftlänge, der Trittbreite und der Form des Schaufelblatts – endet diese fortlaufende Abfolge ökonomischer Experimente mit der Schaufelauswahl in den Baumärkten heute. Natürlich setzt sich der unternehmerische Prozess unendlich fort und die Werkzeuge, die er hervorbringt, unterliegen einer stetigen Weiterentwicklung und Verfeinerung, aber zu einem bestimmten Zeitpunkt und zu einem bestimmten Preis ist ein Werkzeug, das sich erfolgreich auf dem Markt durchgesetzt hat, eine pragmatische Wahrheit an und für sich.

Any idea upon which we can ride, so to speak; any idea that will carry us prosperously from any one part of our experience to any other part, linking things satisfactorily, working securely, simplifying, saving labor; is true for just so much, true in so far forth, true instrumentally. This is the 'instrumental' view of truth.
William James

Als wichtigstes Werkzeug der Menschheit unterliegt auch Geld einer kontinuierlichen Weiterentwicklung und Verfeinerung – getrieben von kritischem Hinterfragen. Wie jedes andere Werkzeug ist auch Geld, das auf dem Markt frei gewählt wird, eine Form der pragmatischen Wahrheit. Während eine Schaufel die Wahrheit über das Graben von Löchern ist, ist Geld die Wahrheit über den freiwilligen Austausch von Werten über Raum und Zeit. Von diesen beiden Dimensionen muss Geld zuerst erfolgreich seinen Wert über die Zeit hinweg beibehalten, bevor sein räumlicher Nutzen realisiert werden kann. Denn es steht fest, dass Geld, das Wert in der zeitlichen Dimension nicht erhalten kann, auch nicht frei gewählt werden kann, um den Wert in der räumlichen Dimension zu bewegen. Dementsprechend ist das auf dem freien Markt erfolgreichste Geld, das sich zuerst als überlegener Wertspeicher herausstellt, das Ende der ökonomischen Untersuchung. Es ist das nützlichste aktuelle Ergebnis unzähliger unternehmerischer Experimente mit verschiedenen anderen Wertspeichern über die Zeit. Auf dem freien Markt ist Geld die höchste Form der pragmatischen Wahrheit, da es gegen alle anderen Werkzeuge eintauschbar ist. Geld bringt uns somit an das Ende unserer ökonomischen Untersuchungen – denn Geld ist das ultimative Ziel, das durch unternehmerisches Handeln angestrebt wird. Mancher mag argumentieren, dass Marktteilnehmer auch für andere Zwecke arbeiten, was auch stimmen mag. Aber um langfristig erfolgreich zu sein, müssen sie auf Rentabilität, also ein günstiges Gleichgewicht von Geldzuflüssen und -abflüssen, abzielen. Geld steht damit am Ende unserer ökonomischen Untersuchung, sowohl als Entdeckungsprozess dieser Innovation im Tauschhandel als auch weil seine Akkumulation das ultimative Ziel der unternehmerischen Bemühungen ist. **Geld ist der Zweck, der alle andere Mittel im menschlichen Handeln weiter vervollkommnet.**

Mit dieser finalen Perspektive auf Geld im Hinterkopf, müssen wir uns eine weitere und letzte Frage stellen: Was signalisiert uns der freie Markt mit dem kometenhaften Aufstieg von Bitcoin? Als der am schnellsten wachsende Vermögenswert in der Geschichte der Menschheit, könnte Bitcoin Gold ablösen und damit die ökonomischen Untersuchungen beenden? Als eine geniale Kombination aus Anreizen, Mathematik und Arbeit ist Bitcoin ein monetäres Netzwerk, das Elektrizität in eine einzigartige, globale und unbestreitbare Wahrheit umwandelt. Ereignisse testen die Gültigkeit von Ideen über die Zeit. Verifiziert zu werden bedeutet, wahrhaftig zu werden. Selbstverifizierendes Geld könnte also schnell zu einer ökonomisch unschätzbar wertvollen Idee in einer digitalen Welt werden. Um die emphatischen Worte von William James zu zitieren: „*Truth happens to an idea. It becomes true, is made true by events. Its verity is in fact an event, a process: the process namely of its verifying itself, its veri-fication. Its validity is the process of its validation.*"[395]

Angesichts der Wahrheit, die diesen potenziellen digitalen und disruptiven Konkurrenten zu Gold umgibt, scheint es weise, den Rat von Satoshi Nakamoto zu beherzigen: „*It may make sense to get a little just in case it catches on.*"[396] Den Übergang von einem Zeitalter der Menschheitsgeschichte in das nächste mitzuerleben, ist äußerst selten, und wenn Sie diese Zeilen lesen, dann werden Sie noch lange genug leben, um mitzuerleben, wie das Industriezeitalter dem digitalen

—
[395] James, Williams: *Pragmatism: A New Name for Some Old Ways of Thinking*, 1975
[396] Nakamoto, Satoshi: Bitcoin v0.1 released, Email vom 16. Jänner 2009

Zeitalter weicht. Bitcoins Aufstieg ist die derzeitige Grenze der Untersuchung über die Natur des *ökonomischen Wassers*, und nur die Zeit wird zeigen, wo die Wahrheit fließen wird.

Das ist das Wasser …

The main fuel to speed our progress is our stock of knowledge, and the brake is our lack of imagination. The ultimate resource is people—skilled, spirited, and hopeful people, who will exert their wills and imaginations for their own benefit, and so, inevitably, for the benefit of us all.
Julian Simon

Hoffentlich hilft diese kleine Auswahl der unzähligen, möglichen Antworten auf die Frage „Was ist Geld?", Ihr Verständnis der monetären Realität zu erweitern. Das Leben ist ein Prozess des ständigen Lernens, und um zu wachsen, ist ein Gleichgewicht zwischen der Entwicklung von Bewusstsein und der Ansammlung von Wissen erforderlich. Wissen ist statisch und eingefroren, eine symbolische Ansammlung von Entdeckungen aus dem vergangenen Bewusstsein anderer. Erkenntnis ist dynamisch und aktuell, der Modus, offen für die Wiederbelebung von altem Wissen zu sein. **Erkenntnis schreitet voran, während Wissen sich dem Rückschritt widersetzt. Erkenntnis fragt, Wissen erzählt.**

Ich habe diese Geschichte über einen Fisch gehört.

Er schwimmt auf einen älteren Fisch zu und sagt: „Ich versuche, dieses Ding zu finden, das man ‚den Ozean' nennt."

„Der Ozean", sagt der ältere Fisch, „das ist das, worin du dich gerade befindest."

„Das?", sagt der junge Fisch. „Das ist Wasser. Was ich will, ist der Ozean!"

Kein Ziel und keine Antwort kann endgültige Befriedigung bringen. Die wahren Schätze des Lebens sind im Kampf zu finden; im stromaufwärts Schwimmen zum Wertvollen und Wahrhaftigen. Und egal, wann Sie dies lesen oder wo Sie sich befinden, die Reise beginnt immer hier und jetzt, also seien Sie dankbar für das Abenteuer. **Während wir unser Bewusstsein durch die Frage „Was ist Geld?" erweitern und uns dafür entscheiden, aus dem daraus resultierenden Wissen eine Zivilisation zu errichten, müssen wir daran denken, uns auf dem ganzen Weg immer wieder zu erinnern: „Das ist das Wasser."**

Endeavour SILVER

TSX:EDR | NYSE:EXK | FSE:EJD

Rentable Produktion, überzeugendes Wachstum.

Wir finden, errichten und betreiben hochwertige Silberminen auf nachhaltige Weise, um für all unsere Stakeholder echte Werte zu schaffen.

edrsilver.com

Endeavour Silver Corp. ist ein mittelständisches Edelmetallbergbauunternehmen, das in Mexiko drei untertägige Produktionsstätten mit hochgradigen Silber-und Goldvorkommen besitzt und betreibt. Endeavour verfügt über eine überzeugende Pipeline an Explorations-und Erschließungsprojekten, die seinem Ziel dienen, auf Grundlage des Projekts Terronera ein führender Silberproduzent zu werden. Terronera hat das Potenzial, sich zum nächsten Kernprojekt des Unternehmens zu entwickeln. Darüber hinaus bietet die Aktie ein hohes Beta auf den Silberpreis, da der Umsatz nicht auf Basismetallen beruht und im Jahr 2021 zu über 60 % auf Silber entfällt.

Die silberne Dekade

„The Federal Reserve has survived the fifty-year-old trial of fiat currency, but that period is less than a heartbeat in world history. Central bankers remain on trial, and the uncertain verdict sustains the ancient role of gold and silver as storehouses of value in the new millennium.“

William L. Silber, The Story of Silver

Key Takeaways

- **Die Konsensmeinung der Silberanalysten ist, dass die Welt wieder so wird, wie sie vor 2020 war. Daher prognostizieren sie für 2021-25 eine sinkende Investmentnachfrage und niedrigere Silberpreise.**
- **Wir sind der Ansicht, dass sich die Annahme des „*Alles wird wieder so, wie es vorher war*" als falsch erweisen wird. Obwohl das Virus wenig bis keinen Einfluss auf die Silberförderung selbst gehabt hat, hat es einen starken Einfluss auf die Finanzwelt.**
- **Was viele Analysten nicht verstehen, ist, dass das Jahr 2020 das Ende der Zentralbank-Ära der monetären Experimente à la „Quantitative Lockerung“ und den Beginn der politischen Ökonomie à la „Modern Monetary Theory“ darstellt.**
- **Das wird sich auf den Preis auswirken – einen höheren Preis. Ein Preis, der die neue inflationäre Ära widerspiegelt, in die wir eingetreten sind.**

Einführung

Das Wissen um den richtigen Zeitpunkt ist der halbe Erfolg.
Maurice Couve de Murville

Letztes Jahr wurde die *In Gold We Trust*-Compliance kreidebleich, als unser erster Entwurf den folgenden Investmentratschlag enthielt: „*Verkauft alle anderen Positionen und kauft Silber!*". Um die Mitarbeiter der Compliance-Abteilung zu beschwichtigen, formulierten wir die Nachricht wie folgt: „*Das ist der größte Rabatt der Geschichte auf eines der wichtigsten und nützlichsten Metalle der Menschheit.*"[397] Diese Worte zierten diese Seiten zu einem Zeitpunkt, als Silber nur mit 1/125 des Goldpreises „bewertet" wurde.

It is weil warit they have sorrow, that buyes it with their silver.
Schottisches Sprichwort

Die relative Unterbewertung von Silber – wie durch das Gold/Silber-Ratio (GSR) ausgedrückt – war wirklich die größte in der Geschichte der letzten Jahrhunderte. Zwar hat sich die Situation mittlerweile zu Gunsten von Silber entspannt, dennoch gibt es mit einem durchschnittlichen GSR von 68,6 seit Jahresanfang für Silber noch einiges an Luft nach oben angesichts folgender Tiefpunkte des GSR in früheren Phasen: 31 im Jahr 2011 und 16 im Jahr 1980.

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

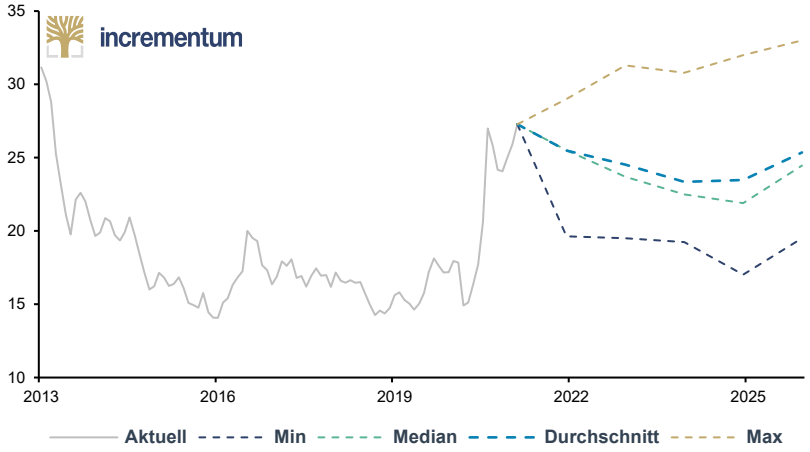
In der Tat könnte der Vorteil von Silber gegenüber Gold wahrscheinlich für den Rest des Jahrzehnts anhalten, wenn man davon ausgeht, dass die Welt die disinflationäre, von Technokraten geleitete Ära der „Quantitativen Lockerung" hinter sich gelassen hat und nun in eine inflationäre, von Politikern geleitete Ära des bedingungslosen Grundeinkommens, der „Modern Monetary Theory" und der staatlich garantierten Bankkreditprogramme eingetreten ist.

Humanity appreciates truth about as much as a squirrel appreciates silver.
Vernon Howard

Und dennoch scheint die professionelle Analystengemeinschaft[398] die Veränderungen, die sich 2020 vollzogen haben, nicht zu bemerken. Folglich prognostizieren sie, dass alles wieder so wird, wie es einmal war, und rechnen mit niedrigeren Silberpreisen und einer nur mäßigen Investmentnachfrage bis 2025.

397 *Vgl.* „Des Silbers Silberstreif", *In Gold We Trust*-Report 2020
398 Alle Verweise auf „Analysten" oder den „Konsens" in diesem Kapitel beziehen sich auf die Sammlung regelmäßiger Kommentare von 19 verschiedenen Quellen seitens des Autors: Finanzmedien wie „Bloomberg New Energy Finance", Banken wie „Macquarie Strategy", Beratungsunternehmen wie „Metals Focus", Branchenverbände wie das „Silver Institute" und Regierungsbehörden wie „United States Geological Survey".

Silberpreis-Prognosen, in USD, 2013-2025e



Quelle: The Silver Institute, Reuters Eikon, Bloomberg, Incrementum AG

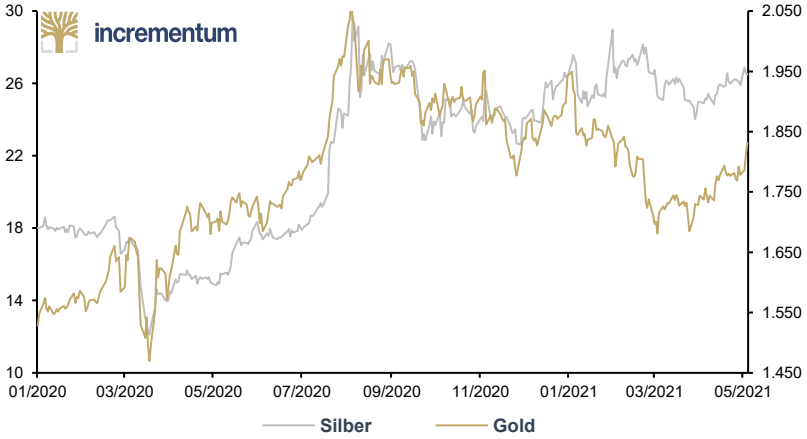
Die Outperformance von Silber gegenüber Gold

Der Goldpreis in US-Dollar erreichte im August 2020 ein neues Allzeithoch. Während Gold seither gen Süden dümpelte, konnte sich Silber relativ betrachtet erstaunlich gut halten. Der Unterschied lässt sich einfach damit erklären, dass Gold eine (die?) Währung und Silber primär ein Rohstoff ist.

Unser Geldsystem ist pure Fiktion und ich empfehle den Bürgern, einen Teil ihrer fiktionalen Ersparnisse zu schützen und in Gold und Silber anzulegen.
Jürgen Stark

Poetisch ausgedrückt: Das kühle Grau des Silbers beruhigt die Anleger während der heißen Tage des wirtschaftlichen Sommers, wenn sich die reale wirtschaftliche Aktivität aufheizt und die Inflation hell brennt. Umgekehrt wird das warme Glühen von Gold im wirtschaftlichen Winter am meisten geschätzt, wenn die Wirtschaft eiskalt verlangsamt wird oder sogar schrumpft.

Silber (lhs), in USD, und Gold (rhs), in USD, 01/2020-05/2021



Quelle: The Silver Institute, Reuters Eikon, Incrementum AG

Gold and silver and sunshine is rising up.
Noel Gallagher

Es ist der letztgenannte Winter, in dem sich die 19 größten Volkswirtschaften der Welt seit sechs von acht Quartalen befanden, vom dritten Quartal 2018 bis zum zweiten Quartal 2020.[399] In diesem Zeitraum übertraf Gold die Entwicklung von Silber. Die nominale US-Dollar-Rally von Gold setzte sich im August 2020 fort, aber die schlimmste Phase der Krise war nun vorbei, zumindest in den USA. Das Virus war nicht der Schwarze Tod, die drakonischen Regierungsmaßnahmen enden nun langsam und eine Phase mit beschleunigtem Wirtschaftswachstum steht nun bevor. **Mit dem wirtschaftlichen Tauwetter ist Silber an der Reihe, eine Outperformance zu erzielen.**

Obwohl beide einst monetäre Metalle waren, haben die beiden Elemente seit Mitte des vorletzten Jahrhunderts andersgeartete Entwicklungen durchlaufen und bevölkern heute verschiedene ökonomische Ökosysteme. Zwei von drei Unzen der jährlichen Goldnachfrage dienen dem Vermögenserhalt, entweder durch Zentralbanken oder durch Haushalte in Form von Münzen, Barren und/oder Schmuck, die nach Gewicht gekauft werden. Bei Silber beträgt dieser Anteil aktuell nur ein Fünftel.

Der Leser mag sich fragen, ob es einen Bereich gibt, in dem sich die bevorzugten finanziellen Ökosysteme der beiden Metalle überschneiden. In der Tat gibt es diesen: Stagflation. Wenn sich die reale Wachstumsrate einer Volkswirtschaft verlangsamt, während sich die Inflation beschleunigt, steigen sowohl Gold als auch Silber – und Rohstoffe im Allgemeinen – nominell an.

Der Einfluss von Corona auf das Angebot im Jahr 2020

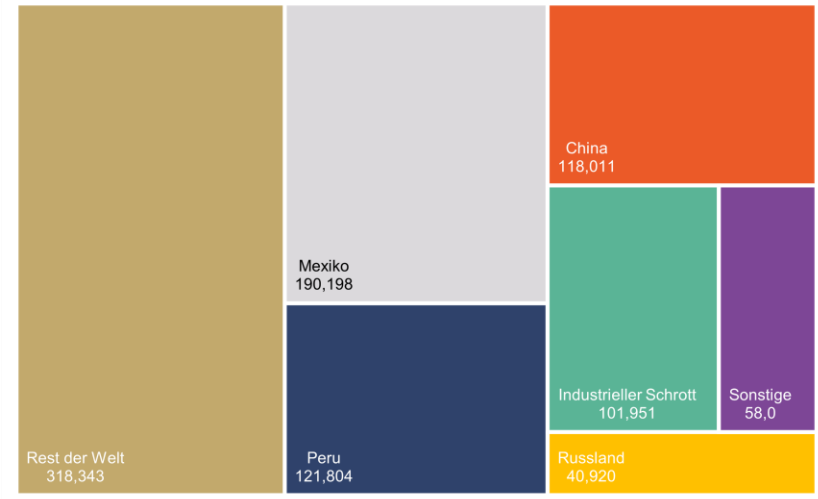
In den folgenden Abschnitten werden wir analysieren, wie der Konsens auf die Ereignisse des Jahres 2020 reagiert hat. Wie haben sie ihre Angebotsprognosen für 2021-25 angepasst? Welche impliziten Annahmen machen sie über den Zustand der Welt? **Gibt es Risiken, die der Konsens unterschätzt?**

Das Gesamtangebot an Silber lag im Jahr 2020 bei 950 Mio. Feinunzen (Moz), was einem Rückgang um 5,6% gegenüber 2019 entspricht. Das Jahr überraschte die Analystengemeinschaft völlig und lag 98 Moz oder 9,3% unter den Prognosen.[400] Das Gesamtangebot aus primären, sekundären und anderen Quellen war damit das niedrigste seit 2009.

Eine Kombination aus staatlich verordneten Stilllegungen, Kapazitätsreduzierungen vor Ort zur Wahrung des Mindestabstands und logistischen Störungen führte dazu, dass das Minenangebot nur 789 Moz betrug, was einem Rückgang von 5,2% entspricht. Die größten Silberproduzenten waren Mexiko, China, Peru und Chile, die zusammen 59,7% der weltweiten Förderung ausmachten.

—
[399] „Jeffrey Snider: Making Sense and Money Out of The Global Monetary Madness", Hedgeye Investing Summit, 18. März 2021
[400] Wenn in diesem Artikel auf den Analystenkonsens für 2020 verwiesen wird, bezieht sich dies auf Prognosen, die im Jänner 2020 oder davor erstellt wurden.

Zusammensetzung des Gesamtangebots an Silber, in Moz, 2020



Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

History shows that once an enormous debt has been incurred by a nation, there are only two ways to solve it: one is simply to declare bankruptcy – repudiate the debt. The other is to inflate the currency and thus to destroy the wealth of the ordinary citizen.
Adam Smith

Sekundäre Bezugsquellen wie Industrieschrott oder recycelter Schmuck, die in einem typischen Jahr 16% des Angebots ausmachen, waren ebenfalls nicht sehr ergiebig.[401] Da die industrielle Aktivität weltweit wochenlang zum Stillstand kam, würde man weniger Schrott aus dieser Quelle erwarten. Gleichzeitig sollte dies aber durch Schmuck, Silberwaren und Münzen ausgeglichen werden, die aufgrund der steigenden Arbeitslosigkeit und des gestiegenen Silberpreises – von einem Tiefstand von 12 USD pro Feinunze Ende März auf knapp 30 USD Anfang August – abgegeben wurden. Per Saldo sank das Sekundärangebot im Jahresvergleich um 3,8% auf 158 Moz. Im Vergleich zu den Prognosen fiel der Rückgang mit einem Minus von 6,0% gegenüber den Prognosen aus der Vor-Corona-Zeit noch stärker aus.

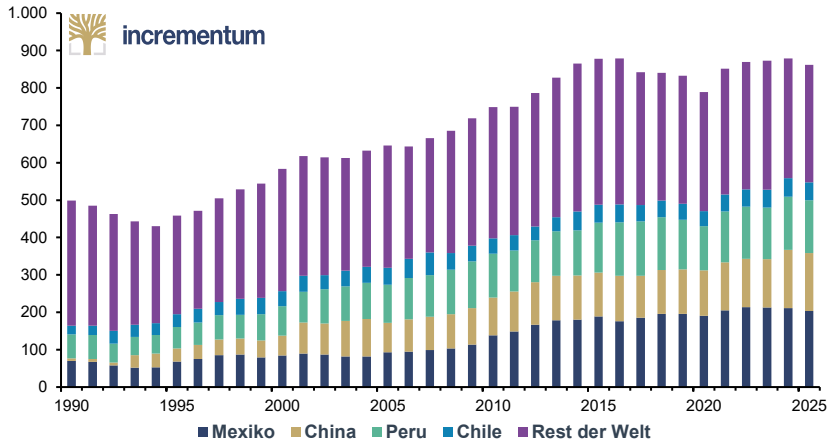
Der Einfluss von Corona auf die mittelfristige Entwicklung des Angebots

I view gold as the primary global currency. It is the only currency, along with silver, that does not require a counterparty signature.
Alan Greenspan

Wie hat das Virus bzw. die Reaktion der Regierungen und der Gesellschaft darauf, die Prognosen der Analysten für die nächsten 5 Jahre verändert? Insgesamt wurden die Erwartungen für das Gesamtangebot im Zeitraum 2021-25 um 112 Moz oder 2,2% gesenkt. Es wird erwartet, dass das Gesamtangebot durchschnittlich 1.039 Moz pro Jahr beträgt. Die fünf Jahre vor 2020 ergaben ein durchschnittliches Gesamtangebot von jährlich 1.018 Moz.

[401] In den Jahren 2015-19 setzte sich das Silberangebot im Schnitt wie folgt zusammen: 83,9% primäres Minenangebot, 16,0% sekundäres Angebot, d. h. Schrott/Recycling, und 0,1% staatliche Verkäufe und/oder Absicherung durch Produzenten.

Silberförderung je Land, in Moz, 1990-2025E



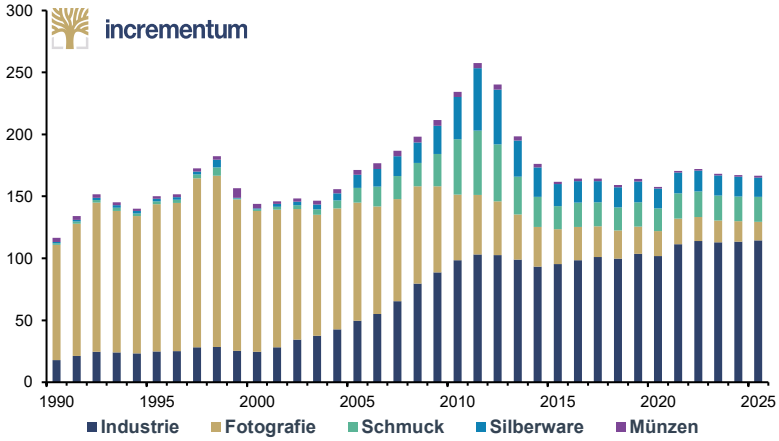
Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

Make new friends, but keep the old; Those are silver, these are gold.
Joseph Parry

Im Vergleich zu den Vor-Corona-Prognosen erwartet der Konsens für das Minenangebot für 2021-25 nun ein um 84 Moz niedrigeres Angebot. Und obwohl dies einen Rückgang des erwarteten Produktionsvolumens um 1,9% für den fünfjährigen Prognosezeitraum darstellt, liegt das erwartete Produktionsvolumen von 867 Moz im Jahresdurchschnitt um 1,5% über jenen 854 Moz im Durchschnitt der Jahre 2015-19.

Das sekundäre Angebot wird in den Jahren 2021-25 pro Jahr 169 Moz betragen, so die Erwartung der Analysten. Das entspricht einem Rückgang von insgesamt 21 Moz oder 2,4%. Der Durchschnitt in den Jahren 2015-19 lag bei 163 Moz.

Sekundäres Angebot nach Sektoren, in Moz, 1990-2025e



Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

Kritikpunkte am Analystenkonsens zur Angebotsentwicklung

You must pay for everything in this world, one way or another. There's nothing free, except the grace of God.
Mattie Ross

Man kann mit Fug und Recht behaupten, dass die Silberanalysten nicht davon ausgehen, dass die Corona-Pandemie mittelfristig einen großen Einfluss auf das Silberangebot haben wird. Im Zeitraum 2010-19 war das Gesamtangebot erstaunlich konstant und schwankte zwischen 999 und 1.064 Moz. Ja, die Prognosen für die Zeit nach 2020 wurden im Vergleich zu den Vor-Coronavirus-Prognosen reduziert, aber diese Prognosen lagen lediglich am oberen Ende der jahrzehntelangen Spanne.

Wir glauben, dass sich diese Annahme als falsch erweisen wird, denn auch wenn das Virus wenig bis gar keine Auswirkungen auf die Silberförderung selbst haben mag, so hat es doch viele Auswirkungen auf die Politik und die Gesellschaft. Das wird sich im Preis, einem höheren Preis, niederschlagen, in einem Preis, der die neue inflationäre Ära widerspiegelt, in die wir eingetreten sind.

Wir glauben nicht, dass Politiker, die vom süßen Nektar des „Magic Money Tree" gekostet haben, ihm in einer Zurschaustellung von stoischer Staatskunst abschwören werden. Wenn in Zukunft wahlkämpfende Politiker die Entwicklung der Geldmenge festlegen und nicht beamtete Ökonomen, wird dieser monetäre Klimawandel an Silber nicht spurlos vorübergehen. Aber genau das erwartet die Analystengemeinschaft. Die Konsensprognose der Analysten vom April 2021 geht davon aus, dass die Preise im gesamten Zeitraum 2021-25 fallen werden.

Everything is temporary if you give it enough time.
Jewel

Der Anstieg des Silberpreises wird wahrscheinlich zu einem größeren Angebot an Schmuck, Silberwaren und Münzschrott führen, als die Analystengemeinschaft erwartet. Ebenso wird das Minenangebot, das sich natürlich nicht so schnell erhöhen können wird, bis zum Ende des Prognosezeitraums wahrscheinlich die Erwartungen übertreffen.

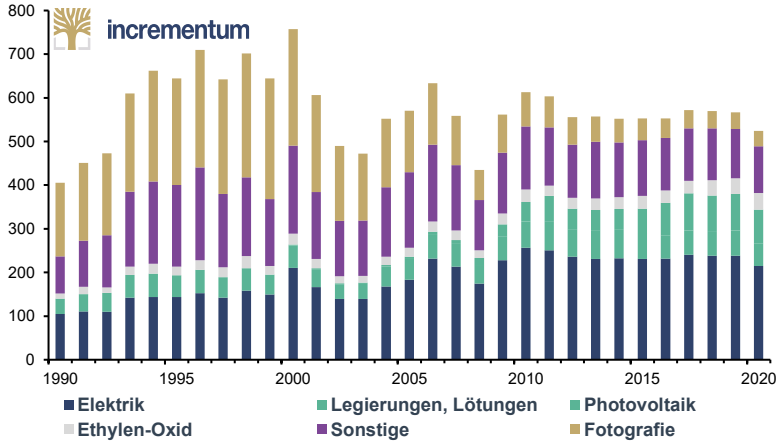
Der Einfluss von Corona auf die Nachfrage im Jahr 2020

Im folgenden Abschnitt werden wir beschreiben, wie die Analysten ihre Nachfrageprognosen für 2021-25 angepasst haben. Welche impliziten Annahmen machen sie über den Zustand der Welt? **Gibt es Risiken, die vom Konsens unterschätzt werden?**[402]

Die vier Hauptkategorien der Silbernachfrage sind: Industrie, Fotografie, Schmuck und Investment. Im Jahresvergleich fiel die Gesamtnachfrage um 4,3% auf 942 Moz und lag damit satte 8,1% unter der Prognose der Analysten. Es war der niedrigste Wert seit 2009.

[402] Für eine tiefergehende Analyse der Silbernachfrage *vgl.* „Des Silbers Silberstreif", *In Gold We Trust*-Report 2020

Industrienachfrage, in Moz, 1990-2020



Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

Die industrielle Nachfrage nach Silber umfasst Solarzellen, Biozide, Ethylenoxid für die Herstellung von Desinfektionsmitteln, elektrische Verbindungen, Elektronik und unzählige andere Anwendungen. Sie macht 51,3% der Gesamtnachfrage aus.[403] Im letzten Jahr hat die Industrie nur 490 Moz nachgefragt. Der Rückgang im Vergleich zum Vorjahr betrug 7,3%.

Mit dem Aufkommen der Digitalfotografie ist die Nachfrage nach Silber für die Filmentwicklung langfristig rückläufig. Von einem Höchststand von 209 Moz im Jahr 2000 verbrauchte die Branche im Jahr 2020 nur noch 35 Moz. Analysten hatten mit 40 Moz gerechnet.

Infolge der Corona-Pandemie fiel die Nachfrage des Schmucksegments auf nur 237 Moz im Jahr 2020. Analysten hatten vorhergesagt, dass 276 Moz für Schmuck und Silberwaren verwendet würden. Das wäre am oberen Ende der Nachfrage nach Silberschmuck und Silberwaren der Jahre 2004-19 gewesen, die im Durchschnitt 252 Moz pro Jahr betrug.[404]

Then the Gods of the Market tumbled, and their smoothtongued wizards withdrew, /
And the hearts of the meanest were humbled and began to believe it was true, /
That All is not Gold that Glitters.
Rudyard Kipling

Investments, der unserer Meinung nach in Zukunft wichtigste Preistreiber für das Metall, ist die letzte Teilnachfrage, die wir analysieren. Die Nachfrageerwartungen wurden definitiv übertroffen, aber es ist nicht ganz klar, um wie viel. Das Segment trägt mindestens 18,0% zur jährlichen Gesamtnachfrage bei. Betrachtet man allein die Münzen, Medaillen und Barren, so erwartete der Konsens im Jänner 2020 für das Jahr eine Investmentnachfrage von 177 Moz. Als das Jahr endete, soll die Zahl bei 180 Moz gelegen sein.

Was in den obigen Zahlen nicht enthalten ist, sind Bestandsveränderungen bei ETFs oder an Rohstoffbörsen. Schätzungen zufolge wurden weltweit 259 Moz von ETFs abgezogen, der größte Wert in der Geschichte. Die Rohstoffbörsen zogen weitere 48 Moz ab, eine der größten Entnahmen der Geschichte. Wenn wir Münzen, Medaillen, Barren und sichtbare Finanzbestände zusammenzählen, dann

[403] Der Durchschnitt der Silbernachfrage 2015-19 ist wie folgt: 513 % industrielle Anwendungen, 26,5% Schmuck, 18,0% Investmentbarren und 4,2% Fotografie.
[404] Es gab eine noch günstigere Periode für die Schmucknachfrage nach Silber. Von 1996 bis 2003 verbrauchte die Welt durchschnittlich 294 Moz, mit einem Höchststand von 310 Moz im Jahr 1999, kurz bevor die guten Zeiten endeten. Früher durfte man sich noch vergnügen.

würde die Gesamtsumme bei 488 Moz liegen, die größte jemals gemessene Menge und auf dem Niveau der industriellen Nachfrage.

Ein solcher Anstieg würde mit der wirtschaftlichen und sozialen Unordnung korrelieren, die wir erlebt haben. Er wäre von derselben Stimmung getragen wie der Anstieg von 118 Moz im Jahr 2006, dem ersten Jahr des ETF „iShares Silver Trust“, und wie 2009, als diese weit gefasste Definition von Investmentnachfrage nach Silber zum ersten Mal die Marke von 200 Moz durchbrach und sich die Welt das letzte Mal in einem solchen wirtschaftlichen Tief befand. Aber leider ist es nicht klar, welcher Anteil dieser Finanzmarktprodukte aus neu geprägten Barren besteht und wie viel aus bestehenden Beständen kam.

Trading silver is a tough way to make an easy living.
Rich Ross

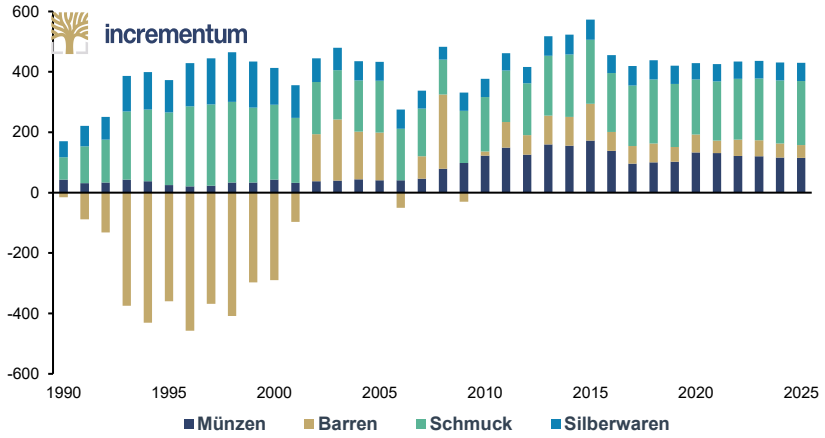
Für unsere Zwecke können wir zufrieden sein, wenn wir wissen, dass die Investments das einzige Segment der Silbernachfrage waren, das 2020 über den Erwartungen der Analysten lag und im Jahresvergleich zulegte. Dies gilt selbst dann, wenn wir ETFs und Rohstoffbörsen vollständig unberücksichtigt lassen.

Der Einfluss von Corona auf die mittelfristige Nachfrage

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Analystengemeinschaft optimistisch gestimmt ist, dass die Zeiten monetärer Unordnung nun hinter uns liegen, weswegen kein weiterer Anstieg der Investmentnachfrage für den Zeitraum 2021-25 erwartet wird. Gleichzeitig prognostiziert sie – scheinbar widersprüchlich – dass die Nachfrage ausgenommen jener nach Photovoltaikanlagen schlechter ausfallen wird als bisher angenommen, da sich die Wirtschaft nicht auf das Niveau von vor 2020 erholt haben wird. Diese Annahme einer schwächelnden Wirtschaft wird durch einen prognostizierten Rückgang der Nachfrage nach Silberschmuck untermauert.

Die Analysten erwarten zudem, dass die nicht-photovoltaischen Endanwendungen zu kämpfen haben werden, während sie gleichzeitig erwarten, dass die Nachfrage nach Solarmodulen schneller steigen wird als bisher angenommen. Der Beitrag von Silber zu „grünem Strom“ wurde für 2021-25 um insgesamt 31 Moz erhöht. Während zuvor durchschnittlich eine Nachfrage von 86 Moz pro Jahr erwartet wurde, hat die Analystengemeinschaft die Prognose über das Nachfragevolumen auf 92 Moz angehoben. Die Experten gehen davon aus, dass die industrielle Nachfrage an Bedeutung gewinnen wird und auf 54,4% der Gesamtnachfrage zulegt, verglichen mit dem Durchschnitt von 51,3% im Zeitraum 2015-19.

Veränderung der Nachfrage nach Kategorie, in Moz, 1990-2025e



Quelle: The Silver Institute, Incrementum AG

Für die Fotografie haben die Corona-Revisionen zu einem Rückgang um 10 Moz geführt. Es wird erwartet, dass das sterbende Segment jetzt noch schneller stirbt. Der Beitrag der Fotografie zur Gesamtnachfrage soll nach 4,2% im Durschnitt nun nur noch 3,4% der Nachfrage betragen. Die Prognose für Schmuck und Silberwaren wurde in der neuen Konsensprognose um insgesamt 68 Moz reduziert. Statt durchschnittlich 276 Moz pro Jahr werden jetzt 263 Moz pro Jahr für das Schmucksegment erwartet.

Die Investmentnachfrage nach Münzen, Medaillen und Barren, die nicht in ETFs und an Rohstoffbörsen gehalten werden, wird voraussichtlich um insgesamt 14 Moz geringer ausfallen. Der Anteil der Investmentnachfrage an der Gesamtnachfrage gibt dadurch von 18,0% auf 16,5% nach.

Kritikpunkte am Analystenkonsens zur Nachfrageentwicklung

Wie bereits angedeutet, besteht in der aktuellen Prognose der Analystengemeinschaft ein Widerspruch. Denn einerseits soll sich aufgrund der wirtschaftlichen Verwerfungen die industrielle Nachfrage nach Nicht-Photovoltaikprodukten weiter abschwächen, während gleichzeitig eine geringere Investmentnachfrage erwartet wird. Schauen wir uns nun an, wo Silberanleger von den falschen Erwartungen profitieren können.

By common consent of the nations gold & silver are the only true measure of value. They are the necessary regulators of trade.
Helen McCulloch

Der Konsens ist offensichtlich der Meinung, dass das Jahr 2020 die sozioökonomischen Umstände nicht verändert hat und dass die Welt zu der Periode von 2007-19 zurückkehren wird. Jene Welt, in der die Zentralbanken die primäre Rolle als Lenker der Wirtschaft innehatten, mit gelegentlichen fiskalischen Vorstößen der Politik. In einem solchen Umfeld wird nichts der Realwirtschaft oder der realen Nachfrage helfen, wie es etwa in Japan seit 1999 sowie in Europa und in den USA seit 2007 der Fall ist. Dann wäre die Konsensprognose der Analysten für die Industrie- und Schmucknachfrage durch und durch stimmig. Aber warum erwarten die Analysten dann, dass die

Investmentnachfrage nicht zulegt, wenn die sozioökonomische Malaise anhält? Die Nachfrage nach Barren und Münzen lag 2015-19 bei durchschnittlich 183 Moz pro Jahr, und dennoch wird prognostiziert, dass dieser Wert für 2021-25 auf 169 Moz fallen wird.

Never underestimate the ability of politicians to make the same mistake all over again, but usually giving it a different name.
Russell Napier

Darüber hinaus haben die Ereignisse des letzten Jahres das Risiko einer langjährigen „Stillen Depression" erhöht, die unwillkommenen Ähnlichkeiten mit der „Langen Depression" von 1873-1896 und der „Großen Depression" von 1929-1947 aufweist. Die Politiker spüren dies. Wir glauben, dass es durchaus vernünftig ist, einen Anstieg der Industrienachfrage zu erwarten (selbst wenn wir die Photovoltaik-Nachfrage ausklammern), weil die Politik verstärkt die Wirtschaftslenkung übernehmen wird.

Auch die Regierungen werden die Förderung der grünen Energie ausweiten. Silber kann hier in dreierlei Hinsicht profitieren. Erstens durch die fortgesetzte Verwendung von Silber in Solarzellen. Eine Überprüfung von sieben Prognosen für das Jahr 2023 zeigt, dass zwischen 8,4% und 15,0% des Silbers für Solarzellen verwendet werden. Das obere Ende dieser Spanne würde eine Nachfragesteigerung um 40 Moz pro Jahr im Vergleich zur bestehenden Konsensprognose ergeben. Das könnte passieren. Wie wir im *In Gold We Trust*-Report 2020 ausgeführt haben, sind es im Solarmodulsektor die Regierungen, die die Nachfrage ankurbeln. In den frühen 2000er-Jahren war Deutschland federführend, ab 2011 Japan und ab 2016 China. Vielleicht werden in Zukunft die USA federführend sein.[405]

Silver Linings' has proved a golden opportunity for me.
Anupam Kher

Zweitens: Elektrofahrzeuge. Für Edelmetallinvestoren liegt der Fokus auf der Elektrifizierung und den für die Akkus notwendigen Materialen – das ist nicht der Bereich, in dem Silber glänzt. Stattdessen macht sich das Metall sehr gut als Teil der Netzwerkkonnektivitätsrevolution. Die Verwendung von Silber in der Autoproduktion hat im Laufe der Jahre dramatisch zugenommen, weil unzählige elektronische Geräte integriert wurden wie Bildschirme, Toter-Winkel-Warner, und Reifendrucksensoren. Für die Autoproduzenten ist Silber ein hochqualitatives Material mit einem relativ geringen Kostenanteil an den Gesamtkosten. Neben Gold ist Silber der beste elektrische Leiter unter den Metallen.

Schätzungen gingen von einer Silbernachfrage des Automobilsektors von 48 Moz im Jahr 2019 aus. 2020 gab die Nachfrage wegen der Corona-Rezession auf 43 Moz nach. 2016 waren es 45 Moz, 2011 wurden 20 Moz nachgefragt und 2006 lag die Nachfrage bei 8 Moz. Der Konsens der Analysten ist, dass die Nachfrage bis 2025 schrittweise auf 71 Moz ansteigen wird. Wenn sich nichts ändert, wenn die Politiker weiterhin bloß eine Steuersenkung hier oder ein Ausgabenprogramm dort anbieten, dann würde die Nachfrage mehr oder weniger unverändert bleiben. Sollte es aber zu einer politisch gewünschten raschen und umfassenden Ersetzung des Verbrennungsmotors durch Elektroautos kommen, würde dies zu einem Nachfrageschub bei Silber führen, der weit über die prognostizierten 71 Moz hinausgeht.

405 *Vgl.* „Des Silbers Silberstreif", *In Gold We Trust*-Report 2020

Der dritte ökologische Treiber für Silber wäre eine Renaissance im Bereich Atomkraft. Es gibt ernstzunehmende Akteure, die die Auffassung vertreten, dass Atomkraft das Gegenteil von umweltfreundlich ist. Es gibt ebenso ernstzunehmende Akteure, die behaupten, dass es nichts Grüneres als Atomkraft gibt.[406] Das ist nicht der richtige Ort, um diese Debatte zu führen. Es soll nur erwähnt sein, dass das Beratungsunternehmen CRU den Bedarf an Silber für die Kernkraft auf 1 bis 2 Moz pro Jahr schätzt.

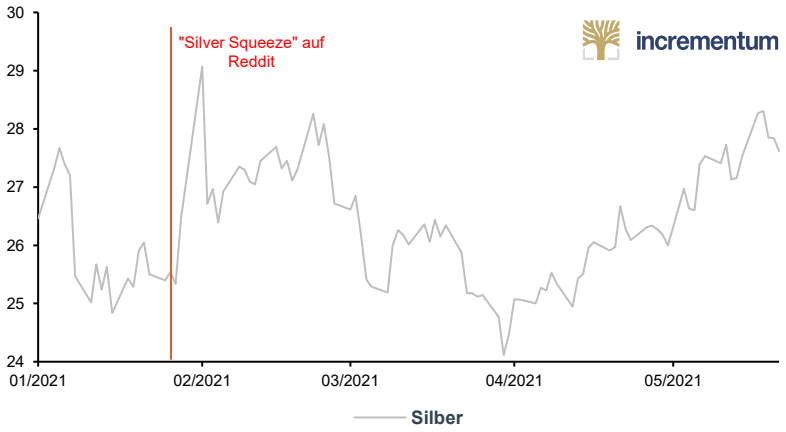
Diese kommende beschäftigungsintensive Politik wird finanziert werden müssen. Ob dies nun über Staatsverschuldung, durch „Gelddrucken" im Sinne der MMT oder staatlich garantierte Kreditprogramme geschieht, am Ende werden die Sparer dafür bezahlen. **Derartige Finanzierungsmodelle werden jedenfalls ein starker Rückenwind für die Investmentnachfrage sein.**

Silber Short-Squeeze?

The warden said: The exit is solid. If you want a way out Silver and Gold.
„Silver and Gold"
U2

Das andere große Ereignis in letzter Zeit war die Identifizierung von Silber als nächster große Short-Squeeze-Profiteur. Spekulanten, Investoren und Daytrader in der gesamten Finanzwelt lesen den „wallstreetbets"-Thread.[407] Sie identifizierten mehrere Aktien, die stark geshortet wurden. Und sie begannen zu kaufen, in der Hoffnung, den Markt zu ihren Gunsten zu beeinflussen. Die GameStop-Story werden wir hier nicht wiederholen, die sollte in der Zwischenzeit allgemein bekannt sein.

Silber, in USD, 01/2021-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

[406] Wir zählen zur letzterer Kategorie. Nähere Informationen über unsere aktuelle Einschätzung des Uransektors finden Sie auf unserer Webpage.
[407] Reddit.com: wallstreetbets

Unmittelbar nach dem durchschlagenden Erfolg der GameStop-Attacke wurde Silber als die nächste derartige Chance identifiziert. Warum Silber? Wie im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report erläutert, ist Silber der mit Abstand am stärksten gehebelte börsengehandelte Rohstoff.[408] Eine Studie von Macquarie von August 2020 bezifferte das Verhältnis von Derivat- zu physischem Markt für Silber auf 193. Der zweitgrößte Derivatemarkt im Verhältnis zum zugrunde liegenden physischen Rohstoff war Nickel mit nur 86. Bei Gold liegt das Verhältnis bei 74.[409] Es war also keine Überraschung, dass die Wahl auf Silber fiel.

Aber was waren die Auswirkungen auf den Silberpreis? Das ist im Chart auch nicht zu erkennen. Offenbar gab es ernsthafte Schwierigkeiten, physisches Silber in Form von Münzen und Barren zu kaufen. Die Zeitungen berichteten über Händler, die nicht in der Lage waren, Aufträge zu erfüllen. Es wurde von Verzögerungen berichtet. Es gibt einige Analysten, die dies als hysterische Käufe abtun, die die Corona-bedingten Störungen der Lieferketten verschlimmerten. Es würde sich nicht um eine Revolution des Volkes handeln, sagen sie, sondern Logistik sei das Problem.

The two most powerful warriors are patience and time.
Leo Tolstoy

Unsere Sympathien liegen bei den „Redditors". Ja, Silber ist stark gehebelt. Ja, die „Financialization" der Gesellschaft und der Wirtschaft ist extrem. Aber nein, der Edelmetallinvestor muss nicht darauf hoffen, dass die Rohstoffbörsen bestraft werden, um von Silber zu profitieren. **Es sind die langfristigen Trends aus Angebot, Nachfrage, Investments und Inflation, die die Preisentwicklung der Metalle bestimmen.** Das vor uns liegende Jahrzehnt wird wahrscheinlich zeigen, dass das Herz der Wall-Street-Bets am richtigen Fleck war, sie waren nur zu ungeduldig.

Fazit

> *„Everyone's looking for gold. So, I'll be the one collecting the silver."*
>
> Rehan Khan, A Tudor Turk

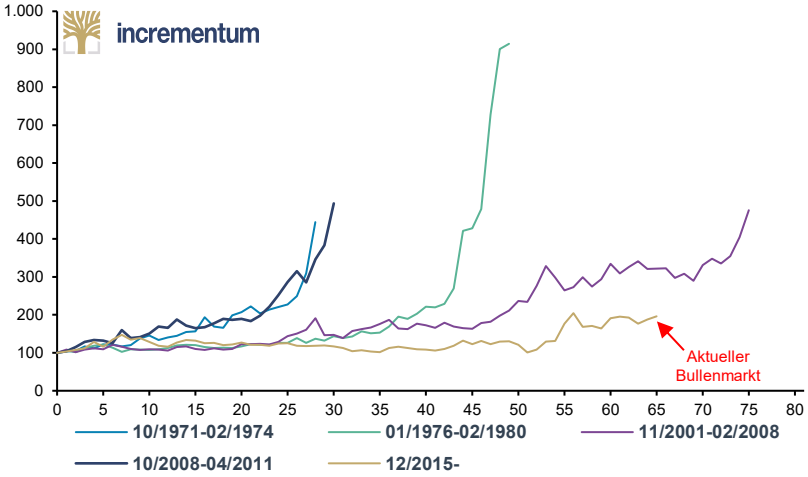
Der Silber-Bullenmarkt könnte für den Rest des Jahrzehnts andauern. Unsere Annahme basiert auf unserer Makro-Einschätzung, wonach die Welt die disinflationäre, von Technokraten geführte Ära der „Quantitativen Lockerung" verlassen hat und in die inflationäre, von Politikern geführte Ära des universellen Grundeinkommens, der MMT und der staatlich garantierten Bankkreditprogramme eingetreten ist. **Das ist der wesentliche Unterschied zur Konsensmeinung, die sinkende Preise prognostiziert.**

—
408 „Des Silbers Silberstreif", *In Gold We Trust*-Report 2020
409 *Vgl.* „Derivative Market Dominance", Macquarie, 25. August 2020

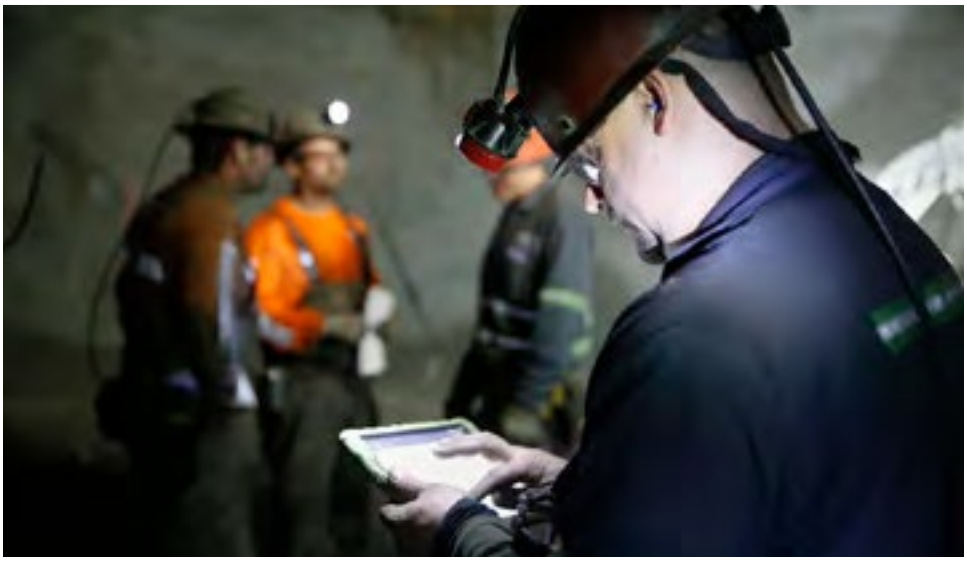
End? No, the journey doesn't end here. Death is just another path, one that we all must take. The grey rain-curtain of this world rolls back, and all turns to silver glass, and then you see it.
J.R.R. Tolkien

Wenn das Jahr 2020 keinerlei sozioökonomische Veränderungen ausgelöst hat, so könnte der Konsens richtig liegen. Doch wenn das letzte Jahr tatsächlich einen Bruch mit der bestehenden politischen Ordnung darstellt und einen monetären Klimawandel ausgelöst hat, dann liegt eine inflationäre Zukunft vor uns und es wird ein Jahrzehnt sein, in dem sich Silber hervorragend entwickeln sollte. **Wie unser letzter Chart zeigt, hat, wenn man der Vergangenheit trauen darf, der „spannende" Teil der Bewegung bei Silber noch nicht angefangen – noch nicht!**

Silber-Bullenmärkte, 100 = Beginn des Bullenmarktzyklus, 01/1971-05/2021



Quelle: Nick Laird, goldchartsrus.com, Reuters Eikon, Visual Capitalist, Incrementum AG



130 SM

Hecla

MINING COMPANY

Der Sicherheit verpflichtet.

Führend in Innovation.

Ein Selbstverständnis der Verantwortung.

NYSE: HL | hecla-mining.com | 800.432.5291

Coeur d'Alene, Idaho | Winnemucca, Nevada | Vancouver, British Columbia | Val d'Or, Québec

Bitcoin & Gold – Unsere Multi-Asset-Anlagestrategie in der Praxis

„Durch die Kombination beider Assets profitiert der Anleger einerseits von der geringen Korrelation beider Anlagegüter, andererseits kann er durch ein regelbasiertes Rebalancing die Volatilität von Bitcoin zu seinem Vorteil nutzen.“

In Gold We Trust-Report, 2019, S. 248

Key Takeaways

- **Im *In Gold We Trust*-Report 2019 haben wir die Vorteile einer kombinierten Anlagestrategie bestehend aus Gold und Bitcoin erläutert und rückgerechnete Portfolioentwicklungen präsentiert.**
- **Da wir von dieser Strategie überzeugt sind, haben wir eine investierbare Fondsstrategie aufgelegt, deren bislang realisierten Ergebnisse wir präsentieren und analysieren wollen.**
- **Bislang zeigt die Strategie exzellente Ergebnisse und bestätigt unsere These, dass Gold und Bitcoin in einem „nicht-inflationierbaren Hard Money“- Portfolio gemeinsam stärker sind.**

Bitcoin looks like a long-duration option on a highly unknown future that I could put an amount of money in that I would't mind losing about 80% of it.
Ray Dalio

Bereits im Jahr 2015 begannen wir, das Thema Kryptowährungen in den *In Gold We Trust*-Report aufzunehmen. Seither setzen wir uns mit diesem wichtigen Thema in all seinen Facetten intensiv auseinander, seit 2016 jeweils in einem eigenständigen Kapitel.[410] Diese Tradition wollen wir auch dieses Jahr weiterführen. Die zunehmende Verbreitung von Kryptowährungen im Allgemeinen, und Bitcoin im Besonderen, ist unserer Meinung nach eine direkte Konsequenz des monetären Klimawandels.

Über die Jahre haben wir in unseren *In Gold We Trust*-Reporten bereits eine Reihe unterschiedlicher Aspekte im Zusammenhang mit „digitalem Gold" analysiert und aufgearbeitet:

> *„Bitcoin und andere Kryptowährungen befinden sich noch in den Kinderschuhen und es ist sehr spannend, diese Entwicklungen zu verfolgen. Die Zeit wird zeigen, ob sich neben Gold langfristig weitere Alternativwährungen etablieren können oder ob Kryptowährungen gar eine neue Ära mit einem revolutionierten Geldsystem einläuten."*[411]

Vieler unserer Erwartungen zur künftigen Entwicklung sind eingetreten. So zogen wir beispielsweise 2017 folgenden Schluss:

> *„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."*[412]

Gold is bitcoin without electricity.
Charlie Morris

Zuletzt wurde unter Anlegern und in diversen Debatten erneut über die Vor- und Nachteile von Gold und Bitcoin diskutiert.[413] Wir wollen dieses Jahr jedoch nicht ein weiteres Mal Gold mit Bitcoin vergleichen, da dieses Thema in der Vergangenheit bereits ausführlich von uns behandelt wurde. Bei Interesse an diesem Thema verweisen wir gerne auf das entsprechende Kapitel „Kryptos: Freund oder Feind?"[414] im *In Gold We Trust*-Report 2018, das nichts an Aktualität eingebüßt hat:

> *„...wie wir in diesem Kapitel gezeigt haben, müssen Gold und Kryptowährungen nicht als Gegensätze angesehen werden. Natürlich haben beide ihre Vor- und Nachteile. Diese ergänzen sich jedoch und es gibt keinen Grund, Gold und die Kryptowährungen gegeneinander auszuspielen."*[415]

—
[410] *Vgl.* „Goldgedeckte Kryptowährungen – Ein Blick in die Zukunft?", *In Gold We Trust*-Report 2020; „Goldgedeckte Tokens vs. Bitcoin vs. Stablecoins", *In Gold We Trust*-Report 2019; „Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?", *In Gold We Trust*-Report 2019; „Kryptos: Freund oder Feind?", *In Gold We Trust*-Report 2018; „In Bitcoin We Trust?", *In Gold We Trust*-Report 2017; „Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft der Währungsarchitektur: Der Petrodollar und seine Thronfolger?", *In Gold We Trust*-Report 2016; „Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft der Währungsarchitektur: Der Petrodollar und seine Thronfolger?", *In Gold We Trust*-Report 2015
[411] „Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft der Währungsarchitektur: Der Petrodollar und seine Thronfolger?", *In Gold We Trust*-Report 2016, S. 111
[412] „In Bitcoin We Trust?", *In Gold We Trust*-Report 2017, S. 125
[413] Auch wir haben ein einer Debatte in diesem Zusammenhang teilgenommen und diskutierten mit Saifedean Ammous, dem Autor des Buches „*Der Bitcoin-Standard*". Das Video dieses Gesprächs findet sich hier.
[414] *Vgl.* „Kryptos: Freund oder Feind?", *In Gold We Trust*-Report 2018
[415] „Kryptos: Freund oder Feind?", *In Gold We Trust*-Report 2018, S. 164

Wir bleiben unserer langjährigen Sichtweise, dass Bitcoin und Gold komplementäre Anlagegüter sind, weiterhin treu. Wenngleich die Rolle digitaler Wertaufbewahrungsmittel unserer Ansicht tendenziell weiter zunehmen wird, gehen wir nicht davon aus, dass Bitcoin Gold als Wertaufbewahrungsmittel ersetzen wird.

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

In Zeiten des monetären Klimawandels ist der Markt für liquide, nicht-inflationierbare Anlagegüter ein Wachstumsmarkt. Immer mehr Kapital wird in den kommenden Jahren auf der Suche nach einfach investierbaren, quantitativ begrenzten Wertaufbewahrungsmitteln sein. Steigende Preisinflationsraten und negative Realzinsen werden die Nachfrage weiter verstärken. Aus unserer Sicht ist es kein Widerspruch, bullisch auf beide Anlagen zu sein. Im Gegenteil, ein kombiniertes Portfolio aus digitalem und physischem Gold ist aus vielerlei Gründen sinnvoll. Wir gehen davon aus, dass diese Art von kombinierten Portfolios zunehmend eingesetzt werden, ähnlich wie Multi-Asset Portfolios heute mit den Anlageklassen Aktien und Anleihen kombiniert werden. Denkbar sind auch hier unterschiedlichste Kombinationen, die jeweils verschiedenste Risiko-/Ertragskombinationen abbilden können.

Aufgrund unserer Überzeugung, dass Portfolios bestehend aus Edelmetallen und Kryptowährungen ein extrem vielversprechendes Risiko/Ertragspotenzial aufweisen, haben wir bereits zwei solcher Anlagestrategien mit unterschiedlichen Risiko-/Ertragseigenschaften als investierbare Investmentfonds aufgelegt.

Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?

So to me, I think the real bogey, when you talk about, if the status quo continues, the real interesting thing is not Bitcoin eating gold, it's Bitcoin eating the bond market.
Luke Gromen

In dem Zusammenhang möchten wir dieses Jahr noch einmal speziell auf unseren Beitrag aus dem *In Gold We Trust*-Report 2019 hinweisen. Im Kapitel „Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?" haben wir detailreich auf die Vorteile hingewiesen, die eine kombinierte Anlagestrategie von Gold & Bitcoin mit sich bringt.[416] Unser Vorschlag lautete, die beiden Assets in einem Portfolio zu kombinieren und im Falle starker Abweichungen von der strategischen Asset Allokation über ein eventbasiertes Rebalancing antizyklisch auf die Ausgangspositionierung zurückzuführen. Auf diese Weise können zusätzlich Optionen eine wesentliche Rolle spielen, um die untergewichteten Assets über das Verschreiben von „short puts" zuzukaufen und dabei noch signifikante Prämiengewinne zu erzielen.[417] Analog dazu können „covered calls" auf die bestehenden Positionen verschrieben werden, die aufgrund der Übergewichtung ohnehin reduziert werden müssten.

Die wichtigsten Argumente für eine regelbasierte, kombinierte Anlagestrategie auf einem Blick:

- Reduktion der Volatilität bzw. der Maximum Drawdowns gegenüber Kryptowährungen

—
[416] *Vgl.* „Gold & Bitcoin –gemeinsam stärker?", *In Gold We Trust*-Report 2019
[417] Beim Verschreiben einer Put Option verpflichtet sich der Stillhalter zu einem bestimmten Zeitpunkt eine Anlage zu einem definierten Preis zu kaufen und erhält dafür eine Optionsprämie. Da bei einer Untergewichtung ohnehin ein Zukauf geplant ist, kann über das Schreiben noch eine Prämie generiert werden für eine Transaktion, welche man bei fallenden Kursen ohnehin vor hat zu tätigen.

- Diversifikationseffekte und dadurch verbesserte Risiko-/Ertragseigenschaften
- Beibehaltung eines asymmetrischen Auszahlungsprofils (rechtsschiefe Erträge)
- Ertragsvorteile durch systematisches Rebalancing (Rebalancing Bonus)[418]
- Signifikante Cash-Flow-Einkünfte über ein Options-Overlay

Bitcoin reminds me of gold when I first got in the business in 1976.
Paul Tudor Jones

Um diese Thesen zu belegen, haben wir 2019 eine quantitative Rückrechnung eines kombinierten Portfolios analysiert. Wir sind zu folgendem Schluss gekommen:

> *„Durch die Kombination beider Assets profitiert der Anleger einerseits von der geringen Korrelation beider Anlagegüter, andererseits kann er durch ein regelbasiertes Rebalancing die Volatilität von Bitcoin zu seinem Vorteil nutzen. Darüber hinaus sind auch Optionsstrategien anwendbar, die durch die Vereinnahmung der Optionsprämien eine interessante Rendite generieren und die Volatilität weiter absenken."* [419]

Theoretische Rückrechnungen sind in Bezug auf Portfoliostrategien immer mit Vorsicht zu genießen. Wir haben die Anlagestrategie in der Zwischenzeit in die Praxis umgesetzt und es stehen uns Daten von deutlich über einem Jahr für die Analyse zur Verfügung. Es gilt herauszufinden, ob die Kombination beider Assets auch in der Praxis, d. h. nach Abzug aller Gebühren und etwaiger Umsetzungswidrigkeiten aufgrund von Liquiditätssituation, etc. das gehalten hat, was wir uns ex-ante davon versprochen hatten.

Given a 10% chance of a 100 times payoff, you should take that bet every time.
Jeff Bezos

In der ersten von uns verwalteten Anlagestrategie dieser Art haben wir als strategische Asset-Allokation 25% Bitcoin und 75% Gold gewählt.[420] Bei der Evaluierung der Performance analysieren wir alle gängigen Risiko-/Ertragskennzahlen, die eine risikoadjustierte Vergleichbarkeit der Kursentwicklung der unterschiedlichen Anlagen ermöglichen. Um die Vergleichbarkeit bestmöglich zu gewährleisten, basieren alle Ratios auf logarithmischen Risiko-/Ertragsdaten.[421]

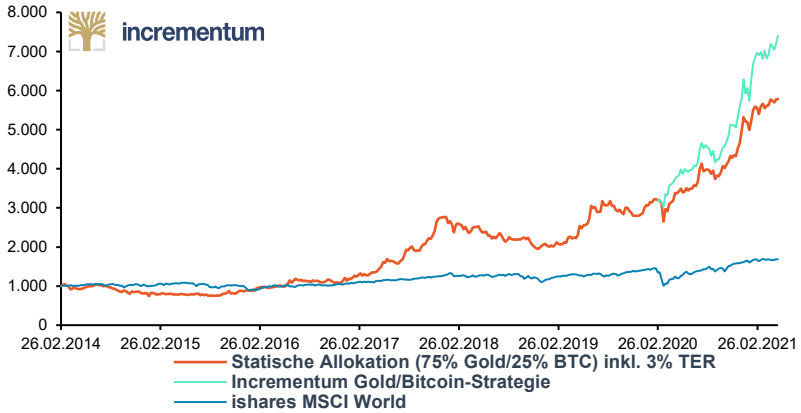
Erträge

History shows it is not possible to insulate yourself from the consequences of others holding money that is harder than yours.
Saifedean Ammous

Beginnen wir mit den Erträgen. Wir betrachten die historischen Erträge unserer strategischen Asset-Allokation im Vergleich mit den Erträgen globaler Aktienmärkte. Zusätzlich sieht man die Erträge des Live-Track-Records unserer Strategie seit Auflage des Fonds am 26. Februar 2020.

—
418 *Vgl.* Bernstein, William: „The Rebalancing Bonus: Theory and Practice", 1996
419 „Gold & Bitcoin –gemeinsam stärker?", *In Gold We Trust*-Report 2019, S. 248
420 Mittlerweile haben wir eine zweite, dynamischere Strategie mit einer strategischen Allokation von 33% Gold, 33% Silber und 33% Kryptowährungen aufgelegt.
421 Für die Berechnung wurden die wöchentlichen Schlusskurse vom jeweiligen Mittwoch herangezogen, da dies das Bewertungsintervall unserer Anlagestrategie ist. Der betrachtete Zeitraum der Anlagestrategie ist vom 26.2.2020 bis zum 14.5.2021. Alle Daten wurden auf US-Dollar-Basis berechnet.

Statische Allokation (75% Gold /25% BTC) inkl. 3% TER, Incrementum Gold/Bitcoin-Strategie, und ishares MSCI World, 1.000 = 02/2014, 02/2014-05/2021



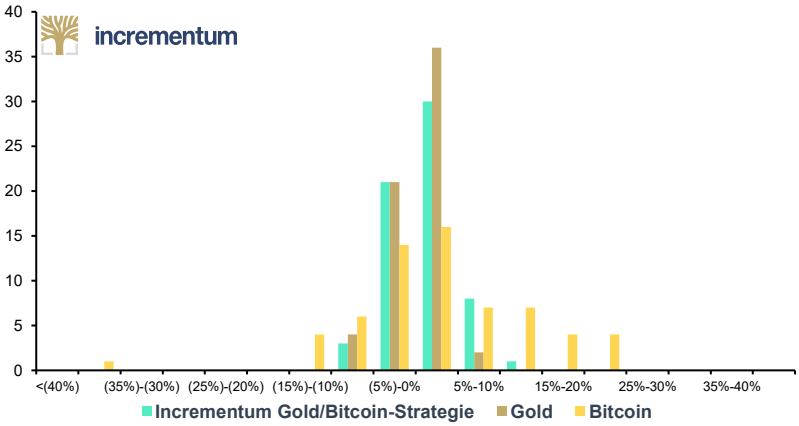
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Seit Auflage unserer Strategie betrug der Ertrag 131,2%. Gold verbucht im gleichen Zeitraum einen Zuwachs von 10,7%, Bitcoin von 520,9%. Unsere Strategie konnte die strategische Asset-Allokation nach Abzug aller Kosten um 37,8 Prozentpunkte outperformen.[422]

Ertragsverteilung

Wenn es um die Verteilung der Erträge geht, erkennt man einerseits, dass die Streuung der Erträge jener von Gold ähnelt, und andererseits, dass unsere Strategie den rechtsschiefen Charakter von Bitcoin widerspiegelt.

Verteilung der wöchentlichen logarithmierten Renditen von Gold, Bitcoin, und Incrementum Gold/Bitcoin-Strategie, in %, 03/2020-05/2021



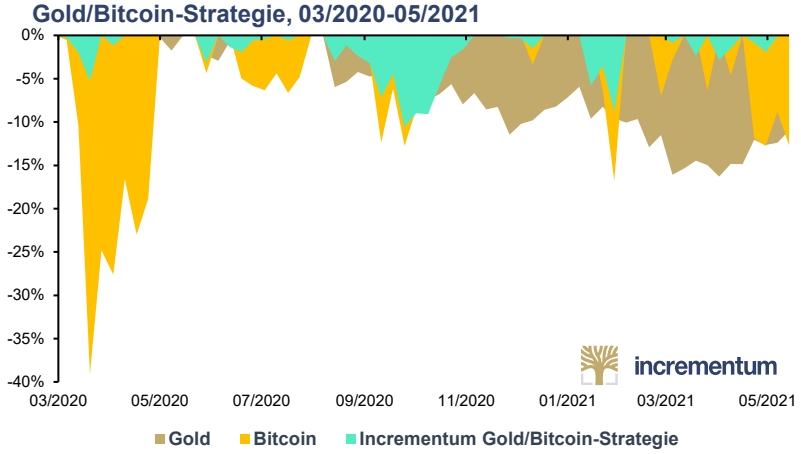
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Risiko

Zur Beurteilung des Risikos betrachten wir den „Maximum Drawdown". Aus unserer Sicht ist dieser aufschlussreicher als die Volatilität, die etwaige linksschiefe Momente in der Ertragsverteilung nicht adäquat berücksichtigt.

[422] Alle Renditekennziffern per 14.05.2021

Drawdown-Perioden von Gold, Bitcoin, und Incrementum Gold/Bitcoin-Strategie, 03/2020-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Because of bitcoin, we are witnessing a global battle among monetary systems, both sovereign and nonsovereign. As an open, neutral, and permissionless global monetary system with no reliance on the State, bitcoin is in a good position to win this battle.
ARK Investments

Seit Auflage unserer Strategie betrug der „Maximum Drawdown" von Bitcoin 39,1%, jener von Gold 16,3% und der unserer kombinierten Strategie 10,6%.

Wie im *In Gold We Trust*-Report 2019 besprochen konnte im betrachteten Zeitraum das Risiko durch die Kombination beider Anlagen deutlich gesenkt werden. Dies ist insofern beachtlich, da die Strategie während der Beobachtungsperiode Gold exorbitant übertraf.

Eine risikoadjustierte Vergleichbarkeit der Erträge lässt sich am besten über die gängigen Risiko-/Ertragszahlen quantifizieren. Hierbei haben wir das Sharpe-Ratio[423], das Sortino-Ratio[424], das Omega-Ratio[425] sowie den Return-over-Maximum-Drawdown (RoMaD[426]) errechnet.

	Incrementum Gold/Bitcoin-Strategie	Gold	Bitcoin
Performance diskret	131,21%	10,73%	520,89%
Performance ln	83,82%	10,19%	182,60%
sd wöchentlich	3,49%	2,71%	10,29%
Vol annualisiert	25,17%	19,52%	74,18%
Sharpe Ratio	3,33	0,52	2,46
Sortino Ratio	6,07	0,60	3,29
Omega Ratio	2,69	1,19	2,18
Schiefe	0,17	-0,68	-0,68

Bitcoin needs gold to exist. Gold doesn't need bitcoin to exist.
Roy Sebag

Alle betrachteten Risiko-/Ertragskennzahlen der Anlagestrategie waren für den Betrachtungszeitraum den beiden Einzelinvestments deutlich überlegen. *Bei allen Angaben gilt natürlich, dass die vergangene Performance keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zulässt.*

—
[423] Das Sharpe-Ratio, auch Reward-to-Variability-Ratio genannt, misst die Überrendite einer Geldanlage pro Risikoeinheit.
[424] Das Sortino-Ratio ist ein Maß für den risikobereinigten Gewinn einer Geldanlage. Es ist eine Modifikation des Sharpe-Ratios.
[425] Das Omega-Ratio ist ein Risiko-Rendite-Leistungsmaß und ist definiert als das wahrscheinlichkeitsgewichtete Verhältnis von Gewinnen zu Verlusten für ein bestimmtes Schwellenrenditeziel.
[426] Die Rendite über dem maximalen Drawdown ist die durchschnittliche Rendite in einem bestimmten Zeitraum für ein Portfolio, ausgedrückt als Anteil am maximalen Drawdown. Ein RoMaD von 0,5 wäre die attraktivere Investition gegenüber einem mit einem maximalen Drawdown von 40% und einer Rendite von 10% (RoMaD = 0,25).

Fazit

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

Wir sind der Überzeugung, dass eine Beimischung von ausgewählten Kryptowährungen – insbesondere Bitcoin – im Rahmen eines diversifizierten Anlageportfolios sinnvoll ist. Die bislang erzielten Ergebnisse unserer Anlagestrategie unterstreichen diese These eindeutig.

Aus unserer Sicht ist es am zielführendsten eine strategische Allokation von Kryptowährungen zu definieren und diese regelmäßig zu rebalancieren. Auf diese Weise können die hohen Volatilitäten der digitalen Währungen gedämpft bzw. zugunsten des Anlegers genutzt werden. Ein kombiniertes Krpyto-Gold-Portfolio scheint hierfür besonders geeignet zu sein, da sich die relativ niedrige Korrelation und das hohe Volatilitätsdifferenzial günstig auf den sogenannten Rebalancing-Bonus auswirken.

Stabilität trifft Innovation

Erfahren Sie mehr auf:
www.noninflatable.com

incrementum

Der chinesische Goldminensektor

„Im goldenen Schimmer, wie schön du glänzt!
O komm, du Schöne, lach mit uns!“

Rheintöchter, Rheingold von Richard Wagner

Key Takeaways

- **Chinas Goldminenindustrie wird immer professioneller und strebt die Kontrolle über die gesamte Wertschöpfungskette an: von der Exploration über den Abbau und die Verarbeitung bis hin zum Handel.**
- **Pekings langfristige Politik und Initiativen wie die „Duale Zirkulation“, „Made in China 2025“, die „Belt & Road Initiative“ (BRI) und die „Regionale umfassende Wirtschaftspartnerschaft“ (RCEP), deren Gründung vor kurzem angekündigt wurde, sind auch für den Minensektor von Vorteil.**
- **Noch immer werden viele Minenunternehmen von staatlichen Stellen aller Ebenen mehr oder weniger stark kontrolliert. Insbesondere durch den „dualen Kreislauf“ und die Öffnung der Finanzmärkte könnten es mehr Börsengänge und weitere Fusionen im Minensektor geben, sowohl national als auch international. Daraus ergeben sich zunehmend Möglichkeiten für ausländische Investoren.**
- **Der Schwerpunkt der ausgehenden chinesischen Direktinvestitionen (ODI) im Minensektor wird auf Zentralasien, der Asien-Pazifik-Region und Afrika liegen.**

Die Geschichte des Goldminensektors auf einen Blick

> *„The currency the world ultimately chooses for global trade must not be one that gives someone privilege, while exposing others to insecurity.“*
> Wang Zhe, CEO Shanghai Gold Exchange

Im Jahr 2004, also knapp 2 Jahre nach dem Beginn der Liberalisierung des chinesischen Goldmarktes, hatte Zhou Xiaochuan, der damalige Chef der chinesischen Zentralbank „People's Bank of China“ (PBoC) einen dreifachen Transformationsprozess des chinesischen Goldmarktes angekündigt:

> *„The establishment and development of China's gold market marks the basic completion of constructing a market for major financial products in China, including markets for currency, securities, insurance and foreign exchange. A complete financial market system will provide more solid and efficient micro grounds for China's macro economic adjustment. Therefore, China's aim is, through the three transformations, to establish a safe and effective system for gold trading and to give full play to the gold market's function of investment and risk warding, thus promoting the development of China's gold market.“*[427]

In China everyone can buy Gold at the Shanghai Gold Exchange.
Koos Jansen

Erstens wurde der reine Rohstoffhandel um den Handel mit Finanzprodukten erweitert – dadurch wird der Marktzugang erleichtert. Zweitens wurde neben dem klassischen Spotmarkt ein Terminmarkt etabliert – dies verbessert die Liquiditätssituation der Produzenten und glättet Preisschwankungen. Drittens und letztens soll die Integration des heimischen Marktes in den internationalen Goldmarkt nicht nur internationales Kapital und Know-how erschließen, sondern China zum einen als Standort für die Verarbeitung und den Handel von Gold attraktiv machen und zum anderen das Land als einflussreichen und dauerhaften Akteur auf dem Markt etablieren.

Gold gathers more than a shovel.
Edward Counsel

Heute, 17 Jahre später steht das Reich der Mitte vor dem Abschluss dieses Prozesses. Den chinesischen Investoren steht neben dem physischen Edelmetall auch eine breite Palette an Finanzprodukten mit Goldbezug wie Aktienfonds und Gold-ETFs zur Verfügung. An der „Shanghai Gold Exchange“ (SGE) gibt es neben dem Spotmarkt auch einen breiten Futuresmarkt. Zudem ist Margin Trading ebenso wie Goldleasing möglich. Im September 2014 öffnete sich die Börse mit der Etablierung der „Shanghai Gold Exchange International“ (SGEI) auch ausländischen Investoren. Über die Registrierung in der Freihandelszone in Pudong wird einerseits der Anspruch der SGE erfüllt, dass der Handel tatsächlich nur mit physisch hinterlegter Ware stattfindet, das so gehandelte Gold aber andererseits nicht dem chinesischen Goldexportverbot unterliegt. **Auch wurde ein eigenes Goldfixing etabliert und seit 2015 nimmt die „Bank of China“ am Fixing der LMBA teil.**

—
[427] *Vgl.* Zhou, Xiaochuan: „Give Full Play to the Gold Market's Investment and Hedging Functions“, The LBMA Precious Metals Conference 2004, Shanghai 2004, S. 10

It is important to protect the environment while pursuing economic and social progress – to achieve harmony between man and nature, and harmony between man society.
Xi Jinping
World Economic Forum 2017

Ebenso internationalisiert sich die chinesische Minenindustrie zusehends. Sie kaufen Vermögenswerte in Übersee und die meist staatlichen Unternehmen gehen entweder direkt oder über Tochtergesellschaften an die Börse. Bisher geschieht dies meist in Form einer Doppelnotierung in Shanghai oder Shenzhen und Hongkong. Die A-Aktien dieser Unternehmen sind nur für Festlandchinesen handelbar, während die in Hongkong notierten H-Aktien das internationale Publikum ansprechen. B-Aktien werden wie die A-Aktien auf dem chinesischen Festland gehandelt. B-Aktien dürfen ausschließlich von internationalen Investoren, die in China agieren, gekauft werden. Bis zum vergangenen Jahr bestanden bei den B-Aktien strenge Obergrenzen sowohl hinsichtlich der insgesamten Zahl an investierten Anlegern als auch hinsichtlich der Anlagesumme jedes einzelnen Anlegers.

Mit den „Stock Connect Programmen“, die es den Anlegern ermöglichen, alle an den teilnehmenden Börsen gelisteten Aktien zu handeln, wird die Unterteilung in A-/B- und H-Aktien mittel- bis langfristig verschwinden. Gerade für internationale Investoren wird sich der Zugang zum chinesischen Aktienmarkt dadurch deutlich erleichtern.

Politische Konzepte als Treiber der Entwicklung

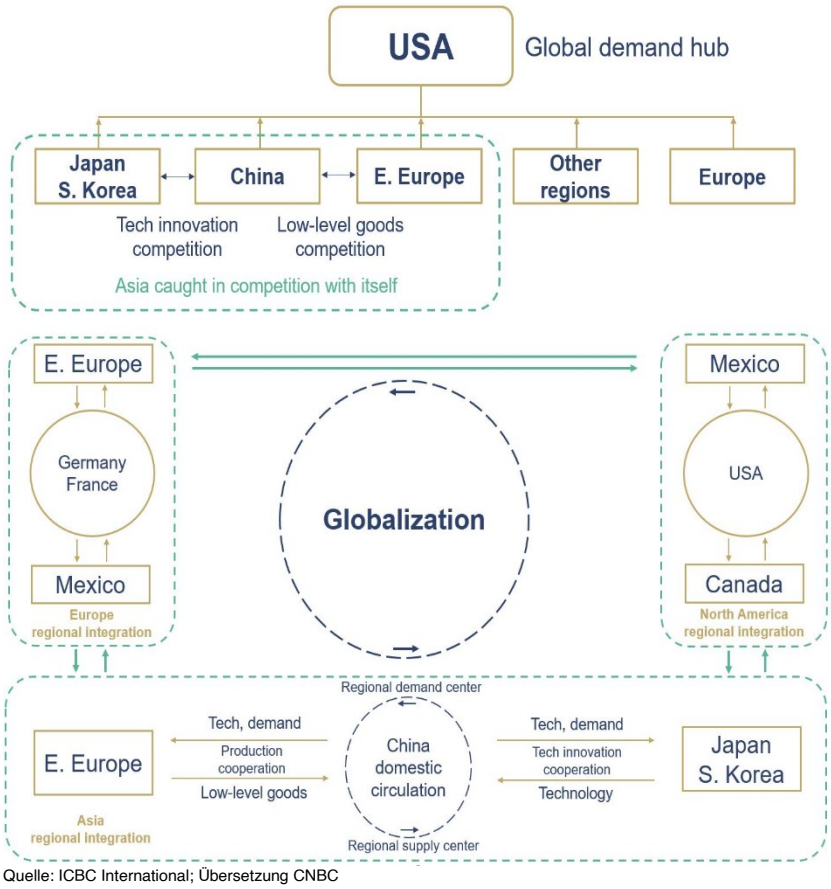
Diese Entwicklung sollte durch die jüngsten Schritte Pekings noch beschleunigt werden. **Mit dem im März 2021 verkündeten 14. Fünfjahresplan kündigte Chinas Präsident Xi Jinping auch eine Neuausrichtung Chinas an: Das Konzept der „Zwei Kreisläufe“.**

The communist country is pursuing capitalism while the world's democracies are pursuing socialism.
Dave Rosenberg

Als interner Kreislauf wird dabei die Steigerung des chinesischen Binnenkonsums und die Befriedigung desselben aus vorrangig chinesischer Produktion beschrieben. Hierdurch soll China autarker und zu einem Hauptanziehungspunkt für Kapital und Rohstoffe werden, während es gleichzeitig die Basis seiner Exporte von der Massenproduktion billiger und minderwertiger Waren hin zu innovativen und qualitativ hochwertigen Produkten mit besonderem Fokus auf Hochtechnologie ändern soll – der externe Kreislauf.[428] Während solche Pläne bereits 2006 im 11. Fünf-Jahres-Plan in Angriff genommen wurden, haben die anhaltende Corona-Pandemie sowie der laufende Handelskrieg mit den USA dieses langfristige Ziel zu einem kurzfristigen mit hoher Priorität gemacht.

[428] *Vgl.* Blanchette, Jude und Polk, Andrew: „Dual Circulations and China' New Hedge Integration Strategy“, Center for Strategic and International Studies, 24. August 2020; Chang, Xuemei und Wanng, Keyuan: „The Standing Committee of the Political Bureau of the CPC Central Committee held a meeting with Xi Jinping, General Secretary of the CPC Central Committee, presiding over the meeting“, People's Daily, 15. Mai 2020; Chen, Shu: „Improve the new national system of key core technology research and development“, Guanming Daily, 20. März 2020

Das Konzept der „Zwei Kreisläufe“

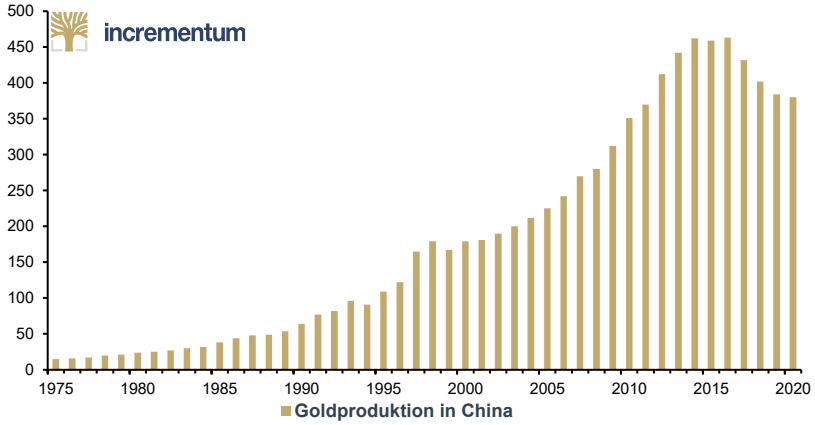


Quelle: ICBC International; Übersetzung CNBC

Real gold is not afraid of the melting pot.
Chinesisches Sprichwort

China will in naher Zukunft zu einer der drei globalen Wirtschaftsdrehscheiben und zum dominierenden Zentrum Asiens werden. Während Xi vor allem die Industrie im Allgemeinen ansprach und sich die meisten Entscheidungsträger in Peking auf Branchen wie Halbleiter, Automobil oder andere Hochtechnologiebereiche konzentrieren werden, passt der Plan auch perfekt für Chinas reifenden Goldminensektor, denn auch im Goldsektor will China die gesamte Wertschöpfungskette abdecken – von der Exploration über die Förderung bis hin zur Schmelze und der Weiterverarbeitung zu Barren und Schmuck. Auch vollzieht sich seit einigen Jahren eine Verschiebung von Quantität, also billiger Massenproduktion, hin zu mehr Qualität. Statt alleine auf Produktionssteigerungen zu fokussieren, konzentriert man sich zunehmend auf die Modernisierung der Fördermethoden und -technologie.

Goldproduktion in China, in Tonnen, 1975-2020



Quelle: China Gold Association, Metals Focus, World Gold Council, Incrementum AG

Ein Rückgang der Produktionsleistung seit dem Höchststand von 2016 um rund 17% spiegelt diese Verschiebung wider. Der gesamte chinesische Minensektor setzt sich mit „ESG“, also den Themen Umwelt, Soziales und verantwortungsvolle Unternehmensführung, auseinander, und verstärkt seine Bemühungen zur Verbesserung und Modernisierung der eingesetzten Technologien. Man sollte auch nicht vergessen, dass China gemäß Untersuchungen des „United States Geological Survey“ (USGS) nur etwa 4% der weltweiten Goldreserven (im Boden) kontrolliert.[429]

Some of the central state-owned enterprises in certain industries are too fragmented and have low efficiency.
Xiao Yaqing, Chairman State Owned Assets Supervision & Administration Commission

Ein weiterer Rückgang der Produktion käme daher nicht völlig überraschend, obwohl China selbst von Ressourcen von mehr als 13.000 Tonnen ausgeht – und damit um etwa 11.000 Tonnen mehr als das USGS ausweist. Sollten die US-Zahlen zutreffender sein, so ist es auch aus dieser Perspektive langfristig gesehen ein kluger Schachzug, die gesamte Wertschöpfungskette abdecken zu wollen. Viele Länder in Chinas Nachbarschaft verfügen über relativ große Goldvorkommen, während es ihnen nicht nur an Infrastruktur wie Straßen und Stromversorgung und moderner Explorationstechnologie mangelt, sondern auch an Infrastruktur in Form von Schmelzhütten und liquiden Handelsplätzen. In Ländern wie Indonesien oder Usbekistan gibt es beispielsweise keine internationalen Goldbörsen.

Explorationsarbeiten durch die Polizeibehörde

Alle Explorationsarbeiten in der Volksrepublik lagen bis 2018 in der Hand der „Goldenen Streitmacht der bewaffneten chinesischen Volkspolizei“ (中国人民武装警察部队黄金部队). Wenig überraschend begann die Geschichte dieser Einheit im Jahr 1979. Im März dieses Jahres, kurz nachdem der damalige Parteiführer Deng seine Macht gefestigt hatte, ordneten der chinesische Staatsrat und die zentrale Militärkommission an, die nationalen Kapazitäten zur Suche nach neuen Goldvorkommen zu stärken. So wurde die „Golden Force“ gegründet – zunächst als Teil des Infrastruktur-Ingenieurkorps und 1985 wurde sie ein eigenständiger Teil der Volksbefreiungsarmee (PLA). Die Einheit wurde sowohl von der

429 *Vgl.* USGS: US Mineral Commodity Summary 2020, S. 2

Zentralregierung als auch der „China National Gold Corporation“ finanziert und erhielt als Anreiz von der jeweiligen Provinz, in der die entsprechende Entdeckung gemacht wurde, jeweils 1,5 Millionen CNY für je 1.000 Kilogramm entdecktes Gold.

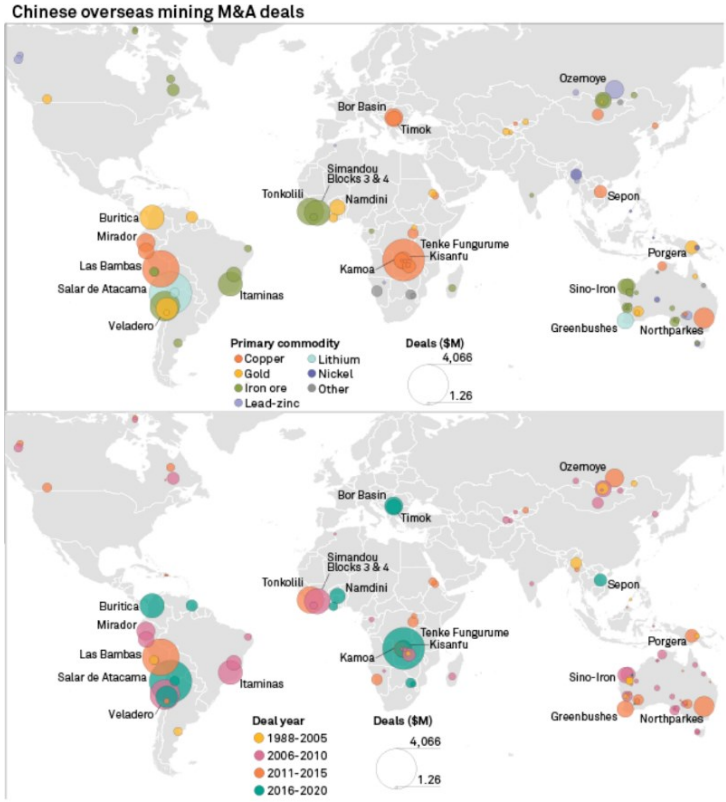
As a Chinese enterprise, Zijin would like to contribute to the existing good economic, trade, cultural and inter-governmental relations between China and Papua New Guinea. However, if Zijin's investment in Porgera mine is not properly protected by the PNG government, I am afraid there will be significant negative impact on the bilateral relations between China and PNG.
Chen Jinghe, Chairman Zijin Mining

1999 kam diese bewaffnete Polizeieinheit unter die Kontrolle der „Staatlichen Wirtschafts- und Handelskommission“. Nach deren Auflösung unterstand die Einheit der „Nationalen Energiekommission“ und 2009 wurde sie in das „Ministerium für Land und Ressourcen der Volksrepublik China“ integriert. Mit der Auflösung dieses Ministeriums im Jahr 2018 endete auch die Existenz der chinesischen bewaffneten Goldpolizei. Der unternehmerische Teil wurde in die „China National Gold Corporation“ eingegliedert, der Rest der Einheit wurde entmilitarisiert und ist nun Teil des „China Geological Survey“ unter der Kontrolle des „Ministeriums für Naturressourcen der Volksrepublik China“.[430] Während ihres Bestehens entdeckte die „Goldpolizei“ Gold im Umfang von mindestens 2.000 Tonnen und ein großer Teil des dramatischen Anstiegs der chinesischen Minenproduktion ist ihren Bemühungen zu verdanken.[431]

Mit der Entwicklung des chinesischen Minensektors ging auch ein Konzentrationsprozess einher. Wie viele andere Industrien in China – vor allem die Stahlindustrie – war auch der Minensektor ursprünglich extrem fragmentiert. Ursächlich hierfür sind die zahllosen Unternehmen, die gerade in den Anfangsjahren der chinesischen Reformbemühungen aufgrund von staatlichen und privaten Initiativen wie Pilze aus dem Boden schossen. Zur Jahrtausendwende waren über 2.000 Goldminer in China aktiv. Diese Zahl hat sich durch Übernahmen innerhalb von weniger als sieben Jahren halbiert. Mittlerweile gibt es weniger als 400 Produzenten. Die vier größten Minengesellschaften haben einen Marktanteil von etwa 60%.[432]

Doch die M&As chinesischer Goldunternehmen gehen weiter – diesmal im Ausland. Chinesische Minenunternehmen kaufen in großem Stil Liegenschaften und Vorkommen in Übersee. Dies geht auch Hand in Hand mit der BRI-Initiative.[433] Insgesamt wurden in den letzten Jahren mehr als 6 Mrd. USD in Projekte in Übersee investiert und damit rund 2.000 Tonnen Goldressourcen erworben.

—
430 *Vgl.* Wikipedia: Das Zentralkomitee der Kommunistischen Partei Chinas veröffentlicht das Programm zur Vertiefung der Reform der Partei- und Staatsinstitutionen; „Mysterious gold exploration unit of People's Armed Police“, *The China Times*, 7. August 2012
431 *Vgl.* Koos, Jansen: „China's Gold Army“, Bullionstar, 5. Dezember 2015
432 *Vgl.* Zhang, Yongtao: „China's gold mining industry: a story of growth“, World Gold Council, Gold Hub, 18. Oktober 2018
433 *Vgl.* „Das Gold und der Drache – China stabilisiert seinen Aufstieg mit Gold“, *In Gold We Trust*-Report 2019



Quelle: S&P Global Market Intelligence

Schlüsselakteure der chinesischen Goldindustrie

Einer der aktivsten chinesischen Akteure ist „Zijin Mining". Ursprünglich 1986 gegründet, erhielt das Unternehmen schließlich im Jahr 2000 durch den Zusammenschluss mehrerer Minenunternehmen sowie den anschließenden Börsengang seine heutige Form eines großen Konglomerats. „Zijin" betreibt Projekte auf der ganzen Welt, unter anderem in Serbien, Kongo, Peru und Tadschikistan. In Kolumbien haben sie erst vor kurzem eine ihrer Minen in Produktion gebracht. Der Fokus der Gruppe liegt auf Gold und Kupfer. Mit Reserven von rund 1.750 t Gold und 57 Mio. t Kupfer verfügt „Zijin" über rund 13% aller Gold- und ca. 50% der Kupferreserven und -ressourcen Chinas. Mit einigen spektakulären Übernahmen wurde das Unternehmen auch im Westen bekannt.

Im Dezember 2018 kauften die Chinesen „Nevsun" für rund 1,4 Mrd. USD,[434] ein Jahr später „Continental Gold" für rund 1 Mrd. USD – letzteres erfolgte in Form eines Barangebots.[435] Im Sommer 2020 übernahm „Zijin" „Guyana Goldfields" für rund 240 Mio. USD.[436] Als Folge dieser Investition produziert „Zijin" nun mehr Gold außerhalb Chinas als in China.

Einen Rückschlag gab es kürzlich in Papua-Neuguinea, da die Regierung die Verlängerung der Schürfrechte für die Porgera-Mine, die „Zijin" gemeinsam mit

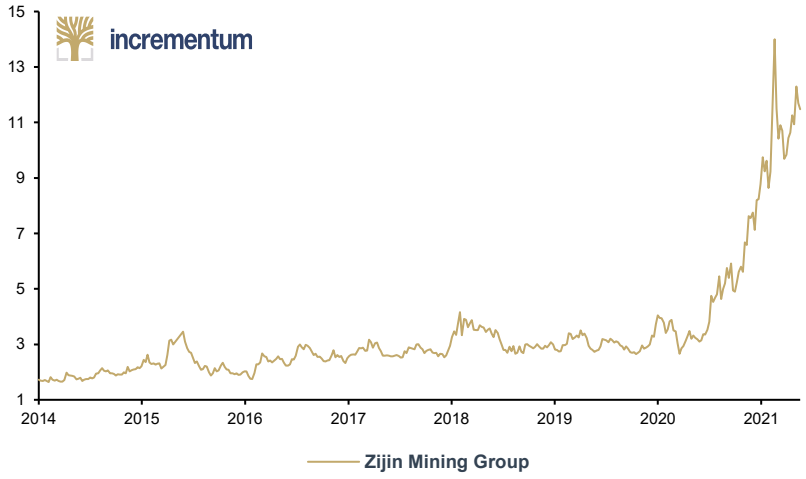
—
[434] *Vgl.* „Chinese firm Zijin Mining successful in takeover of Nevsun Resources", BNN Bloomberg, 31. Dezember 2019
[435] *Vgl.* Aoyon, Ashraf: „Chinas Zijin Wins Over Canadian Miner With a Rare Cash Offer", Bloomberg, 2. Dezember 2019
[436] *Vgl.* Chen, Jackson: „Zijin's Guyana Goldfields takeover backed by proxy firms", Mining, 15. Juli 2020

„Barrick Gold“ betreibt, ablehnte.[437] Dadurch entstand ein Verlust an Reserven in Höhe von ca. 1 Mrd. USD, was mehr ist als „Zijin“ letztjähriger Gewinn von 4,3 Mrd. CNY (ca. 700 Mio. USD). Das Unternehmen ist auf Platz 778 der „Forbes Global 2000“ gelistet und gehört damit zu den größten Goldminengesellschaften der Welt. Größter Anteilseigner des Unternehmens ist die „Shanghang Minxi Xinghang Investment Company“, die 24% der Anteile an „Zijin“ hält und im Besitz der Gemeinde Shanghang in der Provinz Fujian im Südosten Chinas ist.

The Chinese economy is the least badly affected of all economies this year and they buy a lot of iron ore. Whether we like it or not, the Chinese have done a less bad job.
Jim Rogers

Strukturen wie diese sind typisch für chinesische Aktienunternehmen im Allgemeinen. Häufig halten staatliche Stellen der unterschiedlichsten Ebenen (Zentralregierung, Provinz oder Kommune) immer noch große Anteile an börsennotierten Unternehmen und es gibt immer noch zahlreiche Minenunternehmen, die komplett von staatlichen Stellen kontrolliert werden.

Zijin Mining Group, Aktienkurs, in HKD, 01/2014-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

China is taking over Brazil, and that is worrying. They are investing in mining, agriculture, energy, ports, and airports. China isn't buying in Brazil, it's buying Brazil.
Jair Bolsonaro, Brasilianischer Präsident

Das dürfte vor allem für Chinas größte Minengesellschaft gelten: „China National Gold Group Corporation“ (CNG). Das Unternehmen ist das einzige, das sich direkt im Besitz der Zentralregierung in Peking befindet und unter der Aufsicht der „Kommission zur Kontrolle und Verwaltung von Staatsvermögen“ (SASAC) geführt wird. CNG ist ein Konglomerat, unter dessen Dach viele Goldminen operieren. Insgesamt gibt es 57 Tochtergesellschaften, von denen aber nur zwei börsennotiert sind: „Zhongjin Gold“ und „China Gold International“ (CGI). An letzterem Unternehmen hält CNG 30% der Anteile. Während „Zhongjin Gold“ nur in Shanghai börsennotiert ist, wird CGI in Toronto und Hongkong gehandelt. Lässt man in Hongkong gelistete Unternehmen außer Acht, ist CGI das einzige international börsennotierte Unternehmen, das Goldminen auf dem Festland besitzt. CNG besitzt aber nicht nur Minen. Der Konzern betreibt auch Schmelzhütten und eine äußerst erfolgreiche Schmuckkette: „Zhongjin Jewellery“. Außerdem gibt es in ganz China über 1.800 Franchise-Geschäfte von CNG, die die eigenen Anlageprodukte, insbesondere Goldbarren, verkaufen.

[437] *Vgl.* Xuan, Xiao und Jia, Denise: „China Gold-Mining Giant Zijin Fights Loss of $1 Billion-a-Year Papua New Guinea Mine“, Caixin Global, 5. September 2020

CNG kontrolliert direkt oder indirekt über 30% der chinesischen Goldreserven. CNG hält den Vorsitz der „China Gold Association“ (CGA) und war das erste chinesische Mitglied des „World Gold Council“ (WGC).[438] Ebenfalls Mitglied des WGC wurde ein weiteres großes Goldminenunternehmen Chinas: „Shandong Gold“. Der Konzern wird von der Regierung der Provinz Shandong kontrolliert und ist in Shanghai und Hongkong gelistet. Auch er befindet sich auf einem aggressiven Expansionskurs: Im Mai 2020 bot er fast 180 Mio. USD für „TMAC Resources“. Während dieses Angebot von 97% der TMAC-Aktionäre angenommen wurde, lehnte die kanadische Regierung Ende Dezember 2020 den Verkauf ab. Zur Begründung ihrer Entscheidung berief sich die Regierung lediglich auf den „Investment Canada Act“ und lehnte jede weitere Stellungnahme ab.[439] Aber angesichts der Spannungen, die in den letzten Jahren aufgetreten sind, als Kanada zum Beispiel die hochrangige Managerin von Huawei und Tochter des Firmengründers auf Ersuchen der USA verhaftete, und China mit der Verhaftung von zwei Kanadiern Vergeltung übte, kam die Entscheidung Kanadas nicht gänzlich überraschend.[440]

TMAC is adding reserves and resources of 10-plus million ounces of gold at an extremely good price. And it's in an area we know well. We feel very comfortable with our ability to improve operations there and to find a lot more gold.
Sean Boyd
CEO, Agnico Eagle

„TMACs Hope Bay Goldmine“ liegt im arktischen Gebiet von Nunavut und infolge des erwarteten Klimawandels könnten sich neue Schifffahrtsrouten in der Arktis eröffnen. Offensichtlich hielt es Kanada für zu riskant, einem Unternehmen, das von einer chinesischen Regierungseinheit kontrolliert wird, eine Beteiligung an diesem strategischen Gebiet zu erlauben. Nur zwei Wochen nach der Ablehnung von „Shandong“ unterbreitete „Agnico Eagle“ ein Angebot, dem TMAC nicht widerstehen konnte. Der Senior Producer kaufte das Unternehmen für mehr als 280 Mio. USD. Der Deal wurde Anfang Februar 2021 abgeschlossen.[441]

Der gescheiterte Kaufversuch ist ein weiteres Beispiel für das zunehmend rauere Klima zwischen China und dem Westen. Es ist sehr wahrscheinlich, dass mehr und mehr chinesische Übernahmeversuche von westlichen Regierungen abgelehnt werden – nicht nur im Technologiebereich, sondern auch wenn es um Rohstoffe geht bzw. wenn Minenunternehmen Projekte in strategisch wichtigen Gebieten verfolgen. Es wird interessant zu beobachten sein, wie sich das mit Chinas langsamen, aber stetigen Fortschritten bei der Öffnung und seinen Versuchen, mehr ausländisches Kapital auf das Festland zu locken, vereinbaren lässt.

In Argentinien wurde „Shandong“ dagegen der rote Teppich ausgerollt. Die Chinesen zahlten 2017 fast 1 Mrd. USD an „Barrick Gold“ für eine 50%ige Beteiligung an der Goldmine Veladero. Seitdem gibt es eine Verflechtung mit dem US-Konzern. Beide Unternehmen besitzen Anteile am jeweils anderen im Wert von rund 300 Mio. USD. Das Unternehmen betreibt auch Minen in der Inneren Mongolei sowie in den chinesischen Provinzen Gansu und Fujian. Darüber hinaus ist die „Xiling Mine“ in Shandong die größte Goldmine Chinas. Das Unternehmen schätzt die Reserven auf mindestens 380 Tonnen, was einer Bewertung von 22 Mrd. USD entspricht. Im vergangenen Jahr trug Shandong rund 6% zur gesamten Goldproduktion in China bei.

—
438 *Vgl.* World Gold Council Mitglieder
439 *Vgl.* Strong, Walter: „Ottawa blocks Chinese takeover of Nunavut gold mine project after national security review“, CBC, 22. Dezember 2020
440 *Vgl.* „U.S. „deeply concerned“ as China starts Canadians' trials in secret“, *MSN* News, 23. März 2021
441 *Vgl.* „Agnico Eagle Mines Limited Completes Acquisition of TMAC Resources Inc.“,MarketWatch,2. Februar 2021

Shandong Mining Group, Aktienkurs, in HKD, 10/2018-05/2021

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Die Provinz Shandong ist eines der goldreichsten Gebiete in China. So ist es kaum verwunderlich, dass weitere Goldminenunternehmen in dieser Provinz ihren Sitz haben. So wie „Zhaojin Mining", das sich ausschließlich auf die Produktion in China konzentriert. Insgesamt verfügt das Unternehmen über Goldreserven im Umfang von 16,4 Mio. Unzen und weitere 39,6 Mio. Unzen als Ressourcen. Im vergangenen Jahr konnte „Zhaojin" seine Gewinne mehr als verdoppeln. Pro Aktie stiegen sie von 0,15 CNY im Jahr 2019 auf 0,32 CNY, insgesamt verdiente der Konzern so rund 1,43 Mrd. CNY vor Steuern. Für das laufende Jahr rechnet das Management mit ähnlich hohen Umsätzen wie 2020 (7,65 Mrd. CNY), erwartete allerdings einen Rückgang der Gewinnmarge, sodass der Verdienst pro Aktie leicht unter 0,30 CNY fallen dürfte. „Zhaojin" fördert nicht nur Gold, sondern generiert auch zusätzliche Einnahmen, indem es seine Schmelzöfen an andere Minenunternehmen vermietet. Von der für dieses Jahr angestrebten Goldproduktion von rund 32 Tonnen werden etwa 13 Tonnen nicht aus eigener Produktion stammen. Dieser Geschäftszweig wird in Zukunft weiter zulegen.

Active Chinese gold-producing mines

Quelle: S&P Global Market Intelligence

Afrika und Zentralasien im Fokus

Aufgrund von Initiativen wie der „BRI“ und der dualen Zirkulation positioniert sich China als Drehscheibe für die Verarbeitung von Rohstoffen. Ein gutes Beispiel ist die kürzlich in Ningbo errichtete Fabrik von „Vale“, dem größten Eisenerzproduzenten der Welt. Dort produziert das brasilianische Unternehmen sein modernstes Produkt ausschließlich für den chinesischen Stahlmarkt. Vales Konkurrent „Rio Tinto“ hat einen ähnlichen Schritt angekündigt. Ähnliches stellte man sich wohl auch für den Goldmarkt vor und hat hierbei gerade die Minenproduktion aus Zentral- und Südostasien im Auge: die Aufbereitung des Golderzes soll in China erfolgen, bevor es dann an der SGE verkauft wird.

When I was growing up, my parents told me, 'Finish your dinner. People in China and India are starving.' I tell my daughters, 'Finish your homework. People in India and China are starving for your job.
Thomas Friedman

Interessant ist auch, dass viele chinesische Mischkonzerne in Minenunternehmen investieren oder sogar selbst Minen besitzen. Während es im Westen höchst ungewöhnlich wäre, würde ein Konzern wie Siemens in chilenische Kupferminen investieren, kennt man in China derartige Beschränkungen nicht: So hält beispielsweise die „Shanghai Construction Group“ (SCG) über ihren internationalen Arm, die „Shanghai Corporation for Foreign Economic & Technological Cooperation“ (SEFCO), 60% an der eritreischen Goldmine „Zara Gold“. Die „Sichuan Road and Bridge Group“ (SRBG) ist ein weiteres chinesisches Bauunternehmen, das Grundstücke in Eritrea besitzt. In Südafrika betreibt der „China-Africa Development Fund“ zusammen mit dem Metallhandelsunternehmen „Bayin“ die „Modderfontein Goldmine“ in der Nähe von Johannesburg.[442] Das ist ein weiteres Beispiel dafür, wie chinesische Unternehmen versuchen, die gesamte Wertschöpfungskette zu kontrollieren: vom Abbau über die Verarbeitung bis hin zum Handel.

Natürlich geben diese Investitionen China auch mehr Einfluss und Einflussmöglichkeiten in den jeweiligen Ländern. So ist es nicht verwunderlich, dass sich der Großteil der ausgehenden chinesischen Direktinvestitionen (ODI) im Minensektor auf den asiatisch-pazifischen Raum und Afrika konzentriert. Gerade letzteres ist offener für – und auch angewiesener auf – ausländische (chinesische) Investitionen und hegt keine allzu starken Vorurteile gegenüber Chinesen. Selbstverständlich gibt auch in Afrika der wachsende chinesische Einfluss Anlass zur Sorge, aber das ist nichts im Vergleich z. B. zu Europa, wo die EU-Wettbewerbskommissarin Margrethe Vestager explizit die Verstaatlichung von Unternehmen empfahl, um chinesische Übernahmen zu verhindern.

Zentralasien steht vermehrt im Fokus der chinesischen Goldminenindustrie. Zentralasien ist eine der Kernregionen der BRI und angesichts der derzeitigen abgeschiedenen Lage der zentralasiatischen Republiken ist der Anschluss an und der Ausbau der Geschäftsmöglichkeiten mit einer reifenden und wachsenden chinesischen Goldminenindustrie mehr als attraktiv.

—
[442] Ericsson, Magnus; Löf, Olof & Löf, Anton: *Chinese control over African and global mining- past, present and future*, Mineral Economics, 10. Februar 2020, S.159ff

Fazit

> *„The Chinese mentality was not understood then either in Europe or America: Europe was at the pinnacle of world power, full of confidence in the present and future, and Europeans found the Chinese amusing for their rejection of paper money and their practice of weighing metallic currency on scales. People presumed that the Chinese were five generations behind us – in reality they were a generation ahead of Europe.“*
>
> Felix Somary, The Raven of Zurich, 1913

Der chinesische Minensektor entwickelt sich dynamisch. Fortlaufend professionalisiert und internationalisiert er seine Aktivitäten. Mit einer ebenfalls wachsenden und breiter werdenden Investitionslandschaft und politischen Initiativen wie der BRI und der jüngst angekündigten dualen Zirkulation sind die Perspektiven der chinesischen Goldminenindustrie durchaus rosig. Es sind mehr strategische Übernahmen im Ausland zu erwarten, insbesondere in Zentralasien und in der südostasiatisch-pazifischen Region entlang der BRI-Routen, sowie mehr Börsengänge zur Finanzierung dieser Übernahmen. Mit der fortschreitenden Öffnung der Finanzmärkte für den Rest der Welt werden sich langfristig auch weitere Möglichkeiten für internationale Investoren eröffnen – auch wenn dies ein langwieriger Prozess sein könnte, zumal westliche Unternehmen gegenüber Direktinvestitionen in China immer zurückhaltender werden. **Nichtsdestotrotz sind die langfristigen Aussichten der chinesischen Goldminengesellschaften glänzend.**

DONLIN GOLD IS POISED TO BECOME ONE OF THE LARGEST, HIGHEST-GRADE GOLD MINES IN THE WORLD. AND IT'S LOCATED IN ALASKA, WHERE RESPONSIBLE AND SUSTAINABLE DEVELOPMENT IS WELCOME.

NOVAGOLD

NOVAGOLD.COM

Goldene Chancen im Minensektor

„Price is what you pay. Value is what you get.“

Warren Buffett

Key Takeaways

- **2020 verbesserte sich die fundamentale Situation der Gold- und Silberminer erheblich.**
- **Im Jahr 2020 hatten die Produzenten ihr profitabelstes Jahr überhaupt. Der durchschnittliche Spot-Goldpreis stieg auf 1.770 USD pro Unze, aber die durchschnittlichen AISC der Branche blieben unverändert.**
- **Während der Goldpreis im Vorjahr neue Allzeithochs markierte, spiegelt die Bewertung der Goldminenunternehmen die stark gestiegene Profitabilität noch nicht wider.**
- **Die allmähliche Verschlechterung der Produktionsprofile vieler großer Produzenten wird sich wahrscheinlich fortsetzen und zu zunehmenden M&A-Aktivitäten führen.**
- **Wir erwarten, dass Goldminenunternehmen im Jahr 2021 und darüber hinaus rekordhohe Cashflows generieren werden.**

Einführung

„There's nothing you can do that can't be done
Nothing you can sing that can't be sung
Nothing you can say, but you can learn how to play the game.
It's easy
Nothing you can make that can't be made
No one you can save that can't be saved
Nothing you can do, but you can learn how to be you in time
It's easy
All you need is love."

The Beatles, „All You Need Is Love"

„Minenaktien: Die Party hat begonnen", so lautete der Titel des letztjährigen Kapitels über Minenaktien. Seit der Veröffentlichung unseres letztjährigen *In Gold We Trust*-Reports sind die Minenaktien (HUI) um 23% gestiegen, während die Junior-Miner (GDXJ) um 26% zugelegt haben. Im Vorjahr kamen wir zu folgendem Schluss:

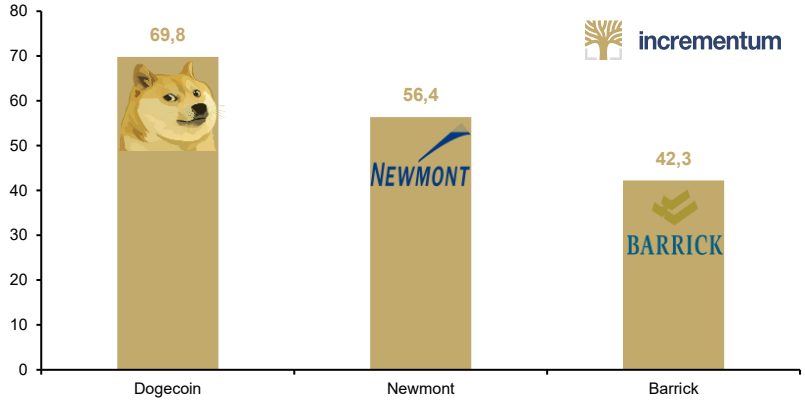
> *„**Trotz dieser positiven Entwicklungen gibt es weiterhin nur wenige Sektoren, die von der Anlegergemeinschaft stärker untergewichtet werden als der Bergbausektor.** Dies zeigt sich an der fast zwergenhaften Marktkapitalisierung des Sektors. Insofern erwarten wir, dass die Minenaktien – und ihre Aktionäre – nach einer zermürbenden Durststrecke in den nächsten Jahren eine reiche Ernte einfahren werden. Nun liegt es aber an der Branche, die in den letzten Jahren gemachten Versprechen einzulösen und neues Anlegervertrauen aufzubauen."*[443]

The gold industry is now a real business.
Alex Black

Ein Jahr später können wir mit Fug und Recht behaupten, dass die Branche „geliefert" hat. Die Value-Proposition der Minenaktien hat sich in der Zwischenzeit weiter verbessert.[444] Doch diese bedeutende Unterbewertung ist weitgehend unbemerkt geblieben, da sich die Anleger auf Kryptowährungen, SPACs, Reddit-induzierte Squeezes wie GameStop und natürlich FAANG-Aktien konzentrieren. Eindrucksvolles Beispiel dieses merkwürdigen Marktumfeldes ist die Tatsache, dass die „Spaßwährung" Dogecoin – eine satirische Hommage an Bitcoin, die keinen anderen Zweck verfolgt als ein paar Lacher zu erzeugen[445] – im Mai eine deutlich höhere Bewertung als die beiden größten Goldproduzenten „Newmont Mining" und „Barrick Gold" aufwies. Doch irgendwann werden Generalisten und Value-Investoren das Wertversprechen des Minensektors (wieder)entdecken. **Um die Beatles zu zitieren: „All you (they) need is love."**

—
[443] *Vgl.* „Minenaktien: Die Party hat begonnen", *In Gold We Trust*-Report 2020
[444] *Siehe* Kapitel „Goldene Chancen im Minensektor" in diesem *In Gold We Trust*-Report
[445] *Vgl.* Ostroff, Caitlin und McCabe, Caitlin: „What Is Dogecoin, How to Say It, and Why It's No Longer a Joke", *The Wall Street Journal*, 10. Mai 2021

Marktkapitalisierung Dogecoin, Newmont und Barrick, in Mrd. USD



Quelle: Reuters Eikon (per 14.05.2021), Incrementum AG

I feel like an oversexed man in a harem. This is the time to start investing.
Warren Buffett
Oktober 1974

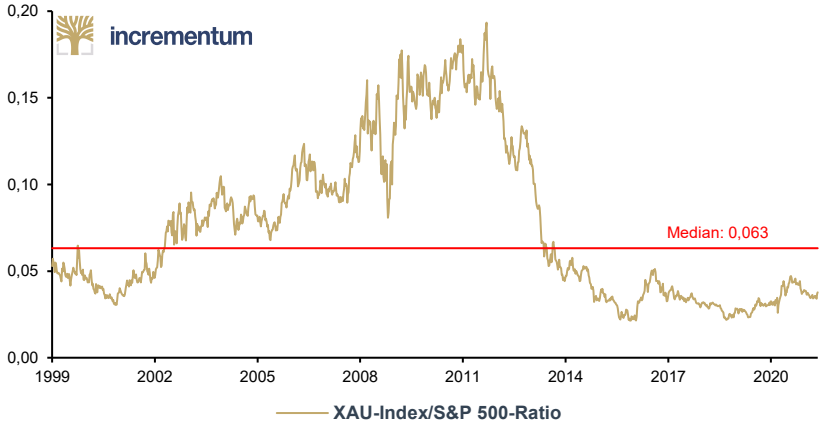
Im Laufe der letzten 12 Monate haben wir mehr als 120 Gespräche mit Managementteams von Mining-Unternehmen geführt. Bei der Teilnahme an den (virtuellen) Konferenzen fühlten wir uns oft, als würden wir an Deep-Value-Tagungen teilnehmen. Für uns ist klar: Die Gold- und Silberminenindustrie befindet sich derzeit in der besten Verfassung seit Ewigkeiten, zumindest, seit wir vor 15 Jahren mit dem Research von und der Investition in Minenaktien begonnen haben.

2020 – Das Jahr im Rückblick und Status Quo

„Markets tend to return to the mean over time."
Bob Farrell

Bevor wir die Entwicklung der Minenaktien in den letzten Jahren näher betrachten, lohnt sich ein kurzer Blick aus einer längerfristigen Perspektive. Der folgende Chart zeigt die Performance der Minenaktien (XAU) im Verhältnis zu den Aktienmärkten (S&P 500) und verdeutlicht, wie niedrig die Goldminenaktien im Vergleich zum breiteren Aktienmarkt bewertet werden.

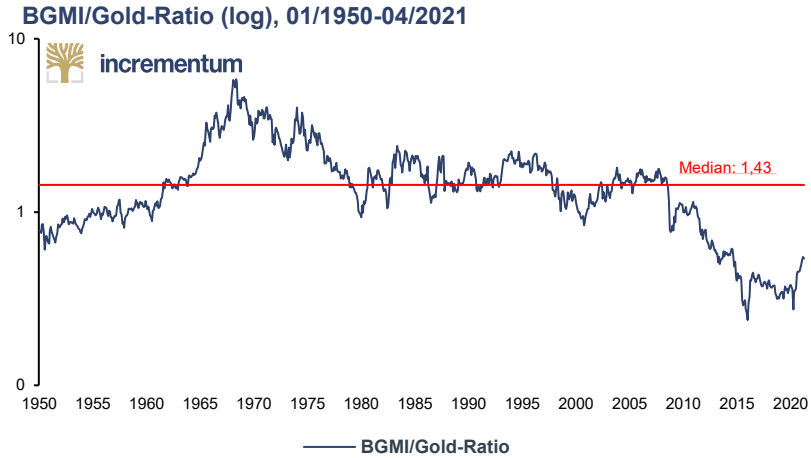
XAU-Index/S&P 500-Ratio, 01/1999-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

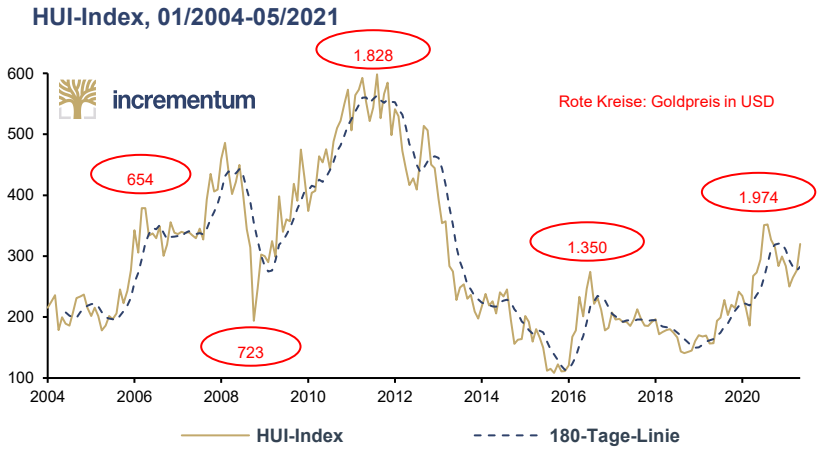
To us, redeployment of a portion of general U.S. equity exposure to gold shares at this juncture represents a non-consensus portfolio allocation with extremely high probabilities for success.
Trey Reik

Diese Underperformance der Minenaktien wird besonders deutlich, wenn wir einen noch längerfristigen Vergleich anstellen. Der älteste verfügbare Goldminenindex, der „Barron's Gold Mining Index" (BGMI), notiert Mitte Mai bei 0,5 und damit – relativ zu Gold – nahe dem 70-Jahres-Tiefststand. Darüber hinaus liegt der aktuelle Wert meilenweit unter dem langfristigen Median von 1,43x.



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

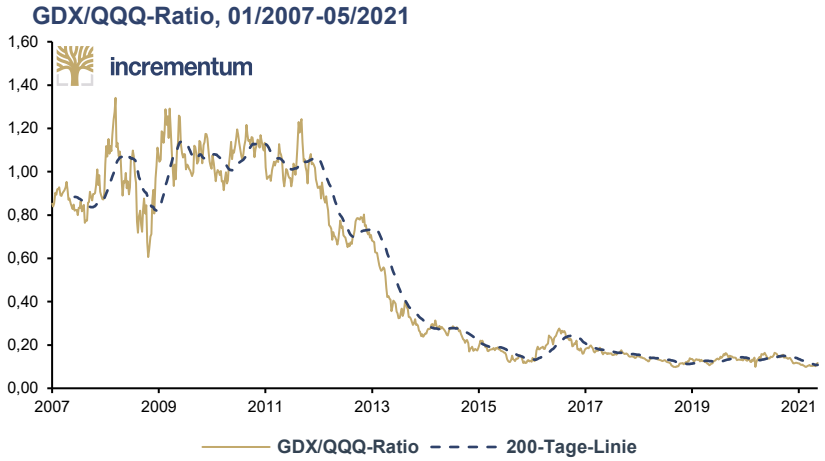
Nun, was ist in den letzten 12 Monaten passiert? Der HUI erreichte seinen Höchststand am 5. August 2020 bei 360 Punkten und ist seither auf ein Tief von 250 Punkten im März 2021 zurückgefallen. Es ist erwähnenswert, dass der HUI derzeit auf dem gleichen Niveau wie im Jahr 2016 gehandelt wird, als der Goldpreis bei 1.350 USD lag. Die zusätzlichen rund 500 USD/Unze bedeuten eine erhebliche Ausweitung der Marge und des Cashflows.



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

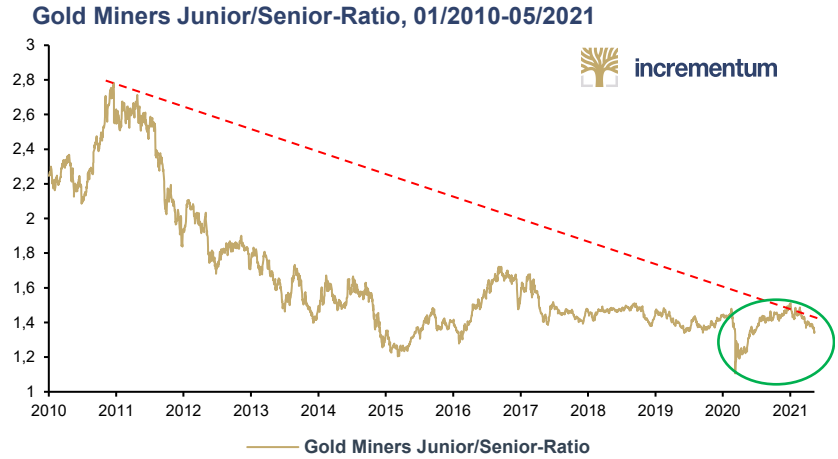
Das Interesse am Minensektor hat im letzten Jahr merklich zugenommen. Dies ist u. a. auch auf Warren Buffetts Investition in „Barrick Gold" zurückzuführen. Seit dem Herbst sehen wir überwiegend Desinteresse und Apathie. **Doch ein Blick auf die relative Stärke zeigt, dass derzeit – langsam, aber sicher – eine Sektorrotation stattfindet.** Wenn wir uns die relative Stärke der Minenaktien (GDX) im Vergleich zum führenden Sektor des

Aktienmarktes, den Technologiewerten (QQQ), ansehen, ist zu erkennen, dass die Minenwerte allmählich an relativer Stärke gewonnen haben. Dies verdeutlicht, dass sich die relative Stärke des Goldminensektors in letzter Zeit – weitgehend unbemerkt – verbessert hat.



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Wenn wir außerdem die relative Stärke innerhalb des Minensektors analysieren, scheint es, dass die Risikobereitschaft langsam zurückkehrt. Die Junior-Miner (GDXJ) zeigten in den letzten Monaten relative Stärke im Vergleich zu den Seniors (GDX).

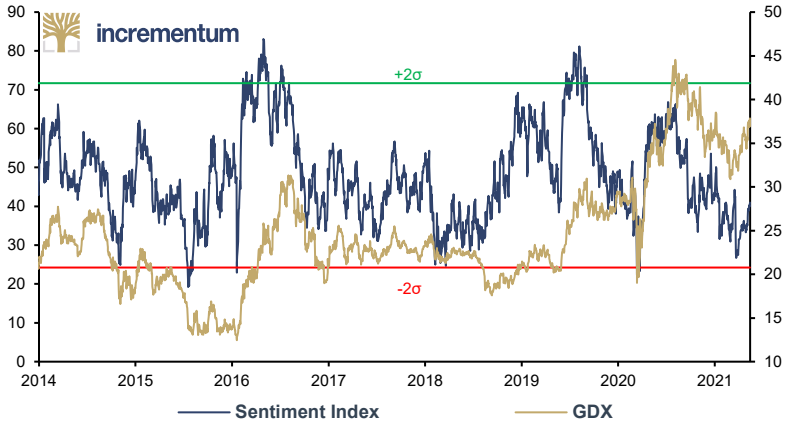


Quelle: Crescat Capital, Tavi Costa, Reuters Eikon, Incrementum AG

Ein Blick auf den „Sprott-Equity-Sentiment-Index“[446] bestätigt unsere zuversichtliche Grundhaltung. Die Stimmung erreichte im März einen Tiefpunkt, der Indikator war nahe an seiner zweiten Standardabweichung. Seitdem haben sich der Sprott-Index und der GDX-Index erholt, von Euphorieniveaus wie im August 2020 sind sie aber noch weit entfernt. Insofern scheint die aktuelle technische Ausgangslage für weitere Kurssteigerungen hervorragend zu sein.

[446] Die Daten wurden uns freundlicherweise von unserem Premium-Partner Sprott Asset Management zur Verfügung gestellt.

Sprott-Gold-Equity-Sentiment-Index (lhs), und GDX (rhs), 01/2014-05/2021



Quelle: Sprott Asset Management, Incrementum AG

Überblick über die Bewertung der Minenaktien

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

Warren Buffett

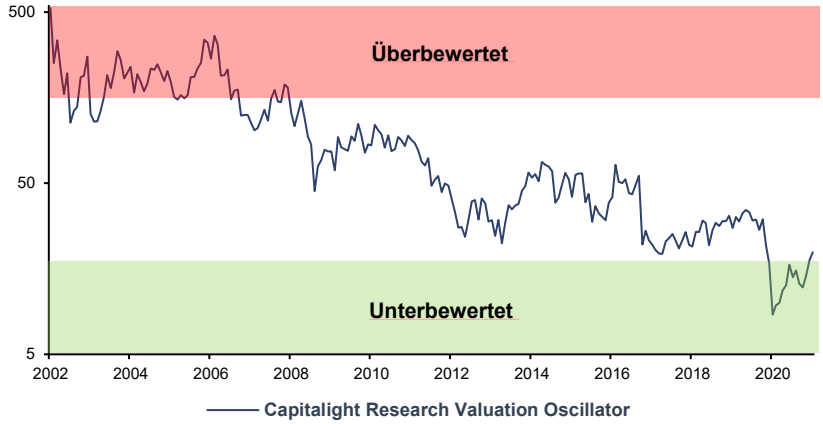
Nobody can catch all the fluctuations. In a bull market your game is to buy and hold until you believe that the bull market is near its end.
Jesse Livermore

Das oben zitierte „Orakel von Omaha" machte im vergangenen Jahr Schlagzeilen, als „Berkshire Hathaway" 500 Mio. USD in „Barrick Gold" investierte. Dies war etwas überraschend, da Buffett nie müde geworden war, schlecht über Gold zu reden.[447] Die Liebesaffäre sollte jedoch nicht lange anhalten. Der 13F-Bericht von Berkshire belegt, dass Buffett seine Barrick-Position in Q4/2020 liquidierte. Dennoch ist es bemerkenswert, dass der berühmteste Value-Investor in der Bilanz eines Minenunternehmens anscheinend „Value" gefunden hat. Wir teilen Buffetts Meinung: **Aus der Bewertungsperspektive war die Branche noch nie so günstig.**[448]

[447] Warren Buffetts Abneigung gegen Gold lässt sich auch durch ein gewisses rebellisches Verhalten gegenüber seinem Vater, Howard Buffett, erklären. Buffett Sr. war ein liberaler Senator, im Sinne eines klassischen Liberalen, der jeden Tag seines Lebens damit verbrachte, sich für eine Rückkehr zum Goldstandard einzusetzen. *Vgl.* „Woher kommt Warren Buffets Aurophobie?", *In Gold We Trust*-Report 2012

[448] Dieser Chart wurden von unseren Freunden bei Capitalight Research zur Verfügung gestellt. Leser des *In Gold We Trust*-Reports können sich unter folgendem Link für einen exklusiven kostenlosen Test anmelden: Incrementum I Capitalight Research

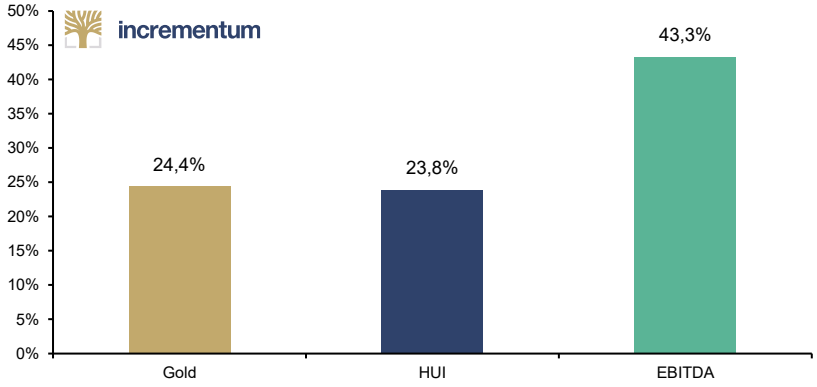
S&P/TSX Global Gold Index - Capitalight Research Valuation Oscillator, 03/2002-03/2021



Quelle: Bloomberg, CapitalightResearch.com, Incrementum AG

In einem typischen Bullenmarkt oder Seitwärtsmarkt sollten die Goldminen aufgrund der Hebelwirkung für jeden Anstieg des Goldpreises um 1,0% um 2-3% zulegen. Liegt der Goldpreis beispielsweise bei 1.000 USD/Unze und die AISC bei 950 USD/Unze, beträgt die Nettomarge 50 USD/Unze. Steigt der Goldpreis um 10% auf 1.100 USD/Unze, während die AISC gleich bleiben, führt der 10%ige Anstieg des Goldpreises zu einer 20%igen Erhöhung der Marge von 50 USD/Unze auf 60 USD/Unze. **Im Jahr 2020 war allerdings das Gegenteil der Fall: Die Minenaktien entwickelten sich schlechter als der Goldpreis.**

Gold, HUI, und EBIDTA, Rendite 2020

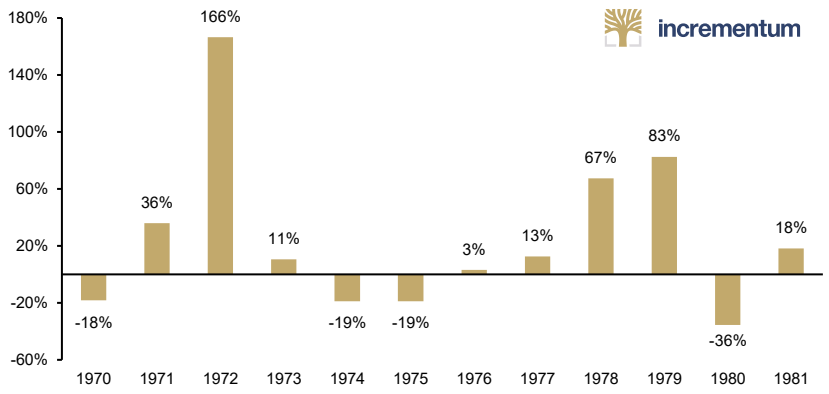


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

I believe in yesterday.
"Yesterday"
The Beatles

Die Bewertung im Goldsektor würde Sinn ergeben, wenn der Anstieg der Edelmetallpreise vorübergehend und nicht nachhaltig wäre. Dies ist jedoch nicht der Fall, zumindest nicht aus unserer Sicht. Der letzte große Bullenmarkt für Edelmetalle fand in der westlichen Welt in den 1970er-Jahren statt, allerdings beschränkte er sich damals hauptsächlich auf die USA. Metalle und Minenaktien schossen gleichermaßen in die Höhe. **Investitionen in Minenaktien bescherten Anlegern in den 1970er-Jahren ein kleines Vermögen.**

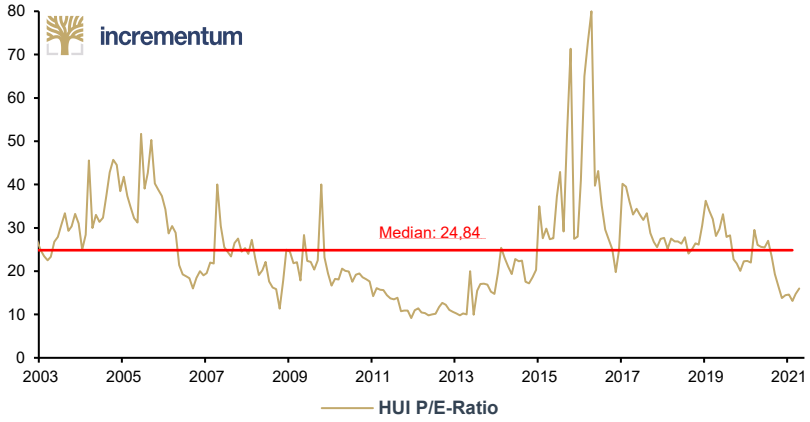
BGMI-Performance, in %, 1970-1981



Quelle: Nick Laird, Incrementum AG

In den nächsten Charts haben wir die im „HUI Gold Bugs Index“[449] enthaltenen Unternehmen ausgewählt, um die durchschnittlichen P/CF- und P/E-Multiplikatoren zu ermitteln. **Das aktuelle KGV im HUI liegt derzeit bei 16,1 und damit signifikant unter dem Median von 24,8.**

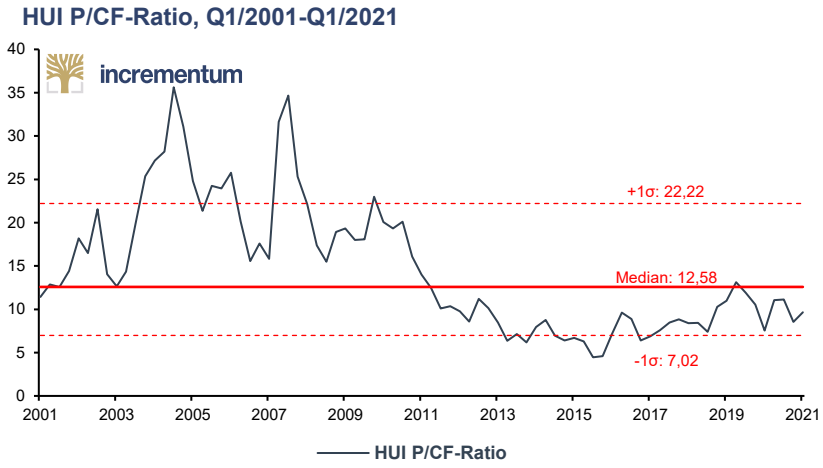
HUI P/E-Ratio, 01/2003-04/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Der nächste Chart zeigt das P/CF-Multiple des HUI von Q4/2001-Q1/2021. Die rote Linie entspricht dem Median von 12,58x in diesen Zeitraum. Die gestrichelten Linien entsprechen einer Standardabweichung über bzw. einer unter dem Mittelwert. Am Ende von Q1/2021 lag der Wert bei 9,66 und damit am unteren Ende der Spanne, was auf eine markante Unterbewertung hindeutet. **In Q1/2021 lag der Spot-Goldpreis im Durchschnitt bei 1.799 USD, während die AISC stabil bei ca. 1.000 USD lagen. Das bedeutet, dass die AISC-Marge der Branche aktuell bei ca. 800 USD liegt.**

[449] Zu den Unternehmen im HUI gehören: Newmont, Barrick Gold, Wheaton Precious, Agnico Eagle Mines, Kirkland Lake Gold, AngloGold Ashanti, Kinross, Gold Fields, B2 Gold, Yamana Gold, SSR Mining, Alamos Gold, Novagold, Compania de Minas Buenaventura, Harmony Gold, Coeur Mining, Equinox Gold, Eldorado Gold, Pretium Resources, und IAMGOLD.



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

You never give me your money /
You only give me your funny paper.
And in the middle of negotiations
You break down.
„You Never Give Me Your Money"
The Beatles

Wir haben uns bereits verschiedenste Bewertungskennzahlen angesehen. Es lohnt sich allerdings auch, einen Blick auf die relative Bewertung von Minenaktien im Vergleich zu Gold zu wagen. Im Umfeld von Bullenmärkten neigen Goldaktien dazu, mit einem Aufschlag zu Gold zu handeln, wie im letzten Bullenmarkt (2001-2011/12) zu sehen war. Das HUI/Gold-Ratio zeigt an, dass Goldaktien aktuell eine Standardabweichung unter dem Mittelwert gehandelt werden. Goldaktien sind also um mehr als eine Standardabweichung günstiger als der historische Mittelwert.

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Fazit

Ein Spekulant ist ein Mann, der die Zukunft beobachtet und handelt, bevor sie eintritt.
Bernard Baruch

Egal wie man es betrachtet, unter Verwendung aller Bewertungskennzahlen sowie einiger grundlegender Statistiken, ist es schwierig, ein vernünftiges Argument dafür zu finden, dass Goldaktien nicht preiswert sind. Unser lieber Freund John Hathaway erwähnte kürzlich ein weiteres verblüffendes Beispiel für die Unterbewertung von Goldminenaktien: Gegenüber dem „S&P 500-Total-Return-Composite-Index" weisen sie einen Abschlag von 50% auf. So werden Goldminenaktien mit einem EV/EBITDA von 7,8 gehandelt, verglichen mit dem gleichgewichteten S&P 500 von 16,8. Das ist die größte Differenz seit 10 Jahren.[450]

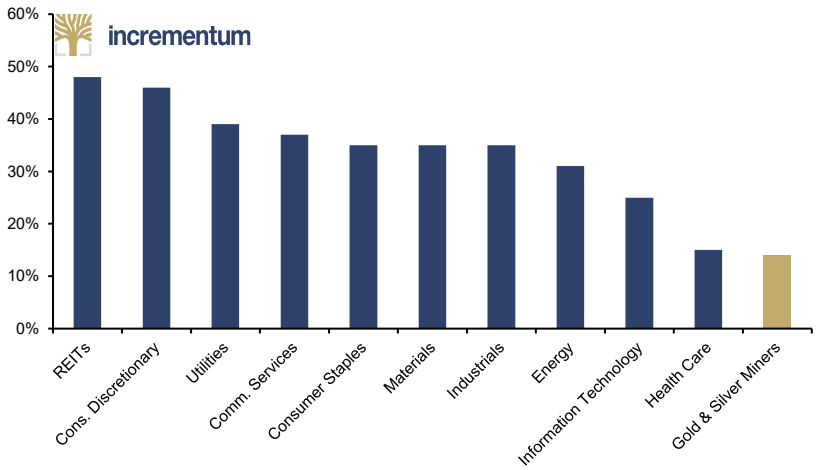
[450] *Vgl.* Hathaway, John: „One of the Greatest Bubbles in History", Sprott Gold Report, 22. Jänner 2021

Ein „Deep Dive“ in die (Unter-)Bewertung des Minensektors

> *„Patience is power. Patience is not an absence of action; rather it is timing; it waits on the right time to act, for the right principles and in the right way.“*
>
> Fulton J. Sheen

Nicht nur auf absoluter Ebene, sondern auch relativ zu anderen Sektoren, erscheint die Bewertung des Minensektors zunehmend attraktiver. Maßgeblich verantwortlich dafür sind die höhere Rentabilität und Bilanzqualität, ein niedrigerer Verschuldungsgrad, gestiegene Eigenkapitalrenditen und der zunehmende Fokus auf Aktienrückkäufe bzw. Dividendenerhöhungen.

Median Gesamtschulden zu Vermögenswerte-Ratio, Russell 3000 und Top 50 Precious Metals Miners nach Marktkapitalisierung, 2020

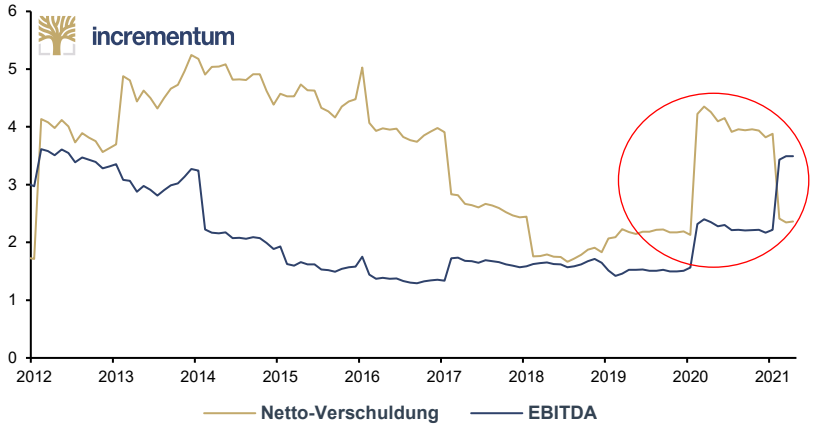


Quelle: Crescat Capital, Tavi Costa, Bloomberg, Incrementum AG

Gold companies improved on leverage ratios in 2020. With an expected increase in performance, leverage ratios are expected to further decrease significantly, providing a much healthier balance sheet in the near future. Leverage ratios for the gold industry are expected to be significantly better than most other mining industries.
McKinsey

Die Nettoverschuldung begann zu sinken, als der aktuelle Bullenmarkt 2016 begann. Die große Spitze in Rot markiert den Ausbruch der Coronavirus-Pandemie. Die Unternehmen wollten sich gegen Liquiditätsprobleme absichern, da zahlreiche Minen temporär geschlossen werden mussten. Die Nettoverschuldung ist seitdem gesunken und sie wird weiter sinken. Die Unternehmen werden jedoch konservativ bleiben und ihre revolvierenden Kredite vollständig zurückzahlen, da trotz der angelaufenen Corona-Impfungen eine gewisse Unsicherheit im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie bestehen bleibt. Gleichzeitig ist die Fremdfinanzierung im aktuellen Umfeld attraktiv, da die Kosten für Fremdkapital weitaus günstiger sind als die Kosten für Eigenkapital, sodass die Nettoverschuldung langsamer sinken könnte als sonst, zumindest bis die Kosten für Eigenkapital fallen.

HUI Netto-Verschuldung und EBITDA, in Mrd. USD, 01/2012-04/2021

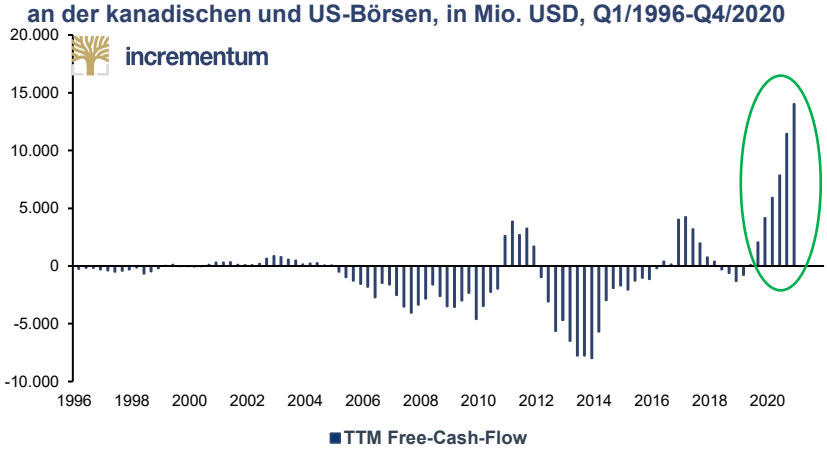


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

We cut back on expenses to yield a better balance sheet next year. We avoid ice cream today for a better body next year.
Chip Heath

Die wahre Rentabilität, insbesondere bei Goldunternehmen, spiegelt sich nicht im Nettogewinn wider. Wesentlich aussagekräftiger ist der Free-Cash-Flow (FCF), also der überschüssige Cashflow, der über den Aufwand für Reinvestitionen und Erweiterungsinvestitionen hinausgeht. **Der Minensektor als Ganzer generierte von 2013-2016 keinen Free-Cash-Flow.** Selbst danach war der freie Cashflow relativ marginal und auf Unternehmen mit niedrigen Kosten beschränkt. Der Großteil der Branche – mit Ausnahme der Produzenten im Quartil mit den höchsten Kosten – erwirtschaftete ab Mitte 2019 insgesamt einen positiven freien Cashflow. Spätestens als der Goldpreis die Marke von 1.600 USD/Unze und höher erreichte, wurde die Branche schnell Free-Cashflow-positiv und die Produzenten mit niedrigen Kosten wurden zu wahren Cashflow-Monstern.

TTM Free-Cash-Flow der Top 50 Miner nach Marktkapitalisierung an der kanadischen und US-Börsen, in Mio. USD, Q1/1996-Q4/2020



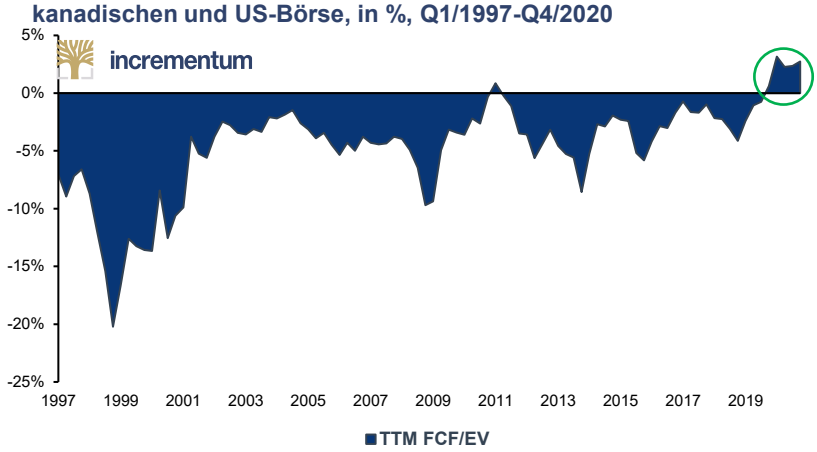
Quelle: Crescat Capital, Tavi Costa, Incrementum AG

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

Darüber hinaus sind im Hinblick auf die Bewertung die freien Cashflow-Renditen eine Bewertungskennzahl, die wir für unsere Analyse heranziehen. Die Free-Cashflow-Rendite ist definiert als Free-Cashflow/Unternehmenswert (FCF/EV), wobei der Unternehmenswert als der aktuelle Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl der ausstehenden Aktien plus

Nettoverschuldung definiert ist. Höhere Preisniveaus führen demnach zu einer höheren Kapital- und Eigenkapitalrendite.

TTM FCF/EV für die Top 50 Miner nach Marktkapitalisierung an der kanadischen und US-Börse, in %, Q1/1997-Q4/2020

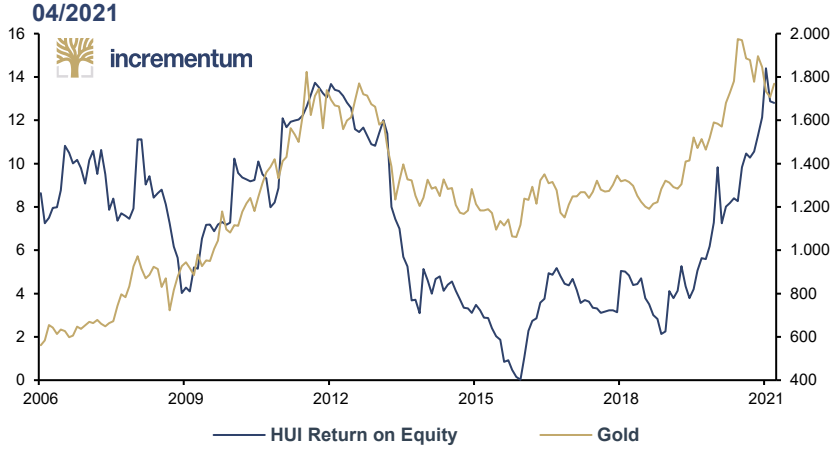


Quelle: Crescat Capital, Tavi Costa, Incrementum AG

The dividend streams from precious metals equities should attract a huge wall of yield-seeking money from the fixed-income market.
Thomas Kaplan

Die Entwicklung der Eigenkapitalrenditen (RoE) sieht exakt so aus, wie wir es erwarten würden. Sie erreichte im Zeitraum 2011-1H/2012 ihren Höhepunkt, fiel dann im Bärenmarkt 2013-2015 aber immer tiefer, wobei der Goldpreis im zweiten Halbjahr 2015 seinen Tiefpunkt erreichte. Aus der Baisse wurde eine Hausse und während sich die Rentabilität verbesserte, schwankte sie bis Mitte 2019 in einer relativ engen Bandbreite. Danach brach der Goldpreis aus, und die Rentabilität tendiert nach oben. Die rekordhohe Eigenkapitalrentabilität ist angesichts der Rekord-AISC-Margen, die 2020 erreicht wurden, stimmig.

HUI Return on Equity (lhs), in %, und Gold (rhs), in USD, 01/2006-04/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

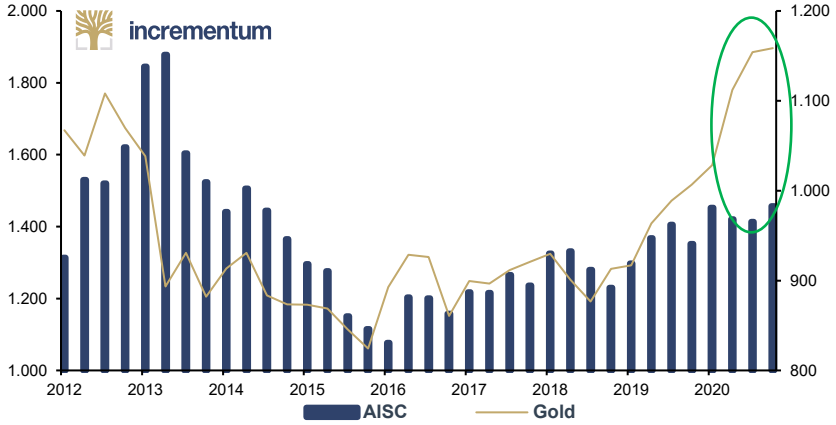
The emphasis of most companies remains on maximising value from their assets and increasing returns to shareholders.
Metals Focus

Unseren Freunden von „Metals Focus" zufolge erreichten die durchschnittlichen AISC-Margen, definiert als Goldpreis minus AISC, im Jahr 2020 ein Rekordhoch von 828 USD pro Unze und lagen damit deutlich über dem bisherigen Rekord aus dem Jahr 2011 von 666 USD.[451] Die Silberminengesellschaften erzielten im letzten Jahr ein ähnliches

[451] *Vgl.* Christensen, Neils: „Gold Miners generated historic profits in 2020, expect more of the same in 2021 - Metals Focus", Kitco, 24. März 2021

Margenwachstum, obwohl sie keine Rekordwerte erreichten. Die AISC-Margen des Silberminensektors haben sich im Vergleich zum Vorjahr von 4,51 USD pro Unze auf 9,58 USD pro Unze mehr als verdoppelt. Die durchschnittlichen AISC im Goldminensektor legten um 1,8% gegenüber dem Vorjahr zu. Ein bescheidener Anstieg in Anbetracht der durch die Pandemie verursachten Verwerfungen, die laut „Metals Focus“ zu einem Rückgang der weltweit geförderten Goldproduktion um 4,4% im Jahresvergleich führten.

Gold (lhs), in USD, und AISC (rhs), Q1/2012-Q4/2020



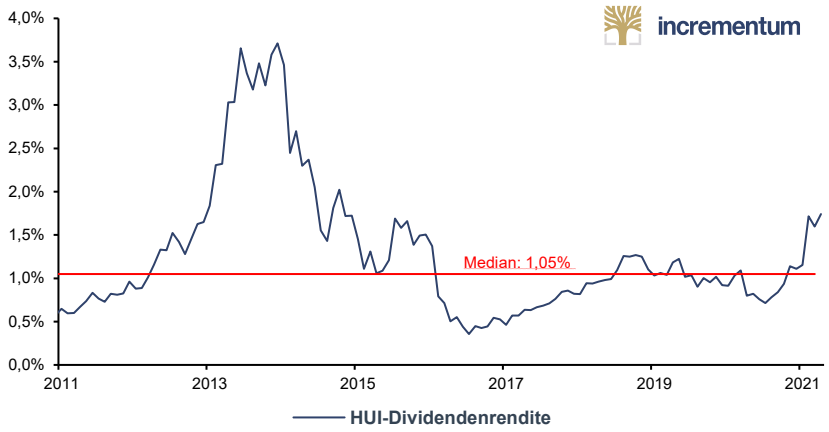
Quelle: Metals Focus, Reuters Eikon, Incrementum AG

It has certainly been good to see companies that eliminated dividends six or seven years ago reinstating them now and certainly good to see, from an industry perspective, companies growing dividends.
Sean Boyd
CEO, Agnico Eagle

Da Goldminenunternehmen erhebliche Cashflows generieren, sind die Dividendenausschüttungen gestiegen. Im aktuellen Umfeld, in dem die Aktienkurse im Verhältnis zur Cashflow-Generierung günstig sind, werden mehr Unternehmen versuchen, ihre Aktien zurückzukaufen.

So gab „Kirkland Lake Gold“ im Vorjahr 848 Mio. USD an seine Aktionäre zurück. Die Dividenden wurden zwar zwei Mal erhöht, es wurden aber „nur“ 116 Mio. USD über Dividenden ausgeschüttet, während die restlichen 732 Mio. USD für den Aktienrückkauf aufgewandt wurden. Auch wenn dies nicht für die gesamte Branche gilt, so haben sich doch eine ganze Reihe von Unternehmen dafür entschieden, Aktien zurückzukaufen, solange sie günstig waren. Mit anderen Worten: **Sobald Goldaktien am Markt richtig bewertet sind, werden die Rückkäufe wahrscheinlich deutlich zurückgehen und in höhere Dividendenzahlungen umgeschichtet werden.**

HUI-Dividendenrendite, in %, 01/2011-04/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Aktuelle Explorations- und Investitionstrends

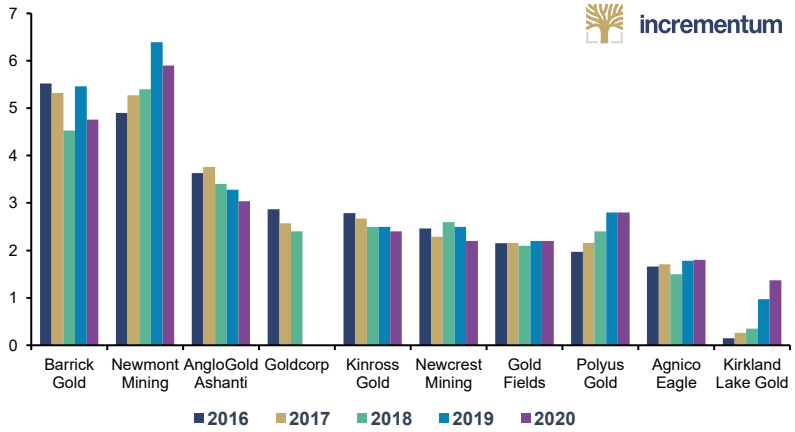
„It's time to get back out in the field and start drilling!"

Richard Schodde

278 major gold deposits were discovered between 1990-2019. However, only 25 of these discoveries were made in the last decade and none between 2017 and 2019.
Adam Webb

Im Jahr 2020 erreichte die Goldproduktion ein Fünfjahrestief. Natürlich spielte die Corona-Pandemie dabei eine Rolle. Der Rückgang repräsentiert jedoch einen säkularen Trend der rückläufigen Goldproduktion. In den kommenden Jahren wird sich die Vernachlässigung der Explorationsausgaben definitiv bemerkbar machen. Die stetige Verschlechterung der Produktionsprofile wird sich fortsetzen. Sieben der zehn größten Produzenten haben im Jahr 2020 einen Produktionsrückgang im Vergleich zum Vorjahr verzeichnen müssen. Außerdem haben im Vergleich zu 2016 vier der zehn Majors ihre Produktionsmenge reduziert.

Goldproduktion der Top 10 Miner, in Moz, 2016-2020



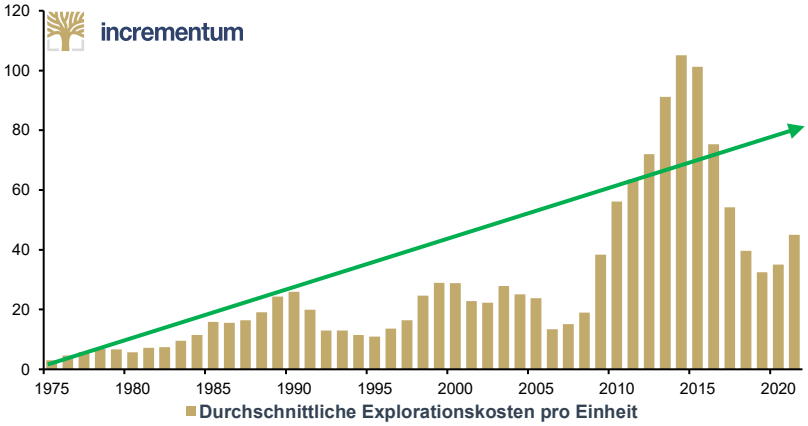
Quelle: Company Reports, GFMS, IntelligenceMine, Seeking Alpha, Reuters Eikon, Incrementum AG

Somit stellt sich die Frage: Wird die Goldproduktion auch in Zukunft sinken? Und was würde das für den Goldpreis bedeuten? In unserem *In Gold We Trust*-Report 2018 haben wir ausführlich über „Peak Gold" geschrieben und sind zum Schluss gekommen, dass die Panikmache etwas übertrieben ist.[452]

Wir sehen vor allem die folgenden Trends:

- Eine vorübergehende Spitze in der Goldproduktion scheint derzeit wahrscheinlich zu sein.
- Analog zu dem, was im Ölsektor geschah, sind starke Innovationsfortschritte im Goldsektor dringend erforderlich, insbesondere um die Exploration effizienter zu gestalten. Dieser technologische Paradigmenwechsel findet derzeit statt.
- Die Ausgaben für Greenfield-Exploration sollten deutlich erhöht werden. Realistischerweise wird dies erst geschehen, wenn ein höherer Goldpreis erzielt wird.
- Die Kosten für neue Entdeckungen werden auf lange Sicht steigen. Richard Schodde von „MinEx Consulting" erwartet einen Anstieg der Entdeckungskosten um 10 USD/Unze pro Jahrzehnt.

Durchschnittliche Explorationskosten pro Einheit (Gleitender 3-Jahres-Durchschnitt), in USD, 1975-2020



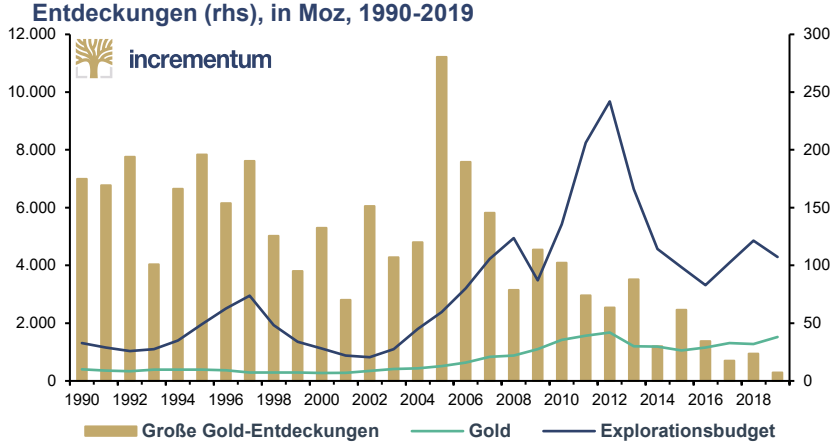
Quelle: Richard Schodde, Incrementum AG

Wir halten „Peak Gold" jedoch nicht für ein tragfähiges Argument für höhere Goldpreise, da das extrem hohe „Stock-to-Flow-Ratio" (SFR) von Gold dafür sorgt, dass Produktionsrückgänge durch den großen vorhandenen Bestand an Gold kompensiert werden. **Dennoch wird sich „Peak Gold" auf die Goldminenindustrie auswirken, denn es ist zu erwarten, dass der Druck, Fusionen und Übernahmen zu tätigen, zunehmen wird.**

Wie der nächste Chart illustriert, ist die Zahl der großen Gold-Entdeckungen in den letzten Jahren kollabiert. Der deutliche Rückgang der Explorationsausgaben könnte darauf zurückzuführen sein, dass die Senior-Produzenten weniger eigene Exploration durchführen, diese an Explorationsunternehmen auslagern oder warten, bis neue Lagerstätten entdeckt und durch verschiedene Studien, wie Machbarkeitsstudien, bestätigt wurden.

[452] *Vgl.* „Minenaktien – Mehr als ein Silberstreif am Horizont?", *In Gold We Trust*-Report 2018

Explorationsbudget und Gold (lhs), in USD, und Große Gold-Entdeckungen (rhs), in Moz, 1990-2019

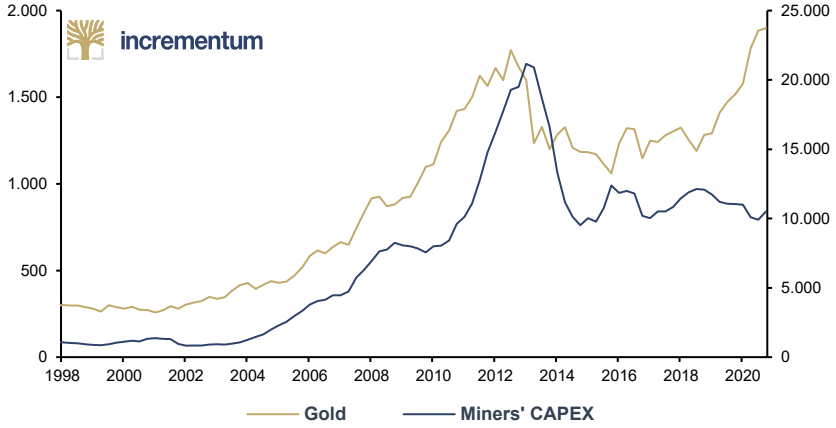


Quelle: Richard Schodde, Incrementum AG

Given the size of the resource that is available to be developed, talk of peak gold supply may seem a little surprising. Crucially, however, it is not the lack of gold that is the constraint. Gold miners and investors are carefully searching for the deposit that is „just right" in order to allocate capital.
Rory Townsend, Wood Mackenzie

Der nächste Chart zeigt, dass die Kapitalinvestitionen tendenziell gesunken sind. Solange sich der Goldpreis auf dem aktuellen Preisniveau bewegt, werden wir ein Wachstum der Investitionen sehen. Wenn sich ein Minenunternehmen für die Errichtung einer neuen Mine entscheidet, muss das Projekt bei einer konservativen Goldpreisannahme eine interne Rendite (IRR) von mindestens 18%-20% aufweisen. **Heute würde das bedeuten, dass diese Mindestrendite auf Grundlage eines Goldpreises von 1.500 USD/Unze erwirtschaftet werden muss.**

Gold (lhs), in USD, und Miners' CAPEX (rhs), in Mio. USD, Q1/1998-Q4/2020



Quelle: Crescat Capital, Tavi Costa, Reuters Eikon, Incrementum AG

Die stets aufschlussreiche Studie „World Exploration Trends", die von „S&P Global Market Intelligence" veröffentlicht wird, hebt bei den Explorationsaktivitäten folgende Entwicklungen hervor:

- **Das globale Explorationsbudget sank 2020 um 11% auf geschätzte 8,7 Mrd. USD**, wobei zunächst ein größerer Rückgang erwartet worden war.
- **Junior- und Mid-Tier-Unternehmen waren bei der Kapitalbeschaffung im Jahr 2020 erfolgreich**, wobei die 11,2 Mrd. USD, die im Jahr aufgenommen wurden, die höchste Summe seit 2012 darstellen. Mit 5,5 Mrd. USD wurde rund die Hälfte des Betrags an der „Toronto Stock

Exchange“ (TSX) eingeworben. Mit 4,3 Mrd. USD hatte die „Australian Stock Exchange“ (ASX) ein rekordverdächtiges Jahr.

- **Nur bei Gold und Silber stiegen die Explorationsbudgets 2020 im Vergleich zum Vorjahr an**, während die Industriemetalle, angeführt von Kupfer, Zink, Lithium und Kobalt, Rückgänge zu verzeichnen hatten.
- **Die Verlagerung weg von der Greenfield-Exploration hat sich in den letzten Jahren in weniger „Maiden-Resource“-Meldungen niedergeschlagen.** Im Jahr 2020 wurden 52 initiale Ressourcen gemeldet. Das entspricht einem Fünf-Jahres-Tief, weit entfernt vom Zehn-Jahres-Hoch von 175 neuen Lagerstätten im Jahr 2012, als die Greenfield-Exploration rund ein Drittel der Explorationsbudgets ausmachte.
- **Politische Entscheidungsträger befürchten negative Auswirkungen auf die künftige Produktion durch den Mangel an Basisexplorationen,** was Regierungen dazu veranlasst, die inländische Exploration durch Anreizprogramme zu fördern. Explorer und Produzenten könnten gezwungen sein, sich in den kommenden Jahren wieder auf die Suche nach neuen Entdeckungen bei Basisprojekten zu konzentrieren, da die Preise voraussichtlich steigen werden, während sich die Projektpipeline verengt.
- **Die Bohraktivitäten scheinen sich schnell erholt zu haben.** Die Explorationsergebnisse sanken im 2. Quartal, erholten sich aber stark und erreichten für das Gesamtjahr 41.026 Bohrlöcher bei 1.098 Projekten, was einem Anstieg von 5,3% bzw. 0,5% gegenüber 2019 entspricht.
- **Gold war auch im Jahr 2020 das wichtigste Explorationsziel**, wobei der Anteil an den weltweiten Bohrlöchern von 69% im Jahr 2019 auf 78% stieg. Die Anzahl der Projekte, die nach Gold bohren, stieg im Jahresvergleich um 17% auf 757. Die Anzahl der Bohrlöcher stieg um 19% an.
  Der Anstieg der Goldbohrungen erfolgte hauptsächlich bei Projekten in der Spätphase und bei bereits bestehenden Minenprojekten.

Eine Studie von „Wood Mackenzie“ bestätigt den Investitionsrückstau im Greenfield-Bereich. Die Autoren schätzen, dass die Branche Projekte mit einem jährlichen Fördervolumen von 262 Tonnen (9,2 Mio. Unzen) bis 2025 in Betrieb nehmen muss, um das Produktionsniveau von 2019 zu halten. Dies entspricht etwa 44 Projekten. **Basierend auf der durchschnittlichen Kapitalintensität schätzt „Wood Mackenzie“, dass die Branche in den nächsten 5 Jahren etwa 37 Mrd. USD in Greenfield-Projekte investieren muss.**[453]

Fazit

The prospect of a serious reserve crisis is looming.
Mark Bristow

„Echte Werte werden mittels Drilling geschaffen“ ist ein altes Sprichwort im Minensektor. Die Brownfield-Exploration und die Erweiterung bestehender Lagerstätten machten in den letzten Jahren den Großteil der Investitionen aus. **In den kommenden Jahren wird die Vernachlässigung der Greenfield-Exploration jedenfalls ihren Tribut fordern.** Die allmähliche Verschlechterung der Produktionsprofile vieler großer Produzenten wird sich wahrscheinlich fortsetzen und zu zunehmenden M&A-Aktivitäten führen.

[453] *Vgl.* „$37 billion gold project spend needed by 2025“, Mining.com, 17. Juni 2020

M&A- und Finanzierungstrends

> *„With high balance-sheet flexibility, M&A, capital structure, and payouts are likely to remain key discussion topics. Moreover, low exploration budgets over recent years, declining reserves of large gold companies, and high industry fragmentation may also cause a growing wave of M&A activity to make business sense.“*
>
> McKinsey

Im *In Gold We Trust*-Report 2020 haben wir darauf hingewiesen, dass M&A eines der wichtigsten Themen der kommenden Jahre sein wird.[454] **Im Gegensatz zu einer großen Anzahl von Deals, die in den Jahren 2010-2013 abgeschlossen wurden und bei denen beträchtliche Aufschläge geboten wurden, sind die jüngsten M&A-Aktivitäten deutlich vernünftiger.** Anders als in den Jahren 2010-2013 sind die meisten aktuellen Deals im Hinblick auf Synergien und Wertschöpfung nachvollziehbar.

Too many companies are looking for a Brad Pitt when in the right circumstances, they might be able to settle for a Bart Simpson.
Liam Twigger

Laut einer Studie von „S&P Global“ ging 2020der Wert der M&A-Deals im Minensektor im Vergleich zum Vorjahr um fast ein Drittel zurück – hauptsächlich wegen der pandemiebedingten Produktionsunterbrechungen in der ersten Jahreshälfte.[455] In der zweiten Jahreshälfte 2020 erholten sich die M&A-Aktivitäten jedoch wieder, insbesondere aufgrund der Rekordpreise für Gold. Starke Goldpreise sollten M&A auch im Jahr 2021 unterstützen, während die anhaltende globale wirtschaftliche Erholung Übernahmen bei Industriemetallen wie Kupfer, Nickel und Zink fördern wird.

You will not be relevant if you are less than something like $20 billion in market capitalization. You're not going to appeal to funds. You're not going to feature in the indices.
Neal Froneman
CEO, Sibanye Stillwater

Wir gehen davon aus, dass sich die Branchenkonsolidierung fortsetzen wird, insbesondere aufgrund der hohen Branchenfragmentierung im Goldsektor. Die fünf größten Goldproduzenten tragen weniger als 20% zur weltweiten Goldproduktion bei. Im Gegensatz dazu machen bei den meisten anderen Metallen, beispielsweise Eisenerz oder Kupfer, die fünf größten Produzenten zwischen einem und zwei Drittel der weltweiten Produktion aus.[456]

—

[455] *Vgl.* Wright, Nick: „Mining M&A in 2020 - Deal activity bounces back in H2 after disrupted H1“, S&P Global, 17. Februar 2020
[456] *Vgl.* Callaway, Greg, Periwal, Siddharth und Ramsbottom, Oliver: „Gold industry M&A: Riding the new wave buoyed by lessons from the past“, McKinsey & Company, 26. Februar 2021

Gold-Akquisitionen, 2011-2020

Jahr	Anzahl der M&A-Aktivitäten	Gesamtpreis in Mrd. USD
2011	74	15,3
2012	92	12,6
2013	61	8,8
2014	44	8,5
2015	47	12,6
2016	44	5,0
2017	59	6,4
2018	46	11,7
2019	39	20,3
2020	50	12,9
Summe	**556**	**114,1**
10-Jahres-Durchschnitt	**56**	**11,4**

Daten vom 18. Jänner 2021.
* 10 Mio. USD Mindesttransaktionswert.
Enthält abgeschlossene und schwebende Geschäfte zum Zeitpunkt der Datenerfassung im jeweils folgenden Jahr.
Quelle: S&P Global Market Intelligence, Incrementum AG

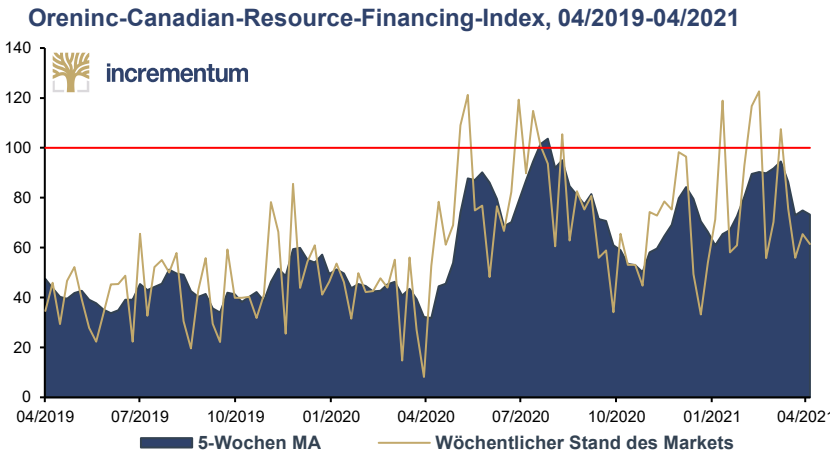
Die wichtigsten M&A-Aktivitäten waren u. a. die Übernahme von „Saracen“ durch „Northern Star“ (5 Mrd. USD), die Übernahme von „Teranga“ durch „Endeavour Mining“ (1,9 Mrd. USD), die Übernahme von „Alacer Gold“ durch „SSR Mining“ (1,8 Mrd. USD) und der Kauf von „Premier Gold“ durch „Equinox“ sowie die Fusion von „Equinox“ mit „Leagold“. Während es gegen Ende 2020 und bisher in Q1/2021 einige M&A-Aktivitäten gab, z. B. der Kauf von „GT Gold“ durch „Newmont“ (311 Mio. USD) und die Übernahme von „Roxgold“ durch „Fortuna Silver“ (884 Mio. USD), gehen wir davon aus, dass die M&A-Aktivitäten vorerst etwas gedämpft bleiben, da die unzähligen Corona-Auflagen Besuche vor Ort immer noch sehr schwierig gestalten.

The industry is sorely lacking high-quality exploration projects or development projects. The consequence of that is, when somebody makes a good discovery, they can be taken at absolutely eye-popping multiples.
Rick Rule

Trotz der vielerorts zu vernehmender Begeisterung über eine Zunahme der M&A-Aktivitäten, sind wir der Meinung, dass M&As nicht um jeden Preis verfolgt werden sollten. Wie wir wissen, hat die Branche eine etwas „wechselvolle“ Geschichte mit M&As, da der Goldsektor in den letzten zehn Jahren Abschreibungen in Höhe von rund 100 Mrd. USD verzeichnete.[457] Daher sollte das Management die Fehler, die während des letzten Goldbooms gemacht wurden, nicht vergessen. Im letzten Goldpreisaufschwung stiegen sowohl die Investitionen als auch die M&A-Ausgaben signifikant an. Reserven wurden zu einem deutlich höheren Preis hinzugefügt. Als der Goldpreis jedoch nach 2012 fiel, mussten die Unternehmen ihre Ausgaben dramatisch zurückfahren. Die Branche kämpfte jahrelang um eine Verbesserung der Kapitalrendite, was nur durch eine Kombination aus Kontrolle der Betriebsausgaben, Rationalisierung der Kapitalausgaben und höheren Goldpreisen nach 2015 zu erreichen war.

Lassen Sie uns nun einen genauen Blick auf die Finanzierungs-aktivitäten im Bereich der Junior-Miner werfen. Unser Freund Kai Hoffman hat uns eine Einführung und Interpretation seines proprietären „Oreninc-Index“ zur Verfügung gestellt. Der Index misst die finanzielle Gesundheit des Junior-Minensektors auf wöchentlicher Basis.[458] Der Index verfolgt und protokolliert bis zu 41 Datenpunkte pro Finanzierung.

[457] *Vgl.* Callaway, Greg, Periwal, Siddharth und Ramsbottom, Oliver: „Gold industry M&A: Riding the new wave buoyed by lessons from the past“, McKinsey & Company, 26. Februar 2021
[458] Unter http://www.oreninc.com/ können Sie sich für den wöchentlichen Newsletter anmelden.



Quelle: Oreninc, Incrementum AG

Der „Oreninc-Index" setzt sich aus drei Faktoren zusammen:

- Gesamtwert der eröffneten Finanzierungen pro Woche
- Prozentualer Anteil der Broker-Beteiligung, einschließlich „Bought Deals"
- Gesamtzahl der Finanzierungen

Schauen wir uns die Finanzierungstrends im Jahr 2021 an. Die Top-100-Finanzierungen des Jahres 2021 (Stand: 9. April 2021) beliefen sich auf insgesamt 1,85 Mrd. CAD. Der Großteil der Mittel floss in Unternehmen, die Goldprojekte erkunden oder entwickeln. 52% der Unternehmen waren primär auf Gold fokussiert und vereinten über 58% oder 1,1 Mrd. CAD der gesamten Finanzierungen auf sich. Basismetallunternehmen, die sich hauptsächlich auf Kupfer und Nickel konzentrieren, erhielten insgesamt 284 Mio. CAD. Batteriemetalle, vor allem Lithiumunternehmen, konnten 207 Mio. CAD einwerben. Silberunternehmen belegten mit insgesamt 141 Mio. CAD nur den vierten Platz.

Die ersten vier Monate im Jahr 2020 sahen drastisch anders aus. Der Oreninc-Index fiel im April auf einen der niedrigsten Werte in der Geschichte. Die 100 größten Finanzierungen in den ersten vier Monaten des Jahres 2020 brachten zusammen 733 Mio. CAD ein. Es überrascht nicht, dass die größten Finanzierungen in diesem Zeitraum von Gold dominiert wurden. 482 Mio. CAD oder 65% der in diesem Zeitraum aufgenommenen Gelder entfielen auf Gold.

Der Oreninc-Index weist den Weg für den Rest des Jahres. Die Investitionen in den Minensektor sind in die Höhe geschnellt, sodass die insgesamt eingeworbenen Mittel auf über 5,5 Mrd. CAD gestiegen sind. Das ist der zweithöchste Stand seit 2011.

2021 lief hervorragend an. Mittlerweile wurden bereits die Werte von 2013 übertroffen und auch die Niveaus von 2015, 2019 und 2018 sollten übertroffen werden. Wie in den Zahlen für 2021 dargestellt, wird der Finanzierungsmarkt nicht nur von Gold oder Edelmetallen, sondern auch von Basis- und Batteriemetallen getrieben. Während der Goldpreis in den letzten sechs

Monaten bis zu 250 USD/Unze verloren hatte, ist der Kupferpreis im gleichen Zeitraum von 3,00 USD auf 4,20 USD pro Pfund gestiegen. Ein weiterer Profiteur des globalen Übergangs zu grüner Energie ist Uran. Der Preis pro Pfund U308 ist in den letzten 12 Monaten um 25% auf aktuell bereits 30,45 USD gestiegen. Das gestiegene Interesse an dem Energiemetall übersetzte sich direkt in eine Investitionsnachfrage, wobei Uranexplorer und -entwickler 119,6 Mio. CAD einnahmen.[459]

Always buy your straw hats in the winter.
Benjamin Graham

Schaut man sich die Liste der Goldfinanzierungen in Q1/2021 genauer an, so fällt auf, dass die Gelder in Unternehmen mit Projekten in späteren Stadien fließen, die in der Explorationswertschöpfungskette weiter oben stehen. Die Spitzenplätze werden fast ausschließlich von Produzenten wie „Premier Gold Mines Limited" (80,4 Mio. CAD) oder Entwicklern wie „Orezone Gold Corporation" (73,8 Mio. CAD) oder „Osisko Mining" (70 Mio. CAD) belegt.

Die Daten zeigen, dass die Gesamtsituation der Juniors nicht so düster ist, wie der Markt es darstellt. Ermutigt durch höhere Rohstoffpreise öffneten die Investoren ihre Geldbörsen und begannen mit der Finanzierung von Projekten auf breiter Front. Die Gelder fließen immer noch hauptsächlich in die Goldexploration und -erschließung, aber in den letzten Monaten konnten Unternehmen im Kupfer-, Lithium- und Uranbereich Investitionsgelder anziehen und das schwächere Interesse an Edelmetallen ausgleichen. Finanzielle Anreize und Versprechen von Infrastrukturausgaben in den USA haben das Interesse an diesen Rohstoffen beflügelt. Am Jahresende könnte das Niveau von 2011 von über 8 Mrd. CAD erreicht werden. **Was die Zukunft des Junior-Goldsektors betrifft, so scheint es, dass die mittleren und großen Goldproduzenten aktiver werden. Vorerst wird der Fokus weiterhin auf Projekten in Tier-1-Ländern wie Kanada oder den USA liegen.**

Fazit

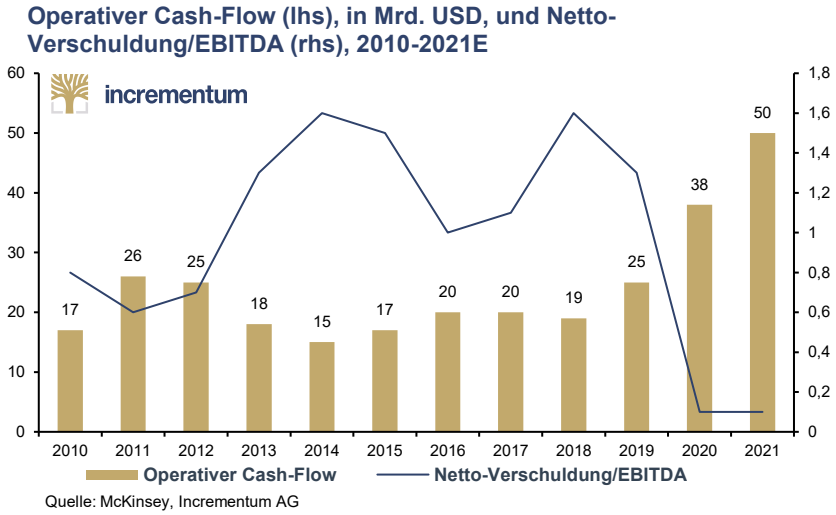
„Reality leaves a lot to the imagination."
John Lennon

History teaches that when valuations are extreme, „mean reversion", a move towards historical norms, is likely. Once value stocks turn, the recovery can be fast and intense.
Rob Arnott

Wir erwarten, dass die Goldunternehmen im Jahr 2021 und darüber hinaus rekordhohe Cashflows generieren werden. Die Branche befindet sich in einer beeindruckenden Verfassung, wie auch aus folgendem Chart von McKinsey hervorgeht.[460] Die Autoren analysierten 85 Goldunternehmen, die im Jahr 2020 fast 38 Mrd. USD erwirtschaftet haben und heuer geschätzte 50 Mrd. USD an Cash-Flow erwirtschaften werden. Obwohl die Unternehmen ihre organischen Investitionen – z. B. Brownfield-Exploration oder Kapazitätserweiterungen in der Förderung – erhöhen werden, sollten ihnen die freien Cashflows erhebliche Barmittel zur Verfügung stellen. Darüber hinaus ist die Verschuldungskapazität der Branche erheblich gestiegen, da der Verschuldungsgrad bei verbesserten Finanzkennzahlen gesunken ist. Dies schafft zusätzlichen Spielraum für Investitionen, falls erforderlich. Die Autoren der Studie

459 *Vgl.* „Uranium Resources Fund", Incrementum
460 *Vgl.* Callaway, Greg, Periwal, Siddharth und Ramsbottom, Oliver: „Gold industry M&A: Riding the new wave buoyed by lessons from the past", McKinsey & Company, 26. Februar 2021

gehen davon aus, dass ein Teil dieser Barmittel an die Aktionäre ausgeschüttet werden wird.



Quelle: McKinsey, Incrementum AG

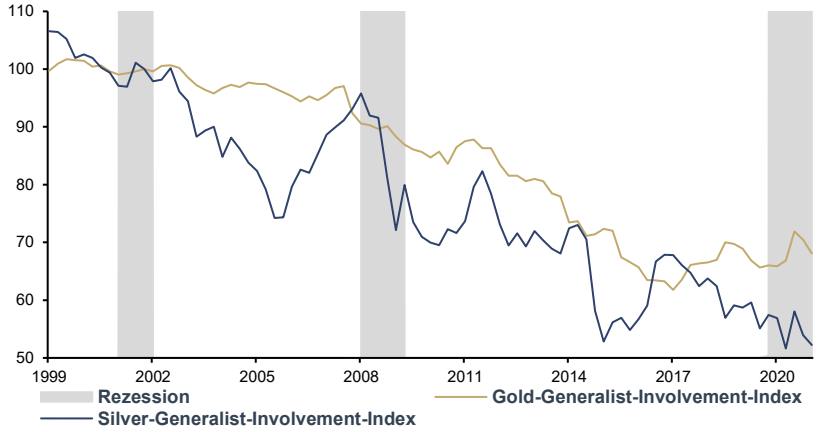
Wir haben für Sie die wichtigsten Argumente zusammengefasst, warum wir eine glänzende Zukunft der Branche erwarten:

- Der FCF wurde priorisiert für Reinvestitionen und die Rückgabe von Barmitteln an die Aktionäre, hauptsächlich über Dividenden oder Aktienrückkäufe, verwendet.
- Die Bilanzen sind stabil, und wer nicht schon in einer Netto-Cash-Position ist, sollte diese bis Anfang 2021 erreichen.
- Die meisten Unternehmen verwenden weiterhin konservative Preisprognosen im Bereich von 1.200 bis 1.300 USD, um die Reserven und die Wirtschaftlichkeit der Projekte zu berechnen.
- Die Unternehmen zeigen ein überzeugendes Engagement im Bereich ESG.[461]
- Die Branche hat die Covid-19-Krise hervorragend gemeistert. Die Goldminenproduktion ging 2020 nur um 4% zurück.
- Die Goldminenindustrie ist in der gesündesten Verfassung seit Jahrzehnten, aber die Bewertungen spiegeln dies nicht wider, zumindest noch nicht!

Viele großen Goldminenwerte sind bei hohem Volumen ausgebrochen. generalistische Investoren steigen langsam wieder in den Gold-Sektor ein, wie auf dem folgenden Chart zu sehen ist. Bei Silber zeigt sich jedoch weiterhin Zurückhaltung seitens der Generalisten.[462]

[461] *Siehe* das nächste Kapitel „ESG und Ihr Portfolio" in diesem *In Gold We Trust*-Report
[462] Dieser Chart wurden von unseren Freunden bei Capitalight Research zur Verfügung gestellt. Leser des *In Gold We Trust*-Reports können sich unter folgendem Link für einen exklusiven kostenlosen Test anmelden: Incrementum I Capitalight Research

Capitalight-Research-Generalist-Involvement-Index, 12/2002 = 100, Q1/1998-Q1/2021

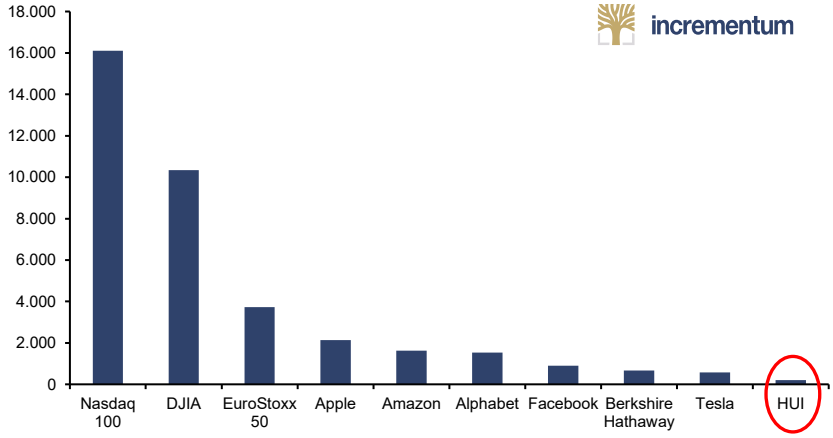


Quelle: Capitalight Research, Incrementum AG

When investment flows into gold equities, it is like Niagara Falls running through a garden hose.
Peter Marrone
Executive Chairman, Yamana Gold

Ein Blick auf die Marktkapitalisierung von Goldminenaktien zeigt eine erhebliche Diskrepanz in der Bewertung im Vergleich zu anderen Anlageklassen. Aktuell beträgt die gesamte Marktkapitalisierung des HUI, der die 20 größten nicht gehedgten Edelmetallproduzenten umfasst, lediglich 209 Mrd. USD. Dies entspricht 0,56% der gesamten Marktkapitalisierung des S&P 500. Allein die Bewertung von Apple beträgt derzeit mehr als das 10-fache der gesamten Marktkapitalisierung aller im HUI abgebildeten Unternehmen.

Marktkapitalisierung großer Indizes, globaler Unternehmen und HUI, in Mrd. USD, 05/2021

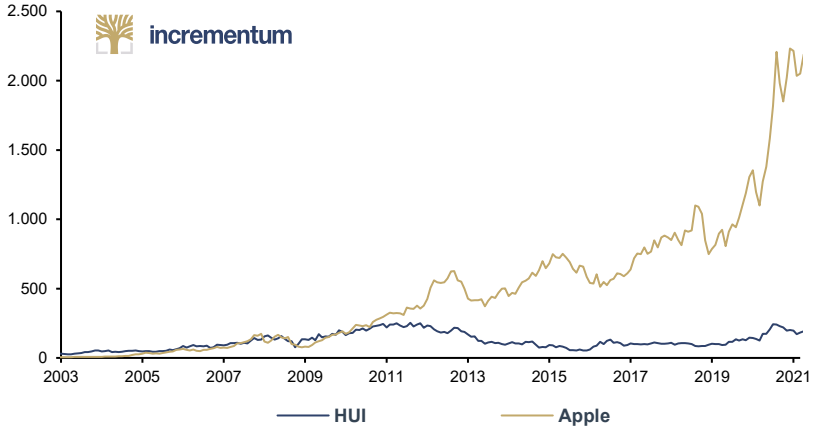


Quelle: Reuters Eikon (per 14.05.2021), Incrementum AG

Bull markets are more fun than bear markets.
Bob Farrell

Ein weiteres Schmankerl in Bezug auf Goldminenaktien: Mit den aktuellen Bargeldreserven von 195 Mrd. USD könnte Apple theoretisch entweder fast alle im HUI vertretenen Unternehmen kaufen oder alternativ rund 3.300 Tonnen Gold erwerben. Um dieses Gedankenexperiment fortzusetzen: Sollte Letzteres eintreten, würde Apple nach dem US-Finanzministerium der zweitgrößte Goldbesitzer der Welt werden.

Marktkapitalisierung von HUI und Apple, in Mrd. USD, 01/2003-05/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Blackbird singing in the dead of night. Take these broken wings and learn to fly. All your life / You were only waiting for this moment to arise.
„Blackbird"
The Beatles

Die potenziellen Renditen für die nächsten Jahre könnten selbst hartgesottene Goldbugs überraschen. Wir befinden uns vermutlich weiterhin in der Frühphase des Bullenmarktes. Bei der Empfehlung von Minenaktien fühlen wir uns immer noch ein wenig an den „Dancing Sasquatch Guy"[463] erinnert. Im Moment scheint es, dass wir uns bei Minute 1 befinden, aber wie im Video zu sehen ist, kann aus einem Solotanz in kürzester Zeit eine Massenveranstaltung werden.

[463] Großartige Interpretationen zu diesem Video finden Sie hier: „The Dancing Guy at Sasquatch! ", Eight Leaves oder auch „Ideas Into Execution: Giving Away An Idea To Make It Happen".

OSISKO
GOLD ROYALTIES

THE LEADING GROWTH-ORIENTED ROYALTY COMPANY

WORLD-CLASS ROYALTIES IN PREMIER MINING JURISDICTIONS

PROVEN MANAGEMENT TEAM

A BETTER GOLD INVESTMENT

WWW.OSISKOGR.COM | **TSX & NYSE : OR**

ESG und Ihr Portfolio

„You wouldn't invest in companies that didn't report their core financial data. So, if you are a 'values'-based investor you cannot very well invest in companies which don't detail material information."

Leon Saunders Calvert, Leiter „Sustainable Investing & Fund Ratings", Refinitiv

Key Takeaways

- Minenunternehmen haben sich die allgemeinen Vorgaben des ESG zu eigen gemacht und integrieren deren Werte in ihre Geschäftsmodelle.
- Es gibt über zehn verschiedene ESG-Rahmenwerke, -Prinzipien, -Standards und andere Richtlinien, die für die Analyse der ESG-Konformität herangezogen werden können.
- Wassermanagement und der Schutz der Artenvielfalt sind zu Top-ESG-Prioritäten geworden.
- Die Prinzipien für verantwortungsvolle Goldförderung geben Investoren die Gewissheit, dass Unternehmen konsequente ESG-Bemühungen unternehmen.
- Mit 7,8% aller Patente, die sich auf Nachhaltigkeit beziehen, ist der Minensektor nicht nur in der ESG-Umsetzung führend, sondern auch in der ESG-Forschung.
- Über seine Lebensdauer betrachtet ist Gold als physischer Vermögenswert eine der CO_2-neutralsten Investitionen.

Einführung

„Please take me dancing tonight I've been all on my own. "

Sting, Stolen Car

Minenunternehmen haben die ESG-Anforderungen inzwischen so sehr verinnerlicht, dass sie Teil ihrer Unternehmens-DNA sind. Genau wie Sting wollen sie jedoch, dass die Investoren sie zum Tanzen ausführen und ihnen die Anerkennung geben, die sie verdienen. Für Investoren ist die Wahl der richtigen ESG-Strategie jedoch komplex.

Umwelt, Soziales und Governance im Goldminensektor

Responsible Gold Mining Principles (RGMP)									
Frameworks integrated into the RGMPs as requirements		Frameworks integrated into the RGMPs as authoritative guidance		Other Reputable Mining Industry Frameworks		International Reporting Frameworks		Ranking Agency Indices	
Topic Area	International Framework or Standard	Topic Area	International Framework or Standard	Framework	Issuing Organisation	Framework	Issuing Organization	Indices	Owner
Revenue Transparency	Extractive Industry Transparency Initiative (EITI)	**Responsible Sourcing**	Responsible Gold Guidance	**ICMM Mining Principles**	International Council on Mining and Metals	**GRI Standard**	Global Reporting Initiative	**Responsible Mining Index**	Responsible Mining Initiative
Human Rights	UN Guiding Principles on Business and Human Rights (UNGP)	**Health and Safety Management**	ISO 45001	**IFC Performance Standards**	International Finance Corporation (part of the World Bank)	**SASB Standard**	Sustainability Accounting Standards Board	**Dow Jones Sustainability Index (DJSI)**	S+P Global (acquired the ESG Ratings + DJSI from Robeco/SAM in 2019)
Security and Human Rights	Voluntary Principles on Security and Human Rights (VPs)	**Labor Rights**	ILO Fundamental Conventions	**Towards Sustainable Mining (TSM)**	Mining Association of Canada (MAC)	**UN Sustainable Development Goals (SDGs)**	United Nations	**MSCI ESG Ratings**	MSCI
Conflict Management	Conflict-free Gold Standard (CFGS)	**Environmental Management**	ISO 14001	**IRMA Standard**	Initiative for Responsible Mining Assurance	**DNK**	Deutscher Nachhaltigkeits-kodex	**Sustainalytics**	Morningstar (announced in April 2020)
Cyanide Management	International Cyanide Management Code (ICMC)*	**Mercury Management**	Minamata Convention	**RJC Code of Practices Standard (Jewellery)**	Responsible Jewellery Council			**FTSE4Good Index Series**	FTSE Russell
		Climate Change	Task Force on Climate- related Financial Disclosures (TCFD)	**Risk Readiness Assessment (RRA)**	Responsible Minerals Initiative (RMI)			**Refinitiv ESG**	Blackstone Group (55%), Thomson Reuters (45%)

Quelle: Incomet Capital

Die obige Tabelle zeigt die derzeit gültigen ESG-Normen zusammen, die für den Minensektor gelten. Sie inkludieren die „UN Guiding Principles on Business and Human Rights", den „Conflict-free Gold Standard", das „TCFD-Rahmenwerk", einige ISO-Normen und reichen bis hin zu den „ICMM Mining Principles", den „GRI-Standards" und den „Nachhaltigen Entwicklungszielen der UNO", um nur einige zu nennen.

Bei dieser enormen Anzahl an verschiedenen Richtlinien, Prinzipien und Rahmenwerken ist es für Investoren schwierig, die tatsächliche ESG-Compliance eines Goldminenunternehmens zu beurteilen. Dies führt zu einem Problem. Investoren, Banken, Berater, kurz gesagt, das gesamte Finanzsystem muss nun die ESG-Investitionsvorschriften in Europa und bald auch in den USA einhalten, da die ESG-Regulierungswelle immer weiter voranschreitet. Mit dem Verständnis für diese neue Realität haben sich die Ratingagenturen der Herausforderung gestellt und stellen den Anlegern Ratings für Tausende von börsennotierten Unternehmen zur Verfügung, darunter auch für die Goldminenindustrie.[464]

[464] *Vgl.* „Ratingagenturen Teil der Bankenkrise: Investoren", Reuters, 25. September 2008

Dank der Ratingagenturen und ihrer ESG-Ratings war es noch nie so einfach, ein ESG-konformes Portfolio aufzubauen. Allerdings gibt es enorme Unterschiede bei den Kriterien und Prozessen der Ratingagenturen.

Portfolio-Strategie: Vom Best-in-Class- zum Vermeidungsscreening

> *„When I think about ESG for any given portfolio investment, it starts with what will be most financially material for any prospective investment."*
>
> Lila M. Murphy, Intrinsic Value Partners

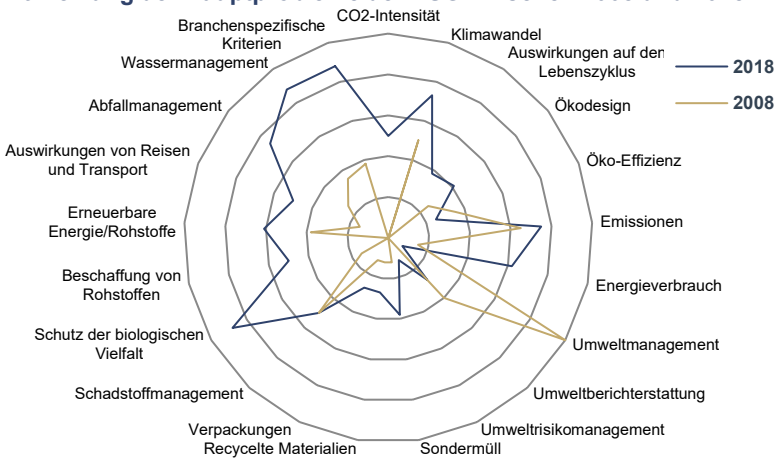
Technisch gesehen erfordert der Aufbau eines ESG-konformen Goldminenportfolios nur wenige Schritte. Die Definition der ESG-Merkmale des Portfolios, die Auswahl eines ESG-Datenanbieters, die Umsetzung einer Anlagestrategie und schließlich das Management der Investments. Dabei können die zu treffenden Entscheidungen einen beträchtlichen Einfluss auf die Komplexität und Effizienz der Performance des ESG-Portfolios haben. Ohne Anspruch auf Vollständigkeit, wollen wir nun auf die wichtigsten Portfoliostrategien eingehen.

Definieren Sie, welche ESG-Themen für Ihr Portfolio wichtig sind

Mining must be or must become a sustainable activity, always taking care of every aspect, the economic and human aspects and nature.
Tatiana Clouthier

Von der Ableitung des Abwassers bis zur Gleichstellung der Geschlechter im Vorstand – ESG-Ratings basieren auf mehr als 1.300 verschiedenen Datenpunkten.[465] Die Definition der ESG-Parameter wird zum zentralen Punkt der Strategie. Es ist wesentlich, sich vor Augen zu halten, dass ESG-Themen nicht statisch sind. Wie der nächste Chart zeigt, waren 2008 die Hauptanliegen die Umweltpolitik, das Umweltmanagement sowie Emissionen. Auch wenn Emissionen immer noch ein Top-Kriterium sind, sind nun Wassermanagement und der Schutz der Artenvielfalt neue Top-Prioritäten.

Entwicklung der Hauptprobleme der ESG zwischen 2008 und 2018



Quelle: Elena Escrig-Olmedo, Incrementum AG

incrementum

[465] *Vgl* „ESG Risk Ratings: A Consistant Approach to Assess Material ESG Rsik", Sustainalytics

Auswahl eines ESG-Datenanbieters

Ohne verlässliche Daten ist die Aufgabe, die ESG-Compliance eines Goldminenunternehmens zu analysieren, fast unmöglich zu bewältigen. Viele Unternehmen veröffentlichen mittlerweile ESG-Berichte. Dies ist meistens ein guter Ausgangspunkt, doch die Berichte sind meist subjektiv und dienen dazu, das Unternehmen in einem positiven Licht erscheinen zu lassen. Im Unterschied zu Finanzberichten, die von einem Unternehmen zum anderen verglichen werden können, gibt es das für ESG-bezogene Reporting noch keine Standardisierung.

ESG ... looks set to dominate investors' agendas in the years ahead.
Credit Suisse

Der Rückgriff auf die Analysen einer ESG-Ratingagentur ist daher empfehlenswert. Wir empfehlen, die Bewertungen von mehr als einer Ratingagentur zu nutzen und zu vergleichen, da die verschiedenen Organisationen dazu neigen, unterschiedliche Bewertungsprozesse zu haben. Ein gewichteter Durchschnitt der Bewertungen von Sustainalitics, Refinitiv, ISS ESG, VigeoEiris oder MSCI könnte möglicherweise den besten Einblick bieten.

Mehr als 10 große Ratingagenturen bieten ESG-Bewertungen an. Wir haben einige ausgewählt, die wir für die Goldminenindustrie für am besten geeignet halten, und stellen deren Vor- und Nachteile für Investoren gegenüber.

Vor- und Nachteile der meistgenutzten ESG-Ratingagenturen

Ratingagentur	Vorteile	Nachteile
Sustainalytics	Sustainalytics ist die meistgenutzte Agentur, die Unternehmen auf der Grundlage ihres ESG-Managements, der veröffentlichten Daten und ihrer realen Leistung bewertet. Die Bewertungen werden auf die Exponierung gegenüber branchenspezifischen wesentlichen ESG-Risiken bezogen. Gelten als transparent in ihren Daten.	Es handelt sich um ein Abo-basiertes Modell. Nur das globale ESG-Risiko-Rating und das Ranking sind frei zugänglich.
MSCI	Breite Abdeckung; speziell konstruiert für Investoren; leicht in die Unternehmensbewertung einzubeziehen; Der vollständige Bericht zum ESG-Score ist äußerst umfassend.	Das Rating ist nicht unbedingt nachvollziehbar, da die Berechnung nicht immer eindeutig ist.
DJSI	Weit verbreitet und besonders gut für den Aufbau quantitativer ESG-Strategien geeignet.	Die Rankings sind nicht weit verbreitet. Vor allem wegen der mangelnden Transparenz und dem fehlenden Zugang zu den Kerndaten des Rankings.
Thomson Reuter's ESG-Scores	Hervorragende Branchendaten	Mangelnder Kontext kann dazu führen, dass Daten für Investoren, die keine Branchenspezialisten sind, schwer zu nutzen sind.
ISS-Rating Governance-Score	Spezialisiert auf Corporate-Governance-Risiken anhand der Struktur des Vorstands, Aktionärsrechten, Vergütung und Audit. Beste Analysen von Governance-Risiken.	Beschränkt sich auf Governance-spezifische Themen, ignoriert Nachhaltigkeits- und Umweltthemen.

Quelle: Rate the Raters 2020: Investorenbefragung und Interviewergebnisse

Wählen Sie Ihre ESG-Implementierungsstrategie

Im hart umkämpften Wettbewerb um Assets under Management entwickeln sich die ESG-Anlagestrategien schnell weiter. Fondsmanager können sehr personalisierte Portfolios aufbauen, die die Minenunternehmen mit der geringsten ESG-Performance ausschließen oder die gesamte Strategie darauf aufbauen, sich nur auf spezifische und präzise definierte ESG-Themen zu konzentrieren.

The world has changed, and gold mining has changed along with it. Today, buying gold or gold equities is not only a good investment from an ESG perspective, but given its work in remote, poor an otherwise neglected areas of the world, it can also be one of the best impact investments you can make.
Peter Sinclair,
Advisor, World Gold Council

Das am häufigsten von Vermögensverwaltern verwendete Modell war der Aufbau eines Portfolios von Goldminenunternehmen, das als Benchmark dient. Wir wenden ein solches ESG-Overlay an, das wir im *In Gold We Trust*-Report 2020 vorgestellt haben.[466] Die Unternehmen mit der schlechtesten ESG-Performance blieben unberücksichtigt. Durch die monatliche Neuanpassung der Gewichtung und die Festlegung klarer Parameter kann das ESG-Rating des Portfolios erheblich gesteigert werden, ohne die finanzielle Performance des Portfolios zu beeinträchtigen. Darüber hinaus tendieren diese Portfolios dazu, leicht bessere Renditen als ihre Benchmark zu erzielen. Wie erwartet hat sich dieses Modell inzwischen stark weiterentwickelt und wurde sophistizierter.

Die Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investieren geben uns einen klaren Einblick in die vier verschiedenen Strategien, die derzeit von Fondsmanagern verwendet werden:

- **Fundamentale Strategien** verlangen von den Anlegern, dass die Unternehmensfinanzen entsprechend den ESG-Vorgaben angepasst werden. Zum Beispiel muss ein Unternehmen einen größeren Anteil des kontaminierten Ausschusses vor der Entsorgung behandeln, wodurch seine Betriebskosten steigen.
- **Quantitative Strategien** werden von Fondsmanagern verwendet, um Investitionsmodelle zu erstellen, die ESG-Vorgaben in allen Finanzdaten, wie z. B. Umsatz, Gewinn usw., berücksichtigen.
- **Smart-Beta-Strategien** konzentrieren sich auf das Risikoprofil des Portfolios, mit einem Schwerpunkt auf ESG. Die ESG-Faktoren können zur Gewichtung bei der Portfoliokonstruktion verwendet werden, was zu einem geringeren ESG-Risikoengagement führt.
- **Passive Strategien** erlauben es dem Fondsmanager, die Zusammensetzung eines Benchmark-Index anzupassen, indem er die Unternehmen, aus denen sich der Index zusammensetzt, nach ihren ESG-Ratings gewichtet.[467]

Aufbau des Portfolios – Auswahl der Unternehmen

Für die Auswahl der Unternehmen können zahlreiche Strategien eingesetzt werden. Ein Anleger könnte es bevorzugen, nur Goldunternehmen auszuwählen, welche die „Responsible Gold Mining Principles“ umsetzen. Dies würde sicherstellen, dass die ausgewählten Unternehmen ein echtes Engagement für Nachhaltigkeit haben und die ESG-Herausforderungen der Goldförderung gezielt angehen.

Investoren könnten sich auch auf allgemeine ESG-Bewertungsziffern als Auswahlkriterium konzentrieren. Unabhängig davon, welche Strategie man wählt, werden dieselben Schritte angewandt: Erstes Screening, Due Dilligence, Investitionsentscheidung, Monitoring der Investition, Beendigung der Investition.

466 *Vgl.* „ESG-Compliance und Finanzstabilität – Zwei Konzepte, die einander ergänzen“, *In Gold We Trust*-Report 2020
467 *Vgl.* „A Practical Guide To ESG Integration For Equity Investing“, Principles for Responsible Investment, 2016

Everybody complains about the weather, but nobody does anything about it.
Mark Twain

Nutzen Sie Ihren Einfluss als Aktionär

Dieser Schritt ist vielleicht der wichtigste bei der Verwaltung eines Portfolios. Aktionäre sollten sich in den Unternehmen, in die sie investiert sind, engagieren. Es ist erwiesen, dass nicht Desinvestition, sondern Engagement Veränderungen bewirkt. Investoren werden so zu Agenten des Wandels. Je mehr Aktionäre Entscheidungen in Richtung ESG fordern, desto mehr wird sich das Unternehmen damit auseinandersetzen müssen.

Wenn die Vergütung des Managements eines börsennotierten Unternehmens keine ESG-Komponente enthält, gibt es keinerlei Anreiz, ESG-Kriterien umzusetzen. Wenn jedoch aktive ESG-Investoren Druck auf die Führungskräfte ausüben, um die Minderung von Umwelt- und Sozialschäden in ihre Vergütung einzubeziehen, werden sich die ESG-Richtlinien des Unternehmens rasch ändern.

ESG-Ratings: Was ist als nächstes zu verbessern?

> *„It is not good enough to do what the law says. We need to be in the forefront of these social responsibility issues.“*
>
> Anders Dahlvig, CEO, IKEA

In the cases where you need to measure actual relationships with the workforce or the host communities . . . rating agencies frequently lack a robust analytical framework. They just tick the boxes . . . on whether there is this policy on site, or whether this is this statistic provided.
Vitali Nesis
CEO, Polymetal

Die EU-Kommission hat im November 2020 einen Bericht über ESG-Ratings veröffentlicht.[468] Sie stellte fest, dass das Hauptproblem bei den ESG-Ratings im Innenleben der Ratingagenturen liegt, und kam zum Schluss, dass die Lösung dieses grundlegenden Problems nicht nur wichtig, sondern entscheidend für die Zukunft von ESG-konformen Investitionen ist. Die Hauptempfehlungen konzentrieren sich auf neun Themenbereiche.

Die EU-Kommission richtet ihr Hauptaugenmerk auf die Daten, die zur Erstellung der Ratings verwendet werden. Sie fordert mehr Transparenz, Genauigkeit und Verlässlichkeit sowie höhere Datenqualität. Außerdem müssen Ratingagenturen ihre Daten auf ihre Aussagekraft hin überprüfen. Zudem sollten sie ihre Interessenskonflikte klar offenlegen.[469] Darüber hinaus müssen sie die Ratings substanzvoller gestalten und mit einem besseren kontextuellen Verständnis versehen. Sie müssen klären, welche Informationen direkt aus den Nachhaltigkeitsberichten der Minenunternehmen stammen, wie sie mit den Unternehmen zusammenarbeiten und eine klare und einheitliche Terminologie verwenden, die eine Überprüfung und Reproduktion der Ergebnisse ermöglicht.

—
[468] *Vgl.* Europäische Kommission: „Studie zu nachhaltigkeitsbezogenen Ratings, Daten und Forschung“, November 2020
[469] *Vgl.* Krall, Markus: „Governance and Conflicts of Interest in Financial Credit Rating Agencies“, *Revue internationale de droit économique*, Vol. 2, 2016, S. 185-195

Gibt es einen Ausweg?

> *„There will be no one price for copper. There will be no more one price for gold. Everything will be priced in relation to its ESG components…“*
>
> Robert Friedland

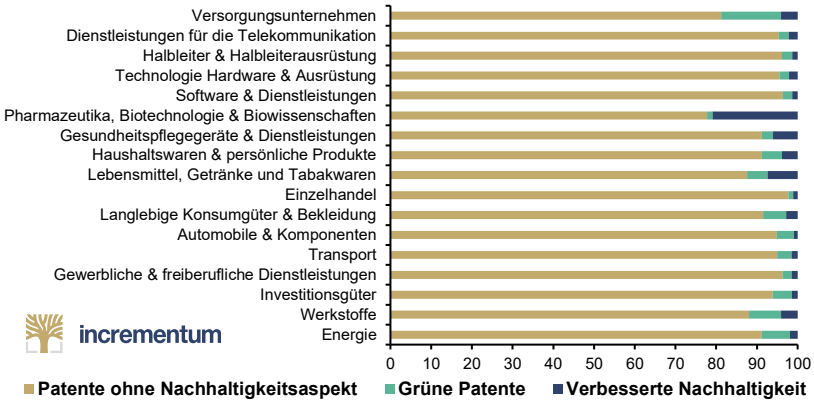
Eine Möglichkeit, die zuvor genannten Probleme zu vermeiden, besteht darin, nach Unternehmen zu suchen, die die „Responsible Gold Mining Principles“ (RGMP) einhalten.

Da der Beitritt zu den RGMP auf freiwilliger Basis erfolgt, aber viel Kapital, sowohl finanziell als auch personell, bindet, sendet er eine starke Botschaft an Investoren, dass ESG eine Priorität ist. Weil die Berichterstattung strengen Richtlinien folgt, ermöglicht sie zudem Vergleiche zwischen Unternehmen. Es besteht eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass die von diesen Unternehmen bei verschiedenen Ratingagenturen erhaltene Bewertung weniger stark auseinanderliegt.

To improve is to change; to be perfect is to change often.
Winston Churchill

Dass 7,8% aller Patente, die sich auf Nachhaltigkeit beziehen, aus dem Minensektor stammen,[470] zeigt, dass der Minensektor führend in F&E und bei der Lösung von ESG-bezogenen Risiken darstellt. Viele der Patente helfen entweder dabei, die Kosten des Betriebs zu senken oder die Externalitäten der Förderung zu reduzieren, wie z. B. das Patent *„Mining method for stoping inclined extremely-thin ore vein“*[471], das nicht nur zur Kostensenkung beiträgt, sondern durch die Reduzierung des tauben Gesteins auch zu kleineren Abraumhalden führt, was den Energieverbrauch des gesamten Prozesses verringert. Andere Patente, die sich in der Entwicklung befinden, wie z. B. *„Methods, Materials and Techniques for Precious Metal Recovery“*,[472] können zu geringeren Verunreinigungen führen und gleichzeitig die Goldgewinnung im Laugungsprozess erhöhen.

Prozentueller Anteil von Patenten mit Fokus Nachhaltigkeit, je



Quelle: Journal of Cleaner Production, Incrementum AG

470 *Vgl.* van der Waal, Johannes, Thijssens, Thomas und Maas, Karen: "The innovative contribution of multinational enterprises to the Sustainable Development Goals", *Journal of Cleaner Production*, Vol. 285, Februar 2021
471 Patent: CN110005412B, 2019
472 Patent: US20190233917A1, 2019

Erfolgsgeschichten im Goldminensektor

Es ist leicht, all die Anstrengungen zu vergessen, die der Goldminensektor in den letzten Jahren in Sachen Nachhaltigkeit unternommen hat. Viele Fonds und Organisationen bringen die Märkte auf den aktuellen Stand der Bemühungen, indem sie auf den großen Aufwand des Goldminensektors hinweisen, um die ESG-Performance auf breiter Front zu verbessern.

In diesem Zusammenhang hat unser Partner „Baker Steel Capital Managers LLP“[473] Informationen über mehr als 120 Minenunternehmen auf der ganzen Welt gesammelt. Die Studie zeigt, dass der Minensektor bemerkenswerte Fortschritte bei der Erreichung von ESG-Zielen gemacht hat, insbesondere im Bereich der Energieeffizienz, der Wassereffizienz und der Emissionsreduzierung in der gesamten Branche sowie bei der Verbesserung der Sicherheit für die Mitarbeiter.

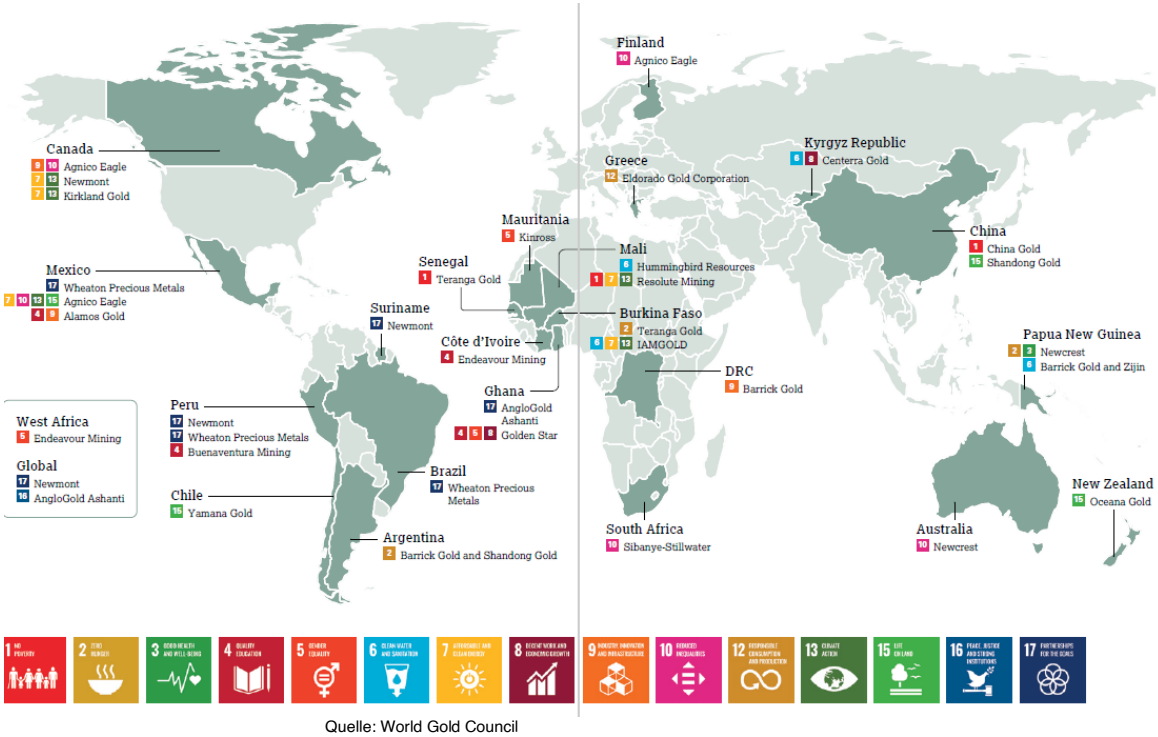
Einige Beispiele aus der Studie:

- In den letzten 15 Jahren ist die Zahl der tödlichen Verletzungen in den US-Minen um 63% gesunken.
- 75% haben ein eigenes Nachhaltigkeitsgremium.
- 80% haben Richtlinien für Energieeffizienz, Wassereffizienz und Emissionsreduzierung.
- 90% der Unternehmen haben Ethik- und Menschenrechtsrichtlinien.[474]

Wenn es darum geht, die ESG-Bemühungen des Goldminensektors zu messen, ist das „World Gold Council“ (WGC) der wichtigste Akteur. In diesem Zusammenhang veröffentlichte das WGC im September 2020 einen neuen Bericht, der den Beitrag des Goldbergbaus zu den UN-Nachhaltigkeitszielen beleuchtet.[475] Die Untersuchung konzentriert sich auf Fallstudien und Beispiele von Minenunternehmen auf der ganzen Welt, die dazu beitragen, die wachsende Bedeutung der Nachhaltigkeit und der 17 UN-Nachhaltigkeitsziele (SDG) voranzutreiben und zu fördern.

—
[473] *Vgl.* Incrementum Baker Steel Precious Metals Fund
[474] „ESG versus performance? For investors in mining it shouldn't be a choice“, *Research & Insights*, Baker Steel Capital Managers LLP, 11. April 2021
[475] *Vgl.* World Gold Council: „Gold Mining's Contribution to the UN Sustainable Development Goals“, September 2020

Sustainable Development Goals (SDG)-Fallstudien



Quelle: World Gold Council

Minenunternehmen, die sich zu den „The Responsible Gold Mining Principles“ (RGMP) bekennen, haben das Leben aller ihrer Stakeholder verbessert. Die RGMP und die SDGs teilen sehr viele der gleichen Ziele auf Basis von vier Hauptsäulen: Globale Partnerschaft, soziale Inklusion, wirtschaftliche Entwicklung und verantwortungsvolle Unternehmensführung, sowie Energie und Umwelt. Minenunternehmen haben auf der ganzen Welt der Bevölkerung vor Ort geholfen. Die folgende Tabelle listet einige Beispiele aus dem WGC-Bericht „Gold Mining's Contribution to the UN Sustainable Development Goals“ auf:

Unternehmen	Thema	Projekt	Lösung	Wirkung
Agnico Eagle	Umwelt	Sanierung	Bau einer neuen Sickergrubenerweiterung auf einer Grube, die ihre Nutzungsdauer bereits überschritten hat.	Geringerer ökologischer Fußabdruck, geringeres Risiko als der Bau einer neuen Sickergrube an steilen Hängen.
AngloGold Ashanti	Globale Partnerschaft	Malariabekämpfung in Ghana	1,5 Mio. USD Investition in drei Jahren	Reduktion der Malariafälle um 74%
Endeavour Mining	Soziale Inklusion	Gleichstellung der Geschlechter	Entwicklung von Trainingsprogramme ausschließlich für Frauen	22 Frauen steuern 72-Tonnen-Muldenkipper
Barrick Gold	Wirtschaftliche Entwicklung	Nachhaltige Industrialisierung	Bau eines 11-MW-Wasserkraftwerks	Kostenloser Strom für die lokalen Gemeinden
IAMGOLD	Umwelt	Zugang zu Wasser	1,5 Mio. USD in Phase 1 und 13,1 Mio. USD in Phase 2	Sicheres Wasser für 100.000 Menschen in der Sahelzone und später für mehr als 250.000

Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Wie engagieren sich unsere Premium-Partner beim Thema ESG?

In diesem Kapitel haben wir einige der großen ESG-Trends im Minensektor behandelt. Wir wollen uns nun ansehen, wie die ESG-Prinzipien von unseren Premium-Partnern des *In Gold We Trust*-Reports 2021, die im Gold- und Silberbergbau aktiv sind, umgesetzt werden. Im Folgenden geben wir eine kurze Zusammenfassung der ESG-Aktivitäten der einzelnen Partner wieder.

Agnico Eagle

Agnico Eagle understands that ESG considerations are not a burden but an opportunity to drive improved performance and deliver on our vision to build a growing, high-quality, low risk, sustainable business.
Sean Boyd
CEO, Agnico Eagle

„Agnico Eagle" ist ein kanadischer Goldproduzent mit Minen in Kanada, Finnland und Mexiko. Das Unternehmen hat eine der niedrigsten Treibhausgasemissionen (THG-Intensitäten) innerhalb seiner Vergleichsgruppe. Das Unternehmen erreicht dies, indem es 52% seines Stroms aus erneuerbaren Quellen bezieht und eine Reihe von Initiativen zur Reduzierung von Treibhausgasemissionen umsetzt. Innerhalb seiner Minen in der kanadischen Region Nunavut erwägt Agnico Eagle die Nutzung von Windenergie und hat bereits die nötigen Genehmigungen erhalten, um Windkraftanlagen in der „Hope Bay Mine" zu errichten.

Sie können mehr über die ESG-Aktivitäten von Agnico Eagle auf der Webseite lesen.[476] Außerdem veröffentlichte Agnico Eagle im Jahr 2020 einen Nachhaltigkeitsbericht, der einen umfassenden Überblick über die Aktivitäten des Unternehmens enthält.[477]

Gatos Silver

We are always identifying opportunities to minimize our environmental impact while empowering economic vitality in the communities where we operate.
Gatos Silver, Webseite

„Gatos Silver" ist ein US-amerikanisches Silberunternehmen, das sich auf hochgradige Silbervorkommen in geopolitisch stabilen Gebieten konzentriert. Sie stellen die Sicherheit der Mitarbeiter und den Umweltschutz in den Mittelpunkt ihrer Aktivitäten. Das Unternehmen bietet umfassende Leistungen für die Mitarbeiter vor Ort, darunter Unterstützung bei der Ausbildung oder auch umfangreiche medizinische Versorgung.

Gatos Silver ist bestrebt, Mitarbeiter vor Ort einzustellen. Derzeit sind 60% der Mitarbeiter im Bundesstaat Chihuahua ansässig, wo sich die Mine befindet. Das Unternehmen achtet auch sehr auf die Geschlechtervielfalt: 20% der Belegschaft sind Frauen, was weit über dem Branchendurchschnitt liegt.

Gatos Silver hat in San Jose del Sitio die erste medizinische Vollzeit-Klinik gebaut und setzt umfassende Maßnahmen um, die Ausbreitung von Covid-19 zu verhindern. Weitere Informationen über Nachhaltigkeitsaktivitäten finden sich auf der Webseite von Gatos Silver.[478]

—
[476] Agnico Eagle: Our Sustainability Commitment
[477] Agnico Eagle: Sustainability Report 2020
[478] Gatos Silver: Corporate Sustainability

NOVAGOLD

Over the past year, NOVAGOLD has worked with our partners to develop an intentional and methodical process for shaping how the company reports information on environmental, social, and governance matters to all stakeholders.
Greg Lang
CEO, NOVAGOLD

NOVAGOLD ist ein kanadisches Minenunternehmen. Das Unternehmen engagiert sich für einen verantwortungsvollen Bergbau, den Schutz von Menschenleben, die Förderung der Gesundheit, den verantwortungsvollen Umgang mit der Umwelt und die Wertschöpfung in den Gemeinden, in denen es tätig ist. Das Unternehmen hat die ESG-Prinzipien seit 25 Jahren in den Mittelpunkt seiner Geschäftsstrategie gestellt, aber erst vor kurzem hat es begonnen, diese Aktivität anhand detaillierter Maßzahlen zu quantifizieren, die in Zusammenarbeit mit Barrick Gold entwickelt wurden.[479]

NOVAGOLDs Nachhaltigkeitsbericht 2020 geht im Detail auf die Aktivitäten des Unternehmens ein.[480] Die Bedeutung, die NOVAGOLD der Nachhaltigkeit beimisst, spiegelt sich in der kürzlich überarbeiteten Nachhaltigkeitsseite auf der Website wider, die eine Reihe von Ressourcen für diejenigen enthält, die einen tieferen Einblick in die ESG-Aktivitäten des Unternehmens suchen.[481]

Osisko Gold Royalties

We perform well under an ESG lens due to the nature of our non-operating business model, the quality and jurisdictional advantages of our portfolio, and the importance our operating partners place on sustainability. Nevertheless, we intend to go further and strive to be part of the solutions for a Net-Zero world.
Sandeep Singh
CEO, Osisko Gold Royalties

„Osisko Gold Royalties Ltd." ist ein kanadisches Unternehmen, das Royalty-Gebühren für Gold-, Silber- und Diamantenminen hält. Osisko hat seine Ambitionen verstärkt, ein führendes Unternehmen im ESG-Bereich zu werden und sich auf die Dekarbonisierung zu konzentrieren. Im Jahr 2020 veröffentlichte es seinen ersten ESG-Bericht, verpflichtete sich zur globalen Dekarbonisierung durch strategische Partnerschaften und trat dem „Global Compact" der Vereinten Nationen bei, der weltweit größten freiwilligen Nachhaltigkeitsinitiative für Unternehmen.

Osisko hat eine strategische Partnerschaft mit „Carbon Streaming" bekannt gegeben – einem Investmentvehikel, das Anlegern ein Engagement in Emissionsgutschriften bietet – um bei der Förderung globaler Dekarbonisierungs- und Biodiversitätsprojekte zu helfen. Die Investitionen von Osisko belaufen sich auf 3,5 Mio. CAD für einen Anteil von 14,3% an diesem Unternehmen. Die von Osisko veröffentlichten Berichte enthalten Details zu den ehrgeizigen Maßnahmen, die das Unternehmen ergriffen hat, um im Bereich des ESG eine Führungsposition einzunehmen.[482]

Victoria Gold Corp.

Victoria Gold believes that ESG is not just a matter of 'doing the right thing' but that there is also a business case for doing so and that it will create value for our shareholders.
John McConnell
CEO, Victoria Gold Corp.

„Victoria Gold Corp." erwirbt, betreibt, exploriert und entwickelt Edelmetallvorkommen in Kanada und in den USA. Die ESG-Strategie des Unternehmens beruht auf vier Säulen: Gesundheit und Sicherheit, Investitionen in die Anrainergemeinden, Umweltschutz und Beschäftigung für die ortsansässige Bevölkerung im kanadischen Yukon-Territorium.

Im Laufe von über 3 Millionen Personenstunden Arbeitszeit der Mitarbeiter sind an den Standorten der Victoria Gold Corp. nur drei „Unfälle mit Ausfallzeit" (LTI) aufgetreten. Das Unternehmen arbeitet intensiv mit ortsansässigen Unternehmen zusammen und hat Verträge im Wert von beeindruckenden 200 Mio. CAD mit ortsansässigen Unternehmen abgeschlossen. Victoria Gold Corp. ist auch der

—
[479] Novagold: Sustainability Summary Donlin Gold Project Reporting Site Inputs - 2020
[480] Novagold: 2020 Sustainability Summary
[481] Novagold: Corporate Social Responsibility
[482] Osisko Gold Royalties: ESG Reporting

größte private Arbeitgeber in Yukon und beschäftigt 350-400 Mitarbeiter, von denen 50% aus Yukon stammen und 25% Frauen sind. Auf der Website des Unternehmens gibt es eine Community-Seite, die weitere Informationen über die ESG-Maßnahmen des Unternehmens enthält.[483]

Hecla Mining

Hecla believes responsible mining is about being transparent and open, a commitment to the safety of our people, the protection of the environment, sound and effective corporate governance and social policies, and continuous improvement through technological innovation.
Phillips S. Baker, Jr.
CEO, Hecla Mining

„Hecla Mining" ist ein Minenunternehmen für Silber, Gold und andere Edelmetalle mit Sitz in Coeur d'Alene, Idaho. Hecla ist der größte Silberproduzent in den USA. Hecla unternimmt Anstrengungen, den Klimawandel zu bekämpfen, indem die Kohlenstoffemissionen reduziert werden. Durch die Nutzung von Wasserkraft am Standort Greens Creek konnten sie die gesamten THG-Emissionen im Jahr 2020 um 36% auf Basis der Werte von 2019 reduzieren.

Der Nachhaltigkeitsbericht 2020 von Hecla enthält Details über die beeindruckende Leistung des Unternehmens im Jahr 2020 trotz globaler Herausforderungen sowie über die vielfältigen Maßnahmen, die das Unternehmen zur Unterstützung der ESG-Ziele ergreift.[484]

Ximen Mining

A greener economy cannot exist without mining. It is our responsibility as a mining exploration and development company, to implement green solutions and technology in all our operations whenever feasible. We believe we are part of the solution, contributing to the survival of our industry and our planet.
Christopher R. Anderson
CEO, Ximen Mining

„Ximen Mining" ist ein Minen-Explorations- und Entwicklungsunternehmen mit Sitz in Vancouver, Kanada. Es hat sich verpflichtet, in den Bereichen nachhaltiger Bergbau, Umweltschutz, verantwortungsvolle Entwicklung und Sicherheit am Arbeitsplatz eine Führungsrolle zu übernehmen.

Der Schutz der Wasserressourcen hat für Ximen höchste Priorität. Die Kenville Mine in British Columbia leitet Wasser ab, das sauber genug ist, um es zu trinken. Es werden auch Studien durchgeführt, um die Energie des aus den Minen abfließenden Wasser zu nutzen, sodass Turbinen zum Betrieb von LED-Leuchtmitteln mit langer Nutzungsdauer eingesetzt werden können. Ein weiteres Ziel des Kenville-Projekts von Ximen ist es, die Emissionen von Diesel und fossilen Brennstoffen im Betrieb so weit wie möglich zu eliminieren. Die primäre Energiequelle ist Strom aus dem Kootenay-Wasserkraftsystem.

In dem Bemühen, die CO_2-Emissionen zu reduzieren, sind 99% der Untertage- und Erschließungsausrüstung von Ximen pneumatisch und werden von einem Luftkompressor angetrieben, der mit Wasserkraft betrieben wird. Die verbleibende Ausrüstung wird durch neue hocheffiziente Dieselmotoren angetrieben. Außerdem ist geplant, auf dem Ximen-Gelände in Kenville eine Solaranlage zu installieren. Auf der Website von Ximen finden Sie weitere Informationen über die Bemühungen, die Nachhaltigkeit des Betriebs zu maximieren.[485]

—
483 Victoria Gold Corp: Community
484 Hecla Mining: 2020 Sustainability Report
485 Ximen: Sustainability

Endeavour Silver

While our operations shut down for over a month due to lockdown measures in Mexico, we continued paying everyone, kept them informed and offered support. We did not lay off or lose employees.
Ken Pickering
Vorsitzender des Nachhaltigkeitsausschusses, Endeavour Silver

„Endeavour Silver Corp." beschäftigt sich mit der Bewertung, dem Erwerb, der Exploration und der Entwicklung von Edelmetallvorkommen, vor allem Silber in Mexiko. Die Nachhaltigkeitsstrategie umfasst fünf Kernbereiche: Sicherheit und Gesundheit, Menschen, Gemeinschaft, Umwelt und wirtschaftlicher Wert. Die Unterstützung der Nachhaltigkeitsentwicklungsziele der Vereinten Nationen (SDGs) steht im Mittelpunkt der Strategie von Endeavour Silver.

2020 investierte Endeavour Silver 1,5 Mio. USD in Umweltschutzmaßnahmen, erreichte eine Wasserrecycling- und Wiederverwendungsrate von 90%, reduzierte seine Treibhausgasemissionen um 34% auf Basis der Werte von 2019 und unterstützte die Pflanzung von 44.000 Bäumen durch eine Aufforstungsinitiative. Der Nachhaltigkeitsbericht von Endeavour Silver enthält eine Fülle von Informationen über die ESG-Aktivitäten.[486]

Solgold

Our goal is to undertake our operations in an environmentally responsible manner by integrating the protection of the environment into our everyday working practices.
Solgold Webseite

„Solgold" ist ein führendes Explorationsunternehmen, das sich auf die Erkundung und Entwicklung von Kupfer- und Goldlagerstätten konzentriert. Der Hauptsitz des Unternehmens befindet sich in Brisbane, Australien.

Solgold setzt sich für eine nachhaltige Exploration und einen nachhaltigen Abbau ein. Es sieht transparente und verantwortungsvolle Praktiken als entscheidend für den langfristigen Erfolg an. Die Prioritäten sind die Mitarbeiter, die ortsansässige Bevölkerung und der Schutz der Umwelt.

Solgold strebt einen verletzungsfreien Arbeitsplatz, Chancengleichheit für alle Mitarbeiter, einen proaktiven Beitrag für die ortsansässige Bevölkerung, die Umsetzung verantwortungsvoller Bergbaumethoden, die Sanierung und Wiederaufforstung von Land sowie einen verantwortungsvollen Umgang mit Energie an. Auf der Website von Solgold finden Sie weitere Informationen über die Aktivitäten im Bereich der Nachhaltigkeit.[487]

Der Weg nach Paris

> *„Mining companies nowadays have to satisfy investors, local communities, and governments by demonstrating that they are serious about dealing with energy transition and aiming for net-zero sustainability."*
>
> Tim Biggs, Deloitte

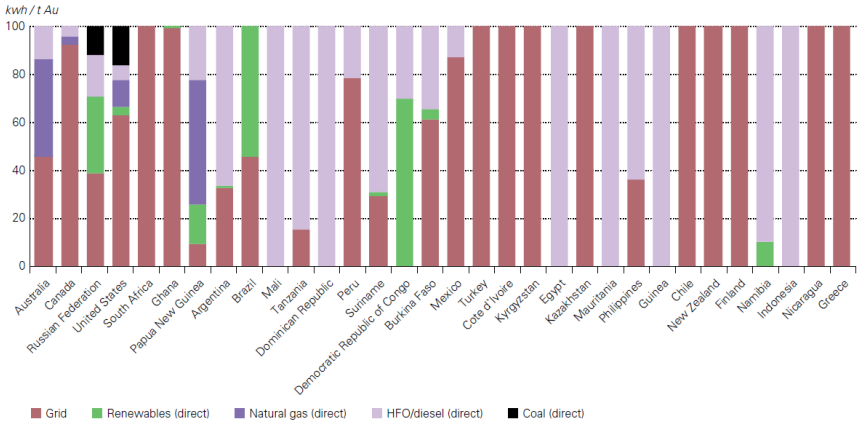
Das „World Gold Council" veröffentlichte kürzlich seine höchst lesenswerte Einschätzung bezüglich der möglichen Wege zu „Netto-Null-Emissionen" für den Goldminensektor.[488] Wie im *In Gold We Trust*-Report 2020 ausgeführt, ist die Energiewende die bemerkenswerteste Veränderung, die den Goldminensektor in die neue Dekarbonisierungswirtschaft

—
[486] Endeavour Silver: 2020 Sustainability Report
[487] SolGold: Our Sustainable Approach
[488] *Vgl.* „Gold and climate change: The energy transition", World Gold Council, 9. Dezember 2020

führt.[489] Gold als physischer Vermögenswert ist aufgrund seiner physikalischen Eigenschaften eine, wenn nicht sogar die kohlenstoffneutralste Investition während seiner Lebensdauer, wie *In Gold We Trust*-Report 2019 dargelegt.[490] Es kann jedoch mehr getan werden, um die durch die Förderung verursachten Emissionen zu reduzieren. Das „World Gold Council" schätzt in seinem Bericht, dass bis zu 95% dieser Emissionen aus dem Energieverbrauch stammen.

There must be a better way to make the things we want, a way that doesn't spoil the sky, or the rain or the land.
Paul McCartney

Würde der Minensektor zügig in alternative Energien investieren, könnte er seine Emissionen bis zum Jahr 2030 um 27% reduzieren und wären damit auf dem richtigen Weg, die Emissionsziele des „Pariser Klimaabkommens" bis 2050 zu erreichen. Wie im nächsten Chart zu sehen ist, gibt es noch viel Raum für Verbesserungen. Die Umstellung auf erneuerbare Energien ist die wichtigste Herausforderung für die Branche im nächsten Jahrzehnt.



Quelle: Wood Mackenzie

Fazit

> *„The reality is that ‚ESG is a real indicator of financial performance'."*
>
> Terence Lyons

Mining companies did not recently suddenly discover ESG, only the investors did.
Bradford Cooke
CEO, Endeavour Silver

Der Goldminensektor hat sich verpflichtet, zur Lösung von ESG-Problemen beizutragen. Vom fristgerechten Erreichen des „Pariser Abkommens" über die Dekarbonisierung der Branche bis hin zur Einhaltung der 17 SDGs der Vereinten Nationen wird jeden Tag ein weiterer Schritt auf dem Weg zu einer nachhaltigen Zukunft des Goldbergbaus zurückgelegt. Wenn Investoren ihre eigenen ESG-Prioritäten weiterhin lautstark äußern, werden im Gegenzug die Manager dazu neigen, die von ihren Aktionären geforderten Veränderungen umzusetzen.

Unternehmen und Stakeholder werden im Takt tanzen, während die Ratingagenturen zu einem weiteren Hit von Sting die Füße wippen werden: *„Every breath you take / Every step you take, / I'll be watching you."*

489 *Vgl.* „ESG-Compliance und Finanzstabilität – Zwei Konzepte, die einander ergänzen", *In Gold We Trust*-Report 2020
490 *Vgl.* „ESG – Drei Buchstaben die mehr als 20 Billionen USD wert sind?", *In Gold We Trust*-Report 2019

Focusing on what matters.

To make mining work, we build trust with our stakeholders, create value for our shareholders, and contribute to the well being of our people, their families and the communities in which we operate.

AGNICO EAGLE

We make mining work.

agnicoeagle.com

Stock Symbol: AEM (NYSE and TSX)

Technische Analyse

*„The waiting is the hardest part /
Every day you see one more card /
You take it on faith, you take it to the heart /
The waiting is the hardest part.“*

Tom Petty and the Heartbreakers

Key Takeaways

- **Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns zu einer positiven technischen Einschätzung kommen.**
- **Seit dem Allzeithoch im August des letzten Jahres hat eine spekulative Bereinigung stattgefunden, die ein gesundes Fundament für weitere Kursanstiege bieten sollte.**
- **Der Coppock-Indikator hat Ende 2015 ein langfristiges Kaufsignal generiert. Nun scheint es, als würde sich die sich die Tasse-Henkel-Formation demnächst nach oben auflösen. Das Kursziel dieser Formation liegt bei 2.700 USD.**
- **Die saisonale Analyse des Goldpreises ergibt, dass ab Ende Mai saisonaler Gegenwind einsetzt, der sich Anfang Juli aber wieder umkehrt. Juni ist – nach Jänner – der zweitschwächste Monat in Nachwahljahren.**
- **Auch die zuletzt gestiegene relative Stärke von Silber und den Minen-Aktien stimmt uns klar zuversichtlich. Insofern scheinen die Voraussetzungen für die Fortsetzung des neuen Bullenmarktes aus technischer Sicht hervorragend.**

Nach der umfassenden makroökonomischen und fundamentalen Analyse wenden wir uns nun der technischen Analyse des Goldpreises zu. Im Vorjahr hatten wir an dieser Stelle geschrieben:

> *„Aus Sicht der derzeitigen Marktstimmung, der Saisonalität und des CoT-Reports würde uns aktuell eine mehrwöchige Phase des „Durchschnaufens" nicht verwundern. Wir erwarten jedoch keine tiefe Korrektur, nachdem scheinbar großes Kaufinteresse an der Seitenlinie wartet, was zu einem ‚buy the dips' führt. Auch die zuletzt gestiegene relative Stärke von Silber und den Minen-Aktien stimmt uns klar zuversichtlich. Insofern scheinen die Voraussetzungen für die Fortsetzung des neuen Bullenmarktes aus technischer Sicht hervorragend."*[491]

Diese Einschätzung hat sich als teilweise korrekt herausgestellt. Wenige Tage nach der Veröffentlichung des *In Gold We Trust*-Report 2020 setzte ein impulsiver Move ein, der den Goldpreis auf neue Allzeithochs hievte. Die stark überkaufte Situation baute sich im Laufe der nächsten Monate sukzessive ab und kulminierte in einem Doppeltief im März 2021. **Das Support-Niveau bei 1.680 USD markierte exakt das 38,2% Fibonacci-Retracement des Aufwärtstrends von 2015 bis 2020.**

Time is more important than price. When time is up price will reverse.
W. D. Gann

Wie sieht nun unsere aktuelle technische Einschätzung des Goldpreises aus? Für die langfristige Standortbestimmung ziehen wir erneut die Coppock-Kurve und damit einen verlässlichen Momentum-Indikator heran.[492] Als Kaufsignal gilt, wenn der unter der Nulllinie liegende Indikator nach oben dreht, also einen positiven Wert annimmt. Der Vorteil dieses Indikators liegt darin, dass man große Trendwechsel verlässlich erkennt. Seit Ende 2015 steht der Indikator auf Kauf. Seit Sommer 2020 tendiert die Kurve leicht gen Süden, sie befindet sich allerdings nach wie vor klar im positiven Bereich. Auch der KST[493] bestätigt das positive langfristige Setup.

We noted ahead that proper Handle-making would require several months. Now, 10 months later it's a thing of beauty.
NFTRH

Besonders interessant erscheint die langfristige Tasse-Henkel-Formation, die sich nun bald auflösen könnte. Die Korrektur seit August 2020 erscheint als der Henkelteil der Formation. Das Kursziel kann durch die Messung des Abstands von der rechten Kante der Tasse, bis zum Boden der Tasse geschätzt werden und dann weiter in die Richtung des Breakout-Bereiches verlängert werden. **Das Kursziel der Formation läge demnach bei rund 2.700 USD.**

491 „Technische Analyse", *In Gold We Trust*-Report 2020, S. 333
492 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.
493 „Known Sure Thing"-Indikator von Martin Pring. Der KST misst das Preismomentum von vier verschiedenen Preiszyklen.

Gold, KST und Coppock-Indikator, monthly, 2007-2021

Quelle: Tradingview, Incrementum AG

The public buys the most at the top and the least at the bottom.
Bob Farrell

Verschaffen wir uns nun einen Überblick über die Marktstimmung. Naturgemäß zeigen sich Analysten mit Fortdauer eines Bullenmarktes zunehmend optimistisch und vice versa. Im Zuge der Korrektur der letzten Monate wurden die Kursziele nun in gewohnt prozyklischer Manier gesenkt. Sieht man sich die Prognosen von 20. April 2021 für Ende 2021 an, so wird im Median ein Preis von 1.777 USD erwartet. Die Kursziele für das Jahresende der Folgejahre sind: 1.700 USD (2022), 1.650 USD (2023), 1.610 USD (2024) und 1.624 USD (2025), also de facto eine anhaltende Seitwärtsbewegung. Das wäre eine Entwicklung, die – sofern man sich mit Marktzyklen beschäftigt – äußerst unwahrscheinlich erscheint.

Bloomberg: Analysten-Konsens für Gold: 2021-2025

Consensus	Spot	As Of	2021	2022	2023	2024	2025
Median		04/20/21	1777.00	1700.00	1650.00	1610.00	1624.00
Mean		04/20/21	1785.47	1753.38	1659.50	1605.83	1599.50
High		04/20/21	1950.00	2200.00	1777.00	1725.00	1750.00
Low		04/20/21	1649.20	1450.00	1540.00	1470.00	1400.00
Forward	1777.83	04/26/21	1779.88	1789.76	1808.75	1847.13	1889.79

Quelle: Bloomberg

An object at rest tends to stay at rest and an object in motion tends to stay in motion with the same speed and in the same direction unless acted upon by an unbalanced force.
Isaac Newton, First Law of Motion

Bei Silber zeigt sich ein ähnliches Bild. Per Jahresende wird im Median ein Preis von 25,50 USD erwartet, anschließend soll der Silberpreis 2022 auf 23,70 USD und 2023 auf 22,50 USD fallen. Wirklich aussagekräftig ist der Konsens jedoch nicht mehr, weil sich die Anzahl der aktiven Coverages seitens der Banken in den letzten Jahren deutlich reduziert hat. Dies bestätigt unsere Hypothese, wonach Silber im Finanzsektor ähnlich beliebt ist wie ein Brokkoliauflauf für einen Carnivoren.

Bloomberg: Analysten-Konsens für Silber: 2021-2025

Consensus	Spot	As Of	2021	2022	2023	2024	2025
Median		04/20/21	25.50	23.70	22.50	21.90	24.45
Mean		04/20/21	25.49	24.52	23.35	23.48	25.35
High		04/20/21	29.00	31.30	30.80	32.00	33.00
Low		04/20/21	19.63	19.50	19.25	17.02	19.50
Forward	26.01	04/26/21	26.04	26.27	26.88	28.26	28.94

Quelle: Bloomberg

Die Kombination aus weiterhin relativ geringem Interesse an Gold und Silber seitens der Investoren sowie der mangelnden Kursfantasie seitens der Analysten

ist unserer Meinung nach ein hervorragendes Fundament für eine Fortsetzung der Rally.

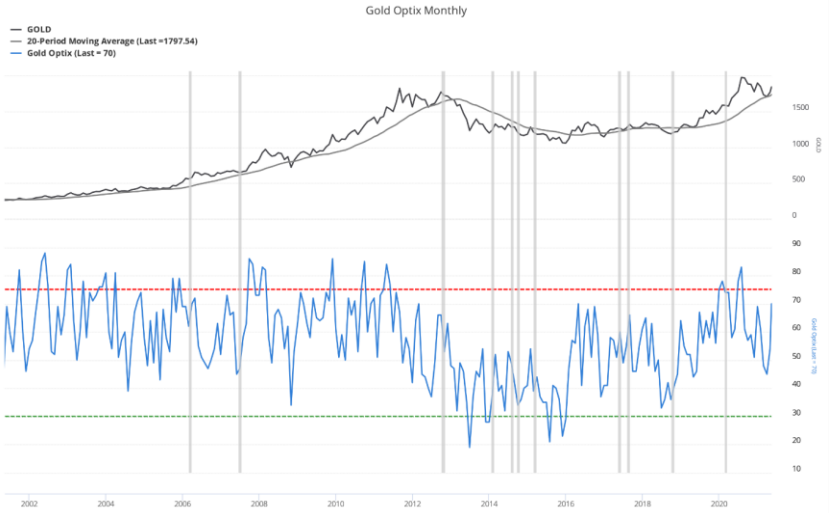
The one who follows the crowd will usually get no further than the crowd. The one who walks alone, is likely to find himself in places no one has ever been.
Albert Einstein

Nun wollen wir einen Blick auf die Stimmungslage im Sektor werfen. Einer unserer favorisierten Sentimentindikatoren ist der Optix-Index von Sentimentrader. Dieser bildet die gängigsten Stimmungsindikatoren sowie Daten aus dem Futures- und Optionsmarkt ab. Die diesem Barometer zugrunde liegende Logik ist eine denkbar einfache. Wenn die öffentliche Meinung einen starken Konsens bildet, ist dieser breite Konsens ein guter Kontraindikator. Der Markt ist meist zu bullish, wenn die Preise bereits (stark) gestiegen sind und zu bearish, wenn sie bereits (stark) gefallen sind.

Try to see it my way. Only time will tell if I am right or I am wrong. While you see it your way, there's a chance that we may fall apart before too long.
„We Can Work It Out"
The Beatles

Wenn der Optix-Index über die rot gestrichelte Linie bei 75 Punkten steigt, so gilt es, vorsichtiger zu werden. Liegt er bei 30 Punkten oder darunter ist der Pessimismus hingegen ausgeprägt und das Downside-Risiko limitiert. Aktuell notiert der Optix-Index bei 70 und somit im optimistischen Terrain. Man erkennt zudem, dass im Zuge der Korrektur der letzten Monate keine Sentiment-Tiefststände markiert wurden. Dies bestätigt unsere Einschätzung, dass sich das Sentiment seit März klar aufgehellt hat und die Stimmung im Sektor grundsätzlich positiv ist.

Optix-Indikator und Goldpreis, 2002-2021



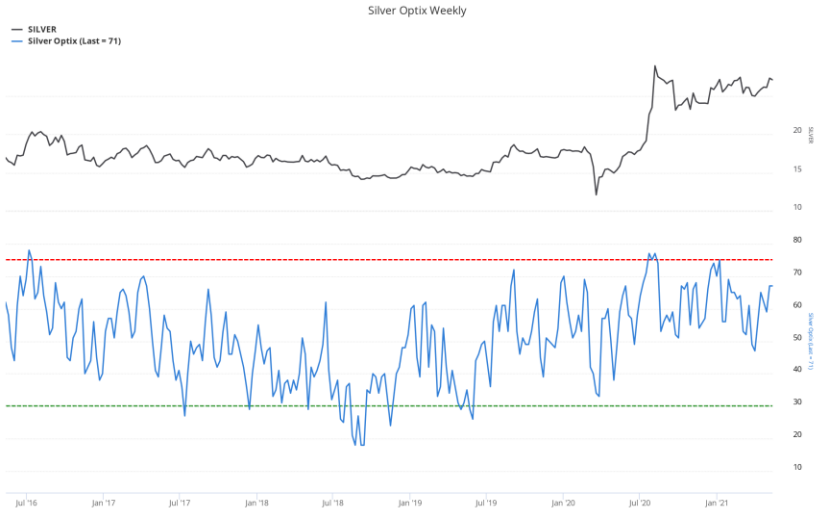
Quelle: Sentimentrader.com

Never invest on the basis of a story on page one. Invest on the basis of a story on page sixteen, that's headed to page one.
Don Coxe

Bezüglich der Stimmungslage im Silbersektor hatten wir im Vorjahr geschrieben: *„Bei Silber hat die Party scheinbar noch nicht wirklich begonnen, wenngleich die Gäste nun langsam eintreffen."*[494] Weitere Partygäste sind in letzter Zeit tatsächlich hinzugekommen, nicht zuletzt aufgrund des Reddit-Squeezes. Der Optix-Index notiert aktuell bei 71, also nahe des Euphorieniveaus. Interessant ist, dass das Panic-Low bei 11,80 USD im März 2020 zu keinen neuen Sentiment-Tiefstständen führte und somit eine kleine positive Divergenz ausbildete.

494 „Technische Analyse", *In Gold We Trust*-Report 2020, S. 327

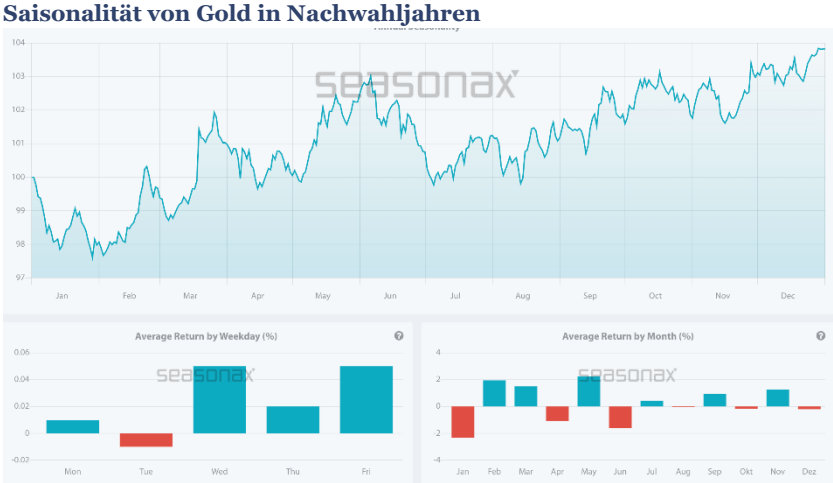
Optix-Indikator und Silberpreis, 2016-2021



Quelle: Sentimentrader.com

Auch heuer wollen wir zudem einen kurzen Blick auf die saisonalen Muster werfen. Der folgende Chart zeigt die jährliche Entwicklung von Gold in US-Nachwahljahren. Deutlich ist zu erkennen, dass ab Ende Mai saisonaler Gegenwind einsetzt, der sich Anfang Juli aber wieder umkehrt.[495] Juni ist – nach Jänner – der zweitschwächste Monat in Nachwahljahren.

Saisonalität von Gold in Nachwahljahren

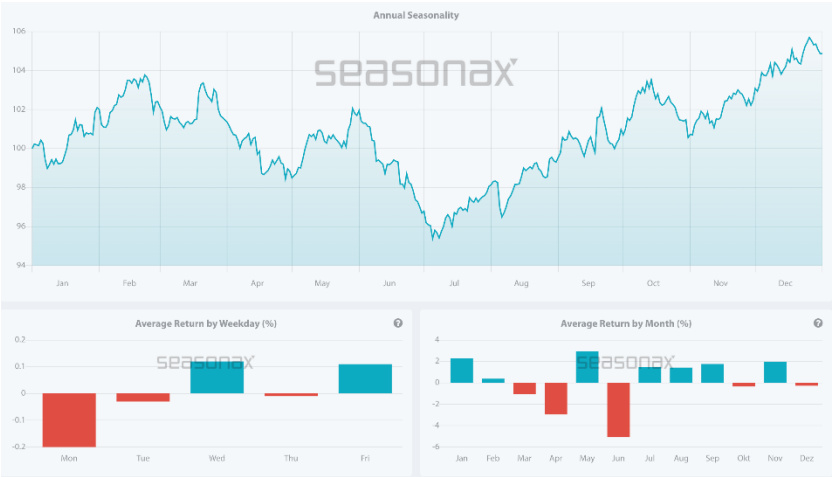


Quelle: Seasonax.com

Bei Silber lässt sich ein starker saisonaler Aufwärtstrend ab Juli erkennen. Juni markiert den schwächsten Monat und auf Wochensicht scheint der Montag für antizyklische Zukäufe prädestiniert zu sein.

[495] Die saisonalen Charts wurden uns von Dimitri Speck, Gründer und Chefanalyst von Seasonax, zur Verfügung gestellt. Nutzen Sie die Erkenntnisse von www.seasonax.com, um wiederkehrende Muster verschiedener Finanzinstrumente (Aktien, Rohstoffe, (Krypto)Währungen) zu untersuchen und noch effizienter Anlagemöglichkeiten zu identifizieren.

Saisonalität von Silber in Nachwahljahren



Quelle: Seasonax.com

Das Midas Touch Gold Model™[496]

> *„Life is just a series of peaks and troughs. And you don't know whether you're in a trough until you're climbing out, or on a peak until you're coming down."*
>
> Ricky Gervais

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

Wie bereits in den vergangenen Jahren möchten wir auch heuer den aktuellen Stand des Midas Touch Gold Modells™[497] präsentieren und Ihnen einen kurz- bis mittelfristigen Ausblick von Florian Grummes präsentieren. Zusammenfassend liegen die Stärken des Modells in der Vielseitigkeit und der quantitativen Messbarkeit, weil es sehr viele unterschiedliche Perspektiven auf den Goldmarkt sorgfältig prüft und übersichtlich in einer Tabelle zusammenführt.

Quelle: Tradingview.com, Florian Grummes, Midas Touch Consulting

496 Wir bedanken uns bei Florian Grummes für diesen Exkurs. Florian ist Gründer und Geschäftsführer von Midas Touch Consulting (www.midastouch-consulting.com/). Unsere Leser können sich auf folgendem Link für kostenlose Updates und den dazugehörigen Newsletter eintragen: http://eepurl.com/ccKg2r

497 Für eine detaillierte Beschreibung des Modells und seiner Philosophie *vgl.* „Technische Analyse", *In Gold We Trust*-Report 2016

Der Goldpreis erreichte am 7. August 2020 bei 2.075 USD ein neues Allzeithoch und ging im Anschluss in eine fast neun Monate währende Korrektur über. Im ersten Teil gestaltete sich diese Korrektur bis Ende November 2020 eher zäh und verwirrend, Anfang Jänner beschleunigte sich der Ausverkauf. Erst mit einem Doppeltief bei 1.676 USD am 8.März und 1.678 USD am 31.März erreichte der Goldmarkt schließlich die Talsohle. Mit diesem Doppeltief wurde höchstwahrscheinlich das Ende der Korrektur gefunden und Gold befindet sich nun wieder auf dem Weg in Richtung höherer Notierungen und damit mittel- bis längerfristig auch in Richtung neuer Allzeithochs.

To anticipate the market is to gamble. To be patient and react only when the market gives the signal is to speculate.
Jesse Livermore

Die Korrektur in der Größenordnung von gut 400 USD war im letzten Sommer aufgrund der überbordenden Euphorie notwendig geworden und ist im großen Bild definitiv gesund. Mit einer stark überverkauften Lage und relativ pessimistischen Sentiment-Werten dürfte unter hohem Handelsvolumen im Bereich um 1.700 USD der Grundstein für die nächste Aufwärtsbewegung gelegt worden sein. Während sich Platin und Palladium dieser Korrektur weitestgehend entziehen konnten, hinterließ der Goldpreis-Rücksetzer bei den allermeisten Minenaktien deutliche Spuren. Silber hingegen tauchte in eine monatelange Seitwärtsphase ein und konnte sich bislang unterm Strich etwas besser als Gold halten.

Midas Touch Gold Modell™ vom 15.Mai 2021 Version 1.3

Gold USD - Monatschart	1.843,16 USD	Verkaufssignal 19.02.2021, Umkehrsignal @ 2.037,44 USD			Bärisch
Gold USD - Wochenchart	1.843,16 USD	Kaufsignal 06.05.2021, Umkehrsignal @ 1.685,70 USD	Bullisch		
Gold USD - Tageschart	1.843,16 USD	Kaufsignal 03.05.2021, Umkehrsignal @ 1.796,05 USD	Bullisch		
Gold GVZ Volatilität Index CBOE	16,75	Relativ niedrige Volatilität am Goldmarkt ist antizyklisch bullisch	Bullisch		
Gold CoT-Report	-227.084	Kommerzielle Shortposition schon seit zwei Jahren viel zu hoch, daher Relativierung		Neutral	
Gold Sentiment	70	Sentiment gerade noch neutral zu werten		Neutral	
Gold Saisonalität	Mai	Bis mindestens Ende Juni negativer saisonaler Zyklus			Bärisch
Ratio DowJones/Gold	18,71	Verkaufssignal 26.04.2021, Umkehrsignal @ 19,36; bullisch für Gold	Bullisch		
Ratio Gold/Silber	67,21	Kaufsignal 14.12.2020, Umkehrsignal @ 68,71	Bullisch		
Ratio Gold/Öl	28,12	Kaufsignal 05.04.2021, Umkehrsignal @ 25,87	Bullisch		
Ratio Gold/Rohstoffe (GNX)	3,57	Verkaufssignal 11.05.2020, Umkehrsignal @ 3,58			Bärisch
Ratio Bitcoin/Gold	26,50	Verkaufssignal 13.05.2021, Umkehrsignal @ 32,30; bullisch für Gold	Bullisch		
SPDR Gold Trust Bestände (GLD)	1.028,36t	Plus 11,32 Tonnen in den letzten zwei Wochen	Bullisch		
Gold in $, €, £, ¥	4 von 4	Auf Monatssicht im Plus gegen USD, EUR, GBP und JPY	Bullisch		
Gold in indischen Rupien	135.013 INR	Kaufsignal 07.05.2021, Umkehrsignal @ 131.315 INR	Bullisch		
Gold in chinesischen Renminbi Yuan	11.864 CNY	Kaufsignal 04.05.2021, Umkehrsignal @ 11.539 CNY	Bullisch		
GDX Goldminen ETF - Tageschart	37,84 USD	Kaufssignal 04.05.2021, Umkehrsignal @ 35,69 USD	Bullisch		
GDX Goldminen ETF - Sentiment	70	Sentiment zu optimistisch			Bärisch
US-Dollar - Tageschart	90,3	Verkaufssignal 07.05.2021, Umkehrsignal @ 91,12; bullisch für Gold	Bullisch		
US-Dollar CoT-Report	-5.008	Kommerzielle Händler halten nur eine sehr kleine Shortposition auf den US-Dollar		Neutral	
US Realzinsen	-3,075%	3-Monatiger T-bill Zins (0,1%) - 3 Monats Durchschnitt des jährl. CPI (3,175%)	Bullisch		

Das Gold-Modell ist seit dem 5.Mai 2021 im stark bullischen Modus

in gold we trust .report © 2021 Midas Touch Consulting/Florian Grummes MIDAS TOUCH CONSULTING

The illusion of randomness gradually disappears as the skill in chart reading improves.
John Murphy

Das Midas Touch Gold Modell™ ist im April 2021 schrittweise wieder in den bullischen Modus gewechselt. Mit dem Ausbruch über 1.800 USD am 5. Mai verstärkte sich das Signal auf „stark bullisch". Dazu trugen auch die neuen Kaufsignale des Goldpreises gegen die indische Rupie, gegen den chinesischen Renminbi sowie gegen den US-Dollar bei. Außerdem liefern die Goldminenaktien (GDX Goldminen ETF) seit dem 4. Mai wieder ein bullisches Signal. Obendrein stützen die mittlerweile klar negativen Realzinsen in den USA den Goldpreis bereits seit Monaten. Ungünstig ist neben dem zu optimistischen Sentiment auf Sicht der kommenden Wochen lediglich die saisonale Komponente, denn typischerweise beginnt am Goldmarkt frühestens im Juni, meist aber erst im Juli die stärkste Phase des Jahres.

Folgende weitere interessante Schlussfolgerungen lassen sich aus dem Midas Touch Gold Modell™ derzeit ableiten:

- **Auf dem Monatschart für den Goldpreis gegen den US-Dollar ist immer noch ein Verkaufssignal aktiv.** Dieses würde aktuell erst bei Kursen oberhalb von 2.037 USD negiert. Bis das große Bild wieder eindeutig auf bullisch schwenkt, haben die Goldbullen also noch Arbeit vor sich.
- **Gegen die Rohstoffe steht der Goldpreis kurz vor einem Kaufsignal.** Nachdem die letzten Monate von explodierenden Basismetall- und Energiepreisen geprägt waren, könnte es auf Sicht der nächsten Monate zu einem Favoritenwechsel zurück zum Gold kommen.
- **Bitcoin hat den Goldpreis in den letzten Monaten gnadenlos outperformt.** Mit dem Rücksetzer bei Bitcoin auf Kurse unter 50.000 USD hat sich am 13. Mai ein Kaufsignal für Gold gegen Bitcoin ergeben. Dieser Favoritenwechsel hat sich mit dem BTC-Crash eindeutig bestätigt.

Auf dem Tageschart hat der Goldpreis zuletzt den Abwärtstrend der letzten neun Monate locker übersprungen und zwischenzeitlich bereits Kurse um 1.890 USD erreicht. Auch die leicht fallende 200-Tagelinie (1.845 USD) konnten die Bullen relativ problemlos zurückerobern. Die eigentlich überkaufte Stochastik hat sich obendrein in den festgezurrten ultra-bullischen Zustand transformiert, womit die Bullen derzeit noch fester im Sattel sitzen.

Trotz dieser bullischen Ausgangslage wäre ein vorläufiges Scheitern der Erholungsrally unterhalb oder an der psychologischen Marke von 1.900 USD keine Überraschung. Mit einem Umweg bzw. Rücksetzer in den Bereich 1.820 bis 1.850 USD könnte der Goldpreis neue Kräfte schöpfen, um dann im nächsten Schritt weiter nach oben durchzumarschieren. Auch eine volatile Konsolidierung um die 200-Tagelinie herum (+/40 USD) wäre denkbar. Im allerbesten Fall beschleunigt sich die Rally am Goldmarkt nochmal und peilt das 61,8% Retracement bei 1.923 USD direkt als nächstes an.

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

Übergeordnet muss der Goldpreis vor allem den starken Widerstand bei 1.965 USD überwinden. Hier scheiterten die Erholungsbemühungen Anfang November 2020 als auch Anfang Jänner und es kam beide Male zu einem sehr schnellen und scharfen Rücksetzer. Bis zu dieser Marke fehlt aktuell noch ein gutes Stück.

Quelle: Tradingview.com, Florian Grummes, Midas Touch Consulting

Realistisch betrachtet sollte man daher davon ausgehen, dass der Goldmarkt noch einige Zeit benötigen wird, bis es zum nachhaltigen Ausbruch über diese starke Widerstandszone kommen wird. **Sobald dies jedoch gelingt, wäre dann der Weg in Richtung der psychologischen Marke von 2.000 USD sowie bis zum Allzeithoch bei 2.075 USD frei.**

Fazit

> *„We believe that now is the time to start layering in gold exposure, not when the rest of the world tries to do so.“*
>
> John Hathaway

Great opportunities do not come every year.
Charles Dow

Die technische Analyse ist trotz mancher Schwächen ein nützliches Werkzeug für die Standortbestimmung und das Timing von Investitionen. Uns ist stets wichtig das „Big Picture“ nicht nur aus fundamentalen, sondern auch aus technischen Blickwinkeln zu verstehen.

The secret to being successful from a trading perspective is to have an indefatigable and an undying and unquenchable thirst for information and knowledge.
Paul Tudor Jones

Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns zu einer positiven technischen Einschätzung kommen. Seit dem Allzeithoch im August des letzten Jahres hat eine spekulative Bereinigung stattgefunden, die ein gesundes Fundament für weitere Kursanstiege bieten sollte. Der Coppock-Indikator hat Ende 2015 ein langfristiges Kaufsignal generiert. Nun scheint es, als würde sich die sich die Tasse-Henkel-Formation demnächst nach oben auflösen. **Auch die zuletzt gestiegene relative Stärke von Silber und den Minenaktien stimmt uns klar zuversichtlich. Insofern scheinen die Voraussetzungen für die Fortsetzung des neuen Bullenmarktes aus technischer Sicht hervorragend.**

TUDOR GOLD

Why Invest in TUDOR GOLD Corp.?

Initial Mineral Resource Announced in March 2021 – Treaty Creek is one of the largest gold discoveries of the last 30 years!

- **19.4 million ounces of 0.74 g/t AuEq** (M&I) plus **7.9 million ounces of 0.79 g/t AuEq** (Inferred).

Excellent Geopolitical Climate for Investment and Developing Large Deposits

- Tudor controls over 35,000 Ha in the Golden Triangle bordering the world-class KSM (Seabridge Gold) and Valley of the Kings (Pretium Resources) deposits.
- Excellent infrastructure in mining friendly jurisdiction in B.C. (Canada), that host numerous famous past producers. Current operations in the region include Red Chris open-pit and block cave deposits with Skeena Resources advancing the Eskay Creek Project towards open pit production.
- Positive involvement from First Nations directly associated with Mines and advanced projects such as Treaty Creek, with include signed engagement contracts to fast-track exploration and permitting processes.

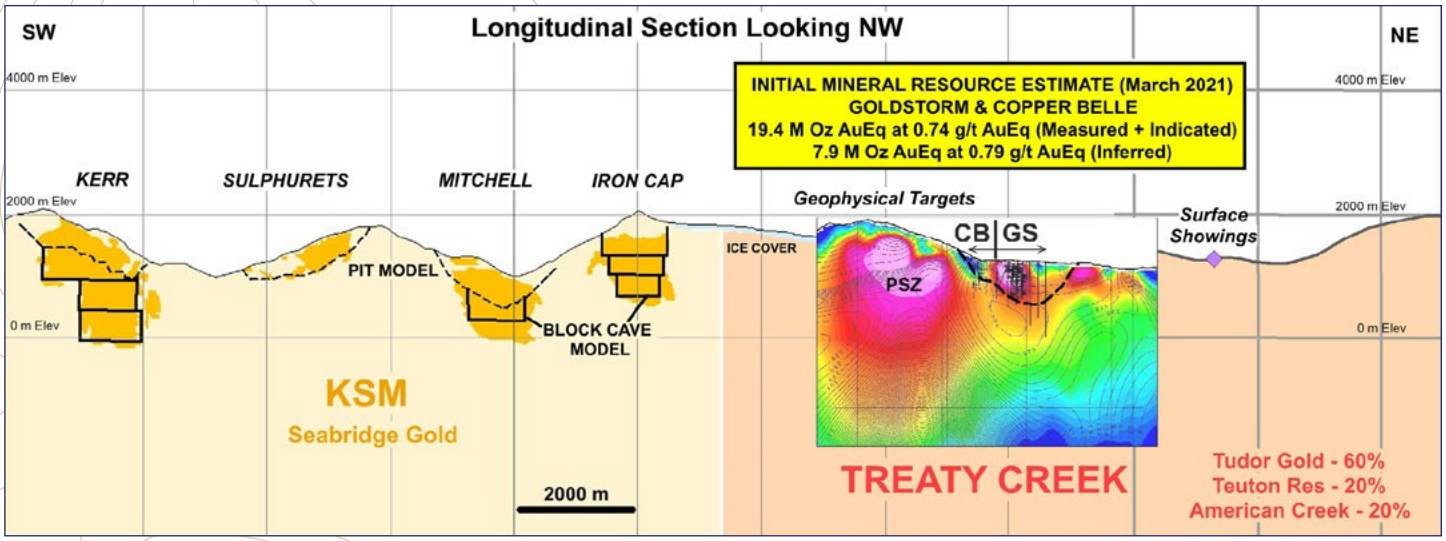
Strong Shareholders and Top Management

- Close to 50% owned by CEO and **Walter Storm** (co-founder of Osisko Mining) and billionaire **Eric Sprott. Ken Konkin,** (P.Geo), award winning geologist, instrumental in the discovery of the Valley of the Kings deposit, is leading the drill program.

Excellent Exploration Potential for discovery of other Mineralized Systems similar to Goldstorm Deposit

- Goldstorm Zone remains open in all directions and depth – Tudor plans an extensive drill program in 2021.
- Several high potential drill targets exist on the property, some of which have returned significant gold values from limited drilling.

Treaty Creek – One of the Largest Gold Discoveries of the last 30 years!



Quo vadis, aurum?

„Tomorrow belongs to those who can hear it coming.“

David Bowie

Key Takeaways

- **Vor unser aller Augen vollzieht sich eine tiefgreifende Veränderung, ein monetärer Klimawandel. Was heute noch der unumstößliche Rahmen war, in dem wir uns bewegten, scheint morgen nicht mehr zu sein als ein Relikt der Vergangenheit.**

- **Dieser monetäre Klimawandel hat weitreichende Folgen – für die Geldpolitik, die Fiskalpolitik und die Investmententscheidungen.**

- **Herkömmliche, gemischte Portfolios unterliegen im inflationären Umfeld einem deutlich höheren Risiko, da die Korrelationen zusammenbrechen und beide Anlageklassen signifikante Verlust erleiden können. Die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen stellt eher die Ausnahme, denn die Regel dar. In 70 der letzten 100 Jahre waren Aktien und Anleihen positiv korreliert.**

- **Auch dieses Jahr wollen wir einen Ausblick auf den zukünftigen Goldpreis wagen. Die implizite Verteilungsdichtefunktion des Gold-Optionsmarkts zeigt, dass wir mit einer Wahrscheinlichkeit von fast 45% im Dezember 2021 ein neues 52-Wochen-Hoch – 2.100 USD oder höher – und damit auch gleichzeitig ein neues Allzeithoch des Goldpreises sehen werden.**

Nothing is so permanent as a temporary government program.
Milton Friedman

Als Richard Nixon am 15. August 1971 die „vorübergehende" Suspendierung der Konvertibilität des US-Dollars in Gold verkündete,[498] wusste niemand, dass die „vorübergehende" Schließung einmal 50 Jahre dauern werde. Erst im Nachhinein stellte sich heraus, dass es sich nicht um ein temporäres Phänomen handelte, sondern um ein permanentes Provisorium. Heute, ein halbes Jahrhundert später, deutet nichts darauf hin, dass diese Aufhebung in absehbarer Zeit freiwillig beendet wird. Globales Fiatgeld ist die Konvention von heute. Eine Golddeckung ist allen Mitgliedern des „Internationalen Währungsfonds" (IWF) laut Statuten sogar untersagt.[499]

The pieces are in place for a generational change in mindset relating to inflation, and a change in mindset that alters behavior is self-fulfilling.
Alex Manzara

Aus unserer Sicht war spätestens mit der Entmaterialisierung des Geldsystems seine „Nicht-Nachhaltigkeit" und seine begrenzte Lebensdauer besiegelt. Dennoch konnten couragiert agierende Notenbanker wie Paul Volcker, Karl Otto Pöhl oder Fritz Leutwiler dafür sorgen, dass das Geldschöpfungsprivileg auch in Zeiten eines ungedeckten Geldsystems nicht über Gebühr strapaziert wurde. Wenn man jedoch genau hinhört, herrschten auch in Zentralbankkreisen Zweifel, ob das System in dieser Form unbegrenzt fortführbar wäre. **Alan Greenspan äußerte sich 2002 etwa wie folgt:**

> *„In the past there has been considerable evidence that fiat currencies in general have been mismanaged and that inflation has too often been the result. [...] We are learning how to manage a fiat currency. I have always had some considerable skepticism about whether that in the long run can succeed but I must say to you the evidence of recent decades is that it has been succeeding. Whether that continues is a forecast which I can't really project on."*[500]

Die monetären Konsequenzen der Corona-Pandemie

Das Leben gehört dem Lebendigen an, und wer lebt, muss auf Wechsel gefasst sein.
Johann Wolfgang von Goethe

Heute, kurz vor dem 50. Jahrestag dieser einschneidenden monetären Veränderung erkennen nur wenige Ökonomen einen erneuten fundamentalen Wandel. Womöglich auch deshalb, weil die Änderungen dieses Mal schleichend erfolgen. Es ist ein Prozess, dessen Beginn sich nicht auf ein genaues Datum festlegen lässt. Kritischen Beobachtern ist allerdings klar, dass die fiskal- und geldpolitischen Eingriffe im Zuge der Coronakrise eine neue Dimension erreicht haben und profunde, irreversible Konsequenzen haben werden, die sich erst im Laufe der kommenden Jahre vollständig entfalten werden. Das herrschende Narrativ lautet jedoch weiterhin, dass es hinsichtlich der monetären Großwetterlage nur um eine temporäre Bewölkung in Form von „vorübergehend" höheren Inflationsraten handelt.

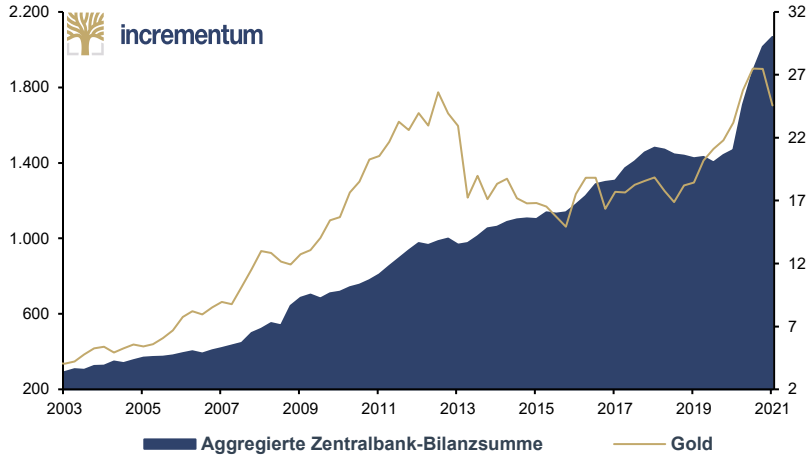
Too much money ain't enough money.
Lil Wayne

Wir sind gänzlich anderer Auffassung. Vor unser aller Augen vollzieht sich eine tiefgreifende Veränderung, ein monetärer Klimawandel. Was heute noch der unumstößliche Rahmen war, in dem wir uns bewegten, scheint morgen nicht mehr

498 *Vgl.* „Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: ‚The Challenge of Peace'", Rede vom 37. U.S. President Richard Nixon, The American Presidency Project, 15. August 1971
499 Vgl. „Articles of Agreement of the International Monetary Fund, Article 2.b., S.18
500 „Ron Paul questions Alan Greenspan at monetary policy hearing (2002)", YouTube, 25. März 2011

zu sein als ein Relikt der Vergangenheit. Die Coronapandemie hat das Potenzial, das ungedeckte Geldsystem gehörig ins Wanken zu bringen und könnte letztlich seine verbleibende Lebenserwartung deutlich verkürzen.

Gold (lhs), in USD, und Aggregierte Zentralbank-Bilanzsumme der SNB, FED, PBoC, BoJ, und EZB (rhs), in Bill. USD, Q1/2003-Q1/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

The ideas of economists and political philosophers, both when they are right and when they are wrong, are more powerful than is commonly understood.
John Maynard Keynes

Im Kern dieses Wandels steht der neue ökonomische Zeitgeist von Fiskal- und Geldpolitikern. So wird immer öfter behauptet, dass eine Überschuldung keine ernsthaften Konsequenzen habe. Es wird angenommen, dass die digitale Druckerpresse nach Belieben für die Monetarisierung der Verschuldung herangezogen werden kann. Es wird postuliert, die monetäre Inflation habe keinen Einfluss auf die Preisinflation. Und es wird gar zum Ziel erklärt, nun „endlich" höhere Teuerungsraten zu schaffen, anstatt die Kaufkraft der Währung zu behüten.

Neudefinition der Preisstabilität

The beginning of wisdom is the definition of terms.
Sokrates

Sehen wir uns das primäre geldpolitische Ziel der EZB – und vieler anderer Notenbanken – die „Preisstabilität" an. Unter Preisstabilität versteht die EZB einen Preisanstieg des Warenkorbs „von nahe, aber unter 2% auf mittlere Sicht". Eine eigenwillige Interpretation von „Stabilität", denn wenn Verbraucherpreise jährlich um 2% steigen, so entspricht dies in 10 Jahren einem Kaufkraftverlust in Höhe von knapp 22% und nach 20 Jahren von mehr als 48%.

The Fed can change how things look, but not how things are.
Jim Grant

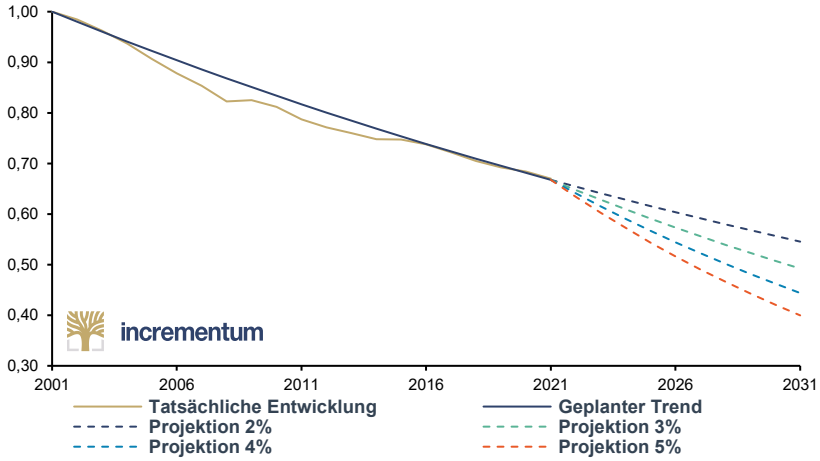
Im Rahmen der derzeit stattfindenden Strategieüberprüfung der EZB wird diese Zieldefinition einer umfassenden Analyse unterzogen.[501] Da die offizielle Inflationsrate in den letzten Jahren zu niedrig ausfiel, befürworten zahlreiche Vertreter der EZB, als „Kompensation" für die vermeintlich zu gering gestiegenen Konsumentenpreise künftig höhere Teuerungsraten.[502] Damit würde die EZB auf den Spuren der Federal Reserve wandeln.

—
501 *Vgl.* EZB: Strategieprüfung
502 *Vgl.* Ilzetzki, Ethan: „Rethinking the ECB's inflation objective", voxeu.org, 16. November 2020

Inflation ist wie Zahnpasta. Ist sie erst mal heraus aus der Tube, bekommt man sie kaum mehr rein.
Karl Otto Pöhl

Tatsächlich war das Hauptargument für das bisherige Preisstabilitätsziel einer Teuerung von „nahe, aber unter 2%", jenes, dass es stets einen Puffer zur 0%-Marke geben solle. Zu keinem Zeitpunkt sollen fallende Konsumentenpreise zugelassen werden, da in den Augen des EZB-Rats – und nahezu aller Ökonomen – sonst die gefürchtete Deflationsspirale einsetzen würde. Trotz streckenweise „zu niedriger" offizieller Teuerungsraten blieb das Abdriften in die Deflationsspirale in den vergangenen Jahren bekanntermaßen aus. Dasselbe trifft auf den US-Dollar zu, der daher beständig an Kaufkraft verliert und weiter verlieren wird. **Und selbst ein in absoluten Ziffern geringer Anstieg der Inflationsrate würde den Kaufkraftverlust in den kommenden 10 Jahren deutlich beschleunigen.**

Kaufkraftverlust des US-Dollars mit Projektionen, 2001-2031



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Nun, da die Inflationsraten bereits wieder deutlich gestiegen sind, macht es gemäß dieser Argumentation nicht den geringsten Sinn, eine noch höhere Teuerung zu orchestrieren. Die neuen Argumentationsketten für ein symmetrisches Inflationsziel sind unserer Meinung nach nicht stringent.

Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Naheliegender ist es, dass die höheren Teuerungsraten eine durchaus gewollte Geldentwertung darstellen, um die stark verschuldeten Staaten zu entlasten. Es sind jedoch zwei Aspekte zu beachten. Einerseits bedeutet ein Teuerungsschub einen Vermögenstransfer von Gläubigern zu Schuldnern. Andererseits ist eine einsetzende inflationäre Dynamik nur schwer wieder in den Griff zu bekommen. Nicht umsonst gab es unter Zentralbankern die geflügelte Phrase: *„Don't let the inflation genie out of the bottle."*

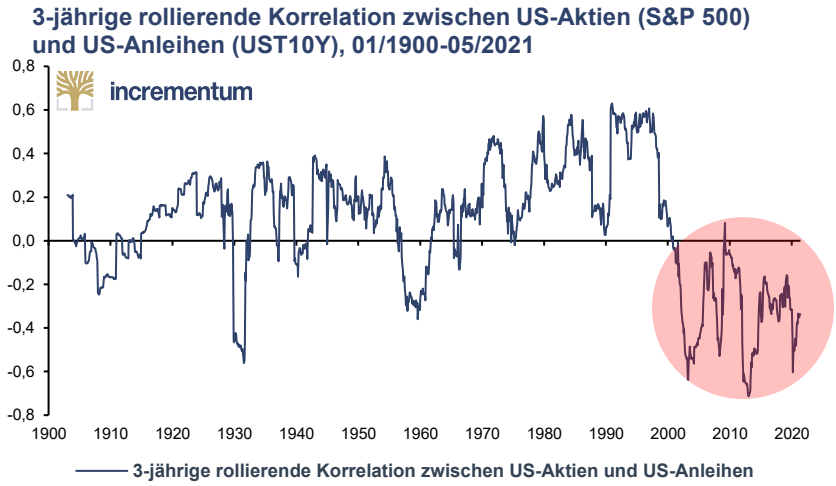
Inflation als Risiko für die Aktien- und Bondmärkte?

Vier Jahrzehnte geprägt von Disinflation und fallenden Zinsen haben insbesondere an den Finanzmärkten ihre Spuren hinterlassen. Sowohl die Aktien- als auch die Anleihemärkte hatten im Zuge fallender Teuerungsraten strukturellen Rückenwind. Die Bewertung beider Anlageklassen profitierte vom fallendem Zinsniveau, da die künftigen Zahlungsströme mit einem immer

niedrigeren Zinssatz abdiskontiert wurden und die Bewertungen so in die Höhe getrieben wurden. Das klassische 60/40-Portfolio, bestehend aus 60% Aktien und 40% Anleihen, konnte in diesem Zeitraum ansehnliche Renditen bei moderatem Risiko generieren, da sich die beiden Anlageklassen hervorragend ergänzten.

Most people adapt to and eventually extrapolate so they become overdone, which leads to shifts to new paradigms in which the markets operate more opposite than similar to how they operated during the prior paradigm.
Ray Dalio

Wie wir bereits im *In Gold We Trust*-Report 2019 aufgezeigt haben, unterliegen herkömmliche, gemischte Portfolios im inflationären Umfeld einem deutlich höheren Risiko, da die Korrelationen zusammenbrechen und beide Anlageklassen signifikante Verlust erleiden können.[503] **Denn die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen stellt eher die Ausnahme, denn die Regel dar. In 70 der letzten 100 Jahre waren Aktien und Anleihen positiv korreliert.**



Quelle: Reserve Bank of Australia, Nick Laird, goldchartsrus.com, Reuters Eikon, Incrementum AG

In all affairs it's a healthy thing now and then to hang a question mark on the things you have long taken for granted.
Bertrand Russell

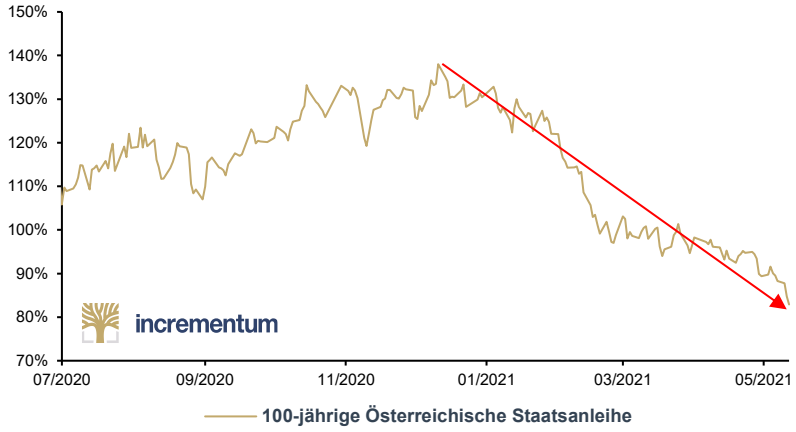
Je länger wir im Null- bzw. Negativzinsniveau verharren, umso riskanter werden Anleihen, da diese über kein Aufwertungspotenzial mehr verfügen, aber sehr wohl über ein signifikantes – inflationsgetriebenes – Zinsrisiko sowie gegebenenfalls auch über ein Ausfallsrisiko. **Es kommt nicht von ungefähr, dass niedrig verzinste Anleihen seit geraumer Zeit von vielen Marktteilnehmern als „ertragsloses Risiko" eingestuft werden.**

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

Je höher die Restlaufzeit der Anleihe ist, desto stärker wirken sich bereits geringe Anstiege der Anleiherendite auf den Kurswert einer Anleihe aus. Selbst bei einem moderat höherem Inflationsniveau als erwartet, werden die Halter langläufiger Papiere eines signifikanten Anteiles Ihrer Kaufkraft beraubt. So hat der Anstieg der Rendite der vor kurzer Zeit begebenen 100jährigen österreichischen Staatsanleihe von 0,45% auf 1,13% seit Jahresbeginn zu einem Kursverlust von 36,4 Prozentpunkten geführt. Ob dieses Risiko vielen Anlegern bewusst ist, insbesondere jenen, die Anleihen indirekt, z. B. in Pensions- oder Lebensversicherungen halten, darf ernsthaft bezweifelt werden.

503 *Vgl.* „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen", *In Gold We Trust*-Report 2019

100-jährige Österreichische Staatsanleihe bis 30.06.2021, 07/2020-05/2021

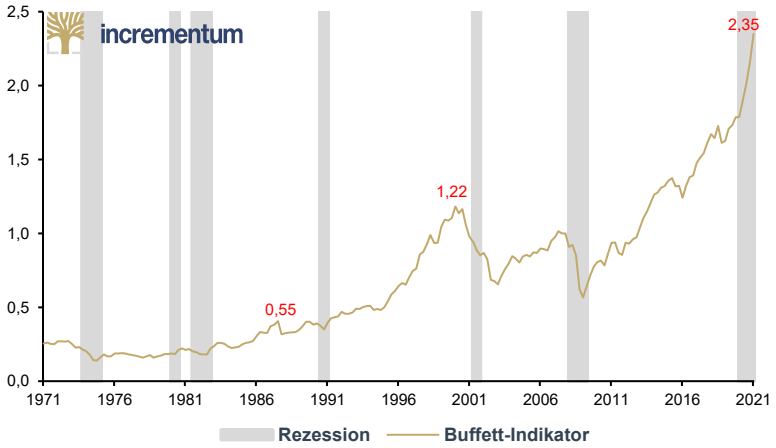


Quelle: Börse Frankfurt, Incrementum AG

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

Die klägliche Rentabilität von Anleihen hatte aber auch erhebliche Auswirkungen auf Aktien. Nicht ohne Grund gelten Aktien seit Jahren als alternativlos. Dies hat zur Folge, dass die Bewertungen an den Aktienmärkten drastisch gestiegen sind. Das CAPE-Ratio befindet sich aktuell auf einem Wert von 37 und damit doppelt so hoch wie 2011, als Gold sein letztes Allzeithoch vor August 2020 markierte. Gemäß dem Buffett-Indikator[504] befinden sich die Aktienmarktbewertung derzeit auf Rekordniveau. **Erstaunlich erscheint zudem, dass der Buffett-Indikator erstmals in der Geschichte in einer Rezession anstieg.**

Buffett-Indikator, 1 = Q4/2007, 1971-2021

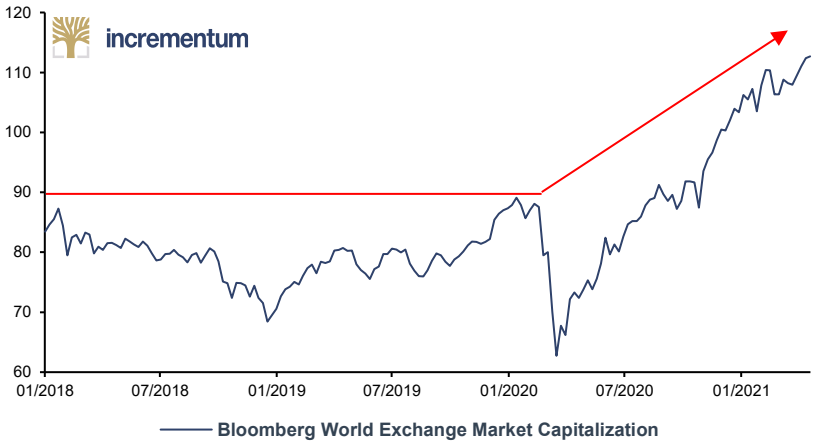


Quelle: Federal Reserve St. Louis, Wellenreiter-Invest, Incrementum AG

Vieles, was derzeit an den Kapitalmärkten passiert, erinnert an den von Ludwig von Mises geprägten Begriff der „Katastrophenhausse“ (engl. „Crack-up Boom“). Es erscheint verblüffend, dass die Marktkapitalisierung an den Aktienmärkten mittlerweile um mehr als 20 Bill. USD höher liegt als vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie. Wir halten es allerdings für wenig plausibel, dass diese höheren Bewertungen fundamental gerechtfertigt sind.

[504] Der Buffett-Indikator ist ein Bewertungsmultiplikator, der die Kapitalisierung des US-amerikanischen Wilshire 5000 Index zum US- BIP vergleicht. Der Indikator markierte zuletzt neue Allzeithochs und überschritt im Februar 2021 das 200% -Niveau. Ein Level, das Buffett warnte, wenn es überschritten wurde, war "mit dem Feuer spielen".

Bloomberg World Exchange Marktkapitalisierung, in Bill. USD, 01/2018-04/2021



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Die Geschichte reimt sich

My laser focus is on one more thing: making sure working people in this country — hardworking people — are no longer left out in the cold. They're going to get a share in the benefits of a rising economy. It's been a long time since that happened. I've called my plan the „blue-collar blueprint for America" and that's exactly what it is. So, let's not let up.
Joe Biden

Die in den vergangenen Jahren durchwegs heitere Situation an den Finanzmärkten könnte mit dem Aufziehen einer längerfristigen Teuerungsphase einen nachhaltigen Wetterumsturz erleben. Um diese These zu untermauern wollen wir einen Blick in die Vergangenheit werfen. Wir wissen, dass sich die Geschichte nicht exakt wiederholt, dennoch finden wir es interessant, dass die 2020er Jahren hinsichtlich einiger sozioökonomischer Aspekte Ähnlichkeiten mit den 1960er-Jahren aufweisen.

Die Zeit von 1963 bis 1970 war in den USA geprägt von der so genannten „Guns vs. Butter"-Debatte.[505] „Guns" bezog sich auf die Finanzierung des Vietnamkriegs, „Butter" auf Präsident Lyndon B. Johnsons kostspielige „Great Society"-Programme. Letztendlich wurde weder militärisch noch sozialpolitisch zurückgesteckt. Auch Prestigeprojekte wie der Wettlauf ins All haben den Staatshaushalt weiter belastet. Die Fiskalpolitik wurde folglich deutlich expansiver, statt „Waffen *oder* Butter" hieß es „Waffen *und* Butter".

The current administration is moving swiftly because I think they know they have limited time to implement the changes they want. This suggests the inflation which took 7 years to build under LBJ could be cannonballed into just 12-18 months.
Larry Jeddeloh

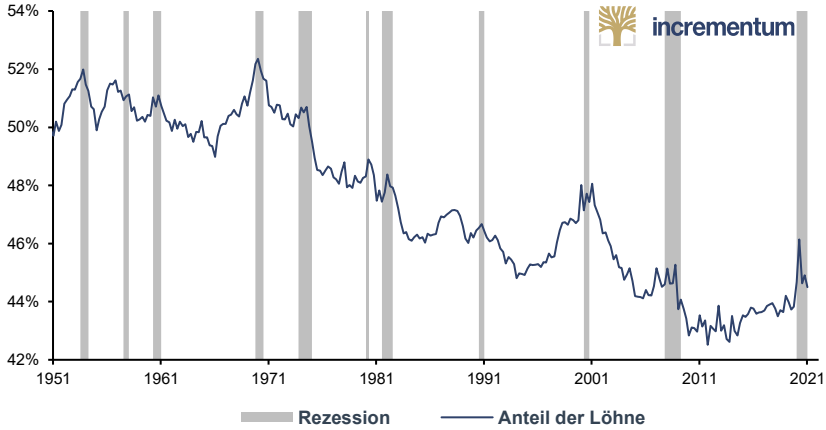
Es gab zudem den Versuch, die Arbeitnehmerrechte strukturell zu stärken. Die neue Politik begünstigte die Gewerkschaften gegenüber den nicht gewerkschaftlich organisierten Arbeitern. Ein Resultat all dieser Maßnahmen war der Anstieg des Inflationsindex CPI von 2% auf 6% in einem Zeitraum von 7 Jahren.

Auch bei den Führungspersönlichkeiten gibt es durchwegs interessante Parallelen. Genau wie Präsident Biden war Präsident Johnson ein ehemaliger Vizepräsident, der später Präsident wurde. Er glaubte daran, dass staatliche Eingriffe das Leben der Menschen verbessern könnten. Ähnliche Ansätze finden wir heute in Bidens „American Families Plan" und „American Jobs Plan". Im Gegensatz zu Biden senkte Johnson jedoch die Steuern. Dennoch, die allgemeine Stoßrichtung einer massiven Wende in der Regierungspolitik, so viel

[505] *Vgl.* Wikipedia: Guns versus butter model

Geld wie nötig auszugeben, um den Vietnamkrieg zu gewinnen und die Armut zu besiegen, kann man ebenso im zweiten COVID-19-Maßnahmenpaket und in der Einkommensunterstützung für amerikanische Familien und Arbeiter von insgesamt über 4 Bill USD sehen. Die Löhne und Gehälter stiegen während der 1960er-Jahren um etwa 32%, die schnellste Wachstumsrate in den Nachkriegsjahrzehnten. Auch Präsident Biden legt einen starken Fokus auf die Steigerung der Löhne. **Dies könnte im Zusammenhang mit einer einsetzenden Lohn-Preis-Spirale im Laufe der Jahre zusätzliche inflationäre Konsequenzen haben.**

Anteil der Löhne, in % des BIP, Q1/1951-Q1/2021



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

...the Woodstock generation was into free speech, whereas the Wokestock generation wants to cancel it, but there's the same sense of a generation war.
Niall Ferguson

Gesellschaftlich war das bestimmende Merkmal der 1960er-Jahre die wachsende Polarisierung der Nation. Aktuell scheinen die USA sogar noch gespaltener als damals zu sein. Das gestiegene Konfliktpotenzial ist spätestens im Zuge der Amtszeit von Donald Trump klar geworden. Die Spaltung verläuft quer durch diverse gesellschaftliche Gruppen: Konservative gegen Progressive, Arme gegen Reiche, Weiße gegen Schwarze, die Generation der Boomer gegen die Generation X, um nur einige davon anzusprechen.

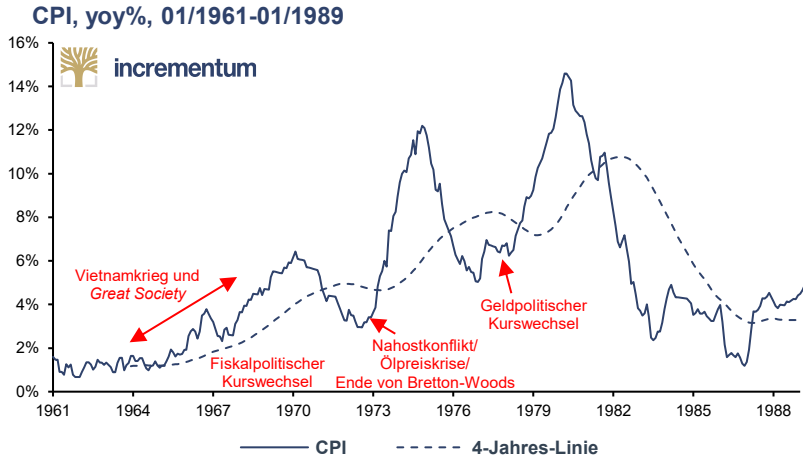
Im geopolitischen Fokus stand damals das Kräftemessen mit der vermeintlich aufsteigenden kommunistischen Sowjetunion. Die Konsequenz daraus war ein kostspieliges Wettrüsten sowie der teure Wettlauf ins All. Die USA könnten nun auf eine ähnliche Periode eines neuen kalten Krieges zusteuern, dieses Mal jedoch mit China als Rivalen, das den wankenden Hegemonen zunehmend herausfordert.

All diese Entwicklungen waren – neben den geldpolitischen Änderungen – das Fundament für die inflationäre Dekade der 1970er-Jahre.

Die Rückkehr der Inflation?

In a world of ongoing pressure for policy makers across the globe to print and spend, zero interest rates, tectonic shifts in where global power lies, and conflict, gold has a unique role in protecting portfolios.
Bridgewater Associates

Die Wahrscheinlichkeit einer dauerhaften Teuerungsphase wird in dem Maße zunehmen, in dem sich etwa die Lohn-Preis-Spirale zu drehen beginnt. Die Lohnverhandlungen in den kommenden Monaten und die sie begleitende Rhetorik werden Aufschluss darüber geben, wie weit der monetäre Klimawandel bereits vorangeschritten ist. Ebenso wird sich zeigen, wie sehr die Regierungen gewillt sind, Sozialleistungen und auch Pensionszahlungen an die anziehenden Inflationsraten anzupassen, was wiederum die Budgetkonsolidierung erschweren wird. Bereits in den 1970er Jahren war dies ein wesentliches Transmissionselement der Preissteigerungen.



Quelle: Bloomberg, Reuters Eikon, Incrementum AG

IIN statt WIN?

Bildnachweis: commons.wikipedia.org

Verglichen mit den 1970er-Jahren sind wir aktuell noch weit entfernt vom erhitzten Inflationsklima der damaligen Zeit. Die Preissteigerungen wurden bereits Mitte der 1970er-Jahre zu einem gesellschaftspolitisch dominanten Thema. Was für Donald Trump „MAGA – Make America Great Again" – war, war als Reaktion auf die erste Hochinflationswelle 1974/75 für den damaligen US-Präsidenten Gerald Ford der Slogan „WIN – Whip Inflation Now".[506] Aktuell sehen wir exakt die gegenteilige Entwicklung. Es scheint, als sei „IIN – Increase Inflation Now" das Credo von Notenbankern, Ökonomen und Politikern.

Diese grundlegende Veränderung registrieren wir schon seit geraumer Zeit. Daher haben wir uns im vergangenen Herbst dazu entschlossen, ein *In Gold We Trust*-Spezial mit dem Titel „Der Junge, der Wolf rief"[507] zu veröffentlichen. Darin weisen wir darauf hin, wie unterschätzt die Risiken einer deutlich anziehenden Teuerung generell sind. Viele Marktteilnehmer sind sich nach wie vor nicht bewusst, wie unangenehm die inflationären 1970er Jahre für Aktien- und Anleiheinvestoren waren. Daher ist es höchst an der Zeit, sich dem Risiko für das eigene Portfolio, das von Inflation und finanzieller Repression ausgeht, intensiv zu widmen.

—
[506] „WIN"-Knöpfe wurden sofort zu Spottobjekten; Skeptiker trugen die Knöpfe verkehrt herum und erklärten, dass „NIM" für „No Immediate Miracles", „Nonstop Inflation Merry-go-round" oder „Need Immediate Money" steht; *vgl.* Wikipedia: Whip inflation now
[507] *Vgl.* „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?", *In Gold We Trust*-Spezial, 30. November 2020

Ein wesentlicher Umstand, dass die Finanzwelt schlecht auf den monetären Klimawandel vorbereitet ist, ist die Tatsache, dass heute fast keine Fondsmanager mehr im Dienst sind, die ein inflationäres Umfeld während ihrer aktiven Investmentkarriere erlebt haben. Das Gros der Investmentmanager könnte mitunter auf dem falschen Fuß erwischt werden. **Darüber hinaus basieren die meisten Portfoliostrategien auf Rückrechnungen, welche 10, 20 oder maximal 30 Jahre zurückreichen.** Die wenigsten Portfoliostrategien berücksichtigen jedoch noch das inflationäre Umfeld der 1970er-Jahre.

Währungssystem im Burnout

We have been fragilizing the economy, our health, political life, education, almost everything… by suppressing randomness and volatility. Much of our modern, structured, world has been harming us with top-down policies and contraptions […] which do precisely this: an insult to the antifragility of systems.
Nassim Taleb

Investoren müssen stets in Wirkungsketten denken und Opportunitätskosten berücksichtigen. Nassim Taleb beschreibt in seinem Werk „Antifragilität" wie wichtig die Rolle der Häufigkeit von Stressoren, also von Stress verursachenden inneren und äußeren Reizen, ist. Denn Menschen werden mit akuten Belastungen besser fertig als mit chronischen Dauerbelastungen. Dies gilt vor allem wenn erstere abgelöst werden von einer ausreichend langen Phase der Erholung. Um nachzuvollziehen, wie schädlich selbst ein niedrigschwelliger Stressfaktor ohne Erholung sein kann, denke man nur an die sogenannte chinesische Wasserfolter: Kontinuierlich fällt ein Tropfen Wasser auf den Kopf des Opfers, das durch den Dauerstress gefügig gemacht werden soll.

Unserer Meinung nach befindet sich das Finanz- und Währungssystem mittlerweile in einem Zustand des Dauerstresses, knapp vor dem Erreichen des Burnouts. Das zeigt sich auch darin, dass seit Jahren nur mehr „außergewöhnliche" Maßnahmen in der Geldpolitik zur Anwendung kommen, nachdem die „gewöhnliche" Geldpolitik nicht mehr wirkt. Deshalb sind mittlerweile Theorien wie die „Modern Monetary Theory" im Mainstream angekommen.

Best of *In Gold We Trust*-Report 2021

Weitere wesentliche Erkenntnisse des diesjährigen *In Gold We Trust*-Reports „monetärer Klimawandel" sind die folgenden:

- **Portfolioeigenschaften des Goldes:** Der Goldpreis performt bei einer steiler werdenden Renditekurve besser als bei einer sich abflachenden Renditekurve. Dieser Zusammenhang reduziert die Wahrscheinlichkeit, dass die zwischenzeitlich enttäuschende Performance von Gold in den letzten Monaten auf den Anstieg der Nominalzinsen zurückzuführen ist. Unsere Untersuchung zeigt zudem, dass die Korrelation zwischen Gold und Goldminenaktien in Zeiten sinkender Realzinsen deutlich zunimmt. Die erhöhte Sensitivität zwischen diesen Vermögenswerten signalisiert, dass der Markt beide als sicherer Hafen gegen Inflation begreift. Anstatt nur auf Gold zu setzen, könnten Anleger beide als Inflationsabsicherung einsetzen.

- **De-Dollarization:** In der Neugestaltung der globalen Währungsordnung arbeitet China weiterhin an allen Fronten an der Untergrabung der Hegemonie des US-Dollars. In diesem Ringen hat China eine weitere Front, die digitale Front eröffnet. Während der digitale Yuan bereits seine ersten Testläufe in der Realität absolviert, befindet sich die Eurozone erst in einer frühen Planungsphase, während die Federal Reserve nicht den Eindruck erweckt, an der Front der digitalen Zentralbankwährungen (CBDC) aktiv zu werden. China könnte die Olympischen Winterspiele 2022 in Peking für eine Leistungsschau nutzen. Abgesehen von diesen Entwicklungen traten die Notenbanken 2020 neuerlich als Nettogoldkäufer auf, wenngleich auf niedrigerem Niveau. Bemerkenswert war, dass Ungarn erst vor kurzem seine Goldreserven verdreifachte und Polen eine signifikante Erhöhung der Goldreserven in den kommenden Jahren ankündigte.

- **ESG:** ESG ist mittlerweile zu einem integralen Bestandteil der Unternehmens-DNA im Minensektor geworden. Auch Investoren profitieren davon, da sie eine Gewissheit darüber erlangen, dass ihre Investitionen nicht im Widerspruch zu den Anliegen des ESG stehen. Herausfordernd ist weiterhin der Umstand, dass es kein einheitliches Rahmenwerk gibt und dass die mittlerweile zahlreichen Ratingagenturen sehr unterschiedliche, und damit schwer vergleichbare Ansätze verfolgen.

- **Minenaktien:** Im Jahr 2020 verzeichneten Goldproduzenten das profitabelste Jahr der Geschichte. Der durchschnittliche Spot-Goldpreis stieg auf 1.774 USD pro Unze, aber die durchschnittlichen AISC der Branche blieben gleich. Während der Goldpreis im Vorjahr neue Allzeithochs markierte, spiegelt die Bewertung der Goldminenunternehmen die stark gestiegene Profitabilität noch nicht wider. Momentan weisen Goldminenaktien die höchsten Margen und die niedrigste Bewertung aller S&P 500-Sektoren auf. Die potenziellen Renditen für die nächsten Jahre könnten selbst hartgesottene Goldbugs überraschen. Wir befinden uns vermutlich weiterhin in der Frühphase des Bullenmarktes, denn Minenaktien sind trotz ihrer Performance im Jahr 2020 weiterhin unterbewertet.

- **Bitcoin & Gold:** Im *In Gold We Trust*-Report 2019 haben wir die Vorteile einer kombinierten Anlagestrategie bestehend aus Gold und Bitcoin erläutert und theoretische Portfolioentwicklungen präsentiert.[508] Da wir von dieser Strategie überzeugt sind, haben wir eine investierbare Fondsstrategie aufgelegt, deren bislang realisierten Ergebnisse wir im Rahmen dieses Reports präsentieren und analysieren. Die bisherigen Anlageergebnissen bestätigen unsere These, dass Gold und Bitcoin in einem „nicht-inflationierbaren Hard Money"-Portfolio gemeinsam stärker sind.

- **Silber:** Der monetäre Klimawandel sollte Silber beflügeln. Entgegen der weit verbreiteten Auffassung, dass nach dem Ende der Corona-Pandemie alles wieder so sein wird wie zuvor, sind wird davon überzeugt, dass wir nach 40 Jahren an disinflationärem Klima einen fundamentalen Wandel hin zu einem inflationären Klima erleben. Daher wird die Investmentnachfrage nach Silber

[508] *Vgl.* „Gold & Bitcoin –gemeinsam stärker?", *In Gold We Trust*-Report 2019

im aktuellen Jahrzehnt der wichtigste Preistreiber sein. Vorteilhaft für Silber wird sich auch die sogenannte grüne Wende auswirken, da Silber als wichtiges Industriemetall in vielen grünen Zukunftstechnologien Verwendung findet.

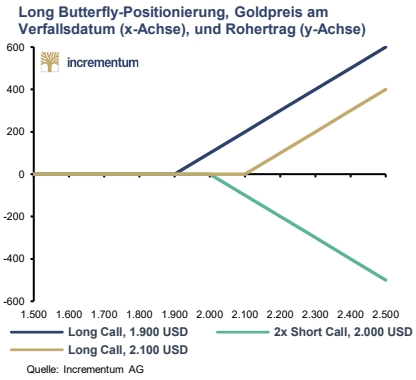
- **Technische Analyse:** Der Coppock-Indikator hat Ende 2015 ein langfristiges Kaufsignal generiert. Nun scheint es, als würde sich die Tasse-Henkel-Formation demnächst nach oben auflösen. Das Kursziel dieser Formation liegt bei 2.700 USD.

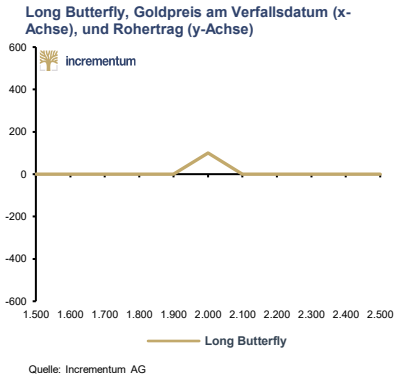
Welchen Goldpreis erwartet der Optionsmarkt?

Auch dieses Jahr wollen wir einen Ausblick auf den zukünftigen Goldpreis wagen. Im Vergleich zu den letztjährigen 10-Jahres-Kursprognosen, die wir im Zuge unseres proprietären Goldpreismodells[509] errechnet haben, konzentrieren wir uns dieses Jahr auf einen weitaus kürzeren Prognosezeitraum.

Eine Option ist ein Mittel zur Erlangung von Antifragilität. Das ist Asymmetrie in Reinform.
Nassim Taleb

Das folgende Modell versucht eine Wahrscheinlichkeitsverteilung hypothetischer Erträge anhand der impliziten Erwartungen am Gold-Optionsmarkt zu ermitteln, wobei wir „Long Butterflys"[510], die schematisch in folgenden beiden Charts skizziert sind, als Berechnungsgrundlage heranziehen.





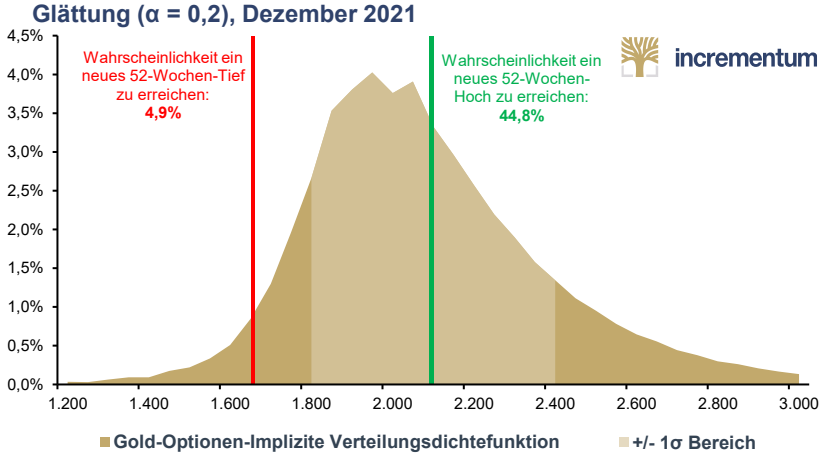
Diese Vorgehensweise zielt darauf ab, den fairen Preis des Butterfly-Spreads zu berechnen und diesen Vorgang für alle gewünschten Ausübungspreise zu wiederholen, um am Ende eine Aneinanderreihung von Wahrscheinlichkeiten zu verschiedenen Preisen zu generieren. Aufgrund der geringen Liquidität einiger Gold-Dezember-Optionskontrakte bei Anwendung eines 10er-Strike-Rhythmuses haben wir die Kalkulation im 50er-Strike-Rhythmus durchgeführt.[511] Spezifisch errechnen wir uns daraus die Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten bestimmter Szenarien für den Goldpreis in US-Dollar bis zum Jahresende.[512] **Folglich lässt sich daraus ableiten, mit welcher Wahrscheinlichkeit der Goldpreis im Dezember 2021 ein neues Allzeithoch erreichen wird.**

—
[509] *Vgl.* „Quo vadis, aurum?", *In Gold We Trust*-Report 2020
[510] Optionsstrategie, die sich aus zwei Short Calls zu einem bestimmten Strike und jeweils einem Long Call mit symmetrisch darüber- beziehungsweise darunterliegendem Strike zusammensetzt.
[511] Dezember-Gold-Optionen an der CME per Stand 11.05.2021
[512] Der den Berechnungen zugrundeliegende Verfallsmonat der Optionen ist daher Dezember 2021.

...since the reality is when one buys life insurance, you don't win when you die.
Harley Bassman

Der folgende Chart zeigt die implizite Verteilungsdichtefunktion des Gold-Optionsmarktes. **Diese besagt, dass wir mit einer Wahrscheinlichkeit von fast 45% im Dezember 2021 ein neues 52-Wochen-Hoch – 2.100 USD oder höher – und damit auch gleichzeitig ein neues Allzeithoch des Goldpreises sehen werden.** Die Wahrscheinlichkeit, dass der Goldpreis am Ende des Jahres auf einem neuen 52-Wochen-Tief (1.650 USD oder niedriger) steht, beträgt unter fünf Prozent.[513]

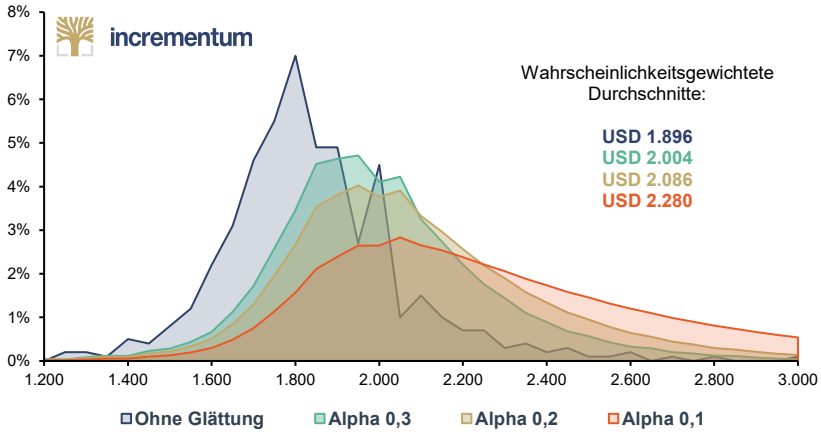
Gold-Optionen-Implizite Verteilungsdichtefunktion, Exponentielle Glättung (α = 0,2), Dezember 2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Im nächsten Chart sind alle gesammelten Verteilungsdichtefunktionen mit ihrem wahrscheinlichkeitsgewichteten Goldpreis für Dezember 2021, der zwischen 1.896 USD und 2.280 USD oszilliert, abgebildet.[514]

Gold-Optionen, Implizite Verteilungsdichtefunktionen, Dezember 2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

[513] Aufgrund des 50er-Strike-Rythmuses wurde das 52-Wochen-Hoch und -Tief auf die nächstfolgende 50er-Stelle angepasst. Das exakte 52-Wochen-Hoch beläuft sich auf Schlusskursbasis momentan auf 2.063 USD, während das 52-Wochen-Tief bei 1.681 USD liegt.

[514] Es gilt darauf hinzuweisen, dass die Verteilung je nach Grad der exponentiellen Glättung leicht bis moderat variiert. In der Praxis wird eine Glättungskonstante α von 0,1-0,3 angewandt, da mit einer höheren Konstante nicht die erstrebte Glättung erzielt wird, und mit einer geringeren Konstante der exponentielle Faktor die Verteilungsfunktion zu stark verzerrt wird. Aufgrund dessen haben wir uns dazu entschlossen, die Berechnung der Verteilungsdichtefunktion mit allen relevanten Ausprägungsoptionen, d. h. ohne Glättung sowie mit Glättung unter Verwendung von α = 0,1, α = 0,2, und α = 0,3 durchzuführen und zu veröffentlichen, um möglichst aufschlussreiche und transparente Ergebnisse zu erzielen.

Im Chart ist weiters zu erkennen, dass insbesondere die Strikes bei 1.950 USD und 2.050 USD von der Gesamtverteilung abweichen, was an der Illiquidität dieser Options-Kontrakte liegen dürfte. Dies bekräftigt die Anwendung einer exponentiellen Glättung der Verteilungsdichtefunktion, die die wahren Markterwartungen realitätsgetreuer darstellt.

Natürlich ist das nur eine Momentaufnahme. Uns ist bewusst, dass die Erwartungen an den Finanzmärkten in aller Regel nicht rigide sind. Dennoch ist aus unserer Sicht der Informationsgehalt, der sich aus dieser Analyse ableiten lässt, als durchaus hoch einzustufen und deckt sich in etwa auch mit unserer Erwartung für die Preisentwicklung im aktuellen Kalenderjahr.

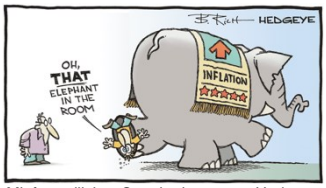
Quo vadis, aurum?

We are all agreed that your theory is crazy. The question that divides us is whether it is crazy enough to have a chance of being correct.
Niels Bohr

Letztes Jahr lautete unsere Einschätzung, dass für Edelmetallinvestoren eine goldene Dekade begonnen hat. Als Preisziel für das Ende der Dekade hatten wir in einem konservativen Szenario 4.800 USD ausgerufen. **Für den Fall, dass die Dekade von stärkerer Inflation geplagt würde, wären Preise von 8.900 USD am Ende der Dekade zu erwarten. Im Rahmen des monetären Klimawandel, den wir dieses Jahr konstatieren wächst die Inflationsgefahr zusehends.**

I can't find any period in history where monetary and fiscal policy were this out of step with the economic circumstances, not one.
Stanley Druckenmiller

Freilich ist es im Jahr 2021 noch zu früh mit Gewissheit zu sagen, wie ausgeprägt bzw. wie lange die Teuerungsphase tatsächlich den Alltag beeinflussen wird. Dennoch bleiben wir unserer 10-Jahres-Prognose treu. Aus heutiger Sicht hat sich die Wahrscheinlichkeit eines Goldpreises am oberen Ende der Bandbreite deutlich erhöht. Dies haben die jüngsten Inflationszahlen in den USA eindrücklich bestätigt. Sowohl Konsumentenpreise als auch Produzentenpreise sind in diesem Jahr deutlich stärker gestiegen als erwartet.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Die weitreichenden Konsequenzen des monetären Klimawandels scheinen allerdings viele Marktteilnehmer noch nicht zu begreifen. Auf die zuletzt höher als erwarteten Inflationszahlen reagierte der Markt in den vergangenen Monaten stehts mit steigenden Renditen und kurzfristig fallenden Goldpreisen. Dies spiegelt die Erwartung wider, dass die Inflation seitens der Zentralbank effektiv bekämpft wird und nur ein temporäres Phänomen bleibt. Wie wir ausführlich dargelegt haben, sind wir gänzlich anderer Meinung.

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

Im Umkehrschluss ist es daher schwer vorstellbar, dass wir aktuell am Ende eines Gold-Bullenmarktes stehen. Diese Einschätzung ergibt sich, wenn wir verschiedene Makro- und Marktkennzahlen zum Zeitpunkt der letzten beiden säkularen Allzeithochs 1980 und 2011 mit der aktuellen Situation vergleichen. Aus diesem Blickwinkel wird deutlich, dass der Goldpreis weiterhin viel Luft nach oben hat.

Vergleich unterschiedlicher Makro- und Marktkennzahlen bei Allzeithochs von Gold,1980, 2011 vs. aktuell:

	1980	2011	Aktuell
Goldpreis in USD	850	1.900	1.880
Monetäre Basis in Mrd. USD	155	2.637	5.839
M3-Geldmenge in Mrd. USD	1.480	9.539	19.896
US-Staatsschulden in Mrd. USD	863	14.790	27.748
BIP/Kopf	30.154	50.660	66.611
S&P 500	110	1.165	4.150
US-Arbeitslosenrate	6%	9%	6,1%
US-Dollar-Index	86	78	90

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Reuters Eikon, Incrementum AG, per 20.05.2021

Trotz eines Umfelds, das im Großen und Ganzen Gold deutlich begünstigen sollte, befindet sich der Goldpreis heute in etwa auf demselben Niveau wie vor 10 Jahren und ist aus unserer Sicht daher günstig bewertet. **Ray Dalio, einer der erfolgreichsten Fondsmanager aller Zeiten, hat sich zuletzt mehrmals zu den Vorzügen einer Goldanlage in Inflationszeiten geäußert.** Wir möchten mit diesem Gedanken von Dalio, der unsere Motivation für das Publizieren eines solchen „Gold-Wälzers" erklärt, schließen:

> *„I believe that the reason people typically miss the big moments of evolution coming at them in life is that we each experience only tiny pieces of what's happening. We are like ants preoccupied with our jobs of carrying crumbs in our minuscule lifetimes instead of having a broader perspective of the big-picture patterns and cycles, the important interrelated things driving them, and where we are within the cycles and what's likely to transpire."*[515]

Man braucht im Leben nichts zu fürchten, man muss es nur verstehen. Jetzt ist es an der Zeit, mehr zu verstehen, damit wir weniger fürchten.
Marie Curie

Die Stabilität des Geldwertes ist stets Maßstab für das Vertrauen in die wirtschaftliche Zukunft und die Glaubwürdigkeit der Institutionen. Wie wir im Rahmen des diesjährigen *In Gold We Trust*-Reports ausgeführt haben, führten fundamentale ökonomische Verwerfungen häufig zu Währungskrisen oder sogar Währungsreformen. Historische Entwicklungen wiederholen sich nie deckungsgleich, weisen aber hinsichtlich ihrer Ursachen und ihrer Abläufe meist frappierende Ähnlichkeiten auf.[516] Doch man muss diese Zeichen der Zeit auch erkennen und interpretieren können.

Prepare for the worst; expect the best; and take what comes.
Oscar Wilde

Für Anleger und Investoren werden die kommenden Jahre zweifelsfrei herausfordernd. Wir freuen uns, die Geschehnisse weiter für Sie zu analysieren und unsere Gedanken mit Ihnen zu teilen. Gemeinsam werden wir diese Herausforderungen meistern. Denn für uns gilt heute, in Zeiten des monetären Klimawandels, mehr denn je:

IN GOLD WE TRUST

—
515 *Vgl.* Dalio, Ray: „The Changing World Order", Linkedin, 25. März 2020
516 *Vgl.* „3. Währungen und Werte", *Studienreihe*, Donner & Reuschel, 24. Februar 2021

Über uns

Ronald-Peter Stöferle, CMT

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

Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der „Wirtschaftsuniversität Wien“ und sammelte während des Studiums praktische Erfahrung am Trading-Desk einer Bank. Nach seinem Studienabschluss arbeitete er bei der „Erste Group“ im Research, wo er 2007 zum ersten Mal den *In Gold We Trust*-Report publizierte, der im Laufe der Jahre zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation avancierte.

Seit 2013 ist er Lektor am „Scholarium“ in Wien sowie Vortragender an der „Wiener Börse Akademie“. 2014 veröffentlichte er das Buch „Österreichische Schule für Anleger“ und 2019 „Die Nullzinsfalle“. Er ist „Member of the Board“ von „Tudor Gold“, einem kanadischen Explorationsunternehmen mit Projekten im legendären Golden Triangle (British Columbia), und zudem Mitglied des Advisory Boards des aufstrebenden Junior-Explorers „Affinity Metals“ (AFF). Weiters ist er seit 2020 Advisor für „Matterhorn Asset Management“.

Mark J. Valek, CAIA

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

Berufsbegleitend studierte Mark Betriebswirtschaftslehre an der „Wirtschaftsuniversität Wien“ und ist seit 1999 durchgehend in den Bereichen Finanzmärkte und Asset Management tätig. Vor der Gründung der *Incrementum AG* war er zehn Jahre lang bei „Raiffeisen Capital Management“ tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments. Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der „philoro Edelmetalle GmbH“ sammeln.

Seit 2013 ist er Lektor am „Scholarium“ in Wien sowie Vortragender an der „Wiener Börse Akademie“. 2014 veröffentlichte er das Buch „Österreichische Schule für Anleger“.

Incrementum AG

Die Incrementum AG ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizensiertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein. Unsere Kernkompetenz liegt im Management von Investmentfonds und der Vermögensverwaltung. Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems.

www.incrementum.li

Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des *In Gold We Trust*-Report 2021:

Gregor Hochreiter, Richard Knirschnig, Jeannine Grassinger, Stefan Thume, Florian Hulan, Fabio Lacchini, Jason Nutter, Theresa Kammel, Philip Mastny, Alma Mischu, Kalon Boston, Nina Crocoll, Peter Young, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Heinz Blasnik, Hans Fredrik Hansen, Julien Desrosiers, Chris Marchese, Emil Kalinowski, Elizabeth and Charley Sweet, Frank Barbera, Tom Pohnert, Keith Weiner, Grant Williams, Brian Bosse and the entire team of Murenbeeld & Co, Markus Hofstädter, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Hans Engel, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, David Schrottenbaum, Baker Steel Capital managers, Offroad Communications, dem ganzen Team des World Gold Council, dem gesamten Incrementum-Team, sowie unseren Familien!

in gold we trust .report

The *In Gold We Trust* Report Team

Gregor Hochreiter
Chefredakteur

Richard Knirschnig
Quantitative Analyse & Charts

Jeannine Grassinger
Assistenz

Stefan Thume
Webdesign & Medien

Kalon Boston
Autor

Nina Crocoll
Lektorat Deutsch

Julien Desrosiers
Autor

Fabian Grummes
Autor

Florian Grummes
Autor

Nikolaus Jilch
Autor

Emil Kalinowski
Autor

Theresa Kammel
Autorin

Fabio Lacchini
Charts

Chris Marchese
Autor

Philip Mastny
Social Media

Alma Mischu
Layout

Charley Sweet
Lektorat Englisch

Peter Young
Autor

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: 2021 Incrementum AG. All rights reserved.

Company Descriptions

Agnico Eagle

Agnico Eagle ist ein führender kanadischer Goldproduzent mit operativen Minen in Kanada, Finnland und Mexiko sowie Explorations- und Entwicklungsprojekten in den genannten Ländern sowie in den Vereinigten Staaten, Schweden und Kolumbien.
www.agnicoeagle.com

EMX Royalty

EMX Royalty kann auf eine 17-jährige Erfolgsgeschichte bei der Generierung von Lizenzgebühren, dem Erwerb von Lizenzgebühren und strategischen Investitionen zurückblicken. Mit 50 Mio. CAD Cashbestand und 155 Royalty-Assets steht EMX an der Schwelle zu einer Neubewertung.
www.emxroyalty.com

Endeavour Silver

Endeavour Silver ist ein mittelgroßer Silberproduzent, der drei Silber/Goldminen in Mexiko besitzt. Das Unternehmen verfügt über einige überzeugende Explorations- und Erschließungsprojekte, um das Ziel zu erreichen, ein führender Silberproduzent zu werden.
www.edrsilver.com

Gatos Silver

Gatos Silver (GATO) ist ein an der NYSE und TSX notiertes, auf Silber spezialisiertes Explorations- und Produktionsunternehmen, das einen neuen Minendistrikt mit Silber- und Zinkvorkommen in Chihuahua, Mexiko, entdeckt hat.
www.gatossilver.com/

Hecla Mining Company

Hecla Mining Company (NYSE: HL) ist der größte primäre Silberproduzent in den USA und der fünftgrößte Goldproduzent in Quebec. Hecla ist außerdem der drittgrößte US-Produzent von sowohl Zink als auch Blei.
www.hecla-mining.com

Matterhorn Asset Management AG

MAM ist ein weltweit führendes Unternehmen im Bereich der privaten Lagerung von Gold und Silber. Die Barren werden außerhalb des Bankensystems in privaten Hochsicherheitslagern mit direktem Kundenzugang gelagert.
www.goldswitzerland.com

McEwen Mining

McEwen Mining ist ein diversifizierter Gold- und Silberproduzent und -explorer in Nord- und Südamerika. Das Unternehmen betreibt Minen in Nevada, Kanada, Mexiko und Argentinien. Außerdem besitzt das Unternehmen eine große Kupferlagerstätte in Argentinien.
www.mcewenmining.com

Münze Österreich

Die Münze Österreich AG ist für die Prägung der österreichischen Münzen verantwortlich und vertreibt Anlageprodukte wie den Wiener Philharmoniker in Gold, Silber und Platin und Goldbarren international.
www.muenzeoesterreich.at

New Zealand Bullion Depository

Unsere Mission ist es, die beste Goldbarrenlagerung mit einmaligem Service und Diskretion zu bieten. Ihr Gold wird an unserem neuseeländischen Standort unter Einsatz modernster Sicherheitstechnologien allokiert und getrennt verwahrt, damit Sie sich keine Sorgen machen müssen.
www.nzbd.com

Nova Gold

NOVAGOLDs wichtigstes Asset ist das „Donlin-Goldprojekt“ in Alaska, eine Joint-Venture-Partnerschaft mit Barrick Gold. Es weist eine M&I-Ressource von 39 Millionen Unzen Gold auf. Der Goldgehalt von 2,24 g/t entspricht dem Doppelten des weltweiten durchschnittlichen Goldgehalts für Tagebauprojekte.
www.novagold.com/

Osisko Gold Royalties

Osisko Gold Royalties Ltd. ist ein wachstumsorientiertes Edelmetall-Royalty-Unternehmen mit einem globalen Portfolio von über 150 Positionen, das die wertvollste Gold-Royalty der Welt beinhaltet. Osisko ist an der TSX und NYSE unter dem Symbol OR notiert.
www.osiskogr.com

philoro EDELMETALLE

philoro ist einer der Marktführer in Europa im Bereich Edelmetallhandel und Ihr zuverlässiger Partner für die Veranlagung in Gold und Silber, Platin und Palladium.
www.philoro.at

SolGold

SolGold (LSE/TSX:SOLG) ist ein führendes Explorationsunternehmen, das sich auf die Entdeckung und Definition von erstklassigen Kupfer-Gold-Lagerstätten in Ecuador konzentriert.
www.solgold.com.au

Solit

Die SOLIT Gruppe bietet als ein führendes Edelmetall-Handelsunternehmen Edelmetallsparpläne, sichere Lagerkonzepte sowie sachwertbasierte Investmentfonds an – mit dem Schwerpunkt auf Gold und Silber.
www.solit-kapital.de

Sprott

Sprott Inc. ist ein globaler Vermögensverwalter, der auf Anlagestrategien im Edelmetall- und Sachwertebereich spezialisiert ist.
www.sprott.com

Sunshine Silver

Privater Eigentümer des Kronjuwels im Silver Valley von Idaho. SSMRC ist der größte Rechteinhaber im Distrikt und kombiniert die höchstgradige Großsilbermine Nordamerikas mit der vertikalen Integration einer einzigartigen COMEX-zertifizierten Raffinerie.
info@silveropp.com

Tudor Gold

TUDOR GOLD Corp. ist ein Explorationsunternehmen in der „Golden Triangle" Region in B.C., Kanada. Das Flaggschiffprojekt Treaty Creek hat eine Ressource von 19,4 MOZ AuEq (M+I) plus 7,9 MOZ AuEq (Inferred).
www.tudor-gold.com

Victoria Gold

Victoria Gold (VGCX) ist der führende Goldentwickler und -produzent im Yukon. Eagle Gold, eine Tagebau-Haufenlaugungsmine mit einer Lebensdauer von +11 Jahren, wird im Jahr 2021 ca. 200.000 oz/Au produzieren. Die Exploration im Jahr 2021 konzentriert sich auf die Ziele Eagle Deep, Nugget-Raven und Lynx.
www.vitgoldcorp.com

Ximen Mining

Ximen Mining (TSX.V XIM) konzentriert sich auf die verantwortungsvolle Erschließung, den nachhaltigen Abbau und die Exploration seiner Grundstücke im Süden von British Columbia, Kanada, während die Entwicklung der Kenville-Mine vorangetrieben wird.
www.ximenminingcorp.com

in gold we trust .report