

in **gold** we trust
.report

29. Mai 2018
Compact Version

Extended Version (213 Seiten) erhältlich unter
www.ingoldwetrust.report

Gold und die monetäre Gezeitenwende



incrementum

Ronald-Peter Stöferle
Mark J. Valek

*Wir bedanken uns herzlich bei unseren
Premium-Partnern für die Unterstützung
des In Gold we Trust-Reports 2018*



„Die Praxis sollte das Ergebnis des Nachdenkens sein, nicht umgekehrt.“

Hermann Hesse

„It costs only a few cents for the Bureau of Engraving and Printing to produce a \$100 bill, but other countries had to pony up \$100 of actual goods in order to obtain one.“

Barry Eichengreen

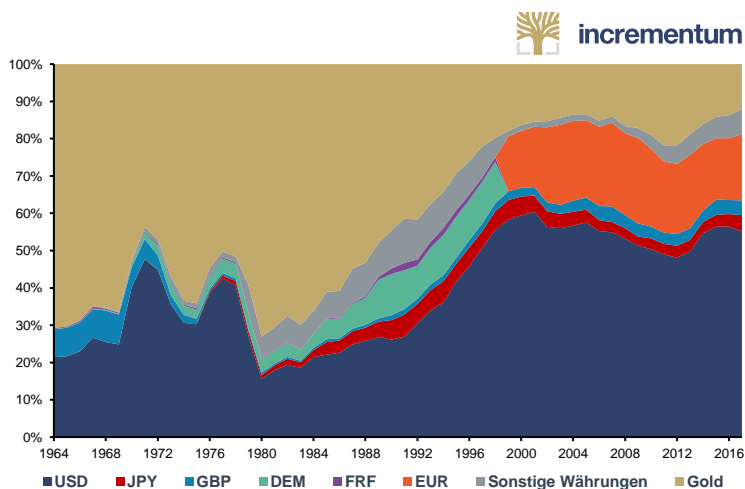
„We are in a world of irredeemable paper money – a state of affairs unprecedented in history.“

John Exter

Vieles, was sich gerade vor unser aller Augen abspielt, lässt sich als „Gezeitenwende im Geldwesen“ bezeichnen: sei es die in den USA bereits eingeleitete **geldpolitische Gezeitenwende**, sei es die **währungspolitische Gezeitenwende**, welche sich mit der fortschreitenden De-Dollarization ankündigt, oder sei es die **technologische Gezeitenwende**, die sich im Boom der – mitunter stark gehypten – Kryptowährungen manifestiert. Wir durchleben grundlegende Änderungen im Bereich des Geldwesens, welche sich, manche schneller, manche langsamer, manche offensichtlich, manche hintergründig, vollziehen. Gerade in Zeiten des fundamentalen Wandels ist es aber besonders wichtig, den Blick für das Ganze nicht zu verlieren. **Diesen Blick für das Ganze wollen wir mit unserem In Gold we Trust-Report auch in diesem Jahr präsentieren.**

Die gegenwärtige Welt(wirtschafts)ordnung war und ist zweifelsfrei von den USA dominiert. Die größte Wirtschaftsleistung¹, der weitreichende diplomatische Einfluss sowie die unangefochtene militärische Dominanz zeugen von der globalen Vormachtstellung der Vereinigten Staaten. Währungspolitischer Ausdruck der globalen Machtverhältnisse ist die US-zentrische Geldordnung, die kritische Beobachter argwöhnisch als „exorbitantes Privileg“ der USA bezeichnen.²

Weltreservewährungen seit 1964



Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG

Das Vertrauen in den US-Dollar ist historisch gewachsen. Die Affinität der Vereinigten Staaten für die freie Marktwirtschaft, stark ausgeprägte Eigentumsrechte und Rechtssicherheit, höchstliquide Kapitalmärkte³ sowie die harte Währung unter dem Goldstandard waren Voraussetzung, um den heutigen Sonderstatus zu erlangen. Von besonderer Relevanz ist weiters, dass Rohstoffe in US-Dollar gehandelt und abgerechnet werden.

Das Vertrauen in die US-zentrische Ordnung ist jedoch keine in Stein gemeißelte Konstante. Ein Indikator für das internationale Vertrauen in die Reservewährung ist ihr Anteil an den Weltwährungsreserven. Dieser Indikator ist

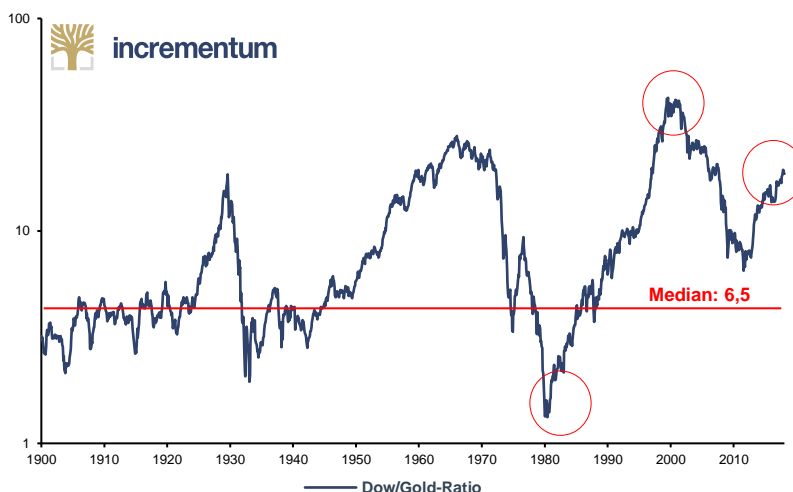
¹ Gemessen anhand des nominellen BIP in USD.

² Valéry Giscard d'Estaing, ein wesentlicher Architekt des Euros, war bereits zu Zeiten des Bretton Woods-Systems kritisch gegenüber der Vormachtstellung des US-Dollars.

³ So beläuft sich das tägliche Handelsvolumen allein bei US-Treasuries auf mehr als 500 Mrd. USD.

allerdings relativ statisch, da Zentralbanken vorsichtige und bedachte Akteure sind, die Hauruck-Aktionen meiden wie der Teufel das Weihwasser. Als ein weiterer Indikator für das Vertrauen in die Reservewährung US-Dollar dient – wie Alan Greenspan festgehalten hat⁴ – der Goldpreis. An dieser Stelle wollen wir uns die Entwicklung der US-Aktien bereinigt um den Goldpreis ansehen. In Form des Dow/Gold-Ratios erhalten wir einen geeigneten Indikator, um das Vertrauen in die US-zentrische Ordnung zu messen.

Dow Jones/Gold-Ratio als Vertrauensindikator des US-zentrischen Systems



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

„Um die bürgerliche Gesellschaft zu zerstören, muss man ihr Geldwesen verwüsten.“

Lenin

Ende der 1970-Jahre war das Vertrauen in die USA extrem angeschlagen. Der US-Dollar war angezählt, die Inflation hatte zu galoppieren begonnen und der Goldpreis stieg in lichte Höhen. Das Dow/Gold-Ratio erreichte im Jänner 1980 mit 1,29 seinen niedrigsten Wert, deutlich unterhalb des Medians von 6,5. Aufgrund des miserablen Wirtschaftsumfeldes und der vermeintlichen Stärke der Sowjetunion war damals nicht klar, ob „der Westen“ den Kampf der Systeme gewinnen würde. **Um die Jahrtausendwende waren die USA hingegen die einzige verbliebene Supermacht, die in jeder Hinsicht unantastbar schien.** Der US-Dollar hatte ein Zwischenhoch bei 120 erreicht⁵, es wurden Budgetüberschüsse erwirtschaftet und das Dow/Gold-Ratio erreichte sein Allzeithoch. Doch bereits im Vorfeld der Großen Finanzkrise 2007/2008 büßten die USA an Vertrauen ein, wie das Dow/Gold-Ratio zeigt. Denn der Boom an den Aktienmärkten wurde mit einer Kreditblase teuer erkauf.

„We did the right thing, I hope.“

Ben Bernanke

Auf die plötzlich eintretende Finanzkrise reagierte die FED entschlossen. Die jahrelangen Gelddruckprogramme konnten die Aktienkurse nominell nach oben treiben. Setzt man die Kursentwicklung jedoch in Relation zum Goldpreis, dann offenbaren sich die Vorbehalte der Marktteilnehmer. Erst im Jahr 2013, als die behutsame Abkehr („Tapering“⁶) von den geldpolitischen Notmaßnahmen verkündet wurde, kehrte das Vertrauen in die USA wieder zurück. Mit einem Stand von 19 notiert das Ratio aktuell auf dem höchsten Stand seit

⁴ Vgl. „Transcript of FOMC meeting“, 18. Mai 1993, S. 40.

⁵ Gemessen am handelsgewichteten Dollar-Index (DXY).

⁶ Der Begriff Tapering stammt übrigens aus der Sportwissenschaft und beschreibt die Reduktion des Trainingsumfanges vor einer großen Ausdauerbelastung, z.B. vor einem Wettkampf.

Oktober 2007. 10 Jahre nach der Finanzkrise, sind die USA gemäß des Dow/Gold-Ratio also wieder auf dem Weg zu alter Stärke.

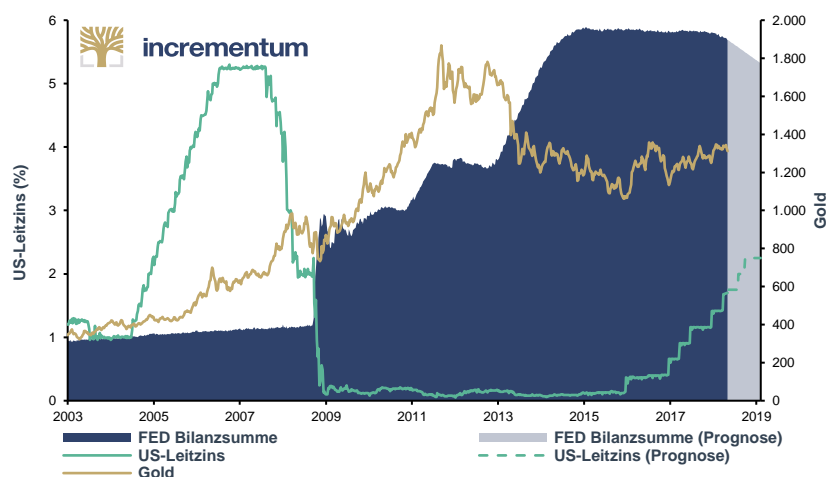
Diese weithin geteilte Sichtweise werden wir im diesjährigen *In Gold we Trust-Report* erneut herausfordern. Aus unserer Sicht gibt es eine Vielzahl an triftigen Gründen, die Plausibilität dieses Narratives zu hinterfragen.

„Zinsen sind ein Aufschlag, den ein Individuum zu entrichten bereit ist, weil es dem Konsum hier und jetzt einen höheren Wert beimißt als einem Genuß morgen.“

Eugen von Böhm-Bawerk

Bemerkenswert erscheint uns zum Beispiel, dass der Goldpreis (in USD) exakt mit Beginn des derzeitigen Zinserhöhungszyklus seinen Boden gefunden hat. Als es 2015 absehbar wurde, dass die US-Zinsen angehoben werden, wurde von vielen Marktteilnehmer ein Totalabsturz des Goldpreises prognostiziert. Im selben Jahr hatten wir unsere Leser darauf eingestimmt, dass steigende Zinsen durchaus auch positiv für den Goldpreis sein können.⁷ Die Marktgeschehnisse der vergangenen Jahre bestätigten diese Einschätzung, denn der Goldpreis drehte exakt zu Beginn des US-Zinserhöhungszyklus.

Gold, Bilanzsumme der FED & US-Leitzins



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Zum steigenden Zinsumfeld kommt seit Q4/2017 auch noch die Reduktion der Zentralbankbilanz, das so genannte Quantitative Tightening (QT), hinzu. Aus unserer Sicht werden die Konsequenzen des QT vom Markt derzeit massiv unterschätzt. Die „Everything Bubble“, die wir im letztjährigen Report ausführlich erörtert hatten,⁸ läuft in Folge des Liquiditäts-Entzugs akut Gefahr zu platzen. Insgesamt soll die Bilanzsumme im Jahr 2018 um 420 Mrd. USD und 2019 um 600 Mrd. USD reduziert werden. Der Umfang der anvisierten Bilanzverkürzung wird dabei schrittweise erhöht, bis er ab Oktober 2018 50 Mrd. USD pro Monat beträgt. **Es ist unserer Meinung nach allerdings höchst unwahrscheinlich, dass die geldpolitische Normalisierung fortgesetzt werden würde, wenn es zu einem signifikanten Rückgang einer oder gar mehrerer Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Immobilien) käme.**

⁷ Vgl. „Gold im Portfoliokontext“, *In Gold we Trust-Report 2015*, S. 86-88

⁸ Vgl. „Einleitung“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 4-10, sowie „Weiße, Graue und Schwarze Schwäne“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 27-46



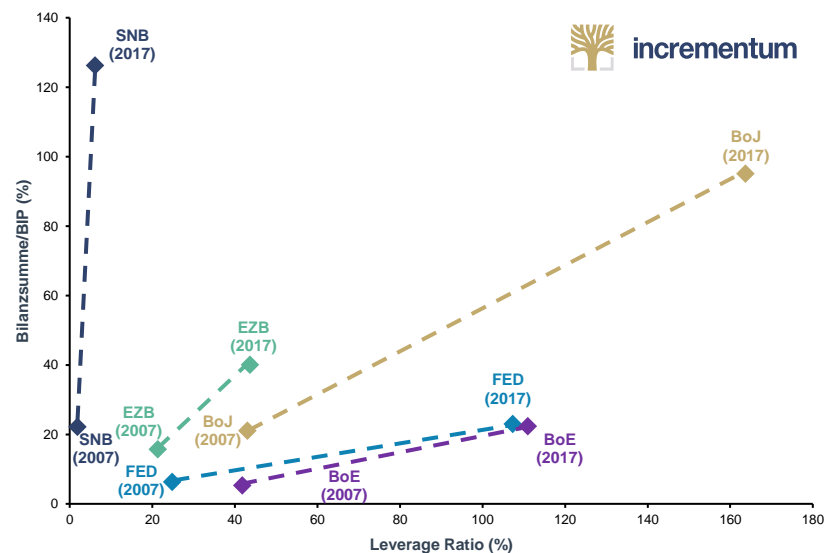
Abdruck mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Während die FED den geldpolitischen Rückzug versucht, setzt sich der „monetäre Surrealismus“ andernorts munter fort. Die QE-Programme der anderen wichtigen Zentralbanken sind noch am Laufen, wenngleich sich auch hier die Stimmen zugunsten eines vorsichtigen Ausstieges mehren. Diese Kehrtwende scheint auch überfällig, denn die Bilanzen vieler Notenbanken gleichen zunehmend denen hochspekulativer Hedgefonds. Aus dem nächsten Chart wird klar ersichtlich, dass insbesondere die BoJ sowohl beim Leverage-Ratio als auch bei der Bilanzsumme in Prozent des BIP den anderen Zentralbanken – im negativen Sinn – weit voraus ist mit Ausnahme der SNB, deren Bilanzsumme in % des BIP in den vergangenen 10 Jahren wahrlich explodiert ist.⁹

„I think the stock market is kind of a pathetic creature of the moment and of a Fed that is no longer there. In other words, the argument for the last 30 years is, the Fed is your friend. The Fed is now the mortal enemy of the speculators. And they just don't know it yet.“

David Stockman

Expansion der Zentralbankbilanzen: 2007 vs. 2017



Quelle: BoE, BoJ, EZB, FED, SNB, Incrementum AG

⁹ So wurden in Japan bereits 11 (!!!) QE-Programme implementiert.

Unter den westlichen Industriestaaten scheint der monetäre Surrealismus im Land der aufgehenden Sonne am weitesten fortgeschritten zu sein. Bislang 11 (!) Runden QE geben Zeugnis von dieser Verlotterung. Deshalb sollte man den geldpolitischen Entwicklungen in Japan auch besondere Beachtung schenken, da sie als Blaupause für die westliche Welt dienen könnten.

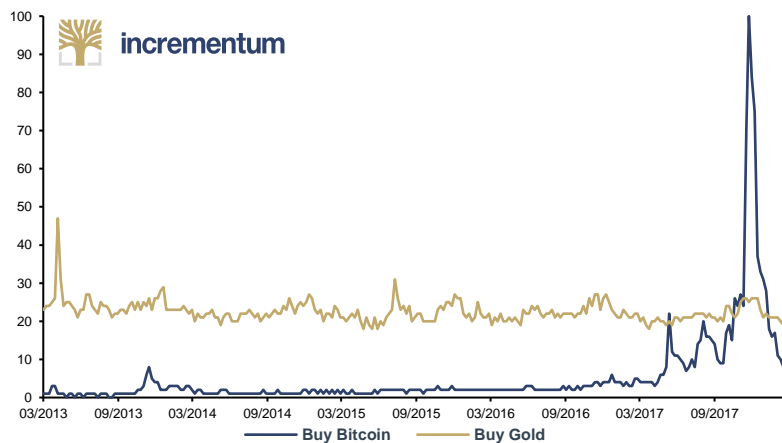
„The central bank must be trusted not to debase the currency, but the history of fiat currencies is full of breaches of that trust.“

Satoshi Nakamoto

Eine Konsequenz unseres mittlerweile surreal anmutenden Geldsystems ist das zunehmende Interesse für Krypto-Währungen.

Ende 2017, als der Bitcoin-Kurs tagtäglich neue Allzeithochs markierte, überschlugen sich selbst die Mainstream-Medien mit positiven Meldungen. Dieser Krypto-Hype hat Gold in der medialen Aufmerksamkeit zumindest für einen gewissen Zeitraum gehörig Konkurrenz gemacht, wie der nachfolgende Chart erkennen lässt.

Google-Suchabfragen für „Buy Bitcoin“ vs. „Buy Gold“



Quelle: Google Trends, Incrementum AG

„Invest in things that have never happened before, hedge for regression to the mean, and plan for the unimaginable.“

John Burbank

Dem Thema Kryptowährungen haben wir bereits in den vergangenen drei Jahren Aufmerksamkeit gewidmet. Die Relevanz der Thematik hat offensichtlich weiter zugenommen, daher werden wir auch heuer unsere Gedanken zu diesen Entwicklungen formulieren.¹⁰ **Insbesondere gehen wir in der Extended Version des In Gold we Trust-Reports, der unter www.ingoldwetrust.report kostenfrei heruntergeladen werden kann, in einem eigenen Kapitel der Frage nach, ob Kryptowährungen und Gold eher Freunde oder eher Feinde sind.**

Doch was bedeutet diese polymorphe Gemengelage nun für Gold? Trotz eines Umfelds mit steigenden Zinsen, geldpolitischer Normalisierung und bislang noch herzeigbaren Aktienrenditen konnte sich Gold im Vorjahr gut behaupten. Zugegeben, so richtig vom Fleck kommt Gold im Moment nicht. **Noch tanzt Gold also Cha-Cha-Cha: „Ein Schritt vor, ein Schritt zurück und dann ein Schritt seitwärts“.**¹¹ Nun stellen wir uns natürlich die Frage: **Wie lange noch?**

¹⁰ Interessierten Lesern empfehlen wir an dieser Stelle den www.cryptoresearch.report. Der Schwesterreport des In Gold we Trust-Reports erscheint quartalsweise.
¹¹ „Wie lange tanzt das Gold noch Cha-Cha-Cha?“, Die Presse, 15. April 2018

Wie wird sich Gold verhalten, wenn der Wind dreht und der Gegenwind zu Rückenwind wird? Was passiert mit dem Goldpreis, wenn die Aktienmärkte eine ausgeprägte Schwäche zeigen, die FED die geldpolitische Normalisierung absagen muss, ernsthafte Inflations- oder Rezessionsorgen aufkommen oder gar die US-zentrische Währungsordnung in Frage gestellt wird?
Wird dann Gold vom Cha-Cha-Cha in den Galopp wechseln und wie zum Abschluss der Mitternachts-Quadrille in eine Richtung jagen?

Fest steht, die Geldpolitik muss nun liefern. Die FED war die erste Notenbank, die mit Nullzinsen und QE die Finanzkrise zu bewältigen versuchte. Zentralbanken rund um den Globus folgten ihrem Beispiel und gingen ein globales Experiment ein, dessen Versuchskaninchen wir alle wurden. Nun ist die FED auch die erste Notenbank, die die Zinszügel anzieht und die Notenbankbilanz reduziert. Die Erwartungshaltung und Sorglosigkeit der Marktteilnehmer, dass die Normalisierung im angekündigten Umfang durchgeführt wird, ist enorm hoch.

„The curious task of economics is to demonstrate to men how little they really know about what they imagine they can design.“

Friedrich August von Hayek

Die gegenwärtige, allerdings bloß vordergründige Stabilität an den Märkten lebt vom Vertrauen der Marktakteure in die Zentralbanken, in ihre geldpolitische Philosophie und damit letzten Endes auf den Fortbestand der US-zentrischen Geldordnung. Sollte der FED die geldpolitische Normalisierung misslingen und die USA in eine Rezession fallen – wovon wir ausgehen – so wird dies zu einem herben Vertrauensverlust in die Geldpolitik führen. **Es ist fraglich, ob unser gegenwärtige Währungsordnung einen solchen erneuten Vertrauensverlust verkraften kann.**

„Looking at the latest decisions of Pres. Trump someone could even think „With friends like that, who needs enemies?“ But frankly, the EU should be grateful. Thanks to him we got rid of all illusions. We realize that if you need a helping hand, you will find one at the end of your arm.“

EU Präsident Donald Tusk
16. Mai 2018

Die Abkehr vom US-Dollar, die wir ebenfalls schon seit vielen Jahren thematisieren, geht unterdessen stetig weiter. Unter De-Dollarization verstehen wir die langsame Abkehr vom US-Dollar als internationale Leit- und Reservewährung. In unseren Augen ist dies einerseits eine Konsequenz der geopolitischen Polarisierung. Zu nennen sind hier beispielhaft die geopolitischen Verwerfungen mit Russland oder jüngst dem Iran. Andererseits ist sie Folge des wirtschaftlichen Aufstiegs anderer Staaten wie im Falle Chinas. Das Reich der Mitte hat in den vergangenen Jahren große Schritte unternommen, die Stellung des Yuan zu stärken und die des US-Dollars zu schwächen. Zu diesen Schritten zählen die Fragmentierung des Ölmarktes durch bilaterale Abkommen sowie die Etablierung eines Gold- und zuletzt auch eines Öl-Fixings in Yuan. Es ist unserer Meinung nach keineswegs sicher, dass der Prozess der De-Dollarization mit einer vollkommenen Wachablöse des US-Dollars enden wird. **Aktuell sieht es viel mehr danach aus, als würden wir uns auf ein multipolares System zubewegen, in dem Gold wieder eine tragendere Rolle einnimmt.**

„In Gold We Trust!“

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

Nicht ohne Grund haben wir also das Bild von der Gezeitenwende als Leitmotiv des diesjährigen *In Gold we Trust*-Reports gewählt. Speziell für uns als Bewohner eines Binnenlandes ist ein Gezeitenwechsel etwas Faszinierendes. Um weder von der Flut ins Meer gezogen zu werden, noch von der Ebbe auf dem Trockenen sitzen gelassen zu werden, wollen wir im Folgenden erneut einen kritischen Blick auf das große Bild werfen und unsere gewohnt breitgefächerte und besonnene Analyse des Goldsektors vornehmen.

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 12. *In Gold we Trust*-Reports¹² genauso viel Freude bereitet wie uns das Schreiben.

Herzlich,



Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek

—

¹² Alle Ausgaben unserer Goldreports können Sie kostenlos unter <https://ingoldwetrust.report/> downloaden.

Standortbestimmung – Quo Vadis, Aurum?

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

Status Quo von Gold im Währungskontext

„Der Verfall seiner Währung ist wohl das größte Unglück, das ein Volk treffen kann. Selbst ein verlorener Krieg bringt ihm nicht so schweren unmittelbaren Schaden, wie der Ruin seines Geldwesens.“

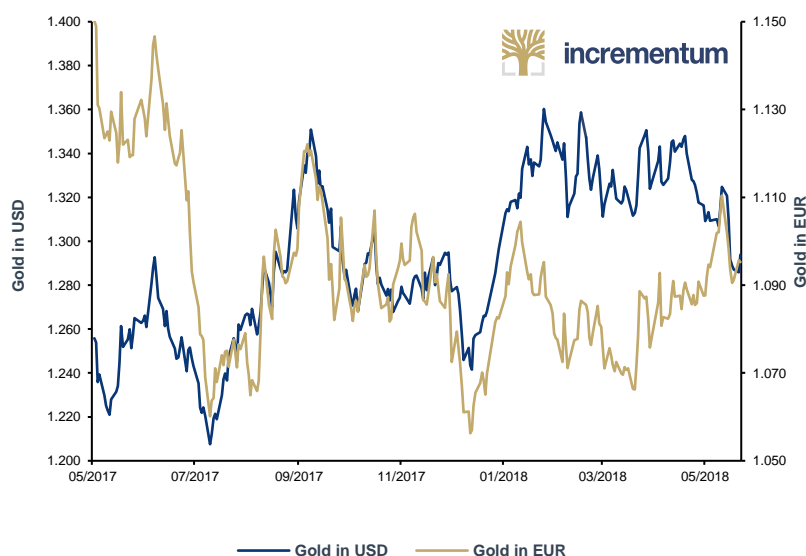
Argentarius, Vom Gelde

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

Arthur Schopenhauer

Zunächst wollen wir uns einige Performance-Daten ansehen. **Die Entwicklung in 2017 war auf USD-Basis mit einem Plus von knapp 14% hervorragend, auf Euro-Basis bleibt ein Minus von -1%.** Bemerkenswert erscheint die relativ geringe Volatilität des Goldpreises. Sie fiel auf den tiefsten Stand seit mehr als 10 Jahren.

Gold in US-Dollar und Euro seit dem letzten Goldreport



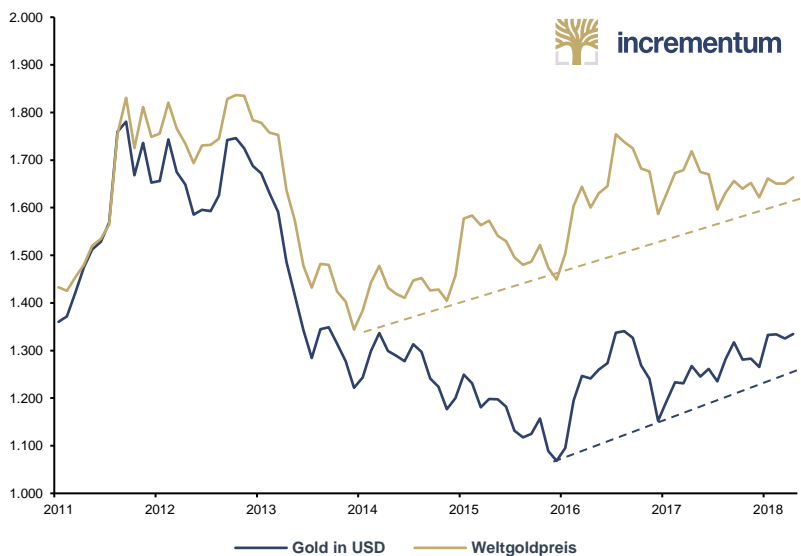
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„The risk of not owning gold is greater than the risk of owning gold.“

Brent Johnson

Der nächste Chart zählt zu den „Klassikern“ jedes Goldreports. Er zeigt den sogenannten „Weltgoldpreis“, der den Goldpreis nicht in US-Dollar oder Euro, sondern als handelsgewichteten Außenwert des US-Dollars darstellt. Man erkennt, dass der Kurs mittlerweile nicht mehr allzu fern von seinen Höchstständen der Jahre 2011-2013 gehandelt wird. Vergleicht man nun den Weltgoldpreis mit dem Preis in US-Dollar, so erkennt man, dass sich der Spread seit 2017 wieder ein wenig verringert hat. Nachdem der Goldpreis in US-Dollar Ende 2015 sein Tief notiert hatte, weist er nun auch in US-Dollar wieder sukzessive „higher highs“ auf, was unsere positive Grundeinschätzung bestätigt.

Weltgoldpreis vs. Dollar-Goldpreis seit 2011



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Sehen wir uns nun die Preisentwicklung seit 2010 an. Es zeigt sich, dass der Goldpreis zuletzt unter die gleitenden Durchschnitte (50- und 200-Tage) fiel. Der kurz- und der mittelfristige Trend hat sich in den letzten Wochen somit eingetrübt.

Gold in USD, 50- und 200-Tage-Linie



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum

„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

“Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession”

Nun wollen wir das Währungsspektrum noch weiter aufgliedern und den Goldpreis in den wichtigsten Währungen betrachten. **Das Gesamtjahr 2017 war für Gold in allen wesentlichen Weltwährungen positiv. Die einzige Ausnahme bildet der Euro, in dem ein zartes Minus von 1% verbucht wurde.**

Nach wie vor bleibt die durchschnittliche Performance in diesem säkularen Bullenmarkt beeindruckend. So liegt der Mittelwert der jährlichen Performance von 2001 bis 2018 bei 9,40%. **Gold konnte in dieser Zeit – trotz deutlicher Korrekturen – praktisch jede andere Anlageklasse und vor allem jede andere Währung deutlich outperformen.** Seit Anfang 2018 ist die Entwicklung relativ unspektakulär. Im Mittelwert beläuft sich das Plus auf 0,34%.

Gold Performance seit 2001 in div. Währungen (%)

	EUR	USD	GBP	AUD	CAD	CNY	JPY	CHF	INR	Mittelwert
2001	8,10%	2,50%	5,40%	11,30%	8,80%	2,50%	17,40%	5,00%	5,80%	7,42%
2002	5,90%	24,70%	12,70%	13,50%	23,70%	24,80%	13,00%	3,90%	24,00%	16,24%
2003	-0,50%	19,60%	7,90%	-10,50%	-2,20%	19,50%	7,90%	7,00%	13,50%	6,91%
2004	-2,10%	5,20%	-2,00%	1,40%	-2,00%	5,20%	0,90%	-3,00%	0,90%	0,50%
2005	35,10%	18,20%	31,80%	25,60%	14,50%	15,20%	35,70%	36,20%	22,80%	26,12%
2006	10,20%	22,80%	7,80%	14,40%	22,80%	18,80%	24,00%	13,90%	20,58%	17,24%
2007	18,80%	31,40%	29,70%	18,10%	11,50%	22,90%	23,40%	22,10%	17,40%	21,70%
2008	11,00%	5,80%	43,70%	33,00%	31,10%	-1,00%	-14,00%	-0,30%	30,50%	15,53%
2009	20,50%	23,90%	12,10%	-3,60%	5,90%	24,00%	27,10%	20,30%	18,40%	16,51%
2010	39,20%	29,80%	36,30%	15,10%	24,30%	25,30%	13,90%	17,40%	25,30%	25,18%
2011	12,70%	10,20%	9,20%	8,80%	11,90%	3,30%	3,90%	10,20%	30,40%	11,18%
2012	6,80%	7,00%	2,20%	5,40%	4,30%	6,20%	20,70%	4,20%	10,30%	7,46%
2013	-31,20%	-23,20%	-28,80%	-18,50%	-23,30%	-30,30%	-12,80%	-30,20%	-19,00%	-24,14%
2014	12,10%	-1,50%	5,00%	7,70%	7,90%	1,20%	12,30%	9,90%	0,80%	6,16%
2015	-0,30%	-10,40%	-5,20%	0,40%	7,50%	-6,20%	-10,1%	-9,90%	-5,90%	-3,75%
2016	12,04%	8,50%	29,70%	10,10%	5,50%	16,50%	5,40%	10,40%	11,50%	12,27%
2017	-1,02%	13,64%	3,23%	4,64%	6,35%	6,42%	8,92%	8,13%	6,42%	6,30%
2018 ytd	0,70%	-1,10%	-0,50%	1,80%	0,70%	-2,90%	-2,60%	1,10%	5,90%	0,34%
Mittelwert	8,78%	10,39%	11,12%	7,70%	8,85%	8,41%	9,72%	7,02%	12,20%	9,40%

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Goldprice.org, Incrementum AG, Zahlen per 23. Mai 2018

Treue Leser wissen: Wir vertreten die Meinung, dass Rohstoffe die Antithese zum US-Dollar darstellen. Zwischen Bewegungen in den Rohstoffpreisen und im US-Dollar bestehen Wechselwirkungen, wobei die Kausalität stärker als allgemein angenommen vom US-Dollar ausgeht. Dies lässt sich auch mit der kriselnden USD-zentrischen Währungsordnung erklären, auf die wir später ausführlich eingehen werden.

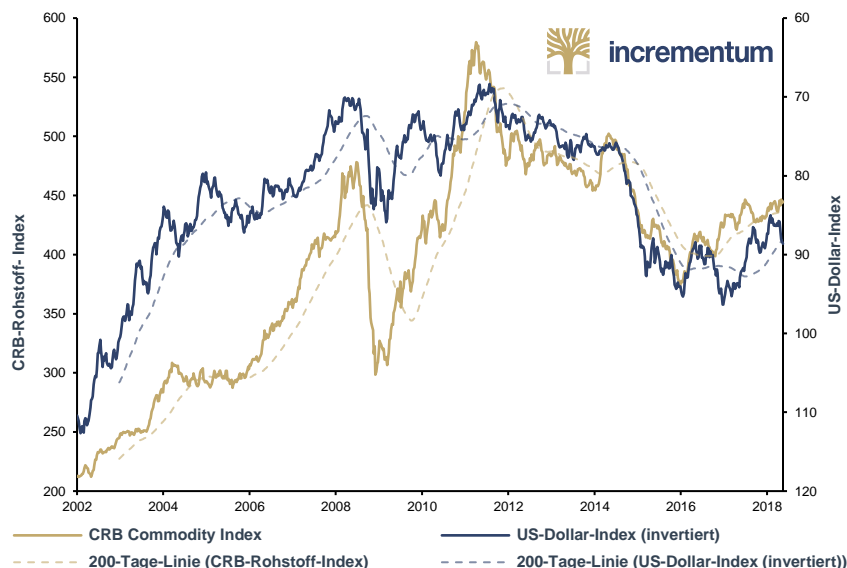
„Diminution in the dollar's value was so slow there seemed no cause for public alarm. It was like watching an ice cube melt. It happens, yet slowly.“

Jim Rickards

“Gold: The Story of Man's 6000 Year Obsession”

Wertet der US-Dollar gegenüber Gold und Rohstoffen ab, so entstehen globale Teuerungstendenzen. Diese Wechselwirkung erkennt man am nachfolgenden Chart. Er zeigt die negative Korrelation zwischen dem CRB Rohstoff-Index (linke Achse) und dem US-Dollar-Index (rechte Achse, invertiert). Anhand der gleitenden Durchschnitte erkennt man, dass sich der CRB wieder über der 200-Tage-Linie befindet und sich die Rohstoffe somit weiterhin im Aufwärtstrend befinden.

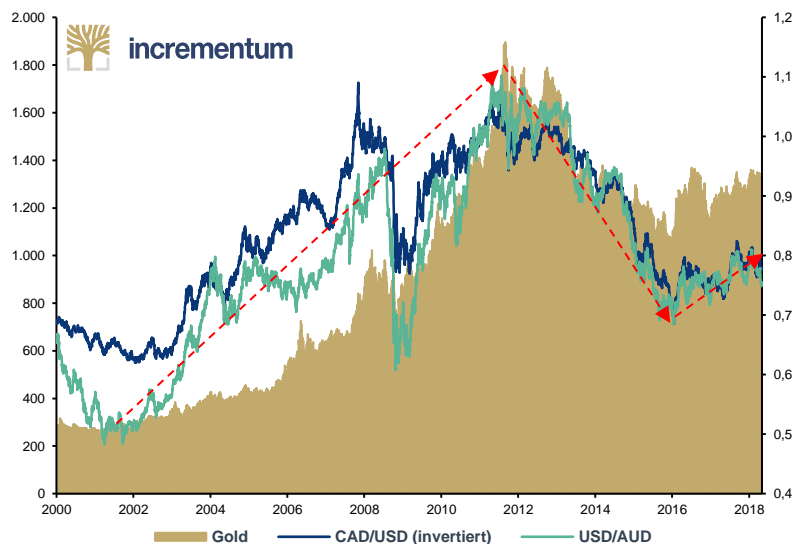
CRB-Rohstoff-Index und Dollar-Index (invertierte Achse) und 200-Tage-Linie



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Bekanntermaßen gelten die Währungspaare AUD/USD sowie CAD/USD als rohstoff- und inflationssensitiv. Anhand des nachfolgenden Charts erkennt man die hohe Korrelation zwischen diesen Währungen und dem Goldpreis. Auch ist ersichtlich, dass die Tendenz seit 2016 wieder nach oben zeigt.

Kanadischer Dollar und Australischer Dollar (linke Skala) vs. Gold (rechte Skala)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

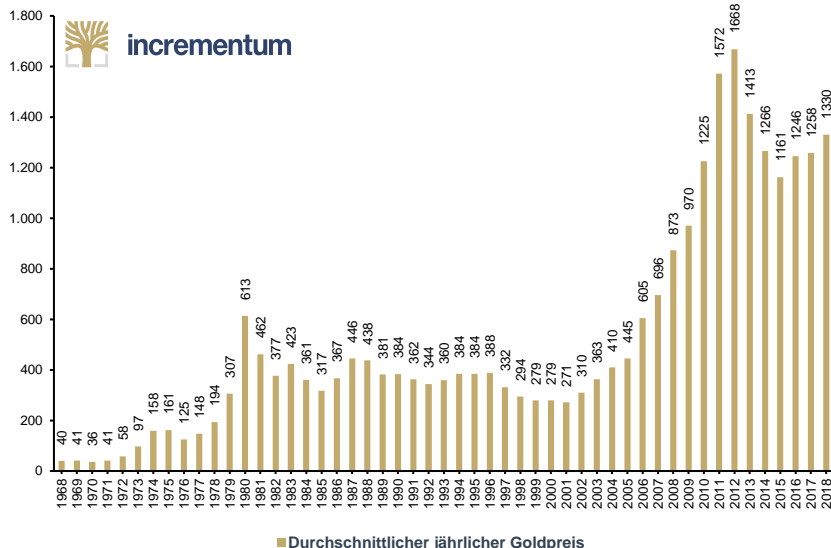
„The decline of the value of each dollar is in exact proportion to the gain in the number of them.“

Keith Weiner

Blättern wir nun aber ein wenig weiter zurück in den Geschichtsbüchern. Seit dem 15. August 1971 – dem Beginn der neuen monetären Zeitrechnung – beläuft sich die annualisierte Steigerungsrate des Goldpreises in US-Dollar auf 8%. Die reale Aufwertung der „Währung“ Gold gegenüber dem US-Dollar beträgt im Schnitt 4,5% pro Jahr. Dass sich die Korrektur der Jahre 2013-2015 im langfristigen Kontext relativiert, lässt sich anhand der nachfolgenden jährlichen Durchschnittspreise erkennen. Zudem stellt der Chart eindrucksvoll

unter Beweis, dass regelmäßiges Akkumulieren von Gold („Goldsparen“) unter Ausnutzung des Cost-Average-Effekts empfehlenswert erscheint.

Durchschnittlicher jährlicher Goldpreis (USD)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

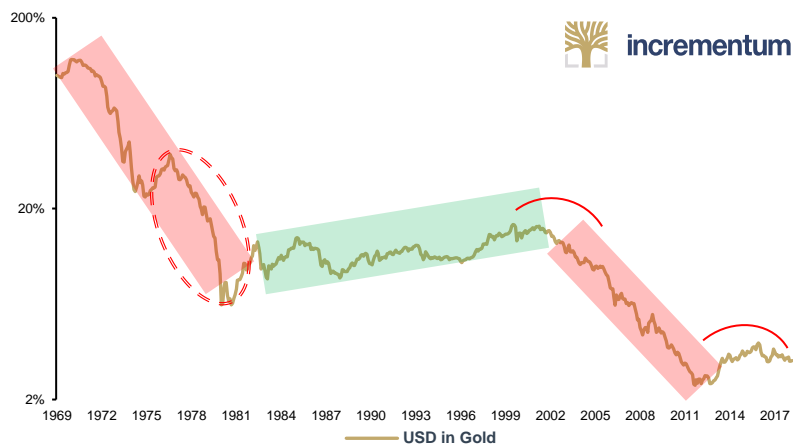
Die Änderung der Perspektive verhilft meist zu neuen Einsichten. Bildet man nicht den Goldpreis in US-Dollar oder Euro ab, sondern dreht man das Verhältnis um, so zeigt sich, dass die Kaufkraftabwertung des US-Dollar gemessen an Gold in langen Zyklen verläuft.

„Being right, but early in the call, is the same as being wrong.“

Howard Marks

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

**US-Dollar in Gold gemessen: Stehen wir am Ende der Mid-Cycle-Correction?
(log. Skalierung)**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

Keith Weiner

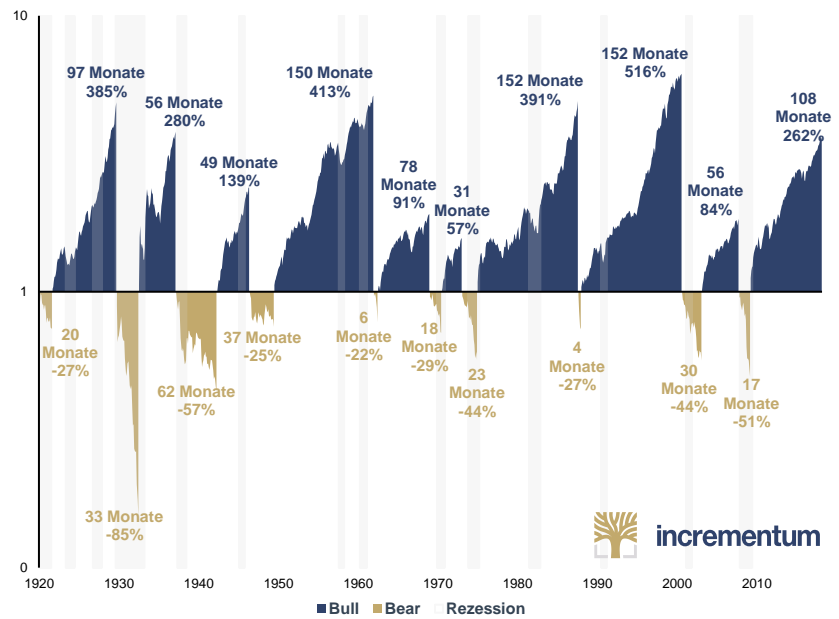
Wenden wir uns nun dem US-Dollar und seiner Entwicklung in der jüngeren Vergangenheit zu. Bemerkenswert erscheint die prononcierte Schwäche des Greenbacks, nachdem die Erwartungen noch vor 18 Monaten klar positiv waren und Donald Trump – zumindest von seinen Wählern – als Messias gefeiert wurde, der mit dem Versprechen in den Wahlkampf zog, „America“ erneut „great“ zu machen.

Wir hatten im *In Gold we Trust*-Report des vergangenen Jahres bereits davor gewarnt, in Trump einen ökonomischen Wunderwuzzi zu sehen. Auch wenn sich die Welt mittlerweile auf seinen recht unkonventionellen Stil des Regierens per Twitter eingestellt hat, so ist seine Politik weiterhin als eher erratisch und sprunghaft zu bezeichnen. Die vergleichsweise hohe Goldaffinität seines Kabinetts ist in tagespolitischen Entscheidungen bislang noch nicht zu Tage getreten.¹³

Die wirtschaftliche Situation in den USA ist weiterhin auf der sonnigen Seite. Das Verbrauchervertrauen ist hoch, die Arbeitslosigkeit sank auf den tiefsten Stand seit 2001, die FED erhöht die Zinsen und begann mit QT die Verkürzung der Notenbankbilanz, während der Aktienmarkt von einem Allzeithoch zum nächsten jagt. **Mit 108 Monaten und einem Gesamtanstieg von 262% zählt die aktuelle Hausse am Aktienmarkt zu den längsten der US-amerikanischen Geschichte.**

¹³ Vgl. „De-Dollarization: Goodbye Dollar, hello Gold?“, *In Gold we Trust-Report 2017*, S. 90-94

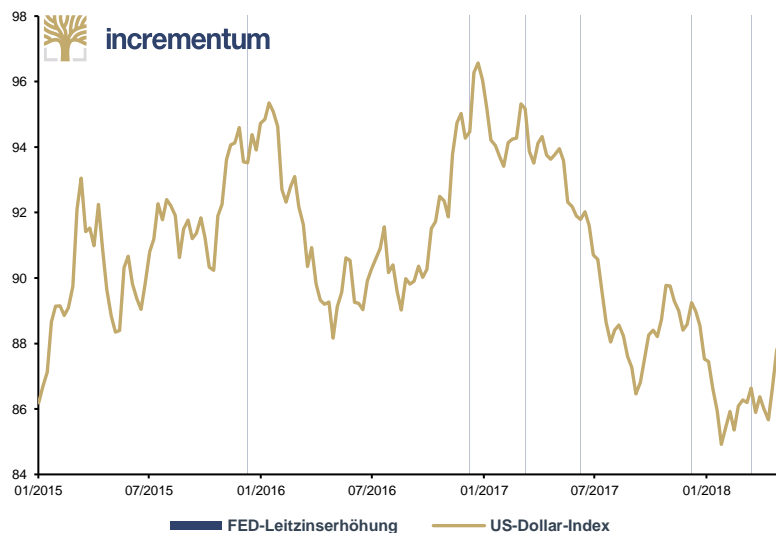
S&P 500 Bullen- und Bärenmärkte seit 1920



Quelle: Bloomberg, Robert Shiller, Incrementum AG

Dies alles sollte eigentlich ein positives Umfeld für den US-Dollar bedeuten. Einer alten Trader-Weisheit zufolge sind es jedoch nicht die News an sich, die den Kurs bestimmen, sondern die Reaktionen darauf. Insofern ist nachfolgender Chart äußerst bemerkenswert, zeigt er doch, dass die Tendenz des US-Dollar nach Zinserhöhungen stets nach unten gerichtet war.

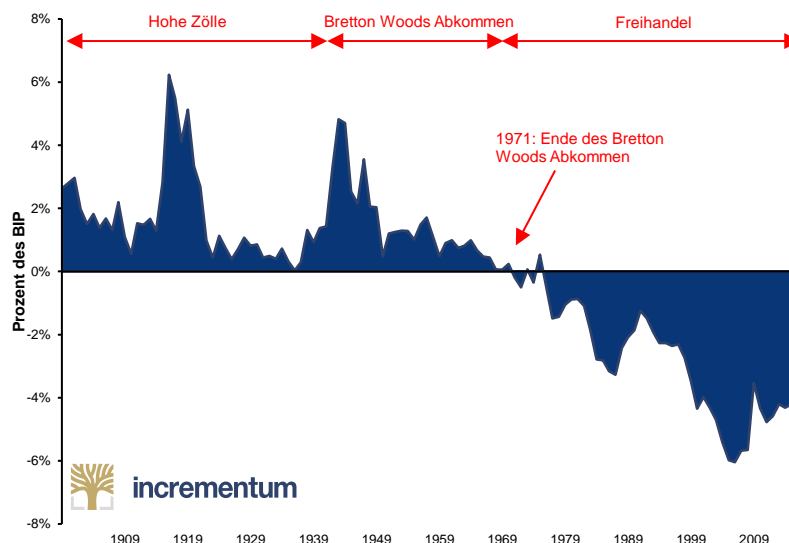
Negative Reaktion des US-Dollars auf US-Leitzinserhöhungen



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Sieht man sich einige andere Vitaldaten der USA an, so erscheint die Konstitution des Patienten besorgniserregend. Das Handelsbilanzdefizit stieg im Vorjahr auf 566 Mrd. USD und damit auf den höchsten Stand seit 2008. Und das wohlgernekt in einem Jahr, in dem der schwache US-Dollar theoretisch die Lücke hätte reduzieren sollen.

US-Handelsbilanz seit 1900



Quelle: Federal Reserve St. Louis, US Census Bureau, Incrementum AG

In diesem Zusammenhang verwundert es kaum, dass sich der Status des US-Dollar als klassische Safe-Haven-Währung derzeit umzukehren scheint.¹⁴ Die zeitgleiche Korrektur von Aktien, Bonds und dem US-Dollar Ende Jänner könnte einen Vorgeschmack auf den Verlust des Status als sicherer Hafen geben.

Jüngste Schwächephasen des Dollars und deren Konsequenzen für Gold und Aktien

Zeitraum der Dollarschwäche	Dollar Index	Gold	S&P 500
07.06.2010 - 29.04.2011	-17,50%	26,28%	28,40%
10.03.2009 - 25.11.2009	-16,48%	27,78%	63,52%
19.03.2007 - 22.04.2008	-14,46%	40,68%	1,86%
20.12.2016 - 25.01.2018	-13,85%	20,01%	25,41%

Quelle: Euro Pacific Capital, Incrementum AG

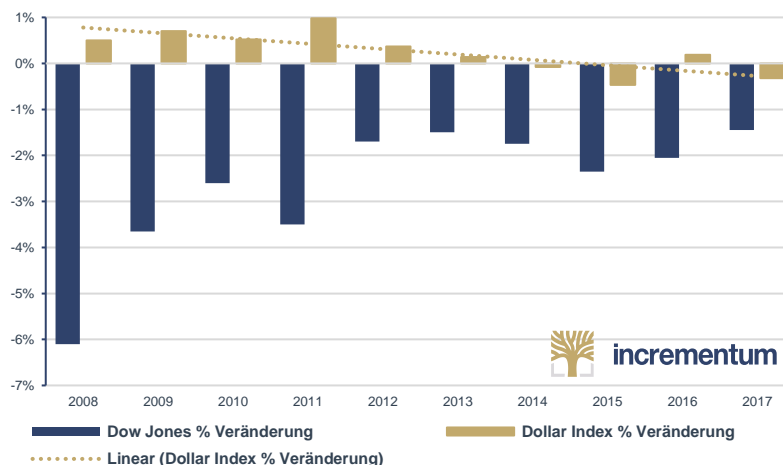
„In effect, our country has been behaving like an extraordinarily rich family that possesses an immense farm. In order to consume 4% more than we produce—that’s the trade deficit—we have, day by day, been both selling pieces of the farm and increasing the mortgage on what we still own.“

Warren Buffett

Wenn wir den Durchschnitt der 10 schlimmsten Markttage jedes Jahres in den fünf Jahren von 2008 bis 2012 analysieren, kann man erkennen, dass der US-Dollar in jenen Phasen, in denen der Dow Jones-Index um mindestens 1% gefallen ist, meist nach oben tendierte. An diesen Tagen notierte der US-Dollar in 80% der Fälle fester und stieg im Schnitt um 0,6% an. Dies hat sich jedoch in den letzten Jahren erheblich geändert. Im Durchschnitt der 10 schlimmsten Markttage von 2013 bis 2017 fiel der US-Dollar an diesen 50 Tagen um etwa 0,3% und stieg lediglich an knapp mehr als einem Viertel der Tage. **Es scheint also, als würde der US-Dollar zunehmend seltener als sicherer Hafen angesteuert werden.**

¹⁴ Vgl. „Raising Rates Reflect Bigger Debt Not Faster Growth“, Peter Schiff, Euro Pacific Capital Inc., 5. Februar 2018

Durchschnittliche Performance der 10 schwächsten Marktstage



Quelle: Euro Pacific Capital, Bloomberg, Incrementum AG

„This is why a simultaneous collapse in bond prices and the dollar could be so significant. It could show that rising interest rates do not reflect improved growth, as so many stock market bulls conveniently claim, but a loss of confidence in the dollar and the creditworthiness of the United States.“

Peter Schiff

Die zentrale Frage, die uns aktuell beschäftigt: Was wird mit dem US-Dollar passieren, wenn das aktuelle Goldilocks-Szenario in Frage gestellt wird, Rezessionsorgen aufkommen und die FED zu einer Umkehr der Geldpolitik gezwungen sein wird?

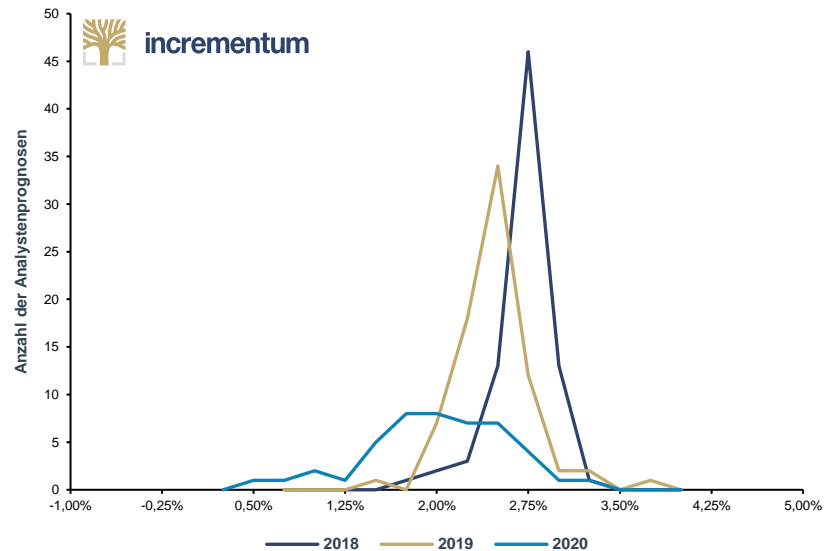
In den vergangenen 100 Jahren fiel die US-Konjunktur im Schnitt alle sechseinhalb Jahre in eine Rezession. Nun sind bereits mehr als zehn Jahre vergangen und dennoch erwartet der Mainstream in absehbarer Zukunft keinen Konjunkturrückgang. Angesichts des grenzenlosen Optimismus erscheint das Überraschungspotenzial somit klar asymmetrisch zu sein. Ein Wirtschaftsrückgang erscheint der Mehrzahl der Ökonomen und Marktteilnehmer derzeit so unwahrscheinlich wie ein Oscar für Vin Diesel oder der Gewinn der Fußballweltmeisterschaft für die Nationalmannschaft von Fidji.¹⁵

Von den 78 von Bloomberg befragten Analysten rechnet derzeit kein einziger in den Jahren 2018, 2019 oder 2020 mit einer Kontraktion des BIP.¹⁶ Das erwartete Wachstum liegt in diesen drei Jahren im Median zwischen 2,1% und 2,8%.

¹⁵ Vgl. „Weiße, Graue und Schwarze Schwäne“, *In Gold we Trust-Report 2017*, Seite 27

¹⁶ Übrigens rechnete 2007 ebenfalls KEIN Analyst mit einer Rezession!

Erwartungshaltung der Analysten einstimmig auf weiteres Wachstum



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

„The consequences of wellmeaning (but not all-knowing) economists setting the cost of money are widespread, from the inflation in asset prices to encouraging companies to spend on projects they shouldn't. But we really don't know the second-, third-, and fourth derivatives of the consequences that command-control interest rates will bring.

We know that most likely every market participant was forced to take on more risk in recent years, but we don't know how much more because we don't know the price of money.”

Vitaliy Katsenelson

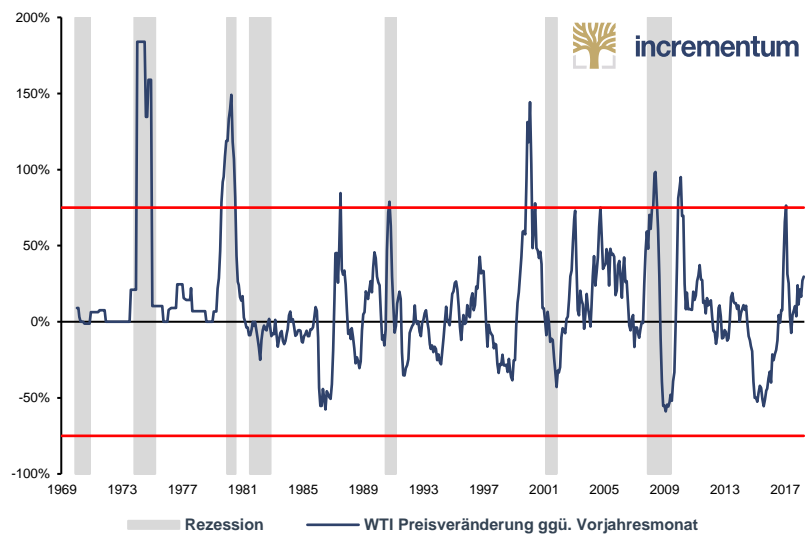
Allen optimistischen Prognosen zum Trotz, sprechen doch einige Faktoren derzeit für zunehmend rezessive Tendenzen:

- Steigende Kreditausfallsraten
- Steigende Abschreibungen bei Kreditkartenschulden
- Schwächelnde Konsumquoten
- Stark abflachende Zinskurve, die in wenigen Monaten invers werden könnte
- Steigende Zinsen, Fed Tightening (QT)
- Rekordhohes Konsumentenvertrauen
- M&A Boom am Höhepunkt
- Zuletzt stark gestiegene Ölpreise

Der nachfolgende Chart zeigt, dass der Ölpreis (WTI) aktuell knapp 50% höher notiert als noch vor 12 Monaten. Es stellt sich die Frage, inwiefern die Weltwirtschaft solche Preissprünge verkraften kann, ohne in eine Rezession abzugleiten. Am Beispiel der USA erkennt man, dass Preissprünge des Ölpreises recht häufig mit US-Rezessionen zusammenfielen.¹⁷

¹⁷ Vgl. Wellenreiter Frühausgabe, 15. Mai 2018

WTI-Preisveränderung (yoy) und Rezessionen



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„It is the preceding inflation that makes the depression phase necessary.“

Murray N. Rothbard

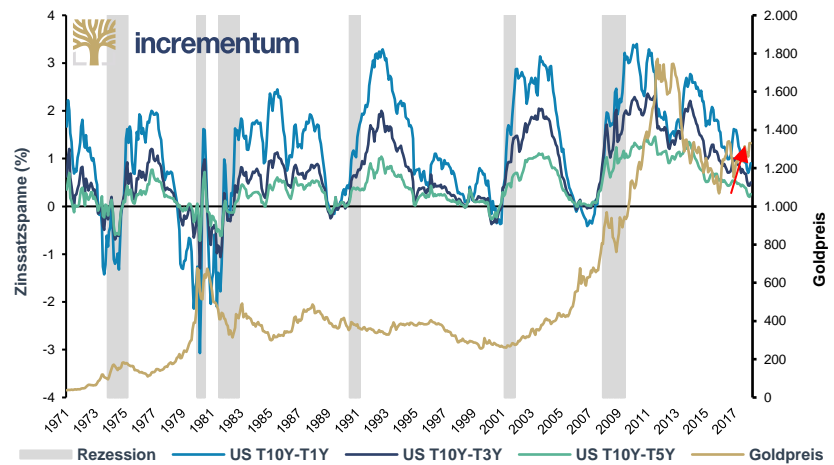
An dieser Stelle möchten wir ein wenig auf die Frage, was eine abflachende Zinsstrukturkurve für Gold bedeutet, eingehen. **Eine kürzlich von der San Francisco Federal Reserve publizierte Studie zeigt, dass inverse Zinskurven die meisten Rezessionen seit den 1950er-Jahren angekündigt haben.**¹⁸ In Erwartung eines Konjunkturabschwungs reduzieren die Anleger ihre Nachfrage nach kurzfristigen Anleihen und verschieben ihre Nachfrage auf längerfristige Anleihen, deren Preise damit steigen und deren Renditen im Vergleich zu kurzfristigen Anleihen noch weiter sinken. Die rückläufige Nachfrage nach kurzfristigen Anleihen erhöht ihrerseits die Zinsen am kurzen Ende. Grafisch zeigt sich diese intertemporale Allokationsverschiebung in einer inversen Zinskurve mit einer negativen Steigung.¹⁹

Auf die Verringerung der Zinsspreads folgen aus empirischer Sicht konjunkturelle Abschwünge und daran anschließend die Aufwertung von Gold. Vor allem seit dem Nixon-Schock im Jahr 1971 ist dieser chronologische Ablauf festzustellen.

¹⁸ Für weitere Details zu dieser Studie siehe: <https://www.frbsf.org/>

¹⁹ Für eine detaillierte Erklärung hierzu siehe: <https://mises.org/>

Zinsspreads der Benchmark-US-Staatsanleihen vs. Goldpreis in USD: 1971-2018



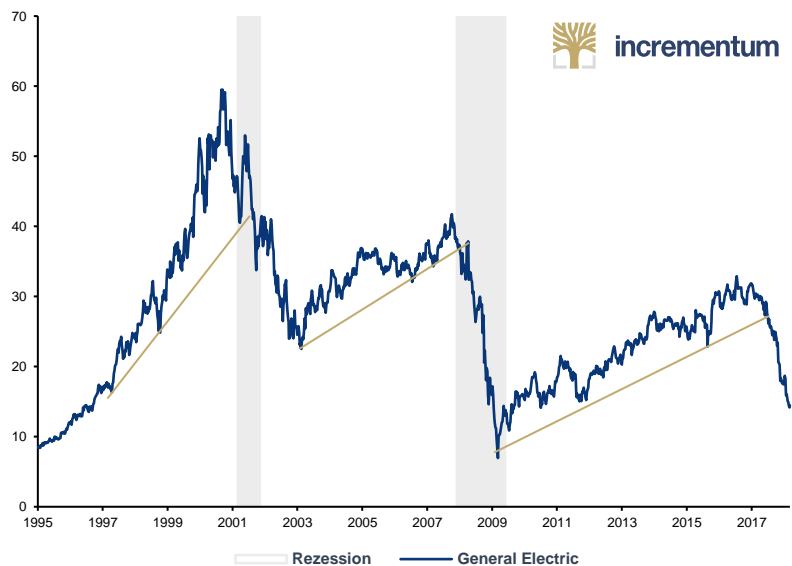
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„In proportion as you give the state power to do things for you, you give it power to do things to you.“

Albert Jay Nock

Auch der US-Aktienmarkt zeigt erste deutliche Risse. Wir erachten die General Electric-Aktie als durchaus repräsentativ für die Old Economy der USA. Nachfolgender Chart zeigt, dass gebrochene Aufwärtstrends der GE-Aktie stets Rezessionen ankündigten. Aber nicht nur das Chartbild von GE lässt bei uns Konjunktursorgen aufkommen. Mittlerweile befinden sich auch einige (ehem.) Star-Aktien wie zB. Tesla unterhalb ihrer 50- und 200-Tagelinien und auch die FANG-Titel wirken technisch angezählt.

General Electric-Aktie und Rezessionen



Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG

„Waiting too long to begin moving toward the neutral rate could risk a nasty surprise down the road—either too much inflation, financial instability, or both.“

Janet Yellen

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

Jean-Claude Trichet, ehem. Präsident der EZB

Ein weiterer interessanter Rezessionsindikator scheint das Gold/Platin-Ratio zu sein. Wenn man das Verhältnis als Indikator für wirtschaftliches und politisches Vertrauen betrachtet, so kommt man zum Schluss, dass das momentan hohe Ratio ein Zeichen für ökonomische Verunsicherung und monetäre Instabilität sein könnte.

Gold/Platin-Ratio und Rezessionen seit 1969



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

Doch was wird dieses Mal passieren, wenn erste Rezessionswolken den Konjunkturhimmel einzutrüben beginnen? Die letzten beiden Rezessionen 2000 und 2008 veranlassten die FED zu Zinssenkungen im Ausmaß von 500 Basispunkten.²⁰ Augenblicklich steht die Fed Funds Rate bei 1,50-1,75%. Das Potenzial für Zinssenkungen scheint also stark limitiert, außer man greift zur Ultima Ratio der Negativzinsen.

Angesichts des wachsenden Angebotes an US-Staatsschuldpapieren erscheint ein weiterer Renditeaufschwung nicht unwahrscheinlich. So erwartet das Treasury Borrowing Advisory Committee für das Fiskaljahr 2018 einen Finanzierungsbedarf von 955 Mrd. USD (vs. 519 Mrd. USD im Vorjahr), für die Fiskaljahre 2019 und 2020 gar von jeweils mehr als 1.000 Mrd. USD. Aufgrund der jüngsten Steuersenkungen müssen diese Zahlen vermutlich noch nach oben angepasst werden.²¹

Auch die Prognosen des Haushaltsbüros des Kongresses (CBO) für die US-Defizite der nächsten zehn Jahre sehen besorgniserregend aus. So ist aus heutiger Sicht mit einem dramatischen Anstieg des US-Defizits bis 2028 zu rechnen. Das jährliche Defizit liegt dabei stets über 1 Bill. USD. Zum Vergleich: Das Budgetdefizit des gesamten Euroraums lag im Jahr 2016 knapp unter 200 Mrd. USD.²²

²⁰ Die Fed senkte die Zinssätze in den neun Rezessionen seit Mitte der 1950er Jahre um durchschnittlich 5,5 Prozentpunkte.

²¹ Vgl. „New Fiscal Worry: Too Much Short-Term Borrowing as Deficit Climbs“, The Wall Street Journal, 31. Jänner 2018

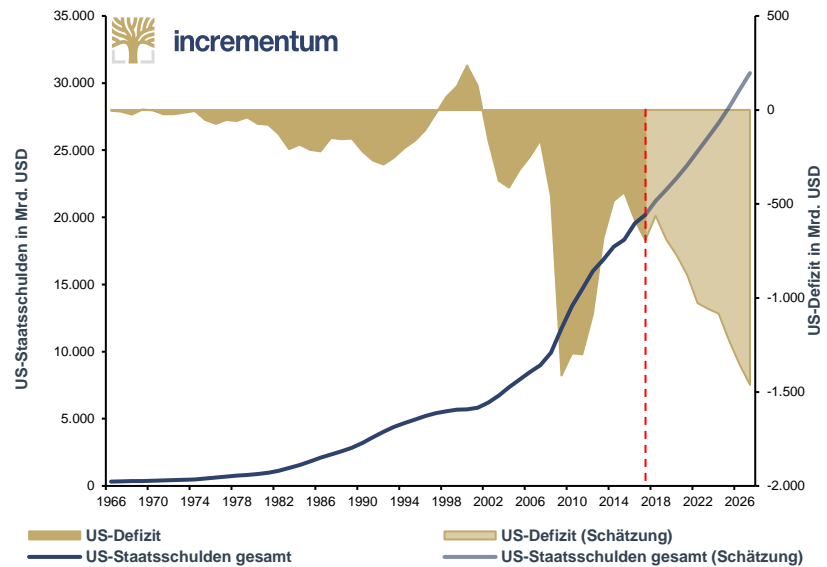
²² Vgl. „Öffentliches Defizit im Euroraum und in der EU28 bei 1,5% bzw. 1,7% des BIP“, Eurostat, 24. April 2017

„If we keep running deficits at this rate, we will need to think about what kind of debt burden we are going to leave for Keith Richards.“

Kevin Muir

Darüber hinaus sei angemerkt, dass diese Prognose auf sehr positiven, fast schon naiven, Prämissen beruht. So unterstellt das CBO etwa, dass auch die nächsten zehn Jahre rezessionfrei bleiben werden. Eine sehr kühne Annahme, zumal die US-Wirtschaft eine derartig lange Aufschwungsphase bis dato noch nicht erlebt hat. Insofern könnte das Defizit der USA innerhalb der nächsten Dekade durchaus signifikant höher ausfallen, als aktuell mit 13,2 Bill. USD veranschlagt.

Prognostizierte Schulden- und Defizitentwicklung der USA



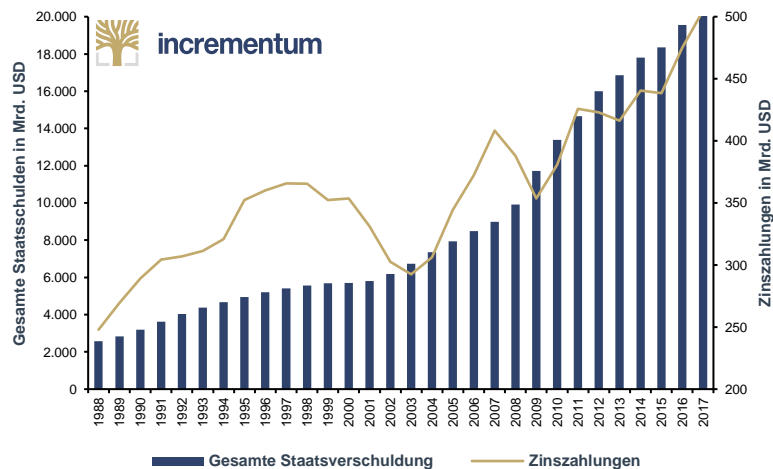
Quelle: CBO, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

„Either the State ends public debt, or public debt will end the State.“

David Hume

Nach diesen Prognosen wird das Defizit im Jahre 2028 höher sein als im Krisenjahr 2009 (1.413 Mrd. USD) und mit 1.526 Mrd. USD gleichzeitig einen neuen Rekordstand erreichen. Zudem erkennt man, dass der Zinsendienst 2018 mit mehr als 500 Mrd. USD ein neues Hoch markieren wird.

US-Staatsschulden (Mrd. USD, linke Skala) und jährliche Zinszahlungen (rechte Skala)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

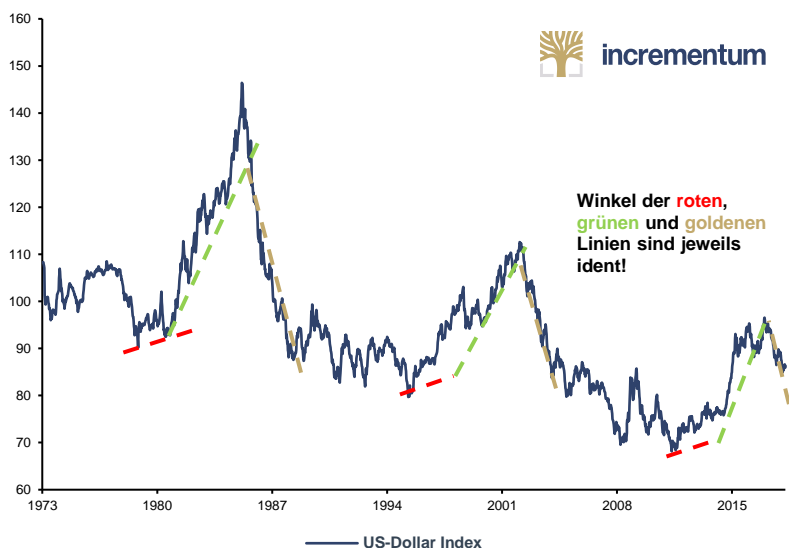
Ähnlich hohe Budgetdefizite wurden nur in der Periode von 2009-2012 verzeichnet. Dies war wohlgermerkt jedoch eine Phase, in der die FED **mittels QE knapp 500 Mrd. USD pro Jahr aufzog. Nun befinden wir uns im QT-Modus, was die aktuelle Gemengelage noch delikater macht.**

Fazit

Wir halten an unserer Aussage vom Vorjahr fest, wonach sich Gold in der Frühphase eines neuen Bullenmarktes befindet. Die Indizien einer damit einhergehenden US-Dollar-Schwäche verdichten sich zunehmend. Besonders erwähnenswert erscheint uns hier auch die bewusste Schwächung der eigenen Währung im Rahmen von Handelskriegen, um die Exportwirtschaft zu fördern. Kein Wunder also, dass US-Finanzminister Steven Mnuchin in Davos mit der Tradition der Unterstützung eines starken US-Dollar brach, als er meinte: „Obviously a weaker dollar is good for us as it relates to trade and opportunities.“²³

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

US-Dollar-Zyklen seit 1973



Quelle: 13d Research, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Es gibt aber auch unter den Goldbullen zahlreiche Proponenten einer Strong-US-Dollar-These. Darunter unser geschätzter Kollege Brent Johnson.²⁴ Prof. Thorsten Polleit fasst den (kurzfristig) bullischen Case für den US-Dollar in gewohnt prononcierter und eloquenter Manier zusammen:

„Solange die anderen großen Wirtschafts- und Währungsräume der Welt daniederliegen, scheint der Zinserhöhungsspielraum der Fed jedoch begrenzt zu sein. Eine ungewollte zinsgetriebene Aufwertung des US-Dollar-Außenwertes, der die heimische Konjunktur und die Gewinnlage der US-Unternehmen schmälert, werden die Amerikaner sich wohl nicht antun. Sie werden sich daher den Folgen der Entwertungspolitiken, die beispielsweise in Japan und im Euroraum auf den Weg gebracht werden, nicht vollends

²³ „Trump Team at Davos Backs Weaker Dollar, Sharpens Trade War Talk“, Bloomberg, 24. Jänner 2018

²⁴ Wir empfehlen die Präsentation „Marvel“ von Brent Johnson.

entziehen wollen, sondern zumindest teilweise mitgehen müssen. Der US-Dollar wird sich nicht als der von Anlegern erhoffte 'sichere Hafen' erweisen.

Er ist bestenfalls eine Durchgangsstation auf einem Fluchtweg, um der Zerrüttung des weltweiten ungedeckten Papiergeldsystems zu entkommen, die letztlich auch der amerikanischen Weltleitwährung bevorsteht. Doch bevor der US-Dollar ernstlich ins Wanken gerät, werden zuvor noch all die anderen Währungen, die vom Greenback abhängen, in Bedrängnis geraten: Der Zerfall des ungedeckten US-Dollar-Devisen-Standards beginnt an den Rändern und frisst sich zum Kern durch.²⁵

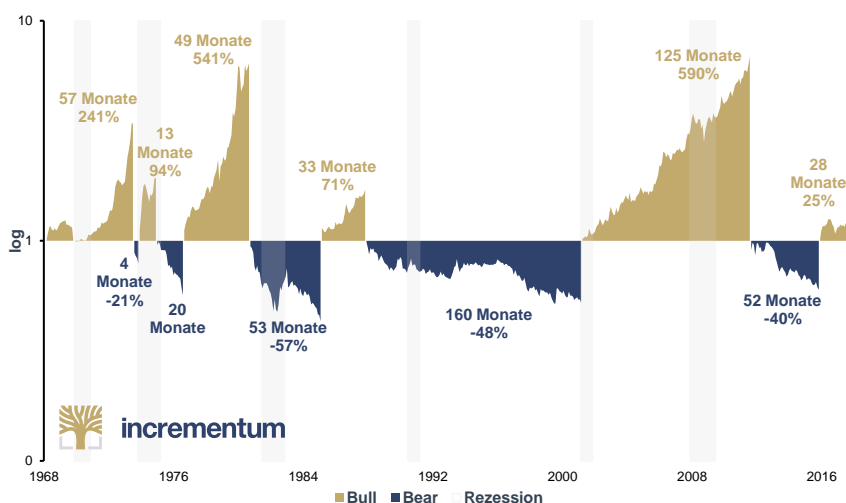
Fazit

„You've got randomness, and you've got order. And right between them, you've got the phase transition.“

John Beggs

Wir halten an unserer Überzeugung fest, dass wir uns in der Frühphase eines neuen Gold-Bullenmarktes befinden, der durch die Wahl von Donald Trump kurzfristig gebremst wurde. Die Erwartungen an den Politnewcomer waren – wie wir im letzten Jahr bereits gewarnt hatten – deutlich überzogen und bieten nach wie vor hohes Enttäuschungspotenzial. Wie wir dargelegt haben, sehen wir gerade an den Rohstoffmärkten ein erhebliches Kurspotenzial. Diese sind sowohl absolut als auch relativ, etwa im Vergleich zu den Aktienmärkten, extrem günstig bewertet.

Gold in Bullen- und Bärenmärkten



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

²⁵ Vgl. „Degussa Marktreport“, Prof. Thorsten Polleit, 27. Mai 2016

„The relevance of gold is not in its price but in its ownership. This is precisely important for those who wish to make a profit from gold by purchasing certificates, ETFs and the like. Participating in a price movement is not the same as owning an asset.“

Anthony Deden

„A woman is like beer. They look good, they smell good, and you'd step over your own mother just to get one!“

Homer Simpson

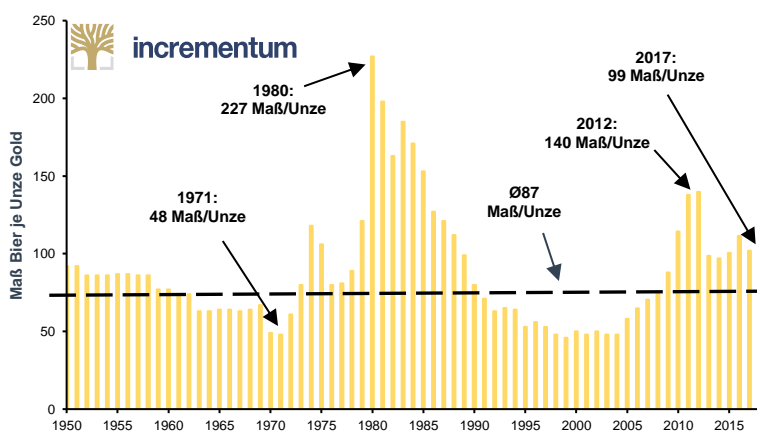
Momentan befinden wir uns an der Wende zu einem Bullenmarkt. Die makroökonomischen und geopolitischen Faktoren begünstigen diese Tendenz ebenfalls. **Wenn man sich die Bullenmärkte der letzten 50 Jahre ansieht, fällt auf, dass Gold selbst in seiner schwächsten Aufwärtsperiode um 71% zulegen konnte. Dies lässt uns optimistisch in die Zukunft blicken.**

Auslöser für ein stärkeres Momentum beim Goldpreis können unserer Meinung nach eine stärkere Inflationstendenz oder ein Abbruch des Zinserhöhungszyklus in den USA sein. **Diese und andere Szenarien halten wir für durchaus realistisch und werden wir im Laufe dieses In Gold we Trust-Reports detailliert diskutieren.**

Zum Abschluss unserer goldenen Tour d'Horizon begeben wir uns wie jedes Jahr noch auf die Münchner Wiesn. Ein In Gold we Trust-Report ohne Gold/Wiesnbier-Ratio ist wie eine Maß Bier ohne Schaum. Wie hat sich nun 2017 die Gold/Wiesnbier-Ratio entwickelt? 2017 kostete die Maß bereits bis zu 10,95 EUR. 1950 musste der Wiesnbesucher dagegen nur 0,82 EUR auf den Tresen legen. Seit 1950 beträgt somit die Wiesnbierteuerungsrate im Schnitt 3,9% pro Jahr.

Doch wie viele Maß Bier kauft eine Unze Gold? 2017 kaufte eine Unze Gold 99 Maß Bier.²⁶ Gemessen am historischen Mittelwert von 87 Maß befindet sich die „Bierkaufkraft“ des Goldes somit leicht über dem langfristigen Mittel.

Gold/Wiesnbier-Ratio



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

Vom historischen Höchststand von 227 Maß je Unze Gold im Jahre 1980 sind wir aber doch noch deutlich entfernt. Dass diese Werte wieder erzielt werden können, erachten wir als nicht unwahrscheinlich. Dies bedeutet aber nicht, dass goldaffine Investoren deswegen dann mehr trinken müssen, auch wenn die Verlockungen eines hellen Blondens, denen des in ähnlicher Farbe glänzenden Edelmetalls um nichts nachstehen.

²⁶ Für 2018 wird ein Preisanstieg von 5-8% prognostiziert. Die 11-Euro-Marke wird sicher überschritten werden, vor allem weil die Stadt München die Umsatzpacht signifikant anheben wird.

Portfolioeigenschaften von Gold

Die Analyse der Portfolioeigenschaften von Gold ist stets ein fester Bestandteil unseres jährlich erscheinenden *In Gold we Trust*-Reports.

Auch in der diesjährigen Ausgabe wollen wir an dieser Tradition festhalten und unseren geschätzten Lesern wieder Einblicke in die Thematik „Gold im Portfolio“ präsentieren.

Schwerpunkt dieser Ausgabe ist die Untersuchung von Gold in den „Portfolios“ der Zentralbanken. Dabei wollen wir zunächst auf die Bedeutung der Währungsreserven eingehen. Im Anschluss daran beleuchten wir die Bedeutung der Goldreserven für die Zentralbanken und werfen dabei einen Blick auf den Umfang, die Entwicklung und die Verteilung der gehaltenen Goldbestände.

Die Rolle von Gold für Zentralbanken

„If the dollar or any other currency would be universally accepted at all times, central banks would see no necessity to hold gold at all. The fact that they do so, shows that such currencies are not a universal replacement for gold.“

Alan Greenspan

Zentralbanken haben im heutigen Fiatgeldsystem eine einzigartige Stellung. Durch ihre geldpolitischen Eingriffe und das staatlich garantierte Währungsmonopol beeinflussen sie die weltweiten Finanzmärkte und den zyklischen Konjunkturverlauf maßgeblich. Mit ihren Wortmeldungen und ihrem Verhalten steht und fällt das vorherrschende Kredit- und Währungsgefüge. Das ist Grund genug für uns, das Verhalten der vermeintlichen Währungshüter genau zu analysieren. Im folgenden Abschnitt werfen wir einen Blick auf das „Zentralbankportfolio“ und untersuchen, welche Rolle Gold hierbei einnimmt.

„So ist der Schluss unvermeidlich, daß eine echte Goldwährung das bisher einzige Beispiel einer befriedigenden internationalen Währungsordnung gewesen ist und es nicht gelungen ist, dafür einen Ersatz zu finden.“

Wilhelm Röpke

Um sich ein Bild von einem „Zentralbankportfolio“ zu machen, ist es hilfreich sich zunächst zu vergegenwärtigen, was wir überhaupt unter diesem Begriff verstehen. Konzeptionell ist das „Portfolio“ der Zentralbank die Deckung des ausgegebenen Geldes. In einem klassischen Goldstandard wären die ausgegebenen Papierwährungen zu 100% durch Gold gedeckt.²⁷ **Nachdem bereits über 100 Jahre vergangen sind, als der klassische Goldstandard abgeschafft wurde, und 1971 mit der Aufhebung des Bretton Woods-Systems das Goldfenster endgültig geschlossen wurde, ist es doch faszinierend zu**

²⁷ Die wenigsten Theoretiker haben allerdings tatsächlich eine 100% Deckung der umlaufenden gesetzlichen Zahlungsmittel gefordert. In der Praxis betrug die Deckung meist (deutlich) weniger als 50%.

sehen, dass Gold nach wie vor eine tragende Rolle als Währungsreserve spielt.

Das nachfolgende Schaubild stellt eine vereinfachte Zentralbankbilanz – angelehnt an die Bilanzen der Deutschen Bundesbank und der EZB – dar.

Zentralbankbilanz: Vereinfachte Darstellung

Aktiva	Passiva
I. Gold- und Währungsreserven	I. Bargeldumlauf
II. Forderungen aus geldpolitischen Operationen	II. Einlagen von Kreditinstituten
III. Andere Forderungen	III. Kapital und Rücklagen
IV. Wertpapiere	IV. Sonstige Passiva
V. Sonstige Aktiva	

Quelle: Incrementum AG, EZB

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

Die Währungsreserven befinden sich in dem Bilanzposten „I. Gold- und Währungsreserven“ auf der Aktivseite der Zentralbankbilanz. Dieser Bilanzposten fasst alle Arten der Währungsreserven zusammen und gibt den aggregierten Wert wieder. Die nachfolgende Tabelle gibt darüber Aufschluss, (a) woraus das „Portfolio“ einer Zentralbank besteht, (b) wie sich dieses im Detail zusammensetzt und (c) zu welchem Zweck die verschiedenen Währungsreserven hauptsächlich gehalten werden.

Übersicht: Arten der Währungsreserven

Währungsreserven	Beschreibung	Funktion
Gold und Goldforderungen	Goldbestände, die sich im Eigentum der Zentralbank befinden	<ul style="list-style-type: none"> Absicherung & Reserve für Krisenzeiten Stärkung des Vertrauens in die ausgegebene Währung
Devisen	Von der Zentralbank gehaltene Fremdwährungen (USD, EUR, JPY etc.)	<ul style="list-style-type: none"> Durchführung geldpolitischer Operationen am FX-Markt Beeinflussung des Wechselkurses Stärkung des Vertrauens in die ausgegebene Währung
Sonderziehungsrechte (SZR)	Vom IWF definiertes und herausgegebenes Buchgeld. SZR können in andere Währungen eingetauscht werden.	<ul style="list-style-type: none"> Mittelbare Durchführung geldpolitischer Operationen am FX-Markt
Reservepositionen	Von der Zentralbank gehaltene verzinsliche Forderungen gegenüber dem Internationalen Währungsfonds.	<ul style="list-style-type: none"> Durchführung geldpolitischer Operationen am Finanzmarkt
Sonstige Assets	Alle weiteren Assets, welche sich nicht in die obigen Kategorien zuordnen lassen.	<ul style="list-style-type: none"> Abhängig von der Art des Assets

Quelle: Incrementum AG

Während Goldreserven in der Vergangenheit zur Deckung der ausgegebenen Banknoten vorgehalten wurden, dienen die Währungsreserven in unserem derzeitigen Geld- und Kreditsystem primär zur:

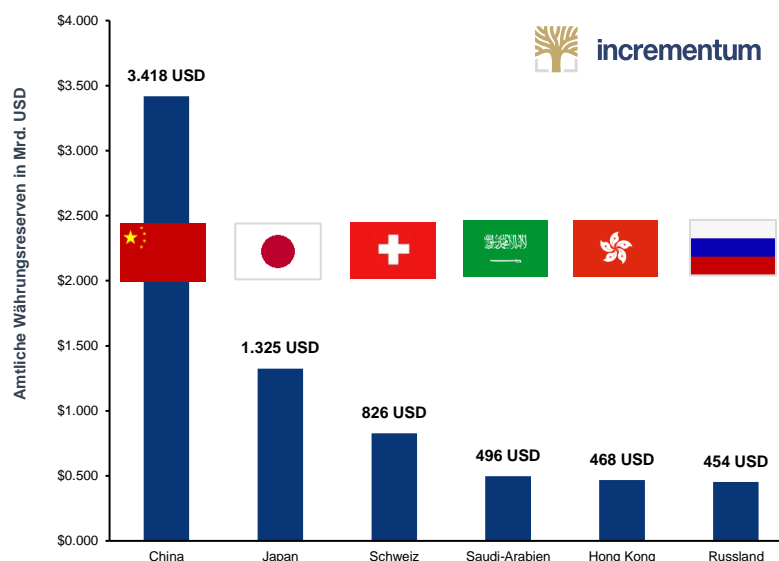
- Durchführung von Interventionen an den Finanzmärkten (insb. am FX-Markt)
- Stärkung des Vertrauens in eine Währung
- Absicherung bzw. Reserve für Krisenzeiten

Gerade der Funktion der Absicherung für Krisenzeiten und der Stärkung des Vertrauens in eine Währung kommt eine Schlüsselrolle zu, signalisieren sie doch anderen Marktteilnehmern Stabilität und Planungssicherheit für die Zukunft.

Vergleiche der Portfolios

Nachdem wir uns vergegenwärtigt haben, was sich hinter dem Begriff des Portfolios der Zentralbanken verbirgt und wie sich dieses zusammensetzt, werfen wir nun einen genaueren Blick auf die Höhe der Währungsreserven. Der nachfolgende Chart zeigt die Höhe der offiziellen Währungsreserven der sechs Staaten mit den höchsten Währungsreserven weltweit.

Länder mit den größten Währungsreserven in Mrd. USD



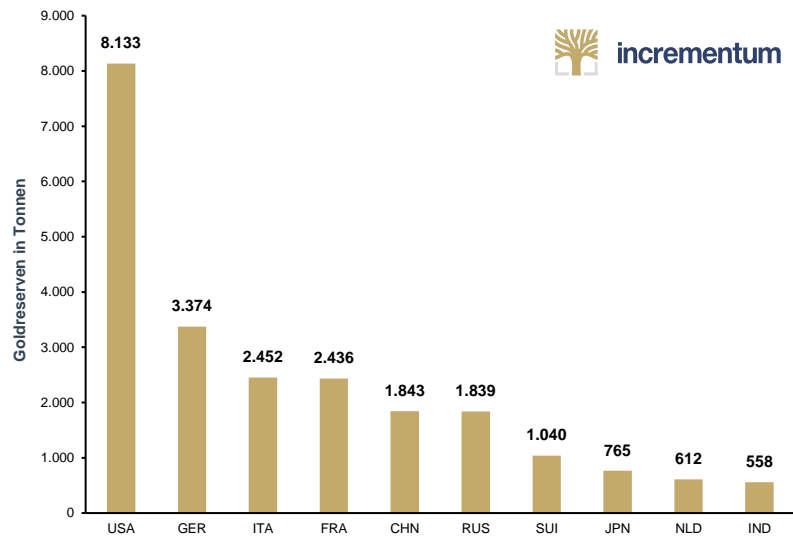
Quelle: IWF, Incrementum AG

„The west must accept its relative decline or engage in a grossly immoral and probably ruinous struggle to prevent it. That is the most important truth of our era. For this reason, above all, westerners need to consider how those in the rising powers view the world.“

Martin Wolf

Interessant ist einerseits, dass neben großen Volkswirtschaften wie China, Japan oder Russland auch kleinere Staaten wie die Schweiz oder Hong Kong in der Liste der Länder mit den größten Währungsreserven auftauchen. Überraschenderweise scheinen andererseits führende Volkswirtschaften wie die USA oder Deutschland in dieser Auflistung nicht auf. Wir werden auf die Gründe noch später zurückkommen. Ein gänzlich anderes Bild ergibt sich hingegen, wenn wir im nächsten Chart unseren Blick auf die Goldreserven beschränken. Man erkennt, dass gerade die Industrienationen über relativ hohe Goldreserven verfügen. So weisen etwa die USA die weltgrößten Goldreserven aus, liegen aber bei den Staaten mit den größten Währungsreserven abgeschlagen hinter Ländern wie Tschechien oder Thailand. Andersherum verhält es sich mit China, das die höchsten Währungsreserven der Welt in seinen Büchern stehen hat, aber unter den Ländern mit den größten Goldreserven nur auf Platz 5 rangiert.

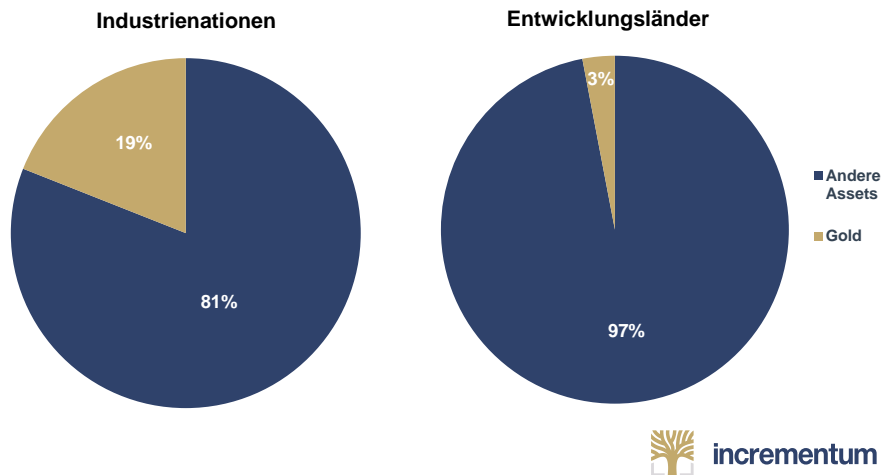
Staaten mit den größten Goldreserven (in Tonnen)



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Allgemein auffällig ist zudem, dass die westlichen Länder tendenziell über deutlich höhere Goldreserven verfügen als die wirtschaftlich aufholenden Emerging Markets. Insofern verwundert es nicht, dass Kenneth Rogoff den Emerging Markets 2016 empfahl, ihre Goldreserven massiv aufzustocken.²⁸

Anteil von Gold an den Währungsreserven



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Betrachtet man den relativen Anteil von Gold an den Währungsreserven der Zentralbanken, so zeigt sich, dass in den Industrieländern der Anteil von Gold mit 19% bedeutend höher ist als der Anteil von Gold in den Schwellenländern, wo dieser gerade einmal 3% beträgt. Dieser beträchtliche Unterschied lässt sich insbesondere auf a) währungshistorische, b) finanzmarkttechnische und c) währungspolitische Gründe zurückzuführen.

²⁸ Vgl. „Emerging Markets Should Go for the Gold“, Project-Syndicate.org, Kenneth Rogoff. 3. Mai 2016

„(...) if the gold standard were in place today we would not have reached the situation in which we now find ourselves.“

Alan Greenspan

a) Währungshistorische Gründe

Besonders die Zentralbanken der Industriestaaten haben derzeit noch beträchtliche Goldreserven in ihren Bilanzen, welche teilweise durch Exportüberschüsse während des Bretton Woods-Systems angehäuft wurden (wie z. B. im Falle Deutschlands) oder zum Teil noch bis zum klassischen Goldstandard und der einstigen Golddeckung der Währungen zurückreicht. Der Aufschwung und die damit verbundenen Exportüberschüsse der heutigen Emerging Markets-Economies begann jedoch erst im späten zwanzigsten Jahrhundert, als „King Dollar“ bereits herrschte. Exportüberschüsse fielen daher in US-Dollar und nicht mehr in Gold bzw. zumindest Papiergold an. Zudem ist in einer de facto US-Dollar basierten Weltwährungsordnung das Halten der international akzeptierten Handelswährung sinnvoll. Insbesondere für Rohstoffimporteure wie beispielsweise China oder Japan ist es wichtig, US-Dollar als Devisenreserve zu halten, solange das Gros der Rohstoffe in US-Dollar gehandelt wird. Es wurden daher in den Entwicklungsländern seit den 1980er-Jahren bis weit in das erste Jahrzehnt des neuen Jahrtausends vermehrt Währungsreserven in US-Dollar angehäuft.

b) Finanzmarkttechnische Gründe

Eine Reservewährung setzt voraus, dass genügend Veranlagungsinstrumente mit bester Bonität und entsprechender Liquidität zur Verfügung stehen. US-Staatsanleihen gelten gemäß herrschender Finanzmarktlehre immer noch als risikofreies Instrument und verfügen über enorm hohe Liquidität. Zudem scheint aus Sicht der Zentralbanken die Investition in ein verzinster Wertpapier attraktiv zu sein, zumindest in Zeiten positiver Realzinsen.

c) Währungspolitische Gründe

Über diese beiden Gründe hinaus halten Zentralbanken vermehrt Devisen als Währungsreserven, um Interventionen am FX-Markt durchführen zu können. Neben der russischen Zentralbank oder der PBoC ist diesbezüglich auch die SNB zu nennen, welche den Schweizer Franken durch die Koppelung an den Euro künstlich abwerten wollte.

Im Zusammenhang mit der Manipulation der Wechselkurse stehen auch die politischen Debatten über „exorbitante“

Handelsbilanzüberschüsse und -defizite. Nicht erst seit Donald Trump das Thema aufgegriffen und erste protektionistische Maßnahmen umgesetzt hat, wird der Thematik international Aufmerksamkeit geschenkt. Institutionen wie der IWF oder die Europäische Kommission tadeln regelmäßig Staaten, deren Handelsbilanzüberschuss 6% des BIP übersteigen. Neu ist jedoch Trumps aggressives Vorpreschen, das berechtigte Befürchtungen einer globalen Protektionismus-Spirale aufkommen lässt.

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

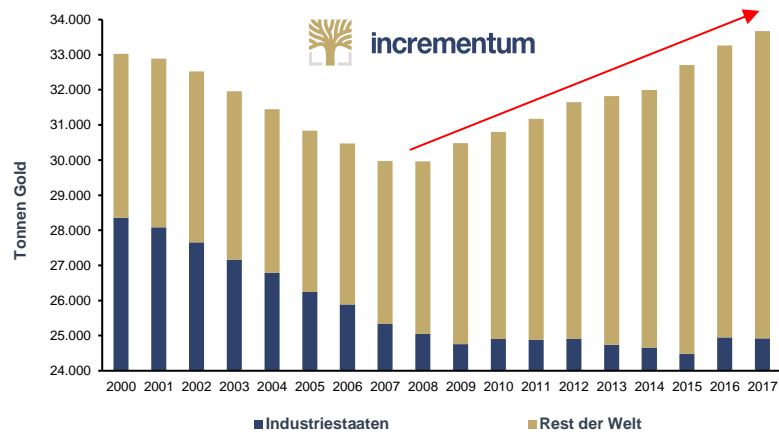
Pierre Lassonde

Ein weiterer währungspolitischer Grund für das Halten von Währungsreserven ist, dass diese vertrauensbildend für die eigene Währung sind. Dies trifft insbesondere auf relativ junge Währungen zu, die ihre mangelnde Reputation durch das Halten von Währungsreserven in reputablen Währungen zu heben versuchen. Große Währungsreserven signalisieren des Weiteren, dass die Zentralbanken über ausreichend finanzielle Mittel verfügen, die sie für geldpolitische Maßnahmen, z. B. zur Stützung der eigenen Währung am Devisenmarkt, einsetzen können. Etablierte Währungen wie der US-Dollar haben durch ihre internationale Stellung hier bereits einen deutlichen Vorteil.

Ist Gold die Eintrittskarte an den Verhandlungstisch einer neuen Weltwährungsordnung?

Obwohl die Industrienationen historisch über die höchsten Goldreserven verfügen, lässt sich bei den Schwellenländern eine Trendwende erkennen. Gold gewinnt für die Währungsreserven der dortigen Zentralbanken zunehmend an Bedeutung.

Entwicklung der offiziellen Goldreserven (in Tonnen)



Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG

„I never said the central bank is independent!“

Alan Greenspan

Der Chart zeigt, dass die Finanzkrise 2008 einen Wendepunkt markiert. Nahmen die Goldbestände der Zentralbanken bis 2008 noch kontinuierlich ab, so steigen sie seither wieder an. Noch bemerkenswerter ist allerdings ein anderer Punkt: Die Zunahme der Goldreserven geht ausschließlich auf das Konto der Schwellenländer. Während die von den Zentralbanken der Industriestaaten gehaltene Menge Gold um die 25.000 Tonnen Gold leicht schwankt, stiegen die Goldreserven in den Schwellenländern seit ihrem Tief im Jahr 2006 kontinuierlich an. Sie legten seitdem von 4.596 Tonnen auf 8.755 Tonnen im Jahr 2017 zu. Dies entspricht einer Zunahme um ansehnliche 90 %. **Damit waren in den vergangenen Jahren die Zentralbanken der Schwellenländer die bestimmenden marginalen Investoren.**

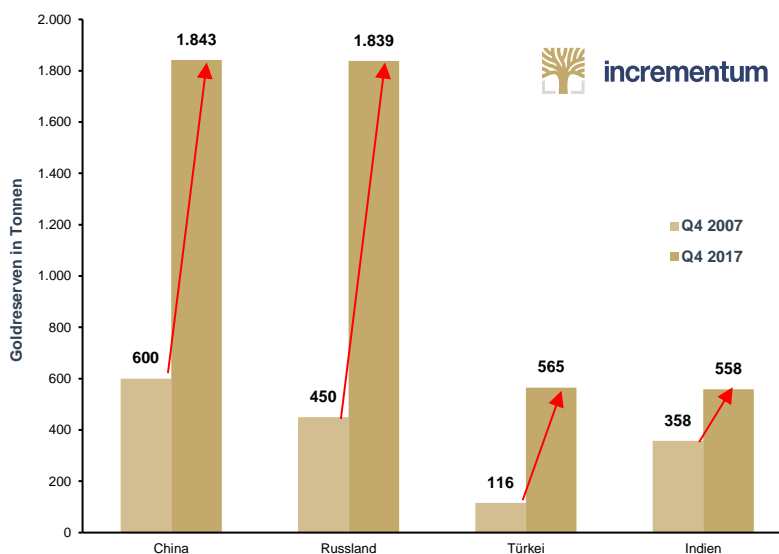
„Diplomacy is the art of telling people to go to hell in such a way that they ask for directions.“

Winston Churchill

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

die vorherrschende US-Weltwirtschaftsordnung mehr oder weniger offen in Frage gestellt. Dieses Misstrauen spiegelt sich auch im kontinuierlichen Aufbau der Goldreserven wider. Die Entwicklung der Goldreserven von China²⁹, Russland, Indien und der Türkei, sind im nachfolgenden Chart abgebildet.

Entwicklung der Goldreserven ausgewählter Schwellenländer (in Tonnen)



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

„The time has come to establish the international monetary system on an unquestionable basis that does not bear the stamp of any country in particular. On what basis? Truly, it is hard to imagine that it could be any other standard than gold.“

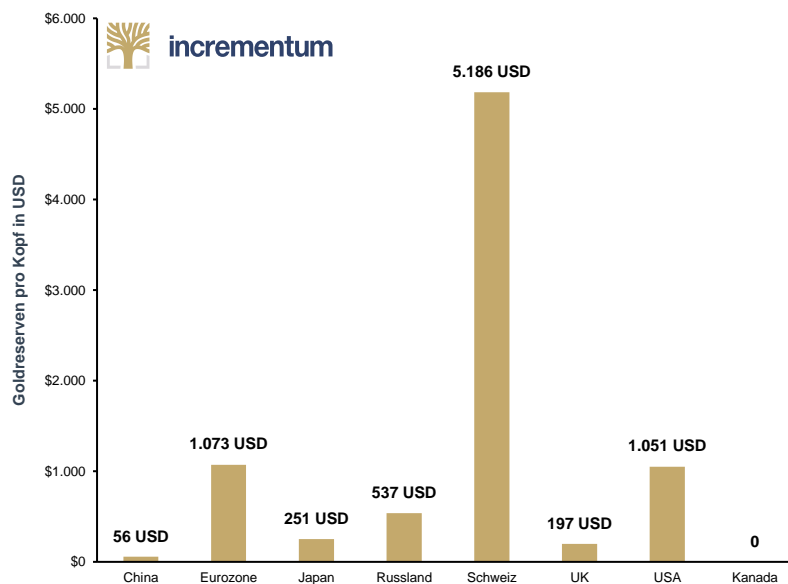
Charles de Gaulle

Insbesondere China, Russland und die Türkei haben ihre Zentralbankbestände an Gold seit 2007 deutlich erhöht und zwar um 307% (China), 408% (Russland) und 486% (Türkei). In Q4/2007 hielten China, Russland, die Türkei und Indien zusammen 1.524 Tonnen Gold, was 5,1% der damaligen Gesamtgoldreserven der Zentralbanken entsprach. In Q4/2017 kommen sie bereits zusammen auf 4.804 Tonnen Gold oder 14,3% der Gesamtgoldreserven der Zentralbanken.

Da absolute Werte mitunter wenig über die tatsächliche Verbreitung von Gold in einer Volkswirtschaft aussagen, werfen wir nun einen Blick auf einige relative Werte. Der folgende Chart bildet die Goldreserven der Zentralbanken pro Kopf ab:

²⁹ Wobei wir davon ausgehen, dass die chinesischen Goldreserven deutlich höher sind als offiziell ausgewiesen. Vgl. „China und die Bedeutung von Gold“, *In Gold we Trust-Report 2014*

Goldreserven der Zentralbanken pro Kopf



Quelle: Santiago Capital, Statista, Incrementum AG

„If the United States would take this first step towards 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.“

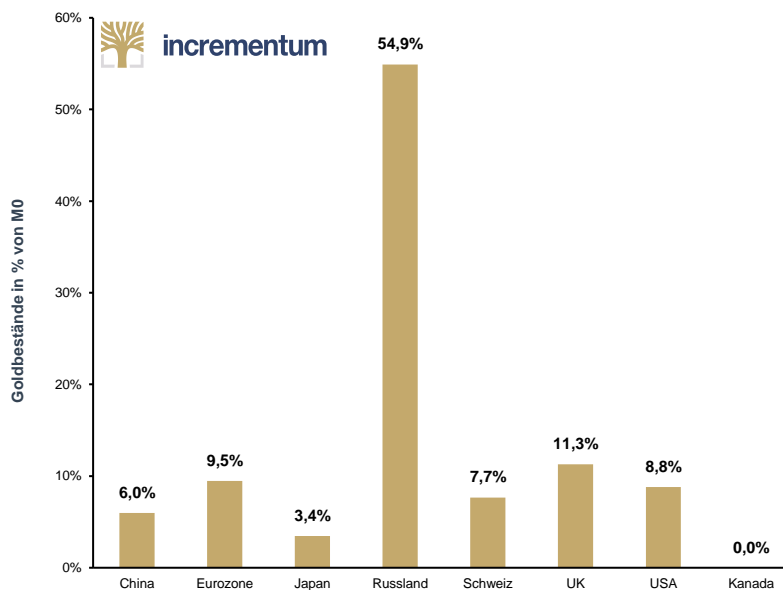
Judy Shelton

Bei diesem Vergleich sticht insbesondere die Schweiz mit 5.186 USD hervor. Auch die Goldreserven pro Kopf in der Eurozone sind mit 1.073 USD oder in den USA mit 1.051 USD gegenüber den anderen Staaten noch relativ hoch. Bei der Betrachtung der Goldreserven pro Kopf haben in der Regel also wichtige Volkswirtschaften der westlichen Länder noch die Nase vorn.³⁰

Ein weiterer äußerst interessanter Indikator ist der Deckungsgrad der Geldmenge M0 durch die von den Zentralbanken gehaltenen Goldreserven. Er zeigt an, wie viel Prozent des gesetzlichen Zahlungsmittels und der Einlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank durch Goldreserven der Zentralbanken gedeckt sind.

³⁰ Ein Nachteil der Betrachtung der Goldreserven pro Kopf ist allerdings, dass – wie im Fall des Schweizer Franken – nicht nur Inländer die Währung als Zahlungsmittel verwenden, sondern diese auch von Bürgern anderer Länder aufgrund der hohen Liquidität oder als Wertspeicher nachgefragt wird.

Goldreserven der Zentralbanken in % von M0



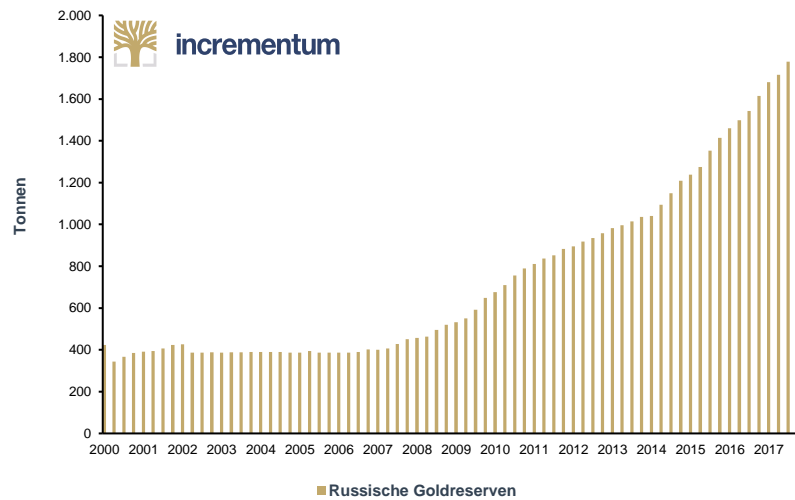
Quelle: Santiago Capital, Statista, Incrementum AG

„While I live I will never resort to irredeemable paper.“
Napoleon Bonaparte

Diese Blickweise fördert Überraschendes zu Tage. So weist der russische Rubel mit knapp 55% den höchsten Golddeckungsgrad der Geldmenge M0 auf. Auch dass das Britische Pfund mit einer Deckung von 11,3% auf dem zweiten Platz folgt, mag überraschen, hatte die BoE doch zum Jahrtausendwechsel ihre Goldreserven deutlich reduziert.

Allgemein kann festgehalten werden, dass selbst das kleinstmögliche Geldmengenaggregat M0 in den meisten Währungsräumen nur zu einem Bruchteil durch die Goldbestände der Zentralbanken gedeckt ist. Der Wert des jeweiligen gesetzlichen Zahlungsmittels beruht damit größtenteils auf der Möglichkeit, Transaktionen durchzuführen. **Auf der anderen Seite zeigt das Beispiel Russlands aber auch, dass die Höhe des Bargelddeckungsgrades durch Gold keineswegs in Stein gemeißelt ist. Besteht ein geldpolitischer Wille, lässt sich hier einiges schaffen, wie der Blick auf die Entwicklung der russischen Zentralbankgoldbestände verrät.**

Russischer Goldbestand in Millionen Unzen



Quelle: Bloomberg, World Gold Council, Incrementum AG

„Gold is the sovereign of all sovereigns.“

Demokrit

Blieben die Goldreserven nach dem Fall der Sowjetunion bis 2006 nahezu konstant, so steigen sie seitdem kontinuierlich an. Insbesondere seit der Ukrainekrise und der Verhängung von Sanktionen des Westens gegenüber Russland 2014, ist ein beschleunigter Anstieg der Goldbestände zu erkennen.

Fazit

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

Oliver Wendell Homes

„Gold is simply permanent units of energy, labour, and time. Gold emanates from the canceling of those 3 but then forever represents them.“

Roy Sebag

Die vergangenen Jahre zeigen, dass das Vertrauen in die US-zentrische Geld- und Weltordnung zunehmend schwindet. Die Zentralbanken der Welt scheinen sich vermehrt auf das Motto unseres Reports zurückzubedenken und sprechen ihr Vertrauen zunehmend Gold aus. Dies äußert sich in einem Anstieg der globalen Goldreserven der Zentralbanken seit 2008. Nicht zuletzt aufgrund seiner hohen Goldreserven behält der Westen derzeit noch die Dominanz im globalen Währungssystem. Diese Dominanz wird aber zunehmend in Frage gestellt. Während die Goldreserven der Industrienationen seit 2007 weitestgehend stagnieren, haben insbesondere die Zentralbanken Chinas, Russlands, der Türkei und Indiens ihre Goldbestände seit 2007 deutlich aufgestockt. Wir erwarten, dass sich dieser Trend auch in der näheren Zukunft fortsetzen wird. Einhergehend mit der zunehmenden Verlagerung des globalen wirtschaftlichen Schwerpunkts Richtung Osten, wandert auch Gold zunehmend von West nach Ost.

Es lässt sich somit festhalten, dass gerade für die Zentralbanken der Anker Gold keineswegs an Bedeutung verloren hat, ganz im Gegenteil. Gold ist wie auch die Jahrhunderte zuvor unerlässlich für das Vertrauen in eine Währung. Die Goldbestände der Zentralbanken können in Zukunft als Pokerchips am Verhandlungstisch einer neuen

Weltwährungsordnung dienen. Wer hier den einen oder anderen goldenen Trumpf ausspielen kann, ist sicherlich im Vorteil. Investoren sollten daher insbesondere die Ankündigungen und Planungen der Zentralbanken genau im Auge behalten.

„In extremis gold is always accepted.“

Alan Greenspan

Die Anteile von Gold an den Währungsreserven der Zentralbanken können für Privatanleger darüber hinaus ein geeigneter Bezugspunkt für die Gewichtung von Gold im eigenen Portfolio sein.

Interessanterweise kommen die Zentralbanken der Industrienationen mit einem Goldanteil von knapp 19% recht nahe dem 25%-Goldanteil im Permanenten Portfolio.³¹

Wir haben noch einmal einige wichtige Kennzahlen hinsichtlich der Bedeutung der Goldreserven der Zentralbanken für den jeweiligen Währungsraum tabellarisch zusammengefasst.

	Goldreserven/Kopf	Gold in % des BIP	Gold in % von M0	Gold in % von M2	Gold in % aller Währungsreserven
China	55,75 USD	0,64%	5,98%	0,28%	2,25%
Eurozone	1.072,76 USD	3,28%	9,48%	2,65%	42,64%
Japan	251,40 USD	0,65%	3,45%	0,34%	2,41%
Kanada	0,00 USD	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Russland	537,40 USD	5,28%	54,91%	10,78%	17,09%
Schweiz	5.185,90 USD	6,58%	7,67%	4,21%	5,25%
UK	197,11 USD	0,50%	11,30%	0,39%	6,88%
USA	1.051,17 USD	1,76%	8,82%	2,45%	8,80%
Gesamt	541,42 USD	2,48%	11,96%	1,83%	13,73%

Quelle: IWF, Santiago Capital, Statista, World Gold Council, Incrementum AG

³¹ Ausführliche Erläuterungen zum Permanenten Portfolio können Sie unserem Buch „Österreichische Schule für Anleger“, Abschnitt „Das Permanente Portfolio“ entnehmen.

Fazit

*„Come gather 'round people
 Wherever you roam
 And admit that the waters
 Around you have grown
 And accept it that soon
 You'll be drenched to the bone.
 If your time to you
 Is worth savin'
 Then you better start swimmin'
 Or you'll sink like a stone
 For the times they are a-changin'.“*

Bob Dylan

*„People today are still living off
 the table scraps of the sixties.
 They are still being passed
 around - the music and the
 ideas.“*

Bob Dylan

„The Tides They are a-Changin“ – mit dieser leicht abgewandelten Version des Hits von Bob Dylan wollen wir das Resümee unseres diesjährigen In Gold we Trust-Reports beginnen. Quantitative Tightening, De-Dollarization und die Kryptos scheinen, dieses Mal die Klänge von R.E.M. widerhallend, „It's the End of the World as We Know It“ einzuläuten. Je mehr wir uns auf diese grundlegenden Änderungen einstellen, desto besser wird es gelingen, von diesen Umwälzungen zu profitieren. **Entlang der drei von uns festgestellten Gezeitenwenden wollen wir die Schlüsseleinsichten des diesjährigen In Gold we Trust-Reports zusammenfassen.**

1) Geldpolitische Gezeitenwende

Die Wende von QE zu QT hat in der öffentlichen Debatte erstaunlich wenig Aufmerksamkeit erregt. Die Folgen der geldpolitischen Gezeitenwende könnten jedoch dramatisch sein. Denn das monetäre Aufputzmittel, mit dem in der post-Lehman Ära jeder Rückfall in die Krise zu verhindern versucht wurde, hat zahlreiche Nebenwirkungen.

*„Emancipate yourselves from
 mental slavery;
 None but ourselves can free our
 minds.“*

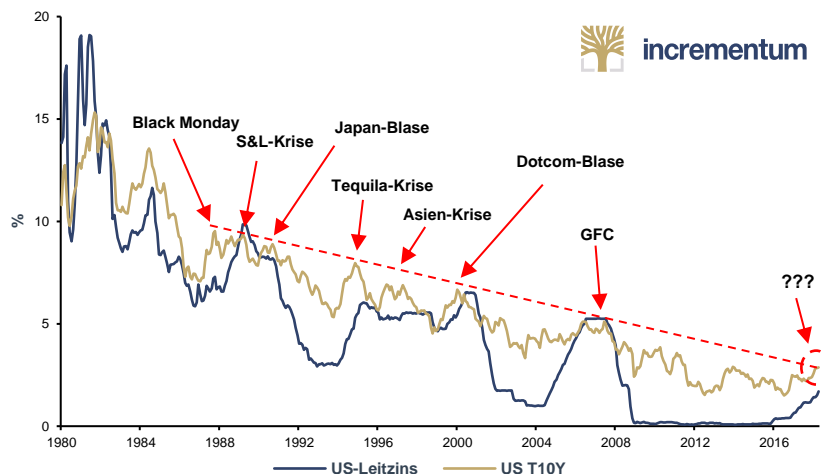
Bob Marley
Redemption Song

Einerseits bewirkte die Medizin ein da capo der globalen Verschuldungsorgie. Südeuropäischen Staaten hätte durch Mario Draghis „Whatever it takes“-Politik Zeit für strukturelle Reformen und eine Schuldenreduktion gekauft werden sollen – soweit die Theorie. In der Praxis waren die fallenden Zinsen jedoch der ideale Anreiz für ein weiteres Auftürmen der Schuldenberge.

Andererseits haben Investoren das vermeintlich risikoarme Kapitalmarktumfeld kennen und lieben gelernt. Nun ziehen langsam die ersten dunklen Wolken am Zinshorizont auf. Nicht nur die FED, sondern auch die EZB vollzieht langsam aber sicher und mit großem zeitlichen Rückstand die

geldpolitische Gezeitenwende.³² Dass eine baldiger Ausbruch einer erneuten Krise nicht unwahrscheinlich erscheinen lässt, illustriert nachfolgender Chart.

US-Leitzins & US T10Y



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

2) Währungspolitische Gezeitenwende

Die De-Dollarization bzw. die Umformung der unipolaren in eine multipolare Weltordnung schreitet weiter voran. Zugegeben, die Schritte sind klein und viele davon kaum wahrzunehmen. Der Trend ist dennoch eindeutig.

*„The future's in the air
 I can feel it everywhere
 Blowing with the wind of
 change.“*

The Scorpions Wind of Change

*„Are markets discounting a
 Currency war, Trade war, or
 Shooting war? Our view is
 markets appear to have begun
 discounting the first two and
 may be acknowledging the
 growing probability of a
 shooting war.“*

Luke Gromen

Dieser Prozess geht einher mit einer geopolitischen Polarisierung und einer Rhetorik, die stärker das Trennende als das Einende betont. Mit der Wahl von Donald Trump hat diese Tendenz einen neuen Höhepunkt erreicht. Speziell europäische Politiker, die aus ihrer tiefsitzenden Antipathie gegenüber dem Immobilien-Tycoon im Weißen Haus kein Hehl machen, versuchen die Gunst der geopolitischen Stunde zu nutzen, um sich aus den Klammern der USA – zumindest ein wenig – zu lösen. Forderungen nach dem Aufbau einer EU-Armee sind ein Ausdruck dieser Emanzipationsbewegung, so wie es die Etablierung des Euro ebenfalls war.

Zusätzlich zu dem schon vor einiger Zeit ausgerufenen Währungskrieg droht nunmehr ausgehend von den USA ein veritabler Handelskonflikt auszubrechen. Auch wenn dieser Wirtschaftskrieg vorerst noch großteils mit Platzpatronen geführt wird³³, so verunsichern die immer martialischere Rhetorik und die zunehmende Irrationalität handelspolitischer Entschlüsse. Unbeschadet dessen betreffen die bisher tatsächlich beschlossenen Maßnahmen nur einen äußerst

³² Jan Smets ein Mitglied des EZB-Rats einen möglichen Termin für den Euro-QExit in den Raum gestellt. Nach der turnusmäßigen Ratssitzung Ende Juli könnte die EZB den schrittweisen Ausstieg aus dem Anleihenkaufprogramm tatsächlich vollziehen. Vgl. „Jan Smets Says ECB Could Take Steps to Phase Out QE This Summer“, Wall Street Journal, 7. Mai 2018

³³ Vgl. „Der globale Wirtschaftskrieg wird noch mit Platzpatronen geführt, Josef Urschitz, Die Presse, 8. März 2018

„When it is time for us to sell, or even to stop buying, the response could be quite strong; there is every reason to expect a strong response...“

Jay Powell

„I am not in danger. I am the danger!“

**Walter White,
 Breaking Bad**

„Oft geschieht im Augenblick, was nicht im Jahr gehofft wird.“

Kaiser Ferdinand I.

kleinen Teil der Wirtschaft. Als politischer Wink mit dem Zaunpfahl sind sie jedoch nicht zu unterschätzen.³⁴

Von einigen wenigen Ausnahmen abgesehen, steigt – nicht zuletzt aufgrund der Geldpolitik der letzten Jahre – aller Ortens die Verschuldung, trotz der oberflächlich robusten Konjunktur. Für die USA könnte der schleichende Verlust des hegemonialen Status der Weltleitwährung weitreichende Konsequenzen haben. Eine sinkende Nachfrage nach US-Dollar und Treasuries könnte den US-Dollar deutlich abwerten lassen, die heimische Preisinflation befeuern und die Zinsen weiter nach oben treiben.

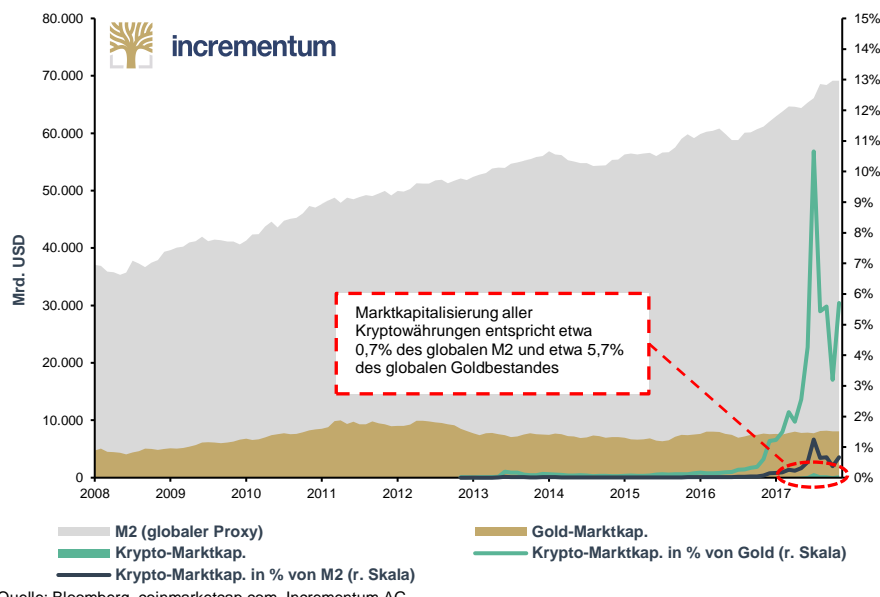
Wie sich die Schuldenproblematik auf die währungspolitische Gezeitenwende auswirken wird, wird sich weisen. Zumal auch in diesem Bereich eine unerbittliche Wahrheit von niemandem auszuschalten ist: Des Einen Forderung ist des Anderen Verpflichtung. Wer eine Streichung nomineller Schulden vorschlägt, muss sich bewusst sein, dass im selben Augenblick und Ausmaß Vermögenswerte reduziert werden. Die (geo-)politische Sprengkraft eines derartigen Schuldenschnitts etwa bei den US-Treasuries braucht nicht extra betont zu werden.

3) Technologische Gezeitenwende

Rasant und dennoch lange Zeit praktisch unbemerkt vollzieht sich ein epochaler technologischer Wandel. Immer mehr Finanztransaktionen werden mit dem Smartphone oder über das Internet getätigt. Mit der Erfindung von Kryptowährungen erfährt die Digitalisierung des Geldes eine weitere Beschleunigung. Faszinierend dabei ist, dass das Aufkommen der neuen Technologien einen „hayekianischen“ Wettbewerb entfacht hat, der magnetisch innovationsfreudiges Finanz- und Humankapital anzieht.

³⁴ Wir verweisen hier auf unser Advisory Board Mitglied Jim Rickards, der stets auf die Sequenz „Currency War – Trade War – Shooting War“ aufmerksam macht.

M2, Gold- und Krypto-Marktkapitalisierung in Mrd. USD und in % von M2



„Unsere Zeit ist nichts Besonders. Sie wird nur dazu gemacht weil es eben die Gegenwart ist...Angst vor der Zukunft ist ein immanenter Teil des menschlichen Daseins.“
Robert Rethfeld

Wir sind von dreierlei überzeugt: 1) Es ist nicht alles Krypto, was glänzt; 2) Die Kryptowährungen, und insbesondere die „Decentralized Ledger Technologien“, sind gekommen, um zu bleiben. Beide werden das Wirtschaftsleben und womöglich auch die währungspolitische Realität maßgeblich, wenn nicht gar grundlegend verändern.³⁵ 3) **Gold und die Kryptowährungen stehen sich nicht feindlich gegenüber, sondern können ihre jeweiligen Stärken im kooperativen Miteinander noch stärker ausspielen.**

Jede dieser drei von uns identifizierten Gezeitenwenden hat das Potenzial, die Welt und das Währungsgefüge fundamental zu verändern. Doch was bedeuten diese langfristigen Gezeitenwenden für Gold und dessen kurz- und mittelfristige Preisentwicklung?

„I think people expect too much from gold.“
Adrian Day

Ein Blick auf die aktuelle Situation an den Finanzmärkten zeigt, welcher rauere Wind dem Gold derzeit entgegenweht:

- Aktien nach wie vor beliebteste Anlageklasse und nahe ihrer Allzeithochs
- Volatilität auf weiterhin relativ niedrigem Niveau
- Immobilien (aka „Betongold“) gelten vielerorts als „alternativlos“
- Robustes globales Wirtschaftswachstum
- Vertrauen in Finanzsystem, Politik und Banken wieder gestärkt
- Weiterhin relativ geringe (Preis-)Inflation
- Steigende US-Zinsen
- Notenbanken werden wieder hawkisher – QT statt QE
- Kryptowährungen stehlen Gold die Show

³⁵ Die Marshall-Inseln haben im Februar 2018 ein Gesetz zur Einführung einer Kryptowährung, den SOV, beschlossen, die gleichberechtigt neben dem derzeitigen alleinigen gesetzlichen Zahlungsmittel, dem US-Dollar, als solches fungieren wird. <https://www.cnbc.com/>. Venezuela hat eine staatliche Kryptowährung, den Petro bzw. Petromoneda, im Februar 2018 bereits in Umlauf gebracht.

Auch hat uns folgender Satz unseres geschätzten Kollegen Adrian Day lange Zeit beschäftigt. Er meinte: *„People expect too much from gold! Whatever scenario you're in, everyone expects gold to react more than it does...But when you think about what gold has done, I think it has done very well this year.“*³⁶ **Mit anderen Worten: Goldfreunde sollten nicht dem Fehler verfallen, die Kurserwartungen zu hoch zu schrauben.**

Auf ein Novum an den Finanzmärkten müssen wir in unserer Schlussbetrachtung noch hinweisen. Was die aktuelle Phase markant von früheren großen Börsencrashes (1929, 1987, 2000, 2008 etc.) unterscheidet, ist die gleichzeitige Extrembewertung von Aktien UND Anleihen. In früheren Zeiten halfen negativ korrelierte Bonds, um etwaige Verluste an den Aktienmärkten zu lindern. Aktuell ist die Bond-Party jedoch weit fortgeschritten, vermutlich ist es schon 4 Uhr in der Früh. Auch rein mathematisch gesehen sind weitere Kursgewinne bei Anleihen kaum noch möglich, vorausgesetzt es wird kein Schritt in Richtung dramatischer Negativzinsen gesetzt.

„So while there are no obvious triggers for historically high global asset valuations to correct, while they remain this high there is always a risk of a sudden correction that could be destabilising to a financial system and global economy that seems to require such elevated asset prices.“

Jim Reid

Wie die höchst lesenswerte „Long-Term Asset Return Study“ der Deutschen Bank³⁷ eindrucksvoll zeigt, befindet sich ein gleichgewichteter Index aus Aktien und Anleihen aktuell auf dem höchsten Stand seit dem Jahre 1800. Die Bewertungsniveaus sind demnach historisch betrachtet alles andere als auf Schnäppchenniveau. Früher oder später werden die Finanzmärkte wohl den Gesetzen der Gravitation gehorchen müssen und die Rückkehr zum Mittel antreten. **Eine Rückkehr zum Mittel, die viele Portfolios auf dem falschen Fuß erwischen könnte.**

Was passiert jedoch, wenn nun Aktien UND Anleihen in einen Bärenmarkt abtauchen? **Was wird der Safe Haven sein, wenn sich das traditionelle Korrelationsmuster plötzlich verändert? Cash, Immobilien, Bitcoin oder wieder einmal Gold? Wir sind davon überzeugt, dass in einem solchen Szenario Gold jedenfalls zu den größten Profiteuren zählen wird.**

Unsere Ausführungen haben des Weiteren gezeigt, dass Gold in einem dynamischem Umfeld der grundlegenden Veränderung profitieren dürfte. **Doch wie sieht es kurz- und mittelfristig für den Goldpreis aus?**

„The only permanent truth in finance is that people will get bullish at the top and bearish at the bottom.“

Jim Grant

Im vergangenen Jahr hatten wir mehrere Szenarien für den Goldpreis ausgearbeitet, die auf die Dynamik des BIP-Wachstums sowie auf den weiteren Verlauf der US-Geldpolitik abgestimmt wurden. Als Zeithorizont hatten wir die Amtsperiode der derzeitigen US-Administration (2017-2021) herangezogen, in welcher die geldpolitische Normalisierung umgesetzt werden soll.

³⁶ „People expect too much from Gold“, Kitco.com Interview mit Adrian Day, 18. September 2017

³⁷ Vgl. „Long-Term Asset Return Study: The Next Financial Crisis“, Jim Reid, Deutsche Bank Research, 18. September 2017

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

Quelle: Incrementum AG

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

Kurt Vonnegut

Der Pfad des Goldpreises bewegt sich bislang im Bereich von „Szenario B“ bzw. „Szenario C“. Die tatsächlichen Wachstums- und Inflationszahlen spiegeln diesen Pfad gut wider. Entscheidend wird nun sein, ob das Kunststück der geldpolitischen Normalisierung gelingt und ob in den kommenden Jahren „Szenario C“ oder „Szenario D“ eintreten wird. **Eine Rezession wäre überfällig, die geldpolitische Gezeitenwende könnte diese in den kommenden 6-24 Monaten auslösen.**

Wie verhält sich der Goldpreis im Umfeld einer Rezession? Kurze

Antwort: positiv! Einerseits suchen Anleger in Krisenzeiten nach sicheren Häfen und hierfür ist Gold der Klassiker schlechthin. Andererseits antizipieren viele Anleger auch monetäre und fiskalische Stimuli und suchen in Gold einen Inflationsschutz.

Dekade	Gold Start (USD/oz)	Gold End (USD/oz)	Veränderung (%)
11.1973 – 03.1975	100	178	78,0
01.1980 – 07.1980	512	614	20,0
07.1981 – 11.1982	422	436	3,3
07.1990 – 03.1991	352	356	1,0
03.2001 – 11.2001	266	275	3,5
12.2007 – 06.2009	783	930	18,8
Durchschnitt			20,8

Quelle: Deutsche Bank, Incrementum AG

Auf unserem diesjährigen Parforceritt durch die Goldwelt stießen wir noch auf folgende weitere Schlüsselaussagen, die wir in der Langverfassung des *In Gold we Trust*-Report, die sie unter www.ingoldwetrust.report können herunterladen können, ausführlich analysieren:

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

Warren Buffett

- **Die technische Analyse lässt uns zu einer positiven Kurseinschätzung kommen. Uns erscheint das Chance-Risiko-Profil für Gold und insbesondere für Silber aktuell äußerst attraktiv.** Durchaus bemerkenswert ist die ausgeprägte Wochentags-Saisonalität von Gold, wobei der Freitag die beste, der Dienstag mit Abstand die schlechteste Performance aufweist.
- **Ebenfalls ein hervorragendes Chance-Risiko-Verhältnis stellen wir für den Minensektor fest.** Ausgehend von unserer Prämisse, dass sich Gold nun wieder im Bullenmarkt befindet, rechnen wir mittelfristig mit einem fallenden Gold-Silber-Ratio. In diesem Szenario müssten sich besonders bei

„No one can possibly know what is about to happen: it is happening, each time, for the first time, for the only time.“
James A. Baldwin

Silberminern herausragende Investmentmöglichkeiten ergeben. In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns weiterhin auf Developer und Emerging Producer. „Peak Gold“ erachten wir als ein realistisches Szenario, jedoch erwarten wir in erster Linie Konsequenzen auf die M&A-Aktivität.

- **Um nicht auf dem falschen Fuß erwischt zu werden, haben wir unterschiedlichste Krisenauslöser analysiert.** Eine der allgemeinen Schlußfolgerungen ist, dass sich Gold reziprok zum Geldsystem verhält und ein wirksamer Inflations- und Krisenschutz ist, gerade auch in Situationen, die nicht im Detail vorhersehbar sind.³⁸
- **Seit jeher untersuchen wir die Portfolieigenschaften von Gold.** Dieses Jahr legten wir den Schwerpunkt auf die Bedeutung der Goldreserven für die Notenbanken. Bemerkenswert ist, dass seit der Finanzkrise 2008 der Trend zur Reduktion der Goldreserven nicht nur gestoppt wurde, sondern seither die Goldreserven der Notenbanken deutlich zulegten. Insbesondere die Zentralbanken Chinas, Russlands, Indiens und der Türkei stockten ihre Goldreserven (deutlich) auf. Diese Rückbesinnung auf Gold ist auch ein Ausdruck des schwindenden Vertrauens in die US-zentrische Geld- und Weltordnung.
- **In der großen Auseinandersetzung zwischen den inflationären und deflationären Kräften sehen wir, dass die inflationären Kräfte im vergangenen Jahr an Stärke gewannen.** Auch unser *Incrementum-Inflationssignal* zeigt seit September 2017 wieder steigende Inflationstendenzen an.

„It's the End of the World as We Know It“ – den titelgebenden Beginn des Refrains des großen Hits von R.E.M. haben wir bereits am Anfang des Fazits angestimmt, um den sich vollziehenden Gezeitenwechsel musikalisch zu untermalen. Vielsagend setzt dann der Refrain fort: „And I feel fine.“ Zu diesem Wohlfühlen inmitten der monetären Gezeitenwenden trägt Gold sicherlich bei. Gold trotz gleichermaßen den Sturmfluten wie der Ebbe.

„Wenn der Fed-Plan zu steigenden Zinsen führen sollte, könnte das Konjunkturgebäude, das in Zeiten niedriger Zinsen aufgebaut wurde, einstürzen. Und das würde nicht nur die Vereinigten Staaten von Amerika treffen.“
Prof. Thorsten Polleit

Festzuhalten bleibt: Der weltweite Boom, angetrieben durch niedrige Zinsen und ein unaufhörliches Ausweiten der Kredit- und Geldmengen, steht auf tönernen Füßen. Die Wahrscheinlichkeit, dass der Boom zum Bust wird, ist hoch, jedenfalls höher als vom Mainstream vermutet.

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

www.ingoldwetrust.report

³⁸ Vgl. „Gold als Portfolioversicherung“, *In Gold we Trust-Report 2016*, S. 117-125

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 arbeitet er bei der Erste Group im Research, wo er 2007 erstmals den *In Gold we Trust* Report publizierte. Im Laufe der Jahre avancierte die Goldstudie zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation.

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch „Österreichische Schule für Anleger“. 2018 wird das Buch „Die Nullzinsfalle“ erscheinen. Zudem ist er Advisor für Tudor Gold, einem kanadischen Explorationsunternehmen mit Projekten im legendären Golden Triangle (British Columbia).

Mark J. Valek, CAIA



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

Berufsbegleitend studierte Mark Betriebswirtschaftslehre an der Wirtschaftsuniversität Wien und ist seit 1999 durchgehend in den Bereichen Finanzmärkte und Asset Management tätig. Vor der Gründung der Incrementum AG war er zehn Jahre lang bei Raiffeisen Capital Management tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments. Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der philoro Edelmetalle GmbH sammeln.

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch „Österreichische Schule für Anleger“. 2018 wird das Buch „Die Nullzinsfalle“ erscheinen.



Incrementum AG

Die Incrementum AG ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizenziertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein. Unsere Kernkompetenz liegt im Management von Investmentfonds und der Vermögensverwaltung.

Die ökonomischen Entwicklungen der vergangenen Jahre um die globale Schuldenzunahme und die geldpolitischen Maßnahmen betrachten wir mit großer Sorge. Wir sind davon überzeugt, dass das Fundament der heutigen Wirtschaft – das ungedeckte Kreditgeldsystem – nicht nachhaltig ist. Insbesondere beim Thema Veranlagungen sollte deshalb mehr denn je über den Tellerrand des herrschenden Geldsystems hinausgeblickt werden.

Wir wollen Veranlagungsstrategien daher neu denken und zeitgemäß umsetzen. Unsere Kunden schätzen die unbefangene Kommunikation unserer Publikationen. Unser Anspruch ist es, solide und innovative Anlagelösungen anzubieten, welche den Chancen und Risiken des vorherrschenden komplexen und fragilen Umfelds gerecht werden.

www.incrementum.li

Danksagung

Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Personen für ihre tolle Unterstützung bei der Erstellung des *In Gold we Trust* 2018:

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Christoph Neubauer, David Holzinger, Heinz Blasnik, Niko Jilch, Atle Willems, Hans Fredrik Hansen, Pascal Hügli, Marc Waldhausen, Tobias Müller, Yannick Möhring, Lars Haugen, Bawerk.net, Philip Barton, Dr. Richard Zundritsch, Brent Johnson, Florian Grummes, Markus Blaschzok, Elizabeth und Charley Sweet, Florian Hulan, Tea Muratovic, Dimitri Speck, Luis Enrique, dem Team des World Gold Council, Georg Bühler, Luke Gromen, der gesamten Incrementum-Familie und insb. Thomas Vesely.

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: 2018 Incrementum AG. All rights reserved.

