

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

in gold we trust
.report

The background image shows the Statue of Liberty in the ocean. The statue is rendered in a dark blue color. In the distance, a small island features a gold bar and a gold coin. The sky is filled with birds, and the water is dark blue with faint dollar bills scattered across it.

Der monetäre Klimawandel

Compact Version
2021



incrementum

Lesen Sie hier den 350-seitigen Report:
[ingoldwetrust.report](https://www.ingoldwetrust.com/report)

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



In Gold We Trust

Sie halten die Kurzversion des *In Gold We Trust*-Report 2021 in Ihren Händen. Der gesamte Report umfasst folgende 20 Kapitel und kann kostenfrei unter ingoldwetrust.report heruntergeladen werden.

Einleitung

Der Status Quo des Goldes

Minenaktien und Realzinsen:
Eine wenig überraschende
Beziehung

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

Die Demographie als
Inflationstreiber

De-Dollarization 2021: Europa
kauft Gold, China eröffnet die
digitale Front

Der langfristige Schuldenzyklus

Goldlagerung: Faktencheck für
Österreich, die USA und die
Cayman Islands

Eine kurze Geschichte der
Goldkonfiszierungen

Wie Banker Geld in „ $\Sigma 0 \infty \text{ € } \text{¥}$ “
verwandeln

Von Dekaden, in denen nichts
passiert, zu Wochen, in denen
Geschichte geschrieben
wird

My View of the Nixon Shock –
Exklusivinterview mit FOFOA

Was ist Geld?

Die silberne Dekade

Bitcoin & Gold – Unsere
Multi-Asset-Anlagestrategie in
der Praxis

Der chinesische
Goldminensektor

Goldene Chancen im
Minensektor

ESG und Ihr Portfolio

Technische Analyse

Quo vadis, aurum?

Lesen Sie hier den 350-seitigen Report: ingoldwetrust.report .

Einleitung

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

Dominic Cobb, Inception

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

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

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

Privileg auch zunehmend Gebrauch. **Diverse Geldmengen- und Schuldenaggregate steigen seither exponentiell an.**

Im *In Gold We Trust*-Report 2019 war unser Leitmotiv „Vertrauen“.³ Währungen beruhen auf einem Dreiklang aus Stabilität, Glaubwürdigkeit und Vertrauen.⁴ Dieses Vertrauen in die zukünftige Kaufkraft des Geldes steht unserer Meinung nach auf der Kippe, wie die Crack-Up-Boom-ähnliche Entwicklung an den Finanzmärkten aktuell belegt. Letztlich steht und fällt das Vertrauen der Bevölkerung in ungedeckte Währungen damit, dass die Währungshüter das Geldschöpfungsprivileg nicht missbrauchen, zum Beispiel für eine verdeckte Staatsfinanzierung. Doch genau in diesem Zusammenhang registrieren wir jene fundamentalen Veränderungen, die zusammengenommen das Bild eines „monetären Klimawandels“ ergeben.

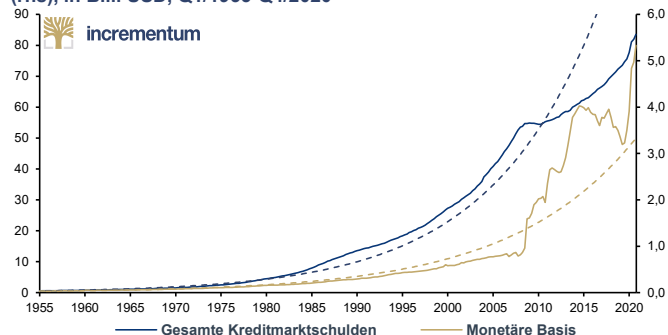
Der monetäre Klimawandel ist ein vielschichtiger Paradigmenwechsel, der durch die Pandemie und die politischen Reaktionen darauf ausgelöst wurde.

Ronald Stöferle

Das Zepter der Geldschöpfung wurde von den Geschäftsbanken an die Politik übergeben. Ob nur „vorübergehend“ wird sich zeigen. Die Ära der Politisierung des Kreditwesens könnte begonnen haben.

Mark Valek

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



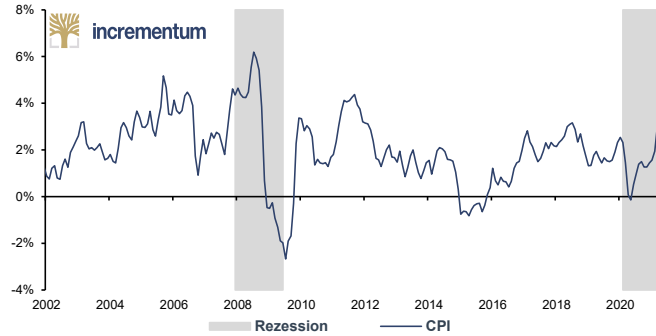
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

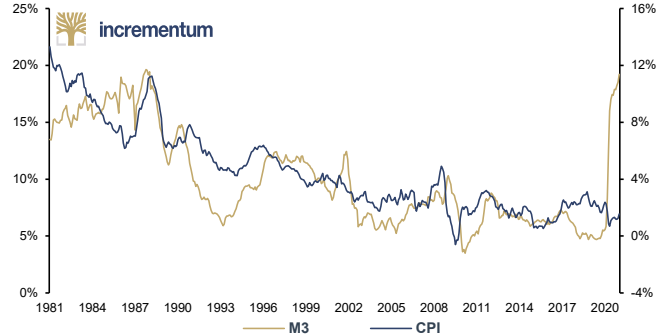
- **Budgetäre Nonchalance:** Der fiskalische Konservatismus ist schon seit geraumer Zeit im Rückzug. Im Euroraum herrschte im Nachklang der Griechenland-Krise – insbesondere auf Betreiben Deutschlands – noch das Credo der schwäbischen Hausfrau. Doch spätestens seit der Pandemie finden Regierungen zunehmend Gefallen an ihrer Rolle als „Big Spender“. Ob schuldenfinanzierte Fördertöpfe für „grüne“ Unternehmen oder permanente Transferzahlungen an immer größere Teile der Bevölkerung, es gibt immer mehr Ziele, die als so wichtig angesehen werden, dass für diese eine höhere Verschuldung in Kauf genommen wird. Die letzten Beschränkungen wie die US-Schuldenobergrenze, nationale Schuldenbremsen und die europäischen Maastricht-Kriterien werden ausgesetzt, großzügig interpretiert oder schlichtweg ignoriert. „Après nous le déluge“ – Dieser neue freizügige fiskalische Zeitgeist hat auch maßgebliche Auswirkungen auf die Geldpolitik.
- **Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik:** Die neue fiskalische Dominanz beschleunigt die Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik. Sinnbildlich hierfür steht die Ernennung der vormaligen FED Vorsitzenden Janet Yellen zur US-Finanzministerin und des ehemaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi zum italienischen Ministerpräsidenten. Selbst die Notenbankpräsidenten der ehemaligen Hartwährungsländer im Euroraum animieren die verantwortlichen Budgetpolitiker nun regelrecht zu noch höheren Defiziten.⁶

Ein sukzessive höherer Anteil der Defizite muss folglich über die digitale Druckerpresse finanziert werden. Immer mehr Aspekte der „Modern Monetary Theory“⁷ (MMT) scheinen nun einem Praxistest unterzogen zu werden. Doch die politische Unabhängigkeit der Notenbanken war stets der institutionelle Garant für das Vertrauen in die Stabilität der Währung. Je länger und enger diese Liaison zwischen Geld- und Fiskalpolitik anhält, desto größer die Wahrscheinlichkeit eines Vertrauensverlustes.

- **Neue Aufgaben der Geldpolitik:** Die Sicherung der Preisstabilität galt stets als oberstes Ziel einer unabhängigen Notenbank. Immer öfter gewinnt man den Eindruck, dass sich Notenbanker häufiger zu Themen wie Nachhaltigkeit, Klimawandel oder Diversität zu Wort melden, als zu geldpolitischen Angelegenheiten. So hat EZB-Präsidentin Christine Lagarde entgegen allen Gepflogenheiten eine öffentliche Unterstützungsbekundung für die Spitzenkandidatin der Grünen für die anstehende deutsche Bundestagswahl gegeben. Die Fremd- und Selbstbezeichnung von Notenbankern als „Währungshüter“ wirkt deshalb wie aus der Zeit gefallen. Darüber hinaus werden die Kriterien für die Preisstabilität vielerorts neu definiert. Die Federal Reserve hat diesen Schritt mit der Umstellung auf das „Average Inflation Targeting“ (AIT) im Sommer 2020 bereits vollzogen, während die EZB aktuell ihre geldpolitische Strategie überprüft. Es ist aus unserer Sicht sehr wahrscheinlich, dass das als sakrosankt geltende Preisstabilitätsziel der EZB künftig aufgeweicht wird.
- **Digitale Zentralbankwährungen vs. dezentrale Kryptowährungen:** Ein Bestreben vieler Zentralbanken ist es, eilig eine digitale Zentralbankwährung (CBDC) einzuführen. CBDCs sind aus unserer Sicht ein Wolf im Schafspelz. Es

CPI, yoy%,
01/1960-04/2021

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

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

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

scheint, als würde die Aufbruchsstimmung rund um „digitale Vermögenswerte“ ausgenutzt werden, um staatlichen Digitalwährungen als große Errungenschaft zu vermarkten. Tatsächlich ermöglichen diese die Umsetzung noch tieferer Negativzinsen sowie die weitestgehende Zurückdrängung des anonymen Bargeldes. Das wäre ein Meilenstein am Weg zum gläsernen Bürger.⁸ Eine vor kurzem veröffentlichte Studie von Kraken bezeichnet digitale Zentralbankwährungen passenderweise als „digitized fiat currency“.⁹ Das Gegenmittel zu digitalen Zentralbankwährungen sind nicht-inflationierbare, dezentrale Kryptowährungen, die als Konsequenz des monetären Klimawandels weiterhin florieren und zunehmend in den Fokus des Mainstreams gelangen werden.¹⁰

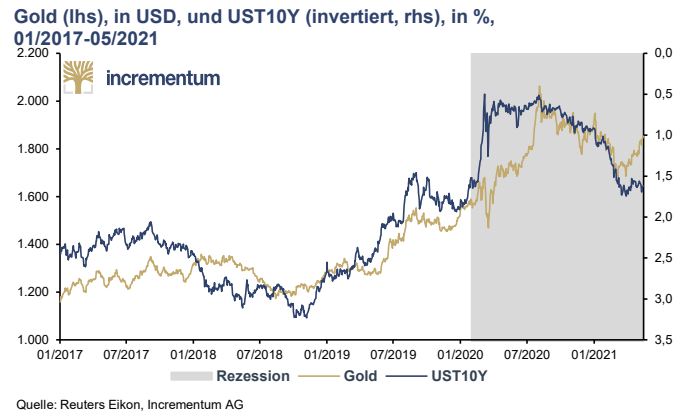
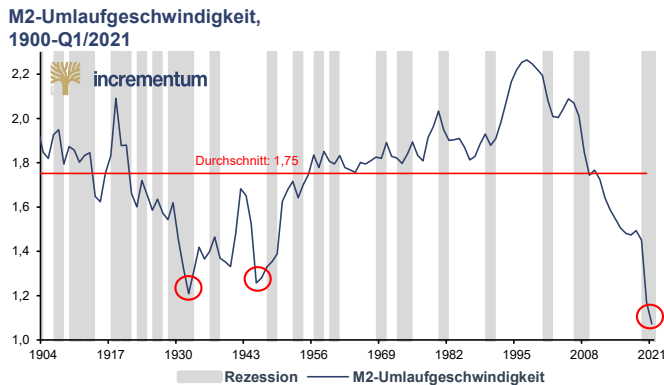
- Die neue Eiszeit zwischen Ost und West:** Die säkulare Divergenz zwischen den USA und ihren Verbündeten auf der einen Seite, sowie China und Russland¹¹ auf der anderen Seite bestand bereits vor der Pandemie, hat sich zuletzt aber noch weiter beschleunigt. Die stetige Abkühlung der diplomatischen Beziehungen hat einen markanten Einfluss auf die ökonomische Situation der jeweiligen Staaten. Aber auch der „alte Kontinent“ wurde durch die Corona-Krise eher auseinanderdividiert als zusammengeschweißt. Sowohl eine Nord-Süd-Teilung als auch eine Ost-West-Spaltung (Visegrád-Staaten) ist feststellbar. Der monetäre Klimawandel hat auch auf Ebene der internationalen Währungspolitik weitreichende Konsequenzen. Das Streben nach neuen Handels- und Reservewährungen nimmt weiter zu, die De-Dollarization schreitet weiter voran. Gold spielt bei dieser Emanzipation vom US-Dollar eine nicht zu unterschätzende Rolle.

Von der Vermögenspreisinflation zur Konsumentenpreisinflation

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

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

In diesem Zusammenhang lohnt es sich, das Buch „The Tipping Point, How little things can make a big difference“¹³ von Malcolm Gladwell zu studieren. Gladwell beschreibt den Kippunkt als „den Moment der kritischen Masse, die Schwelle, den Siedepunkt“. Vor dem Erreichen irreversibler Kippunkte



beim menschengemachten Klimawandel wird in den Medien regelmäßig gewarnt. Dass im Rahmen des monetären Klimawandels solche Kippunkte drohen – ein Umschlagen der Inflationserwartungen oder gar die breite Vertrauenserosion in das Währungsfundament – wird vom Gros der Marktteilnehmer, Politiker und Ökonomen nicht einmal in Betracht gezogen. **Unserer Meinung nach hat das Inflationsspendel im Vorjahr endgültig umgeschlagen und die inflationären sind nun stärker als die deflationären Kräfte.**

Der Junge, der Wolf rief

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

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

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

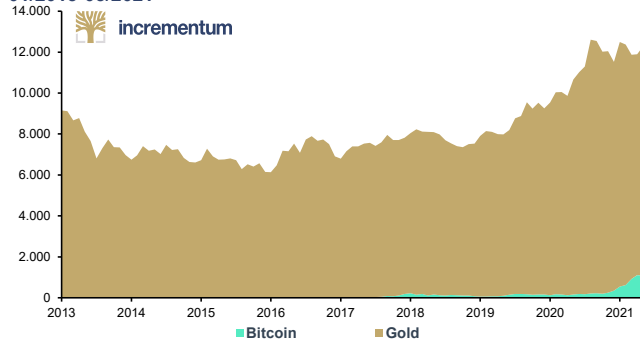
Zeitpunkt, an dem die Zuversicht der Bevölkerung langsam zurückkehrt, wird sich die Umlaufgeschwindigkeit normalisieren, weswegen die Inflation merklich anziehen könnte. Die Zentralbanken müssten in dem Maße, wie die Ungewissheit schwindet und die Umlaufgeschwindigkeit zulegt, dem System Liquidität entziehen.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

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

Wenn die Zuversicht der Bevölkerung zurückkehrt und die Umlaufgeschwindigkeit zulegt, müssten die Zentralbanken dem System Liquidität entziehen. Meiner Meinung nach ist dies jedoch so wahrscheinlich wie ein Sieg eines holländischen Abfahrers auf der Kitzbüheler Streif.

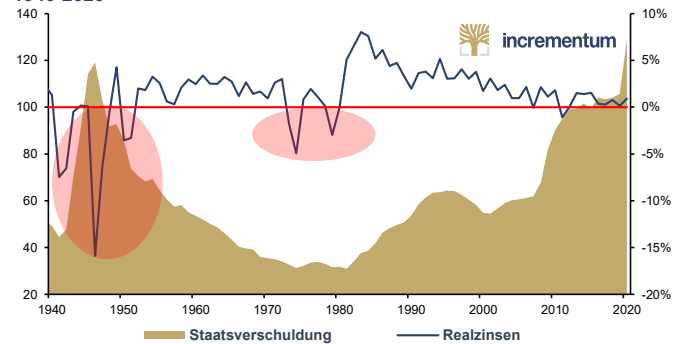
Ronald Stöferle

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



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

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



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

Die Zinswende und Bitcoin als Damoklesschwerter über dem Goldpreis?

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

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

Dass ansteigende Anleiherenditen Nervosität an den Märkten auslösen, konnte man bereit im März erkennen, als die Renditen der 10-jährigen US-Treasuries auf 1,75% stiegen. Sobald die „Wohlfühlzone“ der Inflation verlassen wird und sich höhere Inflationserwartungen verankern, sind größere Verwerfungen an den Rentenmärkten unausweichlich. **Mehr und mehr Zentralbanken werden sich gezwungen sehen, explizit oder implizit eine Geldpolitik der „Zinskurvenkontrolle“ („Yield Curve Control“) umzusetzen.¹⁶ Dies käme**

einem „Quantitative Easing“ ohne Mengenbeschränkung gleich. Die Zentralbank müsste versprechen, so viele Staatsanleihen aufzukaufen, wie zur Deckelung der Rendite nötig sind.

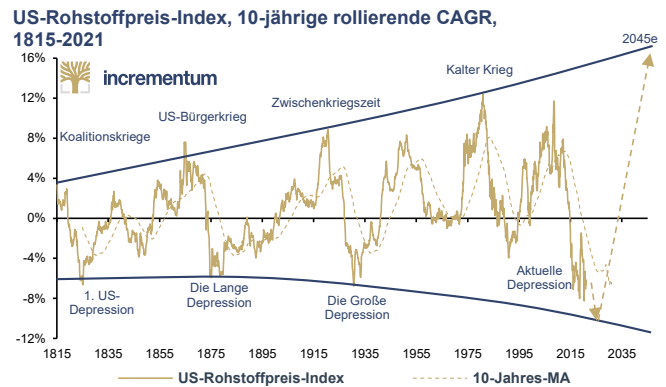
Einen weiteren Erklärungsansatz für die zum Teil enttäuschende Entwicklung des Goldpreises der vergangenen Monate ist die zunehmende Akzeptanz von Bitcoin im traditionellen Finanzsektor. Tatsächlich scheint es, als würde Bitcoin als nicht-inflationierbarer Wertspeicher langsam auch von institutionellen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

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

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

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

Mark Valek



Über die bisherigen Ergebnisse der Strategie berichten wir im Rahmen dieses *In Gold We Trust*-Reports.¹⁸

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

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

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

Denn die bereits zuvor erwähnte Kontrolle der Renditekurve ist keineswegs neu. Im Jahr 1942 verpflichtete sich die Federal Reserve gegenüber dem US-Finanzministerium, genügend Anleihen zu kaufen, um die Zinssätze bei 0,375 % für kurzfristige Wechsel und 2,5% für 10-jährige Treasuries zu deckeln. Dadurch wurden die Finanzierungskosten des Zweiten Weltkrieges deutlich gemindert. Bis 1951 blieb diese

Deckelung aufrecht, im Schnitt lag die Inflationsrate in diesem Zeitraum bei 5,8% pro Jahr, in den Jahren unmittelbar nach dem 2. Weltkrieg bei bis zu 20%. Infolgedessen waren die realen Zinssätze tief negativ und der Schuldenstand im Verhältnis zum nominellen BIP konnte wieder auf ein vertretbares Niveau schrumpfen.¹⁹ **Die Legitimation für eine zukünftige Zinskurvenkontrolle gibt sich die Federal Reserve praktischerweise gleich selbst:**

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

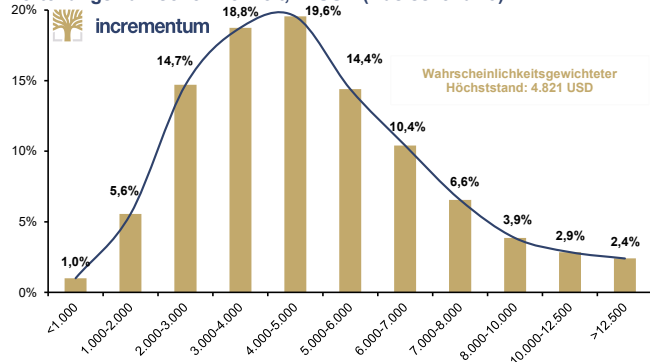
Ein wesentlicher Unterschied besteht jedoch: 1942 waren 84% aller Verbindlichkeiten der Federal Reserve durch Gold gedeckt. Die USA waren damals im Besitz von knapp einem Viertel des weltweiten Goldbestandes. Unser Freund Daniel Oliver schlussfolgert:

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

Gewinner und Verlierer

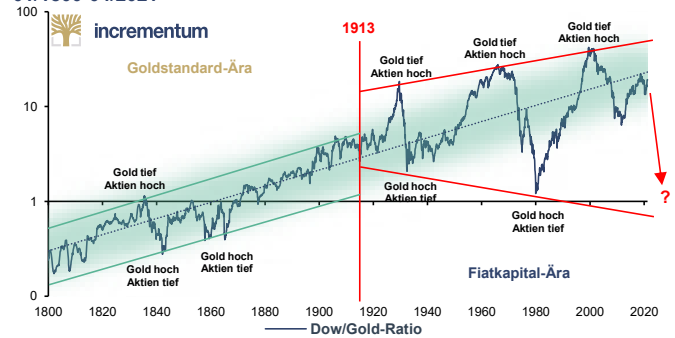
Der Wandel des meteorologischen Klimas kann, je nach Region und wirtschaftlichem Betätigungsfeld, sowohl negative als auch positive Effekte auf die Bevölkerung haben. **Auch der monetäre Klimawandel bietet für Anleger erhebliche**

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



Quelle: Incrementum AG

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



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

Risiken, aber auch enorme Chancen. Im vergangenen Jahr schrieben wir in diesem Zusammenhang:

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

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

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

Die goldene Dekade

Die 15. Ausgabe unseres *In Gold We Trust-Reports*^{23,24} erscheint in einer Zeit, die geprägt ist von „Zozobra“, einem spanischen Begriff, der an das Schwanken eines Schiffes, das zu kentern droht, erinnert.²⁵ Dieser Begriff entstand unter mexikanischen Intellektuellen im frühen 20. Jahrhundert, um das

Gefühl zu beschreiben, keinen festen Boden unter den Füßen zu haben und sich in der Welt fehl am Platz zu fühlen. Unserer Meinung nach hat Gold zuletzt erneut unter Beweis gestellt, erspartes Vermögen gegen diese latenten Unsicherheiten zu schützen.

Sie wissen, Vertrauen entsteht durch das wiederholte Erfüllen von Erwartungen. Im Vorjahr hat Gold einmal mehr seinen feinfühligsten siebten Sinn bewiesen und das in es gesetzte Vertrauen gerechtfertigt. Es hat den aufmerksamen Beobachter davor gewarnt, dass die Großwetterlage vor einem Umschwung steht.²⁶ **In Antizipation und Reaktion auf die fiskalische und monetäre Largesse haussierte Gold im Laufe des Kalenderjahres 2020 in US-Dollar 24,6%. Auf Euro-Basis stieg der Goldpreis um 14,3% und markierte in zahlreichen Währungen neue Allzeithochs.**

Im Zuge des monetären Klimawandels macht sich ein neuer Zugang zu Verschuldung und zur digitalen Druckerpresse breit. Die Wahrscheinlichkeit, dass diese Dekade als inflationäre Dekade in die Geschichte eingehen wird, ist deutlich gestiegen.

Mark Valek

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

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

Wir halten daher an unserer letztjährigen Preisprognose für den Goldpreis am Ende des Jahrzehnts auf Grundlage unseres im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report präsentierten „proprietären Goldpreismodells“ weiter fest. Das konservative Basisszenario, d. h. ohne außergewöhnlich inflationäre Tendenzen, hat für Gold ein Kursziel von 4.800 USD ergeben. Mit der erhöhten Wahrscheinlichkeit einer ausgeprägten Inflationsphase steigt auch die Wahrscheinlichkeit, dass unser Kursziel für eine inflationäre Dekade von 8.900 USD erreicht wird.²⁷

Nicht nur absolut, sondern auch insbesondere relativ zu anderen Anlageklassen ist das Kurspotenzial von Gold bedeutsam. So scheint das von uns viel beachtete Dow/Gold-Ratio zuletzt seine Post-Corona-Rally abgeschlossen zu haben und nun wieder seinen Abwärtstrend fortzusetzen (S.10).

Endnoten

- 1 „Environmental Social Governance“ (ESG) (dt.: Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) wird als weiter Begriff für CSR („Corporate Social Responsibility“) verwendet. Hierbei handelt es sich um die Evaluierung der unternehmerischen Sozialverantwortung. In anderen Worten der freiwillige Beitrag der Wirtschaft zu einer nachhaltigen Entwicklung, der über die gesetzlichen Anforderungen hinausgeht.
- 2 Social Responsible Investing (SRI), auch als „Social Investment“ bezeichnet, ist eine Investition, die aufgrund der Art des Geschäfts, das das Unternehmen betreibt, als sozial verantwortlich angesehen wird.
- 3 „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“, *In Gold We Trust*-Report 2019
- 4 „3. Währungen und Werte“, Donner & Reuschel, Studienreihe, 24. Februar 2021
- 5 Im Duden findet man zweierlei Bedeutungen für den Begriff „Klima“, einerseits die meteorologische Bedeutung und andererseits jene, die wir für unsere Interpretation des Begriffes „monetärer Klimawandel“ als relevant ansehen. Klima ist „durch bestimmte Ereignisse oder Umstände hervorgerufene Atmosphäre oder Beziehungen zwischen Personen, Gruppen, Staaten oder Ähnlichem.“ Siehe: Duden: Klima
- 6 Vgl. Ferber, Michael: „Völlige Enthemmung der Geld- und der Finanzpolitik“, Neue Zürcher Zeitung, 5. Dezember 2020
- 7 Vgl. „Aufbruch in eine goldene Dekade“, *In Gold We Trust*-Report 2020, „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“, *In Gold We Trust*-Report 2019
- 8 Vgl. „Central bank digital currencies“, *Committee on Payments and Market Infrastructures*, BIS, März 2018
- 9 Vgl. „The rise of Central Bank Digital Currencies“, Kraken Intelligence, April 2021
- 10 Seit kurzem bieten wir zwei Fondsstrategien an, die sowohl in Gold als auch in Bitcoin investieren. Nähere Informationen finden Sie auf www.incrementum.li/loesungen/unsere-investmentfonds/
- 11 Vgl. Doff, Natasha und Biryukov, Andrey: „Russia Ditches the Dollar in More Than Half of Its Exports“, Bloomberg, 26. April 2021
- 12 Saphir, Ann und Marte, Jonnelle: „Fed’s Waller says U.S. economy is ‘ready to rip’“, Reuters, 16. April 2021
- 13 Gladwell, Malcom: *The Tipping Point: How Little Things Can Make a Big Difference*, 2000
- 14 Vgl. „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?“, *In Gold We Trust*-Spezial, 30. November 2020
- 15 Vgl. „EMA GARP – Report for the first quarter“, Equity Management Associates, Larry Leopard, 1. Quartal 2021
- 16 Die australische Notenbank hat beispielweise bereits eine YCC eingeführt. Die RBA gab bekannt, dass sie nicht nur ihre Absicht bekräftigte, den aktuellen Leitzins bis 2024 stabil zu halten, sondern sich auch auf ein 3-jähriges Renditeziel von 0,10 % festlegen würde, um die Kreditkosten niedrig zu halten.
- 17 Vgl. „Gold & Bitcoin – gemeinsam stärker?“, *In Gold We Trust*-Report 2019
- 18 Siehe Kapitel „Bitcoin & Gold – Unsere Multi-Asset-Anlagestrategie in der Praxis“ in diesem *In Gold We Trust*-Report
- 19 Vgl. „Jurassic Risk and the chomping of the traditional balanced portfolio“, Ruffer Review, 2. März 2021
- 20 Carlson, Mark et al.: „2. Federal Reserve Experiences with Very Low Interest Rates: Lessons Learned“, *FOMC Memo*, 5. Dezember 2008, S. 14
- 21 Oliver, Daniel: „The Slingshot“, Myrmikan Research, 13. Juli 2020, S. 6
- 22 „Einleitung“, *In Gold We Trust*-Report 2020, S. 14
- 23 Alle 14 früheren Ausgaben des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie in unserem Archiv unter ingoldwetrust.report/archiv.
- 24 Das ist die Kurzversion/Extended Version des *In Gold We Trust*-Report 2021. Die „Extended Version“ im Umfang von 350 Seiten können Sie kostenfrei herunterladen unter ingoldwetrust.report/igwt/.
- 25 Vgl. „Feeling disoriented by the election, pandemic and everything else? It’s called ‘zozobra,’ and Mexican philosophers have some advice“, yahoo!news, 2. November 2020
- 26 Vgl. Stöferle, Ronald: „Gold – The 7th Sense Of Financial Markets“, Präsentation: Precious Metals Summit, 11. November 2019
- 27 Vgl. „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2020

Quo vadis, aurum?

*„Tomorrow belongs to those who
can hear it coming.“*

David Bowie

Als Richard Nixon am 15. August 1971 die „vorübergehende“ Suspendierung der Konvertibilität des US-Dollars in Gold verkündete,¹ wusste niemand, dass die „vorübergehende“ Schließung einmal 50 Jahre dauern werde. Erst im Nachhinein stellte sich heraus, dass es sich nicht um ein temporäres Phänomen handelte, sondern um ein permanentes Provisorium. Heute, ein halbes Jahrhundert später, deutet nichts darauf hin, dass diese Aufhebung in absehbarer Zeit freiwillig beendet wird. Globales Fiatgeld ist die Konvention von heute. Eine Golddeckung ist allen Mitgliedern des „Internationalen Währungsfonds“ (IWF) laut Statuten sogar untersagt.²

Aus unserer Sicht war spätestens mit der Entmaterialisierung des Geldsystems seine „Nicht-Nachhaltigkeit“ und seine begrenzte Lebensdauer besiegelt. Dennoch konnten couragiert agierende Notenbanker wie Paul Volcker, Karl Otto Pöhl oder Fritz Leutwiler dafür sorgen, dass das Geldschöpfungsprivileg auch in Zeiten eines ungedeckten Geldsystems nicht über Gebühr strapaziert wurde. Wenn man jedoch genau hinhört, herrschten auch in Zentralbankkreisen Zweifel, ob das System in dieser Form unbegrenzt fortführbar wäre. Alan Greenspan äußerte sich 2002 etwa wie folgt:

„In the past there has been considerable evidence that fiat currencies in general have been mismanaged and that inflation has too often been the result. [...] We are learning how to manage a fiat currency. I have always had some considerable skepticism about whether that

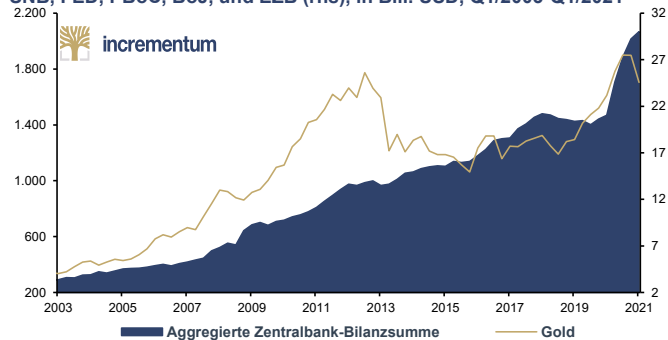
in the long run can succeed but I must say to you the evidence of recent decades is that it has been succeeding. Whether that continues is a forecast which I can't really project on.“³

Die monetären Konsequenzen der Corona-Pandemie

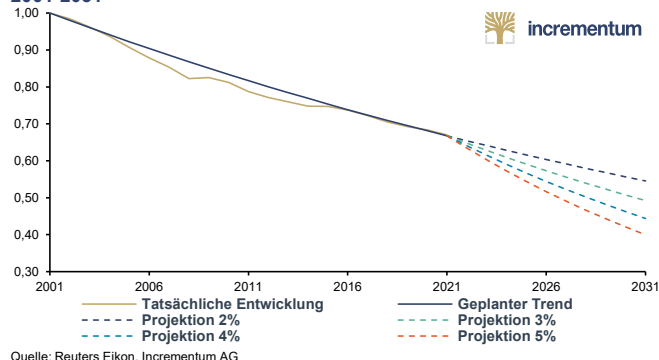
Heute, kurz vor dem 50. Jahrestag dieser einschneidenden monetären Veränderung erkennen nur wenige Ökonomen einen erneuten fundamentalen Wandel. Womöglich auch deshalb, weil die Änderungen dieses Mal schleichend erfolgen. Es ist ein Prozess, dessen Beginn sich nicht auf ein genaues Datum festlegen lässt. Kritischen Beobachtern ist allerdings klar, dass die fiskal- und geldpolitischen Eingriffe im Zuge der Coronakrise eine neue Dimension erreicht haben und profunde, irreversible Konsequenzen haben werden, die sich erst im Laufe der kommenden Jahre vollständig entfalten werden. Das herrschende Narrativ lautet jedoch weiterhin, dass es hinsichtlich der monetären Großwetterlage nur um eine temporäre Bewölkung in Form von „vorübergehend“ höheren Inflationsraten handelt.

Wir sind gänzlich anderer Auffassung. Vor unser aller Augen vollzieht sich eine tiefgreifende Veränderung, ein monetärer Klimawandel. Was heute noch der unumstößliche Rahmen war, in dem wir uns bewegten, scheint morgen nicht mehr zu sein als ein Relikt der Vergangenheit. Die Coronapandemie hat

Gold (lhs), in USD, und Aggregierte Zentralbank-Bilanzsumme der SNB, FED, PBoC, BoJ, und EZB (rhs), in Bill. USD, Q1/2003-Q1/2021



Kaufkraftverlust des US-Dollars mit Projektionen, 2001-2031



das Potenzial, das ungedeckte Geldsystem gehörig ins Wanken zu bringen und könnte letztlich seine verbleibende Lebenserwartung deutlich verkürzen.

Im Kern dieses Wandels steht der neue ökonomische Zeitgeist von Fiskal- und Geldpolitikern. So wird immer öfter behauptet, dass eine Überschuldung keine ernsthaften Konsequenzen habe. Es wird angenommen, dass die digitale Druckerpresse nach Belieben für die Monetarisierung der Verschuldung herangezogen werden kann. Es wird postuliert, die monetäre Inflation habe keinen Einfluss auf die Preisinflation. Und es wird gar zum Ziel erklärt, nun „endlich“ höhere Teuerungsraten zu schaffen, anstatt die Kaufkraft der Währung zu behüten.

Neudefinition der Preisstabilität

Sehen wir uns das primäre geldpolitische Ziel der EZB – und vieler anderer Notenbanken – die „Preisstabilität“ an. Unter Preisstabilität versteht die EZB einen Preisanstieg des Warenkorb „von nahe, aber unter 2% auf mittlere Sicht“. Eine eigenwillige Interpretation von „Stabilität“, denn wenn Verbraucherpreise jährlich um 2% steigen, so entspricht dies in 10 Jahren einem Kaufkraftverlust in Höhe von knapp 22% und nach 20 Jahren von mehr als 48%.

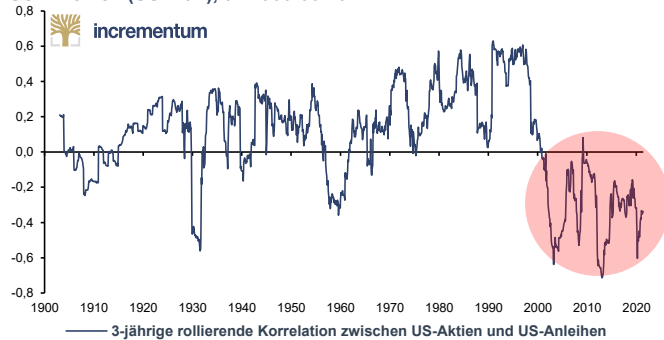
Im Rahmen der derzeit stattfindenden Strategieüberprüfung der EZB wird diese Zieldefinition einer umfassenden Analyse unterzogen.⁴ Da die offizielle Inflationsrate in den letzten Jahren zu niedrig ausfiel, befürworten zahlreiche Vertreter der EZB, als „Kompensation“ für die vermeintlich zu gering gestiegenen Konsumentenpreise künftig höhere Teuerungsraten.⁵ Damit würde die EZB auf den Spuren der Federal Reserve wandeln.

Tatsächlich war das Hauptargument für das bisherige Preisstabilitätsziel einer Teuerung von „nahe, aber unter 2%“, jenes, dass es stets einen Puffer zur 0%-Marke geben solle. Zu keinem Zeitpunkt sollen fallende Konsumentenpreise zugelassen werden, da in den Augen des EZB-Rats – und nahezu aller Ökonomen – sonst die gefürchtete Deflationsspirale einsetzen würde. Trotz streckenweise „zu niedriger“ offizieller Teuerungsraten blieb das Abdriften in die Deflationsspirale in den vergangenen Jahren bekanntermaßen aus. Dasselbe trifft auf den US-Dollar zu, der daher beständig an Kaufkraft verliert und weiter verlieren wird. Und selbst ein in absoluten Ziffern geringer Anstieg der Inflationsrate würde den Kaufkraftverlust in den kommenden 10 Jahren deutlich beschleunigen.

Nun, da die Inflationsraten bereits wieder deutlich gestiegen sind, macht es gemäß dieser Argumentation nicht den geringsten Sinn, eine noch höhere Teuerung zu orchestrieren bzw. zuzulassen. Die neuen Argumentationsketten für ein symmetrisches Inflationsziel sind unserer Meinung nach nicht stringent.

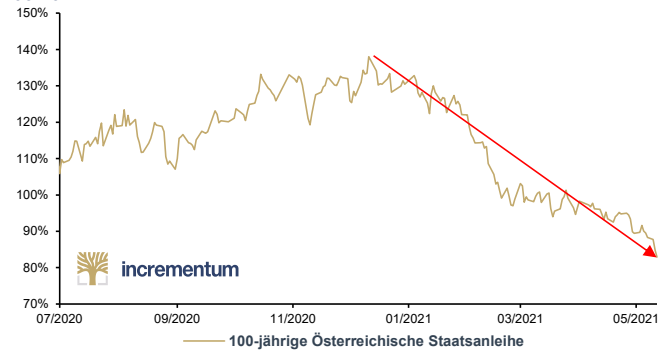
Naheliegender ist es, dass die höheren Teuerungsraten eine durchaus gewollte Geldentwertung darstellen, um die stark verschuldeten Staaten zu entlasten. Es sind jedoch zwei Aspekte zu beachten. Einerseits bedeutet ein Teuerungsschub einen Vermögenstransfer von Gläubigern zu Schuldern. Andererseits ist eine einsetzende inflationäre Dynamik nur schwer wieder in den Griff zu bekommen. Nicht umsonst gab es unter Zentralbankern die geflügelte Phrase: *„Don't let the inflation genie out of the bottle.“*

3-jährige rollierende Korrelation zwischen US-Aktien (S&P 500) und US-Anleihen (UST10Y), 01/1900-05/2021



Quelle: Reserve Bank of Australia, Nick Laird, goldchartsrus.com, Reuters Eikon, Incrementum AG

100-jährige Österreichische Staatsanleihe, bis 30.06.2120, 07/2020-05/2021



Quelle: Börse Frankfurt, Incrementum AG

Inflation als Risiko für die Aktien- und Bondmärkte?

Vier Jahrzehnte geprägt von Disinflation und fallenden Zinsen haben insbesondere an den Finanzmärkten ihre Spuren hinterlassen. Sowohl die Aktien- als auch die Anleihemärkte hatten im Zuge fallender Teuerungsraten strukturellen Rückenwind. Die Bewertung beider Anlageklassen profitierte vom fallendem Zinsniveau, da die künftigen Zahlungsströme mit einem immer niedrigeren Zinssatz abdiskontiert wurden und die Bewertungen so in die Höhe getrieben wurden. Das klassische 60/40-Portfolio, bestehend aus 60% Aktien und 40% Anleihen, konnte in diesem Zeitraum ansehnliche Renditen bei moderatem Risiko generieren, da sich die beiden Anlageklassen hervorragend ergänzten.

Wie wir bereits im *In Gold We Trust*-Report 2019 aufgezeigt haben, unterliegen herkömmliche, gemischte Portfolios im inflationären Umfeld einem deutlich höheren Risiko, da die Korrelationen zusammenbrechen und beide Anlageklassen signifikante Verlust erleiden können.⁶ Denn die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen stellt eher die Ausnahme, denn die Regel dar. In 70 der letzten 100 Jahre waren Aktien und Anleihen positiv korreliert.

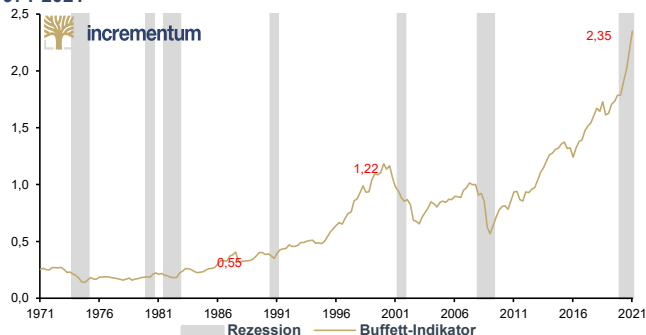
Je länger wir im Null- bzw. Negativzinsniveau verharren, umso riskanter werden Anleihen, da diese über kein Aufwertungspotenzial mehr verfügen, aber sehr wohl über ein signifikantes – inflationsgetriebenes – Zinsrisiko sowie gegebenenfalls auch über ein Ausfallsrisiko. **Es kommt nicht von ungefähr, dass niedrig verzinsten Anleihen seit geraumer Zeit von vielen Marktteilnehmern als „ertragsloses Risiko“ eingestuft werden.**

Je höher die Restlaufzeit der Anleihe ist, desto stärker wirken sich bereits geringe Anstiege der Anleiherendite auf den Kurswert einer Anleihe aus. Selbst bei einem moderat höherem Inflationsniveau als erwartet, werden die Halter langläufiger Papiere eines signifikanten Anteiles Ihrer Kaufkraft beraubt. So hat der Anstieg der Rendite der vor kurzer Zeit begebenen 100jährigen österreichischen Staatsanleihe von 0,45% auf 1,13% seit Jahresbeginn zu einem Kursverlust von 36,4 Prozentpunkten geführt. Ob dieses Risiko vielen Anlegern bewusst ist, insbesondere jenen, die Anleihen indirekt, z. B. in Pensions- oder Lebensversicherungen halten, darf ernsthaft bezweifelt werden.

Die klägliche Rentabilität von Anleihen hatte aber auch erhebliche Auswirkungen auf Aktien. Nicht ohne Grund gelten Aktien seit Jahren als alternativlos. Dies hat zur Folge, dass die Bewertungen an den Aktienmärkten drastisch gestiegen sind. Das CAPE-Ratio befindet sich aktuell auf einem Wert von 37 und damit doppelt so hoch wie 2011, als Gold sein letztes Allzeithoch vor August 2020 markierte. Gemäß dem Buffett-Indikator⁷ befinden sich die Aktienmarktbeurteilung derzeit auf Rekordniveau. Erstaunlich erscheint zudem, dass der Buffett-Indikator erstmals in der Geschichte in einer Rezession anstieg.

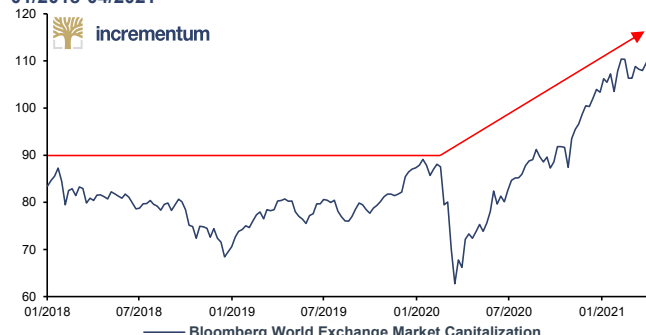
Vieles, was derzeit an den Kapitalmärkten passiert, erinnert an den von Ludwig von Mises geprägten Begriff der „Katastrophenhaushaus“ (engl. „Crack-up Boom“). Es erscheint verblüffend, dass die Marktkapitalisierung an den Aktienmärkten mittlerweile um mehr als 20 Bill. USD höher liegt als vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie. Wir halten es allerdings für wenig plausibel, dass diese höheren Bewertungen fundamental gerechtfertigt sind.

Buffett-Indikator, 1 = Q4/2007, 1971-2021



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

Bloomberg World Exchange Market Capitalization, in USD trn, 01/2018-04/2021



Source: Bloomberg, Incrementum AG

Die Geschichte reimt sich

Die in den vergangenen Jahren durchwegs heitere Situation an den Finanzmärkten könnte mit dem Aufziehen einer längerfristigen Teuerungsphase einen nachhaltigen Wetterumsturz erleben. Um diese These zu untermauern wollen wir einen Blick in die Vergangenheit werfen. Wir wissen, dass sich die Geschichte nicht exakt wiederholt, dennoch finden wir es interessant, dass die 2020er Jahren hinsichtlich einiger sozio-ökonomischer Aspekte Ähnlichkeiten mit den 1960er-Jahren aufweisen.

Die Zeit von 1963 bis 1970 war in den USA geprägt von der so genannten „Guns vs. Butter“-Debatte.⁸ „Guns“ bezog sich auf die Finanzierung des Vietnamkriegs, „Butter“ auf Präsident Lyndon B. Johnsons kostspielige „Great Society“-Programme. Letztendlich wurde weder militärisch noch sozialpolitisch zurückgesteckt. Auch Prestigeprojekte wie der Wettlauf ins All haben den Staatshaushalt weiter belastet. Die Fiskalpolitik wurde folglich deutlich expansiver, statt „Waffen oder Butter“ hieß es „Waffen und Butter“.

Es gab zudem den Versuch, die Arbeitnehmerrechte strukturell zu stärken. Die neue Politik begünstigte die Gewerkschaften gegenüber den nicht gewerkschaftlich organisierten Arbeitern. Ein Resultat all dieser Maßnahmen war der Anstieg des Inflationsindex CPI von 2% auf 6% in einem Zeitraum von 7 Jahren.

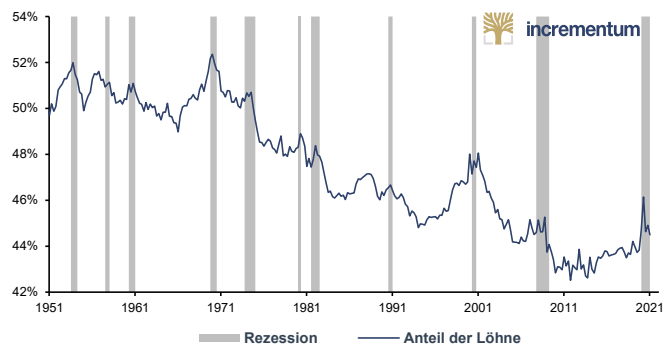
Auch bei den Führungspersönlichkeiten gibt es durchwegs interessante Parallelen. Genau wie Präsident Biden war Präsident Johnson ein ehemaliger Vizepräsident, der später Präsident wurde. Er glaubte daran, dass staatliche Eingriffe das Leben der Menschen verbessern könnten.

Ähnliche Ansätze finden wir heute in Bidens „American Families Plan“ und „American Jobs Plan“. Im Gegensatz zu Biden senkte Johnson jedoch die Steuern. Dennoch, die allgemeine Stoßrichtung einer massiven Wende in der Regierungspolitik, so viel Geld wie nötig auszugeben, um den Vietnamkrieg zu gewinnen und die Armut zu besiegen, kann man ebenso im zweiten Covid-19-Maßnahmenpaket und in der Einkommensunterstützung für amerikanische Familien und Arbeiter von insgesamt über 4 Bill. USD sehen. Die Löhne und Gehälter stiegen während der 1960er-Jahren um etwa 32%, die schnellste Wachstumsrate in den Nachkriegsjahrzehnten. Auch Präsident Biden legt einen starken Fokus auf die Steigerung der Löhne. **Dies könnte im Zusammenhang mit einer einsetzenden Lohn-Preis-Spirale im Laufe der Jahre zusätzliche inflationäre Konsequenzen haben.**

Gesellschaftlich war das bestimmende Merkmal der 1960er-Jahre die wachsende Polarisierung der Nation. Aktuell scheinen die USA sogar noch gespaltener als damals zu sein. Das gestiegene Konfliktpotenzial ist spätestens im Zuge der Amtszeit von Donald Trump klar geworden. Die Spaltung verläuft quer durch diverse gesellschaftliche Gruppen: Konservative gegen Progressive, Arme gegen Reiche, Weiße gegen Schwarze, die Generation der Boomer gegen die Generation X, um nur einige davon anzusprechen.

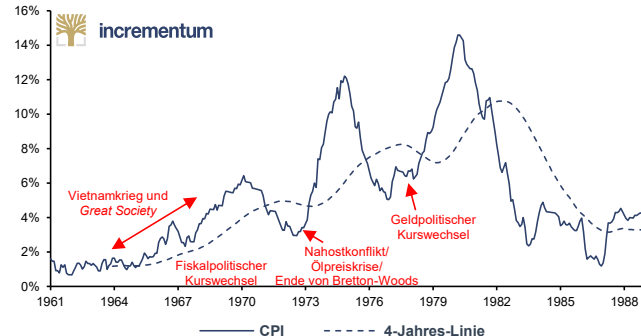
Im geopolitischen Fokus stand damals das Kräftemessen mit der vermeintlich aufsteigenden kommunistischen Sowjetunion. Die Konsequenz daraus war ein kostspieliges Wettrüsten sowie der teure Wettlauf ins All. Die USA könnten nun auf eine ähnliche Periode eines neuen kalten Krieges zusteuern, dieses Mal jedoch mit China als Rivalen, das den wankenden Hegemonen zunehmend herausfordert.

Anteil der Löhne, in % des BIP,
Q1/1951-Q1/2021



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

CPI, yoy%,
01/1961-01/1989



Quelle: Bloomberg, Reuters Eikon, Incrementum AG

All diese Entwicklungen waren – neben den geldpolitischen Änderungen – das Fundament für die inflationäre Dekade der 1970er-Jahre.

Die Rückkehr der Inflation

Die Wahrscheinlichkeit einer dauerhaften Teuerungsphase wird in dem Maße zunehmen, in dem sich etwa die Lohn-Preis-Spirale zu drehen beginnt. Die Lohnverhandlungen in den kommenden Monaten und die sie begleitende Rhetorik werden Aufschluss darüber geben, wie weit der monetäre Klimawandel bereits vorangeschritten ist. Ebenso wird sich zeigen, wie sehr die Regierungen gewillt sind, Sozialleistungen und auch Pensionszahlungen an die anziehenden Inflationsraten anzupassen, was wiederum die Budgetkonsolidierung erschweren wird. Bereits in den 1970er Jahren war dies ein wesentliches Transmissionselement der Preissteigerungen.

Gold ist ein Bestandgut und ein monetäres Metall. Als solches stehen die entscheidenden Faktoren, welche sich letzten Endes auf die Preisentwicklung auswirken, in einem engen Zusammenhang mit der aktuellen Situation des Geldsystems und der Finanzmärkte.

Ronald Stöferle

IIN statt WIN?

Verglichen mit den 1970er-Jahren sind wir aktuell noch weit entfernt vom erhitzten Inflationklima der damaligen Zeit. Die Preissteigerungen wurden bereits Mitte der 1970er-Jahre zu einem gesellschaftspolitisch dominanten Thema. Was für Donald Trump „MAGA – Make America Great Again“ – war, war als Reaktion auf die erste Hochinflationsschwelle 1974/75 für den damaligen US-Präsidenten Gerald Ford der Slogan „WIN – Whip Inflation Now“.⁹ Aktuell sehen wir exakt die gegenteilige Entwicklung. Es scheint, als sei „IIN – Increase Inflation Now“ das Credo von Notenbankern, Ökonomen und Politikern.

Diese grundlegende Veränderung registrieren wir schon seit geraumer Zeit. Daher haben wir uns im vergangenen Herbst dazu entschlossen, ein *In Gold We Trust*-Spezial mit dem Titel „Der Junge, der Wolf rief“¹⁰ zu veröffentlichen. Darin weisen wir darauf hin, wie unterschätzt die Risiken einer deutlich anziehenden Teuerung generell sind. Viele Marktteilnehmer sind sich nach wie vor nicht bewusst, wie unangenehm die inflationären 1970er Jahre für Aktien- und Anleiheinvestoren waren. Daher ist es höchst an der Zeit, sich dem Risiko für das eigene Portfolio, das von Inflation und finanzieller Repression ausgeht, intensiv zu widmen.

Ein wesentlicher Umstand, dass die Finanzwelt schlecht auf den monetären Klimawandel vorbereitet ist, ist die Tatsache, dass heute fast keine Fondsmanager mehr im Dienst sind, die ein inflationäres Umfeld während ihrer aktiven Investmentkarriere erlebt haben. Das Gros der Investmentmanager könnte mitunter auf dem falschen Fuß erwischt werden. Darüber hinaus basieren die meisten Portfoliostrategien

auf Rückrechnungen, welche 10, 20 oder maximal 30 Jahre zurückreichen. Die wenigsten Portfoliostrategien berücksichtigen jedoch noch das inflationäre Umfeld der 1970er-Jahre.

Währungssystem im Burnout

Investoren müssen stets in Wirkungsketten denken und Opportunitätskosten berücksichtigen. Nassim Taleb beschreibt in seinem Werk „Antifragilität“ wie wichtig die Rolle der Häufigkeit von Stressoren, also von Stress verursachenden inneren und äußeren Reizen, ist. Denn Menschen werden mit akuten Belastungen besser fertig als mit chronischen Dauerbelastungen. Dies gilt vor allem wenn erstere abgelöst werden von einer ausreichend langen Phase der Erholung. Um nachzuvollziehen, wie schädlich selbst ein niedrigschwelliger Stressfaktor ohne Erholung sein kann, denke man nur an die sogenannte chinesische Wasserfolter: Kontinuierlich fällt ein Tropfen Wasser auf den Kopf des Opfers, das durch den Dauerstress gefügig gemacht werden soll.

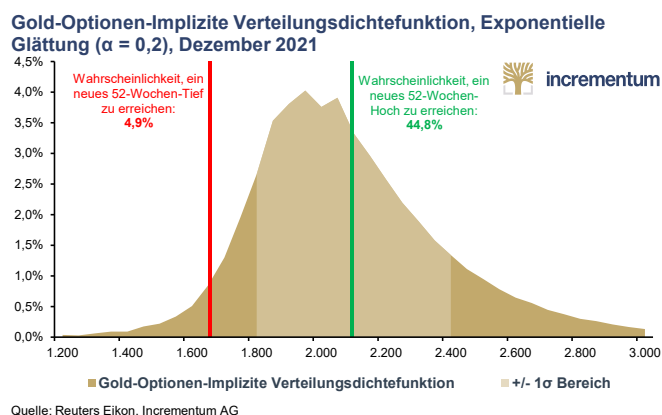
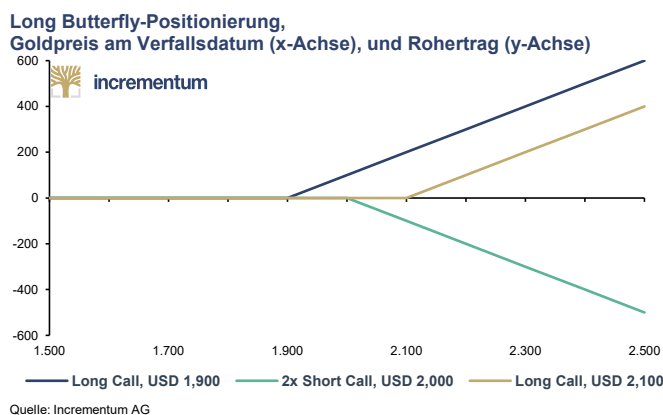
Unserer Meinung nach befindet sich das Finanz- und Währungssystem mittlerweile in einem Zustand des Dauerstresses, knapp vor dem Erreichen des Burnouts. Das zeigt sich auch darin, dass seit Jahren nur mehr „außergewöhnliche“ Maßnahmen in der Geldpolitik zur Anwendung kommen, nachdem die „gewöhnliche“ Geldpolitik nicht mehr wirkt. Deshalb sind mittlerweile Theorien wie die „Modern Monetary Theory“ im Mainstream angekommen.

Best of *In Gold We Trust*-Report 2021

Weitere wesentliche Erkenntnisse des diesjährigen *In Gold We Trust*-Reports „monetärer Klimawandel“ sind die folgenden:

- **Portfolioeigenschaften des Goldes:** Der Goldpreis performt bei einer steiler werdenden Renditekurve besser als bei einer sich abflachenden Renditekurve. Dieser Zusammenhang reduziert die Wahrscheinlichkeit, dass die zwischenzeitlich enttäuschende Performance von Gold in den letzten Monaten auf den Anstieg der Nominalzinsen zurückzuführen ist. Unsere Untersuchung zeigt zudem, dass die Korrelation zwischen Gold und Goldminenaktien in Zeiten sinkender Realzinsen deutlich zunimmt. Die erhöhte Sensitivität zwischen diesen Vermögenswerten signalisiert, dass der Markt beide als sicherer Hafen gegen Inflation begreift. Anstatt nur auf Gold zu setzen, könnten Anleger beide als Inflationsabsicherung einsetzen.

- **De-Dollarization:** In der Neugestaltung der globalen Währungsordnung arbeitet China weiterhin an allen Fronten an der Untergrabung der Hegemonie des US-Dollars. In diesem Ringen hat China eine weitere Front, die digitale Front eröffnet. Während der digitale Yuan bereits seine ersten Testläufe in der Realität absolviert, befindet sich die Eurozone erst in einer frühen Planungsphase, während die Federal Reserve nicht den Eindruck erweckt, an der Front der digitalen Zentralbankwährungen (CBDC) aktiv zu werden. China könnte die Olympischen Winterspiele 2022 in Peking für eine Leistungsschau nutzen. Abgesehen von diesen Entwicklungen traten die Notenbanken 2020 neuerlich als Nettogoldkäufer auf, wenngleich auf niedrigerem Niveau. Bemerkenswert war, dass Ungarn erst vor kurzem seine Goldreserven verdreifachte und Polen eine signifikante Erhöhung der Goldreserven in den kommenden Jahren ankündigte.
- **ESG:** Minenunternehmen haben sich die allgemeinen Vorgaben des ESG- zu eigen gemacht und integrieren deren Werte in ihre Geschäftsmodelle. ESG ist somit ein integraler Bestandteil der Unternehmens-DNA im Minensektor geworden. Auch Investoren profitieren davon, da sie eine Gewissheit darüber erlangen, dass ihre Investitionen nicht im Widerspruch zu den Anliegen des ESG stehen. Herausfordernd ist weiterhin der Umstand, dass es kein einheitliches Rahmenwerk gibt und dass die mittlerweile zahlreichen Ratingagenturen im Bereich des ESG sehr unterschiedliche, und damit schwer vergleichbare Ansätze verfolgen.
- **Minenaktien:** Im Jahr 2020 verzeichneten Goldproduzenten das profitabelste Jahr der Geschichte. Der durchschnittliche Spot-Goldpreis stieg auf 1.770 USD pro Unze, aber die durchschnittlichen AISC der Branche blieben gleich. Während der Goldpreis im Vorjahr neue Allzeithochs markierte, spiegelt die Bewertung der Goldminenunternehmen die stark gestiegene Profitabilität noch nicht wider. Momentan weisen Goldminenaktien die höchsten Margen und die niedrigste Bewertung aller S&P 500-Sektoren auf. Die potenziellen Renditen für die nächsten Jahre könnten selbst hartgesottene Goldbugs überraschen. Wir befinden uns vermutlich weiterhin in der Frühphase des Bullenmarktes, denn Minenaktien sind trotz ihrer Performance im Jahr 2020 weiterhin unterbewertet.
- **Bitcoin & Gold:** Im *In Gold We Trust*-Report 2019 haben wir die Vorteile einer kombinierten Anlagestrategie bestehend aus Gold und Bitcoin erläutert und theoretische Portfolioentwicklungen präsentiert.¹¹ Da wir von dieser Strategie überzeugt sind, haben wir eine investierbare Fondsstrategie aufgelegt, deren bislang realisierten Ergebnisse wir im Rahmen dieses



Reports präsentierten und analysierten. Die bisherigen Anlageergebnissen bestätigen unsere These, dass Gold und Bitcoin in einem „nicht-inflationierbaren Hard Money“- Portfolio gemeinsam stärker sind.

- Silber:** Der monetäre Klimawandel sollte Silber beflügeln. Entgegen der weit verbreiteten Auffassung, dass nach dem Ende der Corona-Pandemie alles wieder so sein wird wie zuvor, sind wir davon überzeugt, dass wir nach 40 Jahren an disinflationärem Klima einen fundamentalen Wandel hin zu einem inflationären Klima erleben. Daher wird die Investmentnachfrage nach Silber im aktuellen Jahrzehnt der wichtigste Preistreiber sein. Vorteilhaft für Silber wird sich auch die sogenannte grüne Wende auswirken, da Silber als wichtiges Industriemetall in vielen grünen Zukunftstechnologien Verwendung findet.
- Technische Analyse:** Der Coppock-Indikator hat Ende 2015 ein langfristiges Kaufsignal generiert. Nun scheint es, als würde sich die Tasse-Henkel-Formation demnächst nach oben auflösen. Das Kursziel dieser Formation liegt bei 2.700 USD.

Welchen Goldpreis erwartet der Optionsmarkt?

Auch dieses Jahr wollen wir einen Ausblick auf den zukünftigen Goldpreis wagen. Im Vergleich zu den letztjährigen 10-Jahres-Kursprognosen, die wir im Zuge unseres proprietären Goldpreismodells¹² errechnet haben, konzentrieren wir uns dieses Jahr auf einen weitaus kürzeren Prognosezeitraum.

Das folgende Modell versucht eine Wahrscheinlichkeitsverteilung hypothetischer Erträge anhand der impliziten

Erwartungen am Gold-Optionsmarkt zu ermitteln, wobei wir „Long Butterflies“¹³, die schematisch in folgenden beiden Charts skizziert sind, als Berechnungsgrundlage heranziehen.

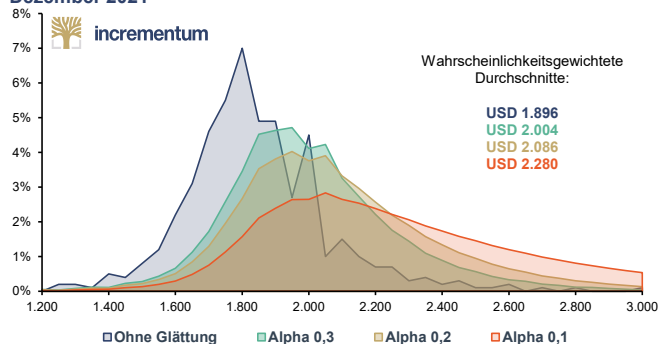
Diese Vorgehensweise zielt darauf ab, den fairen Preis des Butterfly-Spreads zu berechnen und diesen Vorgang für alle gewünschten Ausübungspreise zu wiederholen, um am Ende eine Aneinanderreihung von Wahrscheinlichkeiten zu verschiedenen Preisen zu generieren. Aufgrund der geringen Liquidität einiger Gold-Dezember-Optionskontrakte bei Anwendung eines 10er-Strike-Rhythmus haben wir die Kalkulation im 50er-Strike-Rhythmus durchgeführt.¹⁴ Spezifisch errechnen wir uns daraus die Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten bestimmter Szenarien für den Goldpreis in US-Dollar bis zum Jahresende.¹⁵ Folglich lässt sich daraus ableiten, mit welcher Wahrscheinlichkeit der Goldpreis im Dezember 2021 ein neues Allzeithoch erreichen wird.

Die rechte Chart zeigt die implizite Verteilungsdichtefunktion des Gold-Optionsmarktes. Diese besagt, dass wir mit einer Wahrscheinlichkeit von fast 45% im Dezember 2021 ein neues 52-Wochen-Hoch – 2.100 USD oder höher – und damit auch gleichzeitig ein neues Allzeithoch des Goldpreises sehen werden. Die Wahrscheinlichkeit, dass der Goldpreis am Ende des Jahres auf einem neuen 52-Wochen-Tief (1.650 USD oder niedriger) steht, beträgt unter 5%.¹⁶

Im linken Chart auf Seite 19 sind alle gesammelten Verteilungsdichtefunktionen mit ihrem wahrscheinlichkeitsgewichteten Goldpreis für Dezember 2021, der zwischen 1.896 USD und 2.280 USD oszilliert, abgebildet.¹⁷

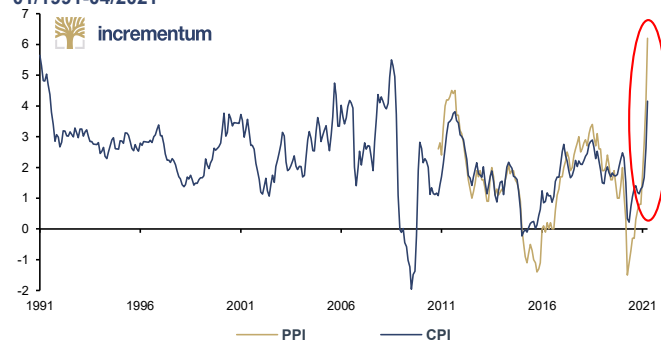
Im Chart ist weiters zu erkennen, dass insbesondere die Strikes bei 1.950 USD und 2.050 USD von der Gesamtverteilung

Gold-Optionen, Implizite Verteilungsdichtefunktionen, Dezember 2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

CPI und PPI, yoy%, 01/1991-04/2021



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

abweichen, was an der Illiquidität dieser Options-Kontrakte liegen dürfte. Dies bekräftigt die Anwendung einer exponentiellen Glättung der Verteilungsdichtefunktion, die die wahren Markterwartungen realitätsgreuer darstellt.

Natürlich ist das nur eine Momentaufnahme. Uns ist bewusst, dass die Erwartungen an den Finanzmärkten in aller Regel nicht rigide sind. Dennoch ist aus unserer Sicht der Informationsgehalt, der sich aus dieser Analyse ableiten lässt, als durchaus hoch einzustufen und deckt sich in etwa auch mit unserer Erwartung für die Preisentwicklung im aktuellen Kalenderjahr.

Quo vadis, aurum?

Letztes Jahr lautete unsere Einschätzung, dass für Edelmetallinvestoren eine goldene Dekade begonnen hat. Als Preisziel für das Ende der Dekade hatten wir in einem konservativen Szenario 4.800 USD ausgerufen. Für den Fall, dass die Dekade von stärkerer Inflation geplagt würde, wären Preise von 8.900 USD am Ende der Dekade zu erwarten. Im Rahmen des monetären Klimawandel, den wir dieses Jahr konstatieren wächst die Inflationsgefahr zusehends.

Freilich ist es im Jahr 2021 noch zu früh mit Gewissheit zu sagen, wie ausgeprägt bzw. wie lange die Teuerungsphase tatsächlich den Alltag beeinflussen wird. Dennoch bleiben wir unserer 10-Jahres-Prognose treu. Aus heutiger Sicht hat sich die Wahrscheinlichkeit eines Goldpreises am oberen Ende der Bandbreite deutlich erhöht. Dies haben die jüngsten Inflationszahlen in den USA eindrücklich bestätigt. Sowohl Konsumentenpreise als auch Produzentenpreise sind in diesem Jahr deutlich stärker gestiegen als erwartet.

Aktuell begreifen viele Marktteilnehmer den monetären Klimawandel noch nicht. Auf die zuletzt höher als erwarteten Inflationszahlen reagierte der Markt in den vergangenen Monaten stets mit steigenden Renditen und kurzfristig fallenden Goldpreisen. Dies spiegelt die Erwartung wider, dass die Inflation seitens der Zentralbank effektiv bekämpft wird und nur ein temporäres Phänomen bleibt. Wie wir ausführlich dargelegt haben, sind wir anderer Meinung.

Im Umkehrschluss ist es daher schwer vorstellbar, dass wir aktuell am Ende eines Gold-Bullenmarktes sind. Diese Einschätzung ergibt sich, wenn wir verschiedene Makro- und Marktkennzahlen zum Zeitpunkt der letzten beiden säkularen Allzeithochs 1980 und 2011 mit der aktuellen Situation vergleichen. Aus diesem Blickwinkel wird deutlich, dass der Goldpreis weiterhin viel Luft nach oben hat.

Spätestens mit der Entmaterialisierung des Geldsystems war seine „Nicht-Nachhaltigkeit“ und seine begrenzte Lebensdauer besiegt.

Mark Valek

Vergleich unterschiedlicher Makro- und Marktkennzahlen bei Allzeithochs von Gold, 1980, 2011 vs. aktuell:

	1980	2011	Current
Goldpreis in USD	850	1.900	1.880
Monetäre Basis in Mrd. USD	155	2.637	5.839
M3 Geldmenge in Mrd. USD	1.480	9.539	19.896
US-Staatsschulden in Mrd. USD	863	14.790	27.748
BIP/Kopf	30.154	50.660	66.611
S&P 500	110	1.165	4.150
US Arbeitslosenrate	6%	9%	6,1%
US-Dollar-Index	86	78	90

Quelle: Federal Reserve St. Louis, Reuters Eikon, Incrementum AG, per 20.05.2021

Trotz eines Umfelds, das Gold im Großen und Ganzen deutlich unterstützen sollte, befindet sich der Goldpreis heute in etwa auf demselben Niveau wie vor 10 Jahren und ist daher aus unserer Sicht günstig bewertet. **Ray Dalio, einer der erfolgreichsten Fondsmanager aller Zeiten, hat sich zuletzt mehrmals zu den Vorzügen einer Goldanlage in Inflationszeiten geäußert.** Wir möchten mit diesem Gedanken von Dalio, der unsere Motivation für das Publizieren eines solchen „Wälzers“ erklärt, schließen:

„I believe that the reason people typically miss the big moments of evolution coming at them in life is that we each experience only tiny pieces of what’s happening. We are like ants preoccupied with our jobs of carrying crumbs in

our minuscule lifetimes instead of having a broader perspective of the big-picture patterns and cycles, the important interrelated things driving them, and where we are within the cycles and what’s likely to transpire.“¹⁸

Die Stabilität des Geldwertes ist stets Maßstab für das Vertrauen in die wirtschaftliche Zukunft und die Glaubwürdigkeit der Institutionen. Wie wir im Rahmen des diesjährigen *In Gold We Trust*-Reports ausgeführt haben, führten fundamentale ökonomische Verwerfungen häufig zu Währungskrisen oder sogar Währungsreformen. Historische Entwicklungen wiederholen sich nie deckungsgleich, weisen aber hinsichtlich ihrer Ursachen und ihrer Abläufe meist frappierende Ähnlichkeiten auf.¹⁹ Doch muss man diese Zeichen der Zeit auch erkennen und interpretieren können.

Für Anleger und Investoren werden die kommenden Jahre zweifelsfrei herausfordernd. Wir freuen uns, die Geschehnisse weiter für Sie zu analysieren und unsere Gedanken mit Ihnen zu teilen. Gemeinsam werden wir diese Herausforderungen meistern. Denn für uns gilt heute, in Zeiten des monetären Klimawandels, mehr denn je:

IN GOLD WE TRUST

Endnoten

- Vgl. „Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: ‚The Challenge of Peace‘“, Rede vom 37. U.S. President Richard Nixon, The American Presidency Project, 15. August 1971
- Vgl. „Articles of Agreement of the International Monetary Fund, Article 2.b., S.18
- „Ron Paul questions Alan Greenspan at monetary policy hearing (2002)“, YouTube, 25. März 2011
- Vgl. EZB: Strategieprüfung
- Vgl. Ilzetzki, Ethan: „Rethinking the ECB’s inflation objective“, voxeu.org, 16. November 2020
- Vgl. „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen“, *In Gold We Trust*-Report 2019
- Der Buffett-Indikator ist ein Bewertungsmultiplikator, der die Kapitalisierung des US-amerikanischen Wilshire 5000 Index zum US- BIP vergleicht. Der Indikator markierte zuletzt neue Allzeithochs und überschritt im Februar 2021 das 200% -Niveau. Ein Level, das Buffett warnte, wenn es überschritten wurde, war „mit dem Feuer spielen“.
- Vgl. Wikipedia *Guns versus butter model*
- „WIN“-Knöpfe wurden sofort zu Spottobjekten; Skeptiker trugen die Knöpfe verkehrt herum und erklärten, dass „NIM“ für „No Immediate Miracles“, „Nonstop Inflation Merry-go-round“ oder „Need Immediate Money“ steht; vgl. *Wikipedia-Eintrag: Whip inflation now*
- Vgl. „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?“, *In Gold We Trust-Spezial*, 30. November 2020
- Vgl. „Gold & Bitcoin –gemeinsam stärker?“, *In Gold We Trust*-Report 2019
- Vgl. „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2020
- Optionsstrategie, die sich aus zwei Short Calls zu einem bestimmten Strike und jeweils einem Long Call mit symmetrisch darüber- beziehungsweise darunterliegendem Strike zusammensetzt.
- Dezember-Gold-Optionen an der CME per Stand 11.05.2021
- Der den Berechnungen zugrundeliegende Verfallsmonat der Optionen ist daher Dezember 2021.
- Aufgrund des 50er-Strike-Rhythmus wurde das 52-Wochen-Hoch und -Tief auf die nächstfolgende 50er-Stelle angepasst. Das exakte 52-Wochen-Hoch beläuft sich auf Schlusskursbasis momentan auf 2.063 USD, während das 52-Wochen-Tief bei 1.681 USD liegt.
- Es gilt darauf hinzuweisen, dass die Verteilung je nach Grad der exponentiellen Glättung leicht bis moderat variiert. In der Praxis wird eine Glättungskonstante α von 0,1-0,3 angewandt, da mit einer höheren Konstante nicht die erstrebte Glättung erzielt wird, und mit einer geringeren Konstante der exponentielle Faktor die Verteilungsfunktion zu stark verzerrt wird. Aufgrund dessen haben wir uns dazu entschlossen, die Berechnung der Verteilungsdichtefunktion mit allen relevanten Ausprägungsoptionen, d. h. ohne Glättung sowie mit Glättung unter Verwendung von $\alpha = 0,1$, $\alpha = 0,2$, und $\alpha = 0,3$ durchzuführen und zu veröffentlichen, um möglichst aufschlussreiche und transparente Ergebnisse zu erzielen.
- Vgl. Dalio, Ray: „The Changing World Order“, LinkedIn, 25. März 2020
- Vgl. „3. Währungen und Werte“, Studienreihe, Donner & Reuschel, 24. Februar 2021

Über uns

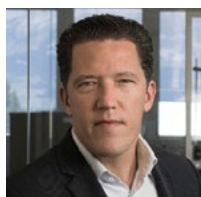


Ronald-Peter Stöferle, CMT

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

Ronald-Peter Stöferle studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der „Wirtschaftsuniversität Wien“ und sammelte während des Studiums praktische Erfahrung am Trading-Desk einer Bank. Nach seinem Studienabschluss arbeitete er bei der „Erste Group“ im Research, wo er 2007 zum ersten Mal den *In Gold We Trust*-Report publizierte, der im Laufe der Jahre zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation avancierte.

Seit 2013 ist er Lektor am „Scholarium“ in Wien sowie Vortragender an der „Wiener Börse Akademie“. 2014 veröffentlichte er das Buch „Österreichische Schule für Anleger“ und 2019 „Die Nullzinsfalle“. Zudem ist er Member of the Board of Directors bei Tudor Gold, einem kanadischen Explorationsunternehmen mit Projekten im legendären Golden Triangle (British Columbia), und Mitglied des Advisory Boards des aufstrebenden Junior-Explorers „Affinity Metals“ (AFF).



Mark J. Valek, CAIA

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

Berufsbegleitend studierte Mark Betriebswirtschaftslehre an der „Wirtschaftsuniversität Wien“ und ist seit 1999 durchgehend in den Bereichen Finanzmärkte und Asset Management tätig. Vor der Gründung der Incrementum AG war er zehn Jahre lang bei „Raiffeisen Capital Management“

tätig, zuletzt als Fondsmanager im Bereich Inflationsschutz und Alternative Investments. Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der „philoro Edelmetalle GmbH“ sammeln.

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

Incrementum AG

Die Incrementum AG ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizenziertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein.

Unsere Kernkompetenz liegt im Management von Investmentfonds und der Vermögensverwaltung. Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems.

Diese Sichtweise gestattet uns eine holistische Analyse der Lage an den Finanzmärkten. Das Unternehmen agiert völlig bankenunabhängig. Dies gewährleistet, dass die Investitionsstrategien autonom und objektiv umgesetzt werden können.

Unser Boutique-Ansatz kombiniert unkonventionelles Denken mit aktuellem Portfoliomanagement-Know-how. Die Partner der Incrementum AG verfügen über mehr als 140 Jahre kombinierter Erfahrung im Bank- und Vermögensverwaltungsgeschäft.

www.incrementum.li

Das In Gold We Trust-Team



Gregor Hochreiter
Chefredakteur



Richard Knirsch
*Quantitative Analyse
& Charts*



Jeannine Grassinger
Assistenz



Stefan Thume
Webdesign & Medien



Kalon Boston
Autor



Nina Crocoll
Lektorin Deutsch



Julien Desrosiers
Autor



Fabian Grummes
Autor



Florian Grummes
Autor



Nikolaus Jilch
Autor



Emil Kalinowski
Autor



Theresa Kammel
Autorin



Fabio Lacchini
Charts



Chris Marchese
Autor



Philip Mastny
Social media



Alma Mischu
Layout



Charley Sweet
Lektor Englisch



Peter Young
Autor

**Begleiten Sie uns
auf unserer goldenen Reise!**



In Gold We Trust-REPORT 2020 – Extended Version

ingoldwetrust.report/download/6914

In Gold We Trust-REPORT 2020 – Compact Version

ingoldwetrust.report/download/6910



Aktuelles In Gold We Trust – CHARTBOOK

ingoldwetrust.report/download/9799

In Gold We Trust – NUGGETS

ingoldwetrust.report/igwt-nuggets



In Gold We Trust – CLASSICS

ingoldwetrust.report/igwt-classics



in LinkedIn

www.linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report

 **Twitter**

www.twitter.com/IGWTreport

 **Youtube**

www.youtube.com/c/InGoldWeTrust

Newsletter

www.incrementum.li/newsletter



In Gold We Trust – ARCHIV

ingoldwetrust.report/archiv

In Gold We Trust-REPORT

Der Goldstandard aller Goldstudien

ingoldwetrust.report



Contact: Incrementum AG, Im Alten Riet 102, 9494 Schaan/Liechtenstein
www.incrementum.li | www.ingoldwetrust.li | E-Mail: 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).