

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

**1. Juni 2017 | Compact Version**

Extended Version (180 Seiten) erhältlich unter [www.ingoldwetrust.report](http://www.ingoldwetrust.report)



**incrementum**

**Ronald-Peter Stoeferle  
& Mark J. Valek**

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



philoro  
EDELMETALLE



Victoria  
GOLD CORP



ABX

Allocated Bullion Exchange

ENDEAVOUR  
SILVER



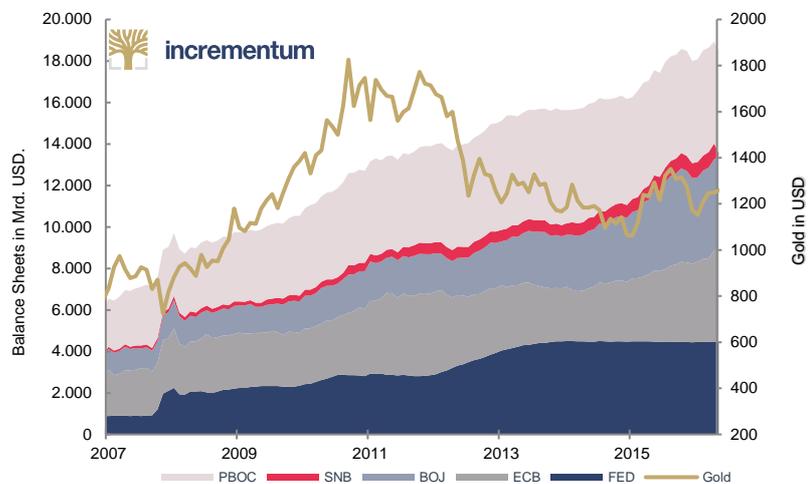
TOCQUEVILLE



## Einleitung

**Wir leben in einem Zeitalter eines fortgeschrittenen monetären Surrealismus.** Allein im 1. Quartal 2017 wurden seitens der größten Notenbanken 1.000 Milliarden USD an Zentralbankgeld ex nihilo geschaffen. Die geschöpften Gelder wurde freilich nicht karitativ eingesetzt<sup>1</sup>, sondern wurden für den Kauf von Finanztiteln verwendet.<sup>2</sup> Obwohl die global anhaltende "liquidity supernova" derzeit weiterhin für "angespannte Ruhe"<sup>3</sup> an den Finanzmärkten sorgt, sind wir der festen Überzeugung, dass sich die wahren Kosten dieses monetären Wahnsinns noch offenbaren werden.

Zentralbankbilanzen und der Goldpreis



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

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

**Ray Dalio**

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

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

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

<sup>2</sup> Vgl. Bank of America Merrill Lynch, Michael Hartnett

<sup>3</sup> Die BIZ sprach in einem Quartalsbericht von einer "angespannten Ruhe". Das Spannungsverhältnis zwischen Ruhe an den Finanz- und Währungsmärkten und den fundamentalen Sollbruchstellen der Realwirtschaft müsse sich früher oder später auflösen, so die BIZ.

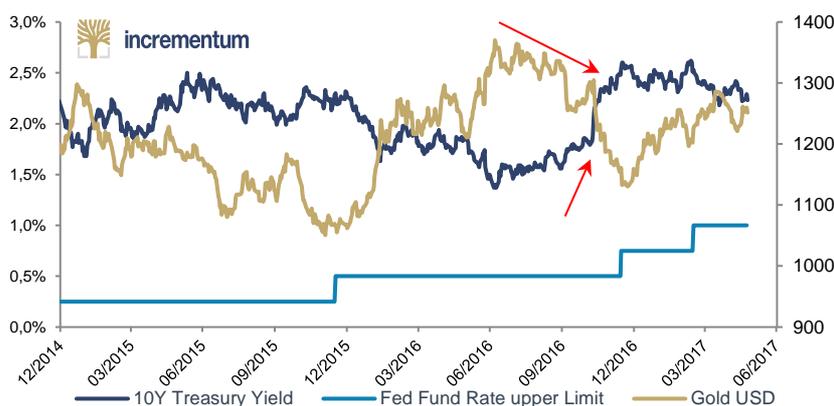
ist für viele Börsianer die erhsehnte Bestätigung für die finale Genesung der US-Wirtschaft.

**Doch die jahrelang angekündigte Zinswende lief zunächst schleppend an.** Die Marktteilnehmer wurden im Laufe des Jahres 2016 zunehmend nervös, als klar wurde, dass die Zentralbank nicht annähernd in der Lage war, das angekündigte Tempo von vier Zinserhöhungen einzuhalten. Im Anschluss an die FOMC-Sitzung im März 2016 lautete die erste Frage, die der CNBC-Journalist Steve Liesman an Janet Yellen stellte:

*"Does the Fed have a credibility problem [...]?"<sup>4</sup>*

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

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



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

*"The highly abnormal is becoming uncomfortably normal."*

**Claudio Borio, BIZ**

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

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

<sup>4</sup> [https://youtu.be/aodavML\\_cb8?t=15m](https://youtu.be/aodavML_cb8?t=15m)

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



Quelle: [https://de.wikipedia.org/wiki/Donald\\_Trump](https://de.wikipedia.org/wiki/Donald_Trump)<sup>5</sup>

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

**Søren Kierkegaard**

*"It's the economy, stupid."*

**Bill Clinton**

*"It's the economic, stupid."*

**Richard Lugner**

(österreichisches Pendant von Donald Trump)

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

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

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

<sup>5</sup> Anmerkung: Dies ist das offizielle Präsidentschaftsfoto von Donald Trump.

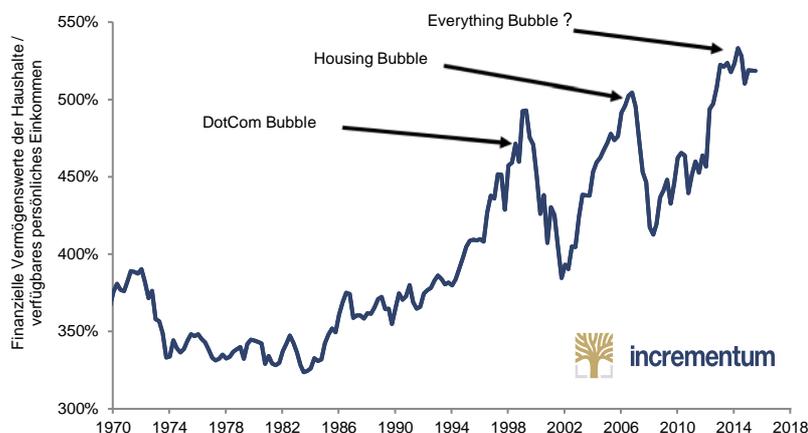
"... Stocks, bonds and real estate have all become as overvalued as we have ever seen any one of them individually in this country. The end result of all of this money printing and interest rate manipulation is the worst economic expansion since the Great Depression and the greatest wealth inequality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

**Jesse Felder**

**zwei Dekaden inmitten einer durch Geldmengeninflation verursachten, illusionären Bubble-Economy mit dazugehörigem Ablaufdatum befinden.** Im Vergleich zu den vorherigen beiden Blasen beschränkt sich der Exzess aber nicht nur auf einzelne Sektoren (Technologie in 2000, Credit in 2008), sondern inkludiert zahlreiche Anlageklassen, insbesondere Anleihen und (erneut) Immobilien.

**Mit Blick auf die aktuelle Lage spricht der US-Analyst Jesse Felder zu Recht von einer "Everything-Bubble".**<sup>6</sup> Das Konzept des klassischen Anlegerportfolios, das Aktien für den Risikohunger und Anleihen als gegenläufigen Sicherheitsbaustein vorsieht, muss gegenwärtig kritisch hinterfragt werden.<sup>7</sup>

**Die "Everything Bubble": Vermögenswerte relativ zu den Einkommen**



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

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

**Michael Hartnett**

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

<sup>6</sup> Vgl. Felder, Jesse: "Welcome to the everything bubble", *The Felder Report*, 2015

<sup>7</sup> Siehe hierzu auch unser bald erscheinendes Buch: *Die Nullzinsfalle – Nachhaltiger Vermögensaufbau in einem nicht nachhaltigen Geldsystem*

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

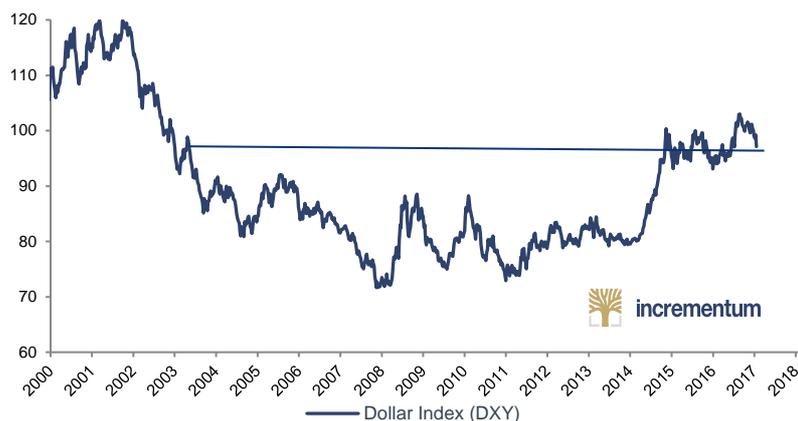
**Dave Rosenberg**

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

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

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

#### Starker US-Dollar begünstigt Disinflation



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

**Karl Popper**

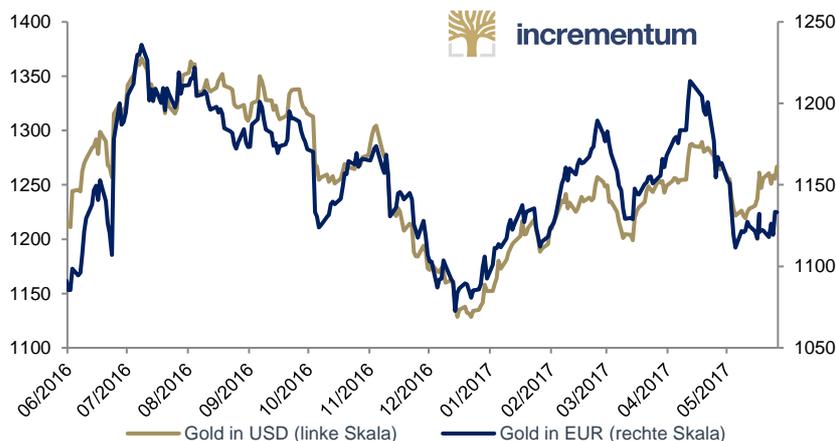
**Die unnatürlich tiefen Zinsen gepaart mit dem Anlagedruck der Investoren haben zu einer trügerischen Sorglosigkeit vieler Marktteilnehmer geführt.** Szenarien wie deutlich höhere Teuerungsraten oder eine Rezession werden zurzeit eher wie Schwarze Schwäne behandelt, wenngleich historisch evident ist,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

### Standortbestimmung

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

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

Gold in US-Dollar und Euro seit dem letzten Goldreport



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Gold ist eine klassische Aufwertungswährung

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

Gold Performance seit 2001 in div. Währungen (%)

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

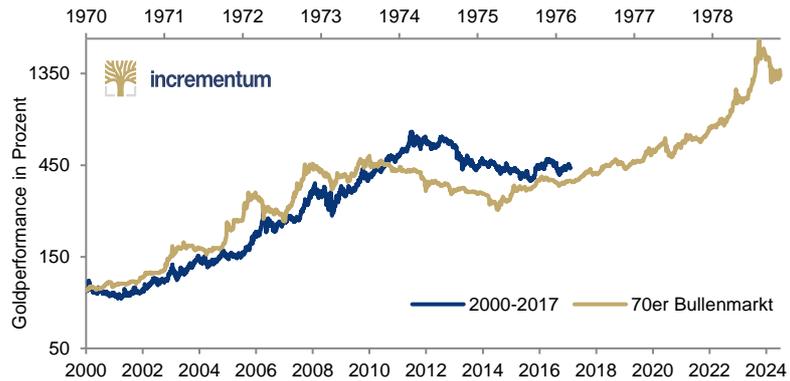
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG. Zahlen per 29. Mai 2017

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

**Keith Weiner**

Der nächste Chart zeigt die bereits im Vorjahr beschriebene Ähnlichkeit zwischen dem Bullenmarkt der 1970er-Jahre und der aktuellen Phase. Vergleicht man die beiden Kursverläufe, so lässt sich erkennen, dass der Bärenmarkt seit 2011 annähernd die gleiche Struktur und Tiefe wie die Mid-Cycle-Korrektur von 1974-1976 hatte. Man erkennt jedoch auch, dass die Dauer der beiden Korrekturen deutlich divergiert.

**Goldbullenmarkt 1970er vs. 2000-aktuell**



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

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

**James Montier**

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

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

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



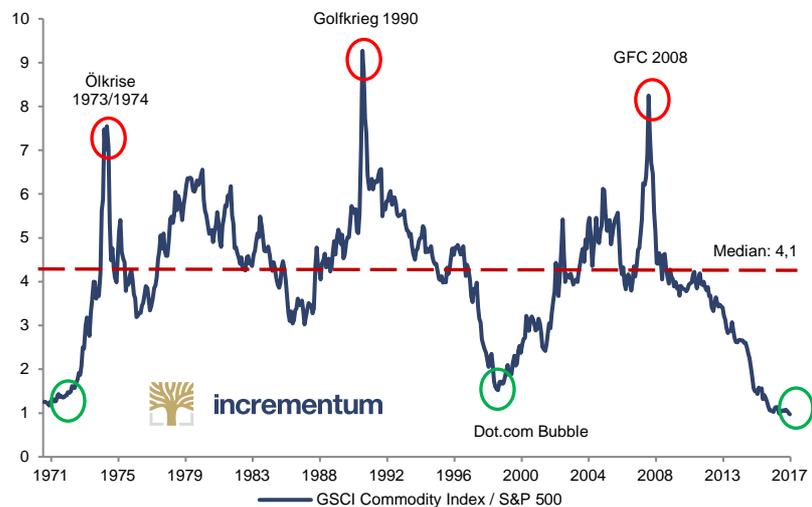
Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

*"Sell economic ignorance; buy gold."*

**Tim Price**

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

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



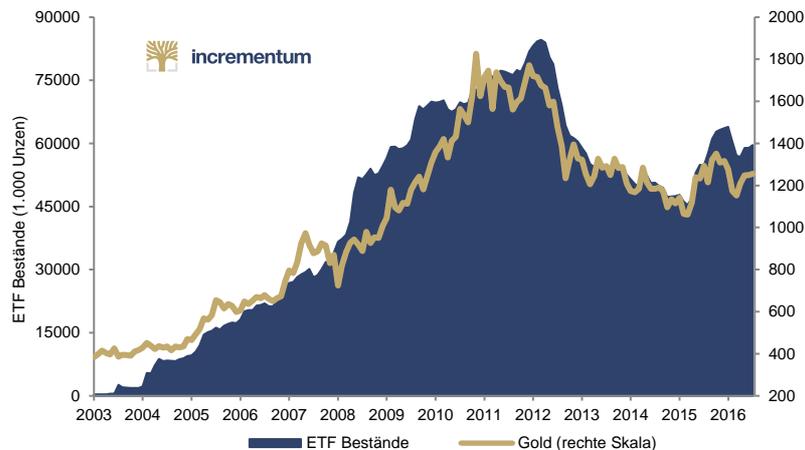
Quelle: Dr. Torsten Dennin, Incrementum AG

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

**Anthony Deden**

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

ETF-Bestände (in 1.000 Unzen) vs. Goldpreis



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

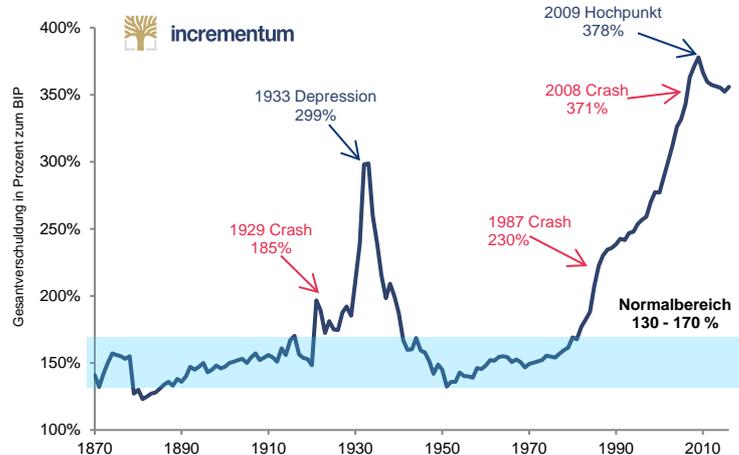
*"Out on the edge you see all kinds of things you can't see from the center. Big, undreamed-of things – the people on the edge see them first."*

**Kurt Vonnegut**

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

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

Gesamtverschuldung der USA in % des BIP



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

## Weißer Schwan: Rezession

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

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

**Nassim Taleb**

*"Our economic forecasting record is nearly perfect."*

**Janet Yellen**

**Wo stehen wir nun und welche Szenarien halten wir für wahrscheinlich?** Allgemein gesprochen hat die Erhöhung der Gesamtverschuldung und der Geldmengen das ungedeckte Geldsystem noch fragiler gemacht als es von seiner Grundverfassung ohnehin schon ist. Nach den zahlreichen, von den Notenbanken umgesetzten außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen ist es für das Vertrauen der Investoren nunmehr wichtig, dass die verspätet eingeläutete Normalisierung der US-Geldpolitik gelingt. An dieser Stelle wollen wir uns daher mit möglichen Szenarien auseinandersetzen, welche die Normalisierung verhindern könnten und in letzter Instanz zu systemischen Erschütterungen führen würden. Dies hätte auf den Goldpreis naturgemäß einen erheblichen Einfluss.

Es ist bekannt, dass eine Rezession in den USA einen der größten Risikofaktoren für internationale Anleger darstellt. Die derzeitige Sorglosigkeit der Finanzmarktteilnehmer ist aus unserer Sicht verdächtig hoch. **Aktuell wird die Wahrscheinlichkeit einer nahenden Rezession völlig vernachlässigt und wohl eher wie die eines Grauen oder gar Schwarzen Schwans eingepreist.**

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

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

### Hinweis Nr. 1: Steigende Zinsen

Betrachtet man einen langfristigen Chart der US-Leitzinsen, so erkennt man, dass fast jedem Zinserhöhungszyklus eine Rezession (gemessen anhand einer Schrumpfung des BIP in mind. 2 Quartalen) folgt. **Beeindruckend ist die historische Tatsache, dass in den vergangenen 100 Jahren auf 19 Zinserhöhungszyklen 16 Rezessionen folgten. Nur in drei Fällen folgte dem Zinserhöhungszyklus keine Rezession.** <sup>8</sup>

<sup>8</sup> Vgl. Hoisington Quarterly Review and Outlook, Q1 2017

### Zinsanhebungszyklen und Rezessionen in den USA



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Federal Reserve New York, Incrementum AG

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

**Thomas Sowell**

Das zyklische Auftreten von Booms und Busts sowie deren Zusammenhang mit der Geldpolitik wird dadurch evident. Unserer Meinung nach liefert die Austrian Business Cycle Theory (ABCT) hilfreiche Erklärungen für diesen Zusammenhang.<sup>9</sup> **Zinserhöhungen sind also grundsätzlich mit Spannung zu erwarten.**

#### Hinweis Nr. 2: Die unnatürliche Vermögenspreisinflation

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

*"...we made a decision back in 2008, early 2009 we were going to have a wealth affect. That was achieved, it made wealthy people wealthier but the point is, it didn't trickle down..."<sup>10</sup>*

Richard Fisher, ehemaliger Präsident der Federal Reserve Bank Dallas

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

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

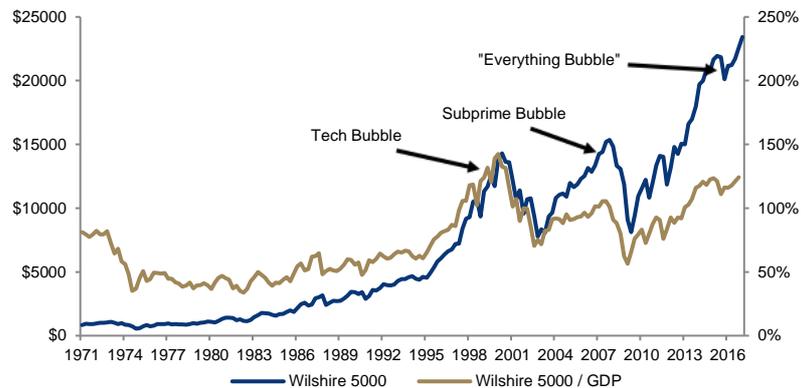
**Donald Trump**

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

<sup>9</sup> Nähere Erläuterungen der ABCT und deren Implikationen finden Sie ua. in unserem Buch *Österreichische Schule für Anleger: Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation*, 2014

<sup>10</sup> Fisher, Richard: "Wealth Effect" Did Not Trickle Down", 2016

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



Quelle: Federal Reserve St.Louis; Incrementum AG, Kevin Duffy<sup>11</sup>

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

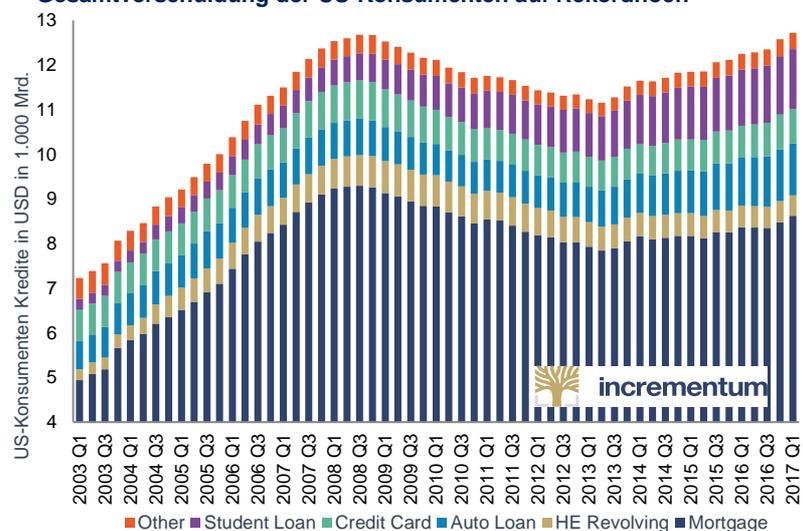
### Hinweis Nr. 3: Verschuldung der Konsumenten & Verlangsamung der Kreditausweitung

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

**Argentarius**

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

### Gesamtverschuldung der US-Konsumenten auf Rekordhoch



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

<sup>11</sup> Vgl. Duffy, Kevin: "Mr. Market flunks the marshmallow test", Präsentation auf der Grant's Spring Konferenz 2017

#### Hinweis Nr. 4: Dauer des Aufschwungs

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

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

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

#### Hinweis Nr. 5: Stagnierende Steuereinnahmen

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

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

#### Die Konsequenzen einer Rezession

**Sollte dieser Aufschwung nicht der längste der Geschichte werden und das US-BIP Wachstum in den kommenden 24 Monaten tatsächlich negativ werden, wären die Konsequenzen aus unserer Sicht gravierend.** Die reflexartige Reaktion von Staat und Zentralbank wären definitiv weitere Stimulierungsmaßnahmen und eine Umkehr der Geldpolitik. Aktuell wird in Finanzmarktkreisen fast ausschließlich von der baldigen Rückkehr zu einer normalen Geldpolitik gesprochen.

So gut wie niemand erwartet jedoch eine nahende Rezession bzw. eine expansivere Geldpolitik. In den letzten Jahren hat die US-Notenbank eine immer asymmetrischere Geldpolitik betrieben. Zinssenkungen fielen also stets stärker als Zinserhöhungen aus.

Da die Normalisierung der Geldpolitik bei weitem noch nicht so weit vorangeschritten ist, würden die erneuten Stimulierungsmaßnahmen das Vertrauen in die Nachhaltigkeit der bisherigen monetären Therapie vermehrt in

Frage stellen. Zudem unterliegt auch die Wirksamkeit der monetären Therapie einem abnehmenden Grenznutzen. Jeder zusätzlich geschöpfte Dollar schafft immer weniger Wirtschaftswachstum. **Aus diesem Grund wird voraussichtlich die nächst Runde unkonventioneller Geldpolitik deutlich brachialer ausfallen müssen als wir dies bisher kennen.** Dies könnte zu einer drastischen Aufwertung des Goldpreises führen.

## Grauer Schwan: Stagflation

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

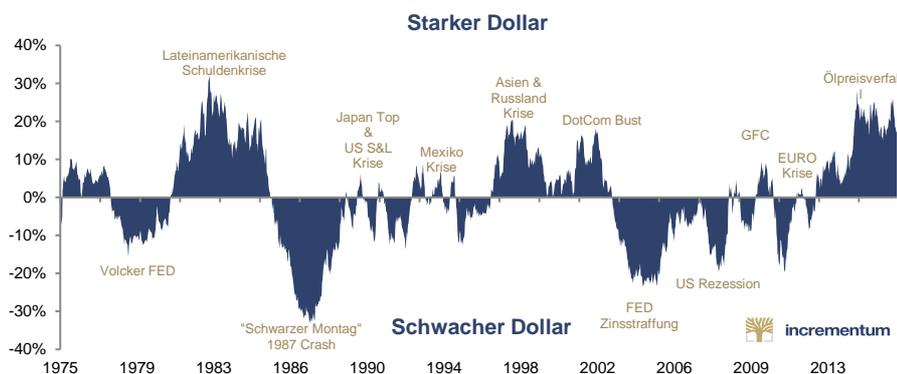
[www.acting-man.com](http://www.acting-man.com)

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

Entgegen der landläufigen Meinung, dass sich die industrialisierten Volkswirtschaften durch eine geringe Inflation auszeichnen, hat bereits eine enorme monetäre Inflationierung stattgefunden. Diese hat sich bislang jedoch "nur" in den Vermögenspreisen, also Asset Price Inflation, niedergeschlagen. Es mutet merkwürdig an, dass gestiegene Preise für Lebensmittel in der Regel als verhängnisvoll angesehen werden, wohingegen steigende Häuserpreise oftmals als Segen gelten. **In beiden Fällen bedeutet dies schlichtweg eine Reduktion der Kaufkraft.**<sup>12</sup>

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

### USD-Index: Indikator für finanzielle Krisen?



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

<sup>12</sup> Vgl. Hollenbeck, Frank: "Why Keynesian Economists Don't Understand Inflation", Mises.org, 2014

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

### Weitere potenzielle Graue Schwäne

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

- Kreditkrise in China
- Politische Krise in den USA im Falle einer Absetzung von Präsident Trump
- Eine geopolitische Eskalation im Nahen oder Fernen Osten
- Hyperdeflation in Folge einer globalen Banken- und Staatschuldenkrise
- US- Wirtschaftsaufschwung durch massive Steuererleichterungen und Liberalisierungen
- Neuordnung der globalen Währungsordnung inklusive einer (Teil-) Remonetarisierung von Gold

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

**Kyle Bass**

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

**Simon Mikhailovich**

### Graue Schwäne und möglicher Einfluss auf den Goldpreis

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

Quelle: Incrementum AG

## Minenaktien

**Als unser letzter "In Gold we Trust"-Report erschien, notierte der Gold Bugs Index (kurz HUI) bei 240 Punkten.** Nach einer fulminanten Rally von mehr als 180% innerhalb von 8 Monaten, korrigierte der Sektor 61,8% seines vorherigen Anstieges. Seit Jahresbeginn hat sich das Blatt wieder gewendet und sich das technische Bild klar aufgehellt.

**Ein Blick auf die Marktkapitalisierung der Goldminenunternehmen zeigt eine beträchtliche Bewertungsdiskrepanz gegenüber anderen**

*"The great financial success stories are people who had cash to buy at the bottom."*

**Russell Napier**

**Anlageklassen.** Derzeit wird der Gold Bugs Index (kurz: HUI), welcher die 16 größten ungehedgten Goldproduzenten umfasst, mit lediglich 99 Mrd. USD bewertet. Diese Summe beträgt 0,4% der Marktkapitalisierung aller Titel im S&P 500 Index. Allein Apple ist aktuell um 720% höher kapitalisiert als alle 16 Unternehmen aus dem Index. **Eine weitere interessante Zahlenspielerei: Allein mit dem derzeitigen Cash-Bestand von Apple könnte man entweder 2,5 Mal den Gold Bugs Index oder wahlweise auch 6.500 Tonnen Gold kaufen. Nach den USA wäre Apple gemäß dieses Gedankenspiels somit der zweitgrößte Goldhalter der Welt.**

**Marktkapitalisierungen Gold Bugs Index (HUI) vs. Apple, in Mrd. USD**



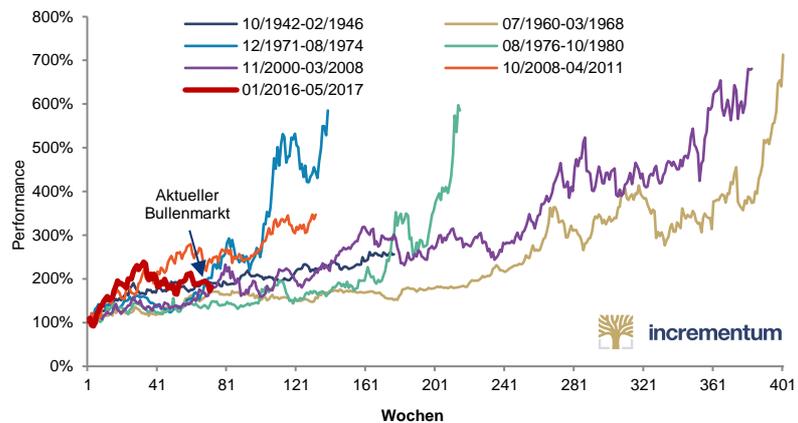
Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

*"Ein Bullenmarkt ist wie Sex.  
 Kurz vor dem Ende fühlt er sich  
 am besten an."*

**Barton Biggs**

Werfen wir nun einen Blick auf alle Bullenmärkte des Barrons Gold Mining Index (BGMI)<sup>13</sup>, so erkennt man, dass der aktuelle Aufwärtstrend im Vergleich zum vorangegangenen noch relativ kurz und schwach ausfällt. Sollten wir uns wirklich am Beginn einer ausgeprägten Trendphase bei den Minen befinden – wovon wir ausgehen – so dürfte noch ausreichend Aufwärtspotenzial vorhanden sein.

**Bullenmärkte im Vergleich: BGMI Bullenmärkte seit 1942**



Quelle: Nowandfutures, TheDailyGold.com, Barrons, Incrementum AG

**Der von uns sehr geschätzte Analyst Jordan Roy-Byrne beschreibt den aktuellen Zustand des Sektors mit "Bearish Bull".** Nachdem sich die

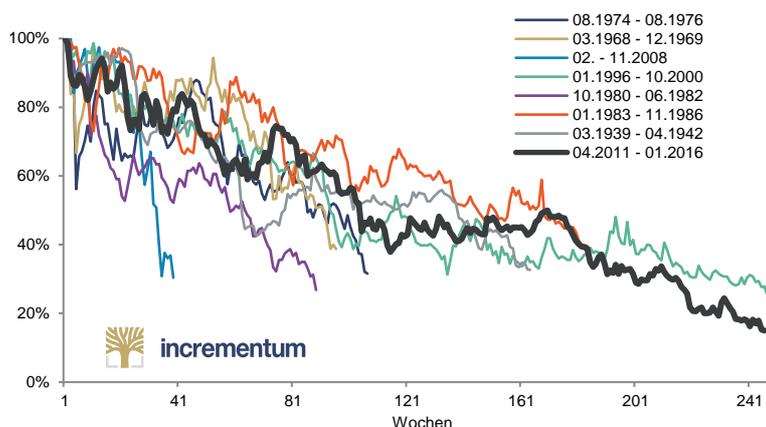
<sup>13</sup> Seines Zeichens der älteste verfügbare Goldminenindex. Der Index kann unter [www.bgmi.us](http://www.bgmi.us) bezogen werden.

*"A speculator is a man who observes the future, and acts before it occurs."*

**Bernard Baruch**

Fundamentaldaten des Bergbausektors bereits 2014 und 2015 stabilisiert hatten, setzte Ende 2015 die finale Kapitulation des Sektors ein. Dies lässt sich daran erkennen, dass Minenaktien zu diesem Zeitpunkt die schlechteste 5- und 10-Jahres rollierende Performance seit 90 Jahren aufwiesen. Relativ zum S&P markierten Minentitel im Zuge dieser finalen Trendbeschleunigung ein Allzeit-Tief und das Preis/Buchwert-Verhältnis lag auf dem tiefsten Stand seit Beginn der Aufzeichnungen vor mehr als 40 Jahren. Auch anhand der nächsten Grafik erkennt man, dass der vorangegangene Bärenmarkt historisch einzigartig war.<sup>14</sup>

#### Bärenmärkte im Vergleich: BGMI Bärenmärkte seit 1942



Quelle: Nowandfutures, TheDailyGold.com, Barrons, Incrementum AG

**Bei aller Zuversicht, die wir hinsichtlich der Miner an den Tag legen, sollte jedoch auf folgende Tatsachen nicht vergessen werden:**

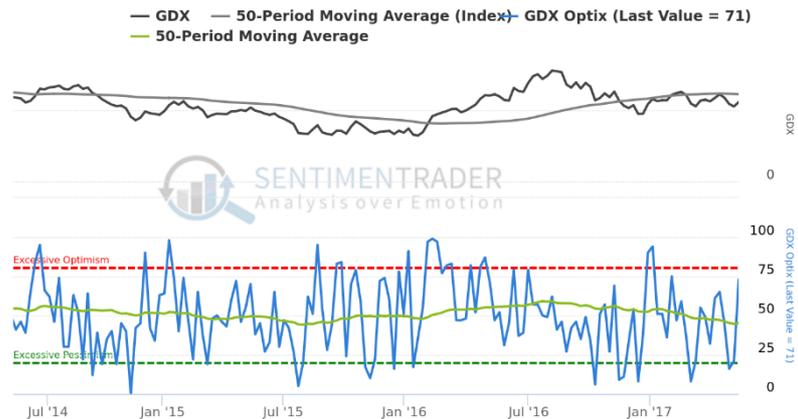
*"Buying natural resources at the right time of the cycle can be extremely rewarding business. Producers tend to suffer from the triple whammy of lower prices, lower volumes, and expensive financing. A great combination for anyone with cash and hungry for resources."*

**Diego Parilla**

- Die Goldproduzenten schafften es in den letzten Jahren durch umfangreiche Einsparungsmaßnahmen die Förderkosten deutlich zu senken. Geholfen haben in diesem Zusammenhang sicherlich auch die deutlich gefallen Energiepreise, die traditionell einen signifikanten Anteil an den reinen Förderkosten ausmachen. Viele Produzenten haben zudem massive Ausgabenkürzungen bei den jährlichen Explorationsausgaben gemacht. Da die Goldreservenbasis durch den Goldabbau stetig fällt, erwarten wir in den nächsten Jahren eine deutliche Beschleunigung der Übernahmeaktivitäten. Wir erwarten hier besonders M&A-Aktivitäten bei Explorern und Developern mit Projekten in politisch stabilen Regionen wie Australien und Nordamerika. Die jüngste Übernahme von Integra Gold im Mai durch Eldorado Gold bestätigt unsere Einschätzung.
- Kurzfristig erscheint uns die technische Lage etwas zu optimistisch. Wie anhand des Optix-Index erkenntlich, nähert sich die Stimmung im GDX Index bereits einem optimistischen Extrem. Hier könnte – auch passend zum saisonalen Verlauf der Miner – ein sommerlicher Rücksetzer hervorragende Einstiegsmöglichkeiten bieten.

<sup>14</sup> Vgl. "The Bearish Bull", Jordan Roy-Byrne, TheDailyGold.com

### GDX Optix



Quelle: Sentimentrader

**Antizyklische Investoren finden im Edelmetallsektor eine attraktive Nische mit einem hervorragendem Chance-Risiko-Verhältnis auf Sicht der nächsten Jahre.** Der Fokus sollte weiterhin auf konservative Unternehmen gesetzt werden, die nicht nur Wachstum um jeden Preis auf der Agenda haben, sondern bei denen die Interessen der Aktionäre im Vordergrund stehen. **Bewertungstechnisch erscheinen uns das Wachstum von Free Cash-Flow, Goldreserven je Aktie und Gewinnwachstum je Aktie als wichtigste Kennzahlen.** Der Papierflut sollte man besonders in diesem Sektor entgehen können, vor allem wenn man sich gegen die Inflationierung seitens der Notenbanken absichern möchte.

*"Put not your trust in money, but put your money in trust."*  
**Oliver Wendell Homes Sr.**

**In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns derzeit auf Developer und Emerging Producer.** Ausgehend von unserer Prämisse, dass sich Gold nun wieder im Bullenmarkt befindet, rechnen wir mittelfristig mit einem fallenden Gold-Silber-Ratio. **In diesem Szenario müssten sich besonders bei Silberminern herausragende Investmentopportunitäten ergeben.**

### Fazit

*"The optimist thinks this is the best of all possible worlds. The pessimist fears it is true."*  
**J. Robert Oppenheimer**

**Nach Jahren der Nullzinspolitik haben sich Anleger auf die "Schöne neue Welt" ohne Zinserträge eingestellt.** Die Aktie wird nun vermehrt aus Cashflow- bzw. Dividenden-Überlegungen gehalten und gilt als alternativlos. Als sichere Rentensurrogate finden sich in Anlegerportfolios zunehmend illiquide Immobilien, welche durch das Wunder der Verbriefung liquide erscheinen. Staatsanleihen selbst werden hingegen nicht mehr aus Renditeüberlegungen, sondern oftmals aufgrund von weiteren Kurssteigerungsphantasien oder lediglich regulatorischen Gründen gehalten. **Gold scheint für das renditehungrige Anlegerportfolio zurzeit zu niedrigkalorisch.**

**Die aktuelle Lage an den Kapitalmärkten scheint verheißungsvoll.** Gemäß dem von der US-Zentralbank vorgegebenen Narrativ schreitet die Genesung der Wirtschaft stetig voran. Als Belege der erfolgreichen Wirtschaftspolitik dienen die rekordhohen Kursstände an den Börsen sowie das Absinken der Arbeitslosenquote auf das Vorkrisenniveau. Nach einer



Quelle: Hedgeye.com

*"There's no harm in hoping for the best as long as you are prepared for the worst."*  
**Stephen King**

*"Never underestimate the power of stupid people in large groups."*  
**George Carlin**

*Alle Wege führen zu Gold...*

ausgedehnten Phase extremer geldpolitischer Eingriffe kehrt nun die lang angekündigte Normalisierung ein. Auch um China, das ökonomische Sorgenkind der letzten Jahre, ist es derzeit wieder etwas ruhiger geworden. Sogar im krisengeplagten Europa stehen die Zeichen aktuell auf politische und wirtschaftliche Entwarnung. Diesem Bild zufolge sind die Aussichten für die Kapitalmärkte gut und die geringe Risikoaversion gerechtfertigt.

**Wir erachten diese von den Märkten reflektierte Sichtweise jedoch als unvollständig und hochgradig inkonsistent.** Die meisten Marktteilnehmer übersehen, dass die Vermögenswerte zum dritten Mal in nur zwei Jahrzehnten deutlich überteuert sind.

Viele Investoren blenden zudem die negativen Auswirkungen von Zinserhöhungen auf den Wirtschaftszyklus aus; sie ignorieren die erneute Rekordverschuldung der US-Konsumenten und sie gehen mit ihren Portfoliopositionierungen implizit davon aus, dass der aktuelle US-Aufschwung der längste der Geschichte sein wird. Und vielleicht am ironischsten: Sie feiern geradezu die politische Folge einer jahrelang verfehlten Wirtschaftspolitik: **die Wahl des wohl unberechenbarsten US-Präsidenten aller Zeiten – Donald J. Trump.**



**Unsere ökonomische Bestandsaufnahme scheint also diametral entgegengesetzt zum vorherrschenden Konsens zu sein.** Man könnte meinen, wir wären mit dermaßen konträren Einschätzungen einsame Wölfe. Zu einem gewissen Grad mag das stimmen. Unserer Erfahrung nach sind wir jedoch bei weitem nicht so alleine, wie man dies anhand der derzeitigen Kursstände vermuten würde. Eine wachsende Zahl unserer Leser sind institutionelle Anleger, die unsere Skepsis teilen. Paradoxerweise sind es gerade die aktuellen Kurssteigerungen, die sie dazu drängen, weiter im Finanzmarktcarussell mitzufahren, auch wenn ihnen dabei schon etwas schwindlig ist. Es geht derzeit eine Angst um: die Angst nicht dabei zu sein ("fear of missing out"). Viele Skeptiker tanzen weiter auf dieser Party – wenngleich in der Nähe des Ausgangs. **Die Frage ist jedoch: Wird der Ausgang groß genug für alle sein?**

**Mitverantwortlich für unsere Überzeugung, dass es in naher Zukunft zu Turbulenzen an den Finanzmärkten kommen wird, ist die Einsicht, dass dieses Geldsystem nicht nachhaltig ist.** Es führt inhärent zu einer steigenden Gesamtverschuldung, welche seit Jahrzehnten stärker wächst als die Wirtschaftsleistung. Die Schaffung weiteren Wohlstands wird durch die Überschuldung sukzessive erschwert und das Wirtschaftssystem damit zunehmend krisenanfälliger. Je höher die Schuldenstände, desto größer die Zinssensitivität – wir stecken längst in der Nullzinsfalle. Dennoch gibt es – obwohl die Symptome so gut wie niemandem mehr entgehen – bislang keinerlei öffentlichen Diskurs um eine grundlegende Reform des Geld- und Weltwährungssystems.

*"Societal scale increases.  
 Instability grows exponentially.  
 Complexity breeds complexity."*  
**Jim Rickards**

**Ob man unserer bescheidenen, systemkritischen Meinung vollumfänglich zustimmt, ist eine Sache. Die Frage, ob man angemessenen Teil seines liquiden Vermögens als "goldene Sicherheitsreserve" halten sollte, eine andere.** Um sich darüber klar zu werden, kann man sich vereinfacht folgende Fragen stellen:

**Wann brauche ich kein Gold im Portfolio?**

wenn...

- die Schuldenstände tragfähig sind bzw. glaubwürdig abgebaut werden können
- die Inflationsgefahr als gering eingestuft wird
- die Realzinsen hoch sind
- das Vertrauen in die Währungshüter gefestigt ist
- das politische Umfeld berechenbar ist
- die geopolitische Lage stabil ist
- die Regierungen Märkte liberalisieren, die Steuergesetzgebung vereinfachen und die bürgerlichen Freiheiten achten



Quelle: Hedgeye.com

*"Our winnings will come...from the people who wake up one morning to find their savings have been devalued or bailed-in...It's going to come from the pension funds of teachers and firefighters. The irony is that when gold finally pays off, it will not be a cause for celebration."*

**Brent Johnson**

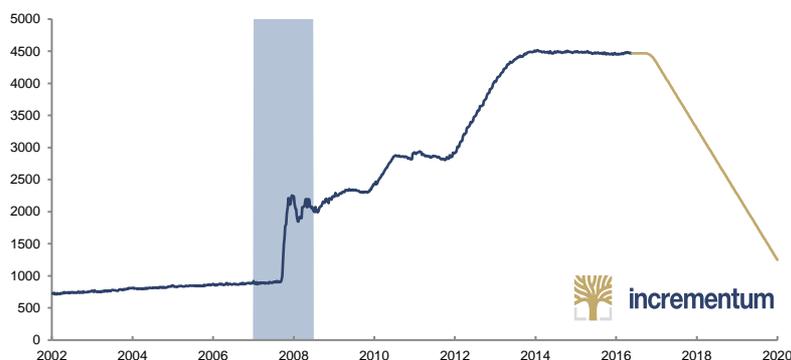
Aus unserer Sicht spricht das Umfeld eine klare Sprache: Sicherheitsgold zu halten, ist für den umsichtigen Anleger ein Gebot der Stunde.

**Wie geht es mit dem Goldpreis weiter?**

Vor knapp zwei Jahren hatten wir die gewagte Prognose aufgestellt, bis Juni 2018 könne der Goldpreis 2.300 USD erreichen. Dies scheint zum jetzigen Zeitpunkt unwahrscheinlich. Trotzdem sieht es im langfristigen Preisverlauf so aus, als hätte der Goldpreis seine Formkrise überwunden. Unserer Überzeugung nach liegt der zweite Teil des säkularen Bullenmarktes noch vor uns. Die Gründe dafür sind mannigfaltig:

1. **Die nächste US-Rezession kommt unweigerlich.** Die Frage ist nur: wann? Genauso sicher wie das Ausbrechen der nächsten Rezession ist die Reaktion der Zentralbanken: die Rückkehr zur expansiven Geldpolitik, also Zinssenkungen, eine neue Runde Quantitative Easing und vermutlich Helicopter Money. Wenn die geldpolitische Normalisierung vor dem Ausbruch der nächsten Rezession noch nicht abgeschlossen ist, könnte sich dies für das Vertrauen in die bisherigen Maßnahmen als desaströs erweisen. Als Beleg für den Erfolg der geldpolitischen Normalisierung können folgende zwei Kriterien herangezogen werden:
  - die Durchsetzung von positiven Realzinsen von 1-2%. Bei der angepeilten Teuerungsrate von etwa 2% entspricht dies **einem nominellen Zinsniveau von etwa 3,5%**.
  - **die Verkürzung der FED-Bilanz auf das Vorkrisenniveau.**

**Reduktion der Notenbankbilanz: Lackmustest der geldpolitischen Normalisierung (US Geldmengenbasis Mrd. USD)**



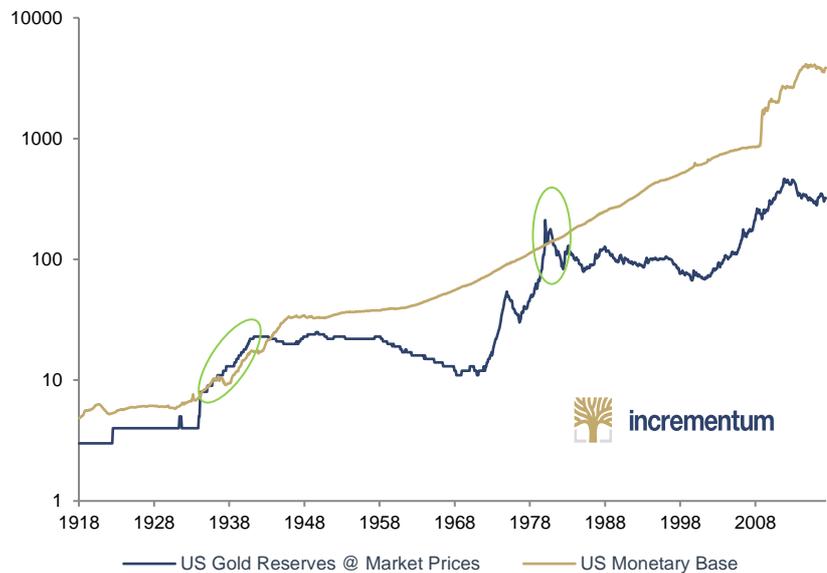
Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

Gemäß der aktuellen Diskussion im entsprechenden Gremium der US-Zentralbank (FOMC) ist eine vorsichtige Reduktion der Bilanzsumme demnächst angedacht (wobei zum jetzigen Zeitpunkt noch keine Zahlen bekannt sind).<sup>15</sup> Selbst wenn die Zentralbank ihre Bilanz im selben Tempo reduziert wie sie diese beim letzten QE-Programm ausgeweitet hat, d.h. eine Reduktion um 85 Mrd. USD pro Monat, würde es bis über das Jahr 2020 hinaus dauern, ehe die Basisgeldmenge wieder auf dem Vorkrisenniveau angekommen wäre. **Aus unserer Sicht ist es nahezu ausgeschlossen, dass dies gelingen wird, ohne dass durch die geldpolitische Straffung eine erneute Rezession losgetreten wird.**

2. **Die globale Überschuldung ist mittlerweile evident.** Dies gilt nicht mehr ausschließlich nur für die Industriestaaten, sondern auch für viele Schwellenländer. Ein "Herauswachsen" scheint faktisch unmöglich. Der eleganteste Weg aus der Situation wäre eine deutliche Abwertung des US-Dollars (und implizit auch der anderen Währungen) gegenüber Rohstoffen bzw. gegenüber Gold. Dies könnte der Verschuldung wieder zurück auf ein tragbares Niveau verhelfen. **Höhere Teuerungsraten bzw. ein stagflationäres Umfeld wären die Konsequenz.** Ein Nebeneffekt wäre wohl, dass sich die derzeitige Unterbewertung des Goldes relativ zur Zentralbank-Geldmenge zumindest verringern würde.

<sup>15</sup> Vgl. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20170503.pdf>; S.12

**US-Geldmengenbasis und US-Goldreserven zu Marktpreisen  
 (logarithmische Skalierung)**



Quelle: Incrementum AG, Federal Reserve St. Louis

Die US-Notenbankgeldmenge wurde seit dem Ende des klassischen Goldstandards bereits zweimal (Mitte der 1930er und Ende der 1970er Jahre) durch die Aufwertung des Goldpreises wieder in Parität zum Wert der US-Goldreserven gebracht. Ob eine US-Dollar-Abwertung im Rahmen einer internationalen Übereinkunft oder aber unkoordiniert eintritt, bleibt abzuwarten.

3. **Die De-Dollarization hat begonnen.** Diesen Prozess betrachten wir als unkoordinierte Form der Dollar-Abwertung. Er äußert sich im Rückgang des US-Dollars in seinem Stellenwert als internationale Währungsreserve. Gold – und nicht etwa Schuldverschreibungen anderer Fiatwährungen – ist die einzige echte Alternative für internationale Zentralbanken, die ein liquides, staatenloses und vor allem gegenpartiefreies monetäres Asset halten wollen. Dies wird sich vor allem dann bewahrheiten, sobald die derzeit präferierten Währungsreserven aufgrund von Kursverlusten der gehaltenen Wertpapiere abwerten und die Zentralbanken deswegen unter politischen Druck geraten.
4. **Das Eintreten eines Black Swan-Ereignisses.** In der gegenwärtigen Lage sind etliche mögliche Schockereignisse denkbar. Ob ein solches einem (geo-)politischen Konflikt entspringt oder einen wirtschaftlichen Hintergrund hat – eine angemessene Goldallokation kann die negative Performance jener Asset-Klassen im Portfolio, die auf solche Ereignisse mit (deutlichen) Verlusten reagieren, abfedern.
5. **Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns zu einer positiven technischen Einschätzung kommen.** Aus Sicht des Terminmarktes hat eine spekulative

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

**Albert Edwards**

Bereinigung stattgefunden, die ein gesundes Fundament für weitere Kursanstiege bieten sollte. Der Coppock-Indikator hat Ende 2015 ein langfristiges Kaufsignal generiert, doch das Sentiment deutet weiterhin Skepsis im Markt. Unserer Meinung nach ist in den nächsten Wochen nur ein recht schwaches Aufwärtsmomentum zu erwarten. Dies liegt in erster Linie an der Saisonalität, andererseits aber auch an einigen Oszillatoren, die sich noch im bearishen Terrain befinden.

**Selbstverständlich ist die Zukunft ungewiss**, weswegen wir einige Szenarien für den zukünftigen Goldpreis entwerfen wollen. Eine Konstante besteht jedoch (vorerst) noch: die Leitwährungsfunktion des US-Dollar. Daher ist aus unserer Sicht die wirtschaftliche Entwicklung im Dollarraum nach wie vor für die Preisentwicklung von Gold ausschlaggebend.

Da die Finanzmärkte nach der US-Präsidentenwahl eine grundlegend neue Einschätzung für die nächsten Jahre vorgenommen haben, werden wir unsere Szenarien zeitlich auf die Amtszeit des derzeitigen US-Präsidenten Donald Trump, die regulär Anfang 2021 endet, ausrichten. **Entscheidend für den Goldpreis werden aus unserer Sicht die Dynamik des BIP-Wachstums sowie der weitere Verlauf der geldpolitischen Normalisierung sein.**

**Szenario A: "Hohes reales Wachstum"**

Die angekündigten wirtschaftspolitischen Maßnahmen greifen, die US-Wirtschaft springt an (>3% p.a.) und die Preisinflation bleibt innerhalb eines verträglichen Rahmens (<3%). Die geldpolitische Normalisierung glückt. Das "Experiment" der Notenbank ist gelungen.

**Der Goldpreis handelt etwa zwischen 700 – 1.000 USD.**

**Szenario B: "Weiteres Muddling-Through"**

Das reale US-BIP-Wachstum und die Teuerungsrate bewegen sich im Bereich von 1-3% p.a. In diesem Fall wird der Goldpreis nicht zum zweiten Teil des von uns antizipierten Bullenmarktes ansetzen können.

**Der Goldpreis bewegt sich in dem Fall im Bereich von 1.000 – 1.400 USD.**

**Szenario C: "Hohes, inflationäres Wachstum"**

Die angekündigten wirtschaftspolitischen Maßnahmen greifen, ein massives Infrastrukturprogramm wird lanciert, die US-Wirtschaft springt signifikant an (>3% p.a.), jedoch auch die Inflationsrate (>3%). Die geldpolitische Normalisierung ist nur zum Teil gelungen, da die Realzinsen wegen der erhöhten Inflation tief bleiben.

**Der Goldpreis liegt bei etwa 1.400 – 2.300 USD.**

**Szenario D:** Eines der unter den Punkten 1-4 aufgelisteten Ereignisse tritt ein. Rezession, Stagflation und/oder eine deutliche US-Dollar-Schwäche lassen den Goldpreis in die Höhe schnellen. Veränderungen der globalen monetären Ordnung sind als Konsequenz einer weiteren US-Rezession und eines Abbruchs der geldpolitischen Normalisierung nicht auszuschließen. In diesem Umfeld ist mit einer signifikanten Aufwertung des Goldpreises zu rechnen.

**Möglich erscheinen Goldpreise zwischen 1.800 und 5.000 USD.**

*"Gold is a currency. It always has been. It always will be."*

**Brent Johnson**

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

*"Let us not look back in anger, nor forward in fear, but around in awareness."*

**James Thurber**

*"Security... it's simply the recognition that changes will take place and the knowledge that you're willing to deal with whatever happens."*

**Harry Browne**

*"Whether it's the best of times or the worst of times, it's the only time we've got."*

**Art Buchwald**

Nach der Lektüre dieses "In Gold we Trust"-Reports sollte es keine Überraschung sein, dass wir den letzten beiden Szenarien die größte Wahrscheinlichkeit beimessen. Ähnlich wie in den 1930er- und den 1970er-Jahren bieten diese Szenarien vorbereiteten Anlegern spannende Opportunitäten. Wir bieten mitunter speziell auf diese Szenarien ausgerichtete Anlageprodukte an.

Bei Fortsetzung des Bullenmarktes werden neben den Edelmetallen selbst auch Minenaktien ein interessanter Performancebringer sein. Der Fokus sollte auf konservative Unternehmen gesetzt werden, die nicht nur "Wachstum um jeden Preis" auf der Agenda haben, sondern bei denen die Interessen der Aktionäre im Vordergrund stehen. Bewertungstechnisch erscheinen uns das Wachstum der Indikatoren Free Cash-Flow, Goldreserven je Aktie und Gewinnwachstum je Aktie als wichtigste Kennzahlen. **In unserem Investmentprozess konzentrieren wir uns derzeit auf Developer- und Emerging-Producer.** Ausgehend von unserer Prämisse, dass sich Gold nun wieder im Bullenmarkt befindet, rechnen wir mittelfristig mit einer fallenden Gold-Silber-Ratio. **In diesem Szenario müssten sich besonders bei Silberminern herausragende Investmentopportunitäten ergeben.**

**Wir erwarten also in den kommenden Jahren deutliche Umbrüche mit spürbaren Auswirkungen auf den Goldpreis. Wir werden die Geschehnisse aufmerksam verfolgen und regelmäßig kommentieren.**

[www.ingoldwetrust.report](http://www.ingoldwetrust.report)

## Über uns

### Ronald-Peter Stöferle, CMT

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

Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Finance in den USA und an der Wirtschaftsuniversität Wien und sammelte während des Studiums praktische Erfahrung am Trading-Desk einer Bank. Nach seinem Studienabschluss arbeitet er bei der Erste Group im Research, wo er 2007 erstmals den "In Gold we Trust" Report publizierte. Im Laufe der Jahre avancierte die Goldstudie zu einer Standardpublikation zum Thema Gold, Geld und Inflation.

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch "Österreichische Schule für Anleger" und 2017 das Buch "Die Nullzinsfalle". Zudem ist er Advisor für Tudor Gold, einem kanadischen Explorationsunternehmen mit Projekten im legendären Golden Triangle (British Columbia).



### Mark J. Valek, CAIA

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

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

Seit 2013 ist er Lektor am Scholarium in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. 2014 veröffentlichte er das Buch "Österreichische Schule für Anleger" und 2017 das Buch "Die Nullzinsfalle".



### Incrementum AG

Die Incrementum AG ist eine unabhängige Anlage- und Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein.

Unabhängigkeit und Eigenständigkeit sind die Eckpfeiler unserer Philosophie, daher ist das Unternehmen zu 100 Prozent in unserem Eigentum. Bevor wir Incrementum gründeten, waren unsere Partner und wir jahrelang im Veranlagungs- und Finanzbereich in Frankfurt, Madrid, Toronto, Zürich und Wien tätig.

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



**Wir bedanken uns herzlich bei Marc Waldhausen, Tobias Müller, Sebastian Müller, Nikolaus Jilch, Demelza Hays, Yannick Möhring, Lars Haugen, Bawerk.net, Philip Barton, Brent Johnson, Florian Grummes, Katja Stöferle, Markus Blaschok, Thomas Vesely, Carsten Ringler, Georg Bühler, Gregor Hochreiter, Nikolaus Jilch, Atle Willems, Hans Fredrik Hansen, Pascal Hügli, Luis Enrique, David Holzinger, Markus Rossmiller, Pater Tenebrarum, Veronika Svihalkova und Florian Hulan für die tatkräftige Unterstützung!**

## **Kontakt**

Incrementum AG  
Im alten Riet 102  
9494 – Schaan/Liechtenstein  
[www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)  
[www.ingoldwetrust.li](http://www.ingoldwetrust.li)  
Email: [ingoldwetrust@incrementum.li](mailto:ingoldwetrust@incrementum.li)

## **Disclaimer**

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

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

**Copyright: 2017 Incrementum AG. All rights reserved.**