

# In Gold we Trust 2016 – *Compact Version*

**Gold ist zurück! Mit der stärksten Quartals-Performance seit 30 Jahren stieg das Edelmetall aus dem Bärenmarkt empor. Ausschlaggebend für das Comeback ist die steigende Unsicherheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Genesung der Post-Lehman-Ökonomie. Gelingt nach jahrelanger Verabreichung hoher Dosen monetärer Schmerzmittel die Absetzung dieser Präparate? Oder stehen wir vor einer grundsätzlichen Infragestellung der gesamten Therapie?**

## Autoren:

Ronald-Peter Stoeferle, CMT  
rps@incrementum.li  
Twitter @RonStoeferle

Mark J. Valek, CAIA  
mjv@incrementum.li  
Twitter @MarkValek



## Über den Report:

Der „In Gold we Trust“-Report ist eine jährlich erscheinende Studie, welche seit 2006 publiziert wird. Seit 2013 wird die Analyse von den beiden Autoren - welche Partner der unabhängigen Investment Boutique Incrementum AG sind - erstellt.

Die „*Compact Version*“ ist eine stark komprimierte Version des Reports. Die 160-seitige Studie können Sie hier downloaden:

[www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)

Feedback:  
[ingoldwetrust@incrementum.li](mailto:ingoldwetrust@incrementum.li)

Preise sind Schlusskurse  
vom 24. Juni 2016

**Wachstum bzw. Teuerung zu schaffen bleibt der geldpolitische Imperativ.** Die dazu systemisch benötigte Kreditausweitung will nicht in die Gänge kommen. Selbst die nach der Finanzkrise recht zurückhaltend agierende EZB befindet sich nun in einem Zustand der dauerhaften geldpolitischen Improvisation und Stimulation. **Die generelle Unsicherheit nimmt im Zusammenhang mit den jüngsten Entwicklungen rund um den BREXIT nochmals zu!**

**Jahrelange Niedrigzinspolitik hat die Notenbanken in eine Lose-Lose-Situation manövriert: Sowohl ein Fortsetzen als auch ein Beenden der Niedrigzinspolitik birgt erhebliche Risiken.** Um die gewünschten Wachstumsimpulse zu entfachen, wurde mancherorts bereits der monetäre Rubikon überschritten und Negativzinsen eingeführt. **Gold wird in diesem Umfeld zunehmend attraktiver. Früher hieß es, Gold zahlt keine Zinsen, nun heißt es, Gold kostet keine Zinsen.**

**Als Ultima Ratio wird nun bereits die Brachial-Maßnahme des Helikoptergeldes in Betracht gezogen.** Nachdem die Flutwelle an Liquidität bisher in erster Linie zu Vermögenspreisinflation geführt hat, soll nun neu geschöpftes Geld am Bankensektor vorbeigeschleust werden und für mehr Nachfrage sorgen. Dass ein solcher Geldregen die heißersehnte Teuerung anfachen kann, scheint realistisch. Ob die Geister, die man damit beschwören will, wieder in die Flasche zurückkehren werden, ist eine andere Frage.

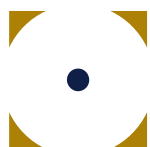
**In den USA wird seit Jahren der Ausstieg aus den monetären Notfallprogrammen angekündigt.** Dies hat, zusammen mit der Perzeption einer gesunden US-Wirtschaft in den letzten Jahren zu einem starken Dollar geführt. Rohstoffe und Gold schwächelten im Zuge dessen. Bislang beschränkt sich die tatsächliche Normalisierung der Geldpolitik jedoch auf das Einstellen des dritten QE-Programmes und eine Zinserhöhung von 25BP.

**Der amerikanische Aufschwung ist nun bereits ausgemergelt.** Sollte der eingeleitete Zinserhöhungszyklus scheitern, so wäre ein signifikanter Vertrauensverlust in die US-Notenbankpolitik und somit den US-Dollar wahrscheinlich. **Dies ginge mit steigenden Rohstoffen und der Rückkehr der Inflation einher und wäre der „perfect storm“ für Gold.**

**Die Stunde für inflationssensitive Anlagen hat unserer Meinung nach geschlagen.** Neben Gold sind auch Silber und Minenaktien höchstinteressant. Nach einer mehrjährigen Rosskur ist es nun wahrscheinlich, dass Minentitel nun einen deutlich höheren Hebel auf steigende Goldpreise aufweisen.

**Wir fühlen uns von den Ereignissen des letzten Jahres bestätigt und halten an unserem vor 12 Monaten geäußerten Kursziel für Juni 2018 von 2.300 US-Dollar fest.**

**Wir bedanken uns herzlich bei unseren „Premium-Partnern“ für die  
Unterstützung des „In Gold we Trust“-Reports 2016**



**philoro**  
EDELMETALLE



**GLOBAL GOLD**  
*The Swiss Solution for Precious Metals*

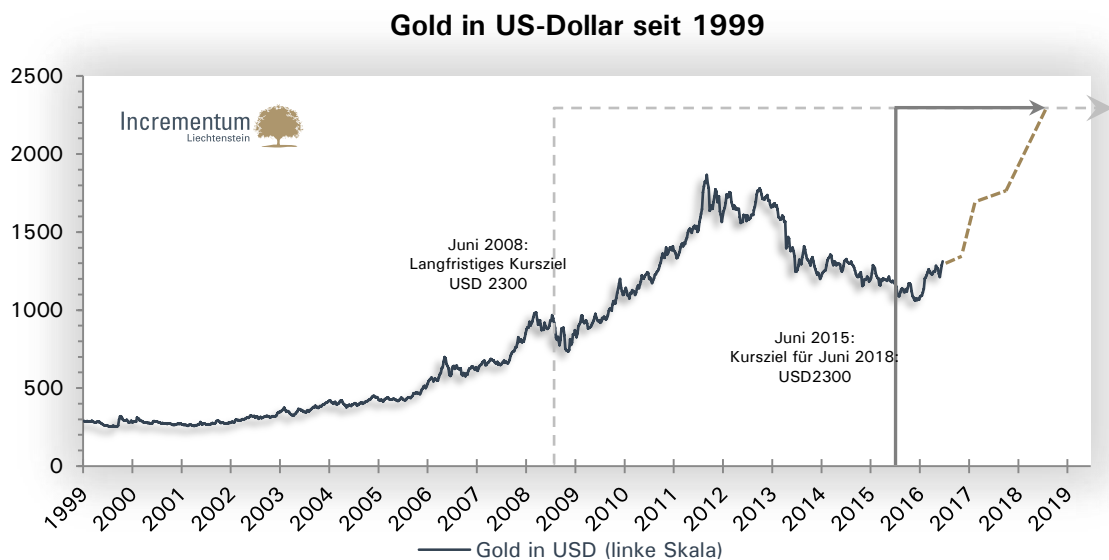


**Disclaimer:**

**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: 2016 Incrementum AG. All rights reserved.**

## EINLEITUNG

Anlässlich des zehnten Jubiläums des Goldreports erlauben wir uns, einen kleinen, durchaus auch selbstkritischen Rückblick auf die wichtigsten unserer Aussagen hinsichtlich des Goldpreises zu machen. Als der Goldpreis im Juni 2008 noch weit unter 1000 US-Dollar notierte, haben wir das für viele Marktteilnehmer utopisch anmutende, inflationsbereinigte Allzeithoch von 2.300 US-Dollar als langfristiges Kursziel ausgerufen.<sup>1</sup>



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Nachdem der Goldpreis im September 2011 ein (nominelles) Allzeithoch bei 1.920 US-Dollar erreichte, setzte eine Korrektur ein, welche sich – wider unser Erwarten – im Jahr 2013 zu einem veritablen Bärenmarkt entwickelte.** Während der Großteil der Analysten in weiterer Folge von einem jahrelangen Dahinsiechen der Preise ausging, hielten wir an der These fest, Gold sei nach wie vor in einem säkularen Bullenmarkt.

*„It would be nice to know when the rest of the world will come around to the gold-friendly view that central bankers have lost their marbles.“*  
Jim Grant

Wir argumentierten in erster Linie damit, dass es eine Unmöglichkeit ist, einen „selbsttragenden Aufschwung“ herbeizudrücken. Was den Notenbanken gelungen ist, war lediglich eine Symptombekämpfung, die dafür gesorgt hat, dass Vertrauen in das dollarzentrische Geldsystem zurückgekehrt und Gold im Gegenzug vermeintlich verzichtbarer erschien. Die zugrundeliegenden strukturellen Probleme haben sich seit der Finanzkrise jedoch eher verschärft. Insbesondere die Inflationssucht dieses Geldsystems machte uns zuversichtlich, dass wir nach dem Abebben der Teuerungsraten mittelfristig vor einer Umkehr der Inflationstendenz stehen würden. Um unsere Zuversicht zu bekräftigen, haben wir vergangenes Jahr das **ambitionierte Kursziel von 2.300 US-Dollar für Juni 2018 ausgerufen**. Wieso wir uns ein Jahr später von den Geschehnissen bestätigt fühlen und daran festhalten, wollen wir im Folgenden erläutern.

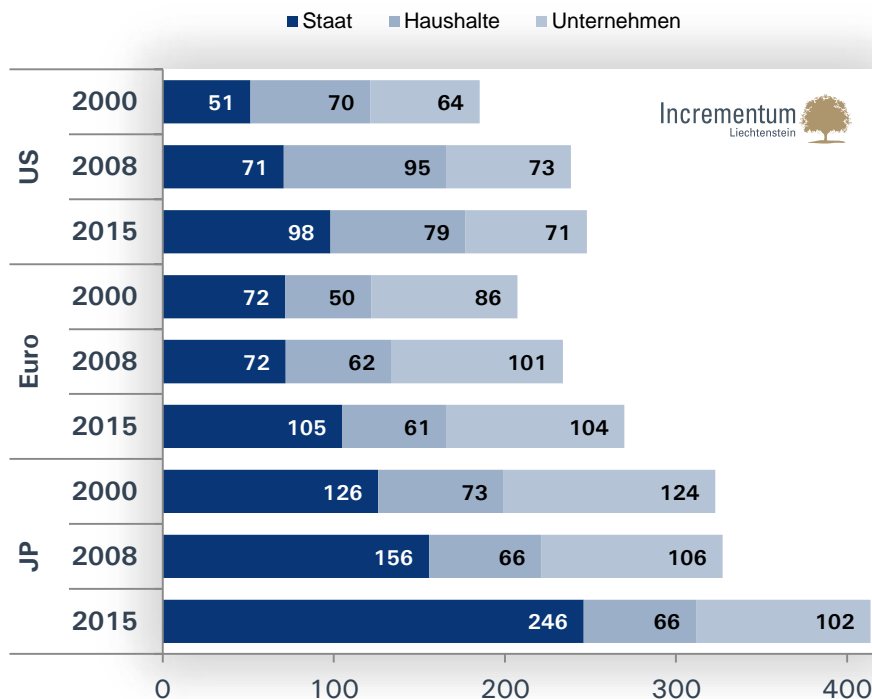
## STANDORTBESTIMMUNG

Die strukturelle Überschuldung in weiten Teilen der Welt ist evident. **Nachdem nachhaltige Reformen sowie Ausgabenkürzungen**

<sup>1</sup> Vgl. Erste Bank Research, Juni 2008 „Spezial Report Gold: Glänzende Aussichten

illusorisch erscheinen und massive Steuererhöhungen kontraproduktiv sind, muss – um die Schuldenlast mittelfristig bedienen zu können – um jeden Preis mehr Wachstum her. Und so geht das monetäre Vabanquespiel weltweiter Notenbankexperimente unverblümt weiter. In der Hoffnung, damit den versprochenen selbsttragenden, nachhaltigen Aufschwung zu erreichen.

**Private und öffentliche Verschuldung im Verhältnis zum BIP (2000/2008/2015)**



Quelle: BIZ, Incrementum AG

„Markets say the ECB is done, their box is empty... But we are magic people. Each time we take something and give to the markets - a rabbit out of the hat.“

Vitas Vasiliasukas, Mitglied des EZB-Rates

**Negativzinsen sind nun einer der letzten Strohhalme, an die sich die Politik klammert.**<sup>2</sup> In mittlerweile fünf Währungsräumen<sup>3</sup> wurde die monetäre Büchse der Pandora geöffnet: Galt die Einführung negativer Zinsen vor wenigen Jahren noch als Gedankenexperiment gelangweilter Geldtheoretiker, so wird heutzutage lediglich über die maximale (oder minimale?) Höhe des Negativzinses diskutiert. Die fatalen „unintended consequences“ der monetären Verlotterung werden hingegen kaum thematisiert. **Immer stärker werden Notenbanken zu Handlangern einer Entwicklung, die sie selbst mit losgetreten haben.**<sup>4</sup>

**Bemerkenswert: Seit mindestens 5.000 Jahren gab es nicht so tiefe Zinsen wie heute.** Mittlerweile rentieren Staatsanleihen im Wert von mehr als acht Billionen US-Dollar im negativen Terrain. Fix verzinste Wertpapiere sind als Anlageklasse so teuer wie noch nie zuvor, wobei die Preisbildung an den Anleihemärkten mittlerweile praktisch bis auf die Nachkommastelle von den Interventionen der Notenbanken bestimmt wird. Die Aufblähung der Anleihepreise führt zur „*schleichenden Euthanasierung des Rentiers*“, wie es Keynes – allerdings in anderem Zusammenhang - bezeichnete.<sup>5</sup> Wenn diese Blase eines Tages platzt, so empfiehlt es sich, eine monetäre Versicherung in Form von Gold abgeschlossen zu haben,

<sup>2</sup> Vgl. „Geldpolitisches Extremdoping“, Gastkommentar Prof. Ferry Stocker, Die Presse, 30. Dezember 2015

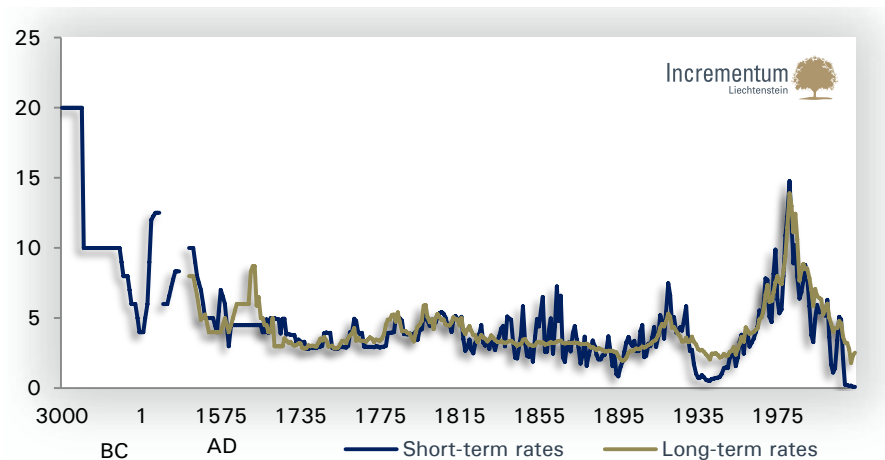
<sup>3</sup> Japan, Eurozone, Schweiz, Schweden und Dänemark

<sup>4</sup> Vgl. „Data dependent“, Marktausblick Herbst 2015, DALE Investment Advisors

<sup>5</sup> Vgl. „Die Euthanasie der Rentiers. Vom Ende des Sparens“, Andreas Tögel, eigentümlich frei

nachdem keine andere Währung einen 5.000-jährigen track-record aufweisen kann.

**Zinsen auf dem niedrigsten Stand seit 5.000 Jahren**



Quelle: Bank of England, "Growing, Fast and Slow", Andrew G. Haldane, 2015

Von „Gold zahlt keine Zinsen“ zu „Gold kostet keine Zinsen“

**Für die Veranlagung hat dieses Zinsumfeld gravierende Konsequenzen.** Einen Vorgeschmack darauf meldete die Münchner Rück: Der mit einer Bilanzsumme von 280 Mrd. Euro zweitgrößte Rückversicherungskonzern der Welt gab bekannt, Bargeld und physisches Gold eingelagert zu haben.<sup>6</sup>

Peak Monetary Policy?

**Was aber, wenn sich Negativzinsen nicht als probates Mittel zur Erreichung des benötigten Wachstums herausstellen sollten?** Als Ultima Ratio wird bereits über Helikoptergeld diskutiert. Diese Maßnahme kombiniert letzten Endes die beiden an sich problematischen Zutaten: expansive Geldpolitik und expansive Fiskalpolitik. Durch dieses Instrument könnte in der Tat die Preisinflation angefacht und somit das Ziel der Zentralbanken erreicht werden. **Es ist jedoch sehr gut möglich, dass über das Ziel hinausgeschossen wird. Ein ausgiebiger Gebrauch von Helikoptergeld würde das Vertrauen in das Geldsystem fundamental verändern.**

**Die ganze Welt ist von immer expansiver agierenden Geldpolitikern besetzt.** Die ganze Welt? Nein! Ein von unbeugsamen Notenbankern verwalteter Währungsraum hat bereits vor 36 Monaten die Normalisierung der Geldpolitik eingeleitet. Nachdem die US-Zentralbank ihre schrittweise Reduktion des QE-III-Programmes angekündigt hatte, reduzierte sie über den gesamten Jahresablauf 2014 behutsam ihre Anleihenkäufe. Ein weiteres Jahr benötigte sie, um die Zinswende mit einer Leitzinserhöhung von 0,25% im Dezember 2015 anzustoßen. Die Ankündigung vier weiterer Erhöhungen im Jahr 2016 ist heute bereits Makulatur und es ist fraglich, ob heuer überhaupt noch eine einzige Erhöhung folgen kann. Die Rechnung für die minimale Zinserhöhung wurde Mrs. Yellen von den Aktienmärkten rasch präsentiert, als diese im Jänner und Februar einbrachen. **Die medial aufgebauchte Zinswende in den USA ist unserer Meinung nach kläglich gescheitert.**

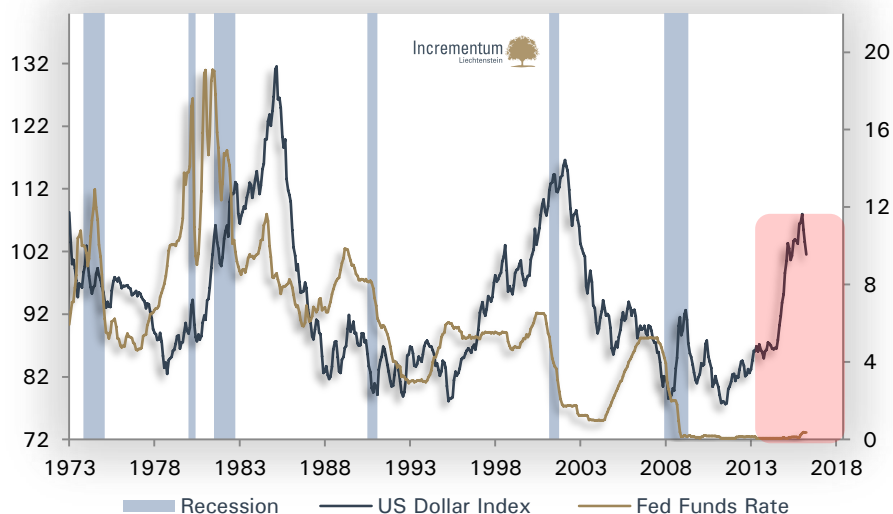
„Study predicts gold could plunge to \$350 an ounce!“  
Market Watch, 30. Juli 2015

**Auf dem Rücken dieses relativen Optimismus bezüglich der Normalisierung der Geldpolitik und der US-Konjunktur haben wir im Vorjahr „Peak bearishness“ hinsichtlich Gold und Commodities und**

<sup>6</sup> Vgl. „Versicherer hortet Geld statt es der EZB zu geben“, Die Welt

„Peak bullishness“ hinsichtlich des US-Dollar erlebt. Diese steht und fällt jedoch mit der tatsächlichen Rückkehr zur geldpolitischen Normalität.

### US-Dollar Index (linke Skala) vs. Fed Funds Rate (rechte Skala)



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

**Warum fühlen wir uns nun von den aktuellen Geschehnissen hinsichtlich unseres Gold-Kursziels bestätigt?** In unserem Weihnachts-Investorenbrief hatten wir folgendes formuliert:

**„Poor Janet does not know what she is doing. She thinks she is driving a car, but the car’s steering wheel is not connected to any steering mechanism.“**  
 Prof. Antal Fekete

*„Unübersehbar steht nun zur Jahreswende die Zinspolitik der globalen Reservewährung des US-Dollar im Fokus der Investoren. Inmitten eines Währungskrieges mit deflationärem Überbau ist nach acht Jahren und etlichem Hinauszögern der Zinswende die Erwartungshaltung an eine Normalisierung der US-Zinspolitik enorm. **Das Enttäuschungspotenzial, welches sich in den kommenden Monaten aus einer Verzögerung des Normalisierungsprozesses oder gar aus einer Umkehr zu weiteren reflationären Maßnahmen ergeben könnte, ist unserer Meinung nach exorbitant.**“*

**„The time is coming (when) global financial markets stop focusing on how much more medicine they will get (QEs) and instead focus on the fact that it does not work.“**  
 Russell Napier

Was wir heuer an den Märkten bisher gesehen haben, ist ein Vorgesmack darauf, was passiert, wenn die erwartete geldpolitische Normalisierung nicht durchgeführt werden kann. Das erste Quartal 2016 war für Gold das stärkste Quartal in 30 Jahren und trug aus unserer Sicht dazu bei, dass die Bodenbildung nun abgeschlossen ist. Wenn die Wirksamkeit der geldpolitischen Maßnahmen einmal grundsätzlich hinterfragt wird, wird dies signifikante Konsequenzen für die Veranlagung haben. Die Volatilität der Märkte, also der sich in den Preisen niederschlagende Zweifel hinsichtlich der Zukunft, wird signifikant ansteigen, sobald die Marktteilnehmer realisieren, dass wir uns in den letzten Jahren sukzessive in eine monetäre und fiskalische *cul-de-sac* manövriert haben.

**„The only difference between John Law and the trifecta of Draghi, Kuroda and Yellen is really the modern-day level of obfuscation and the fact that there is far more wealth that can be destroyed.“**  
 Acting-man.com

Ein Großteil der Finanzmarktakteure scheint jedoch nach wie vor davon auszugehen, dass die Normalisierung der US-Geldpolitik langsam aber doch durchgeführt wird. Sie sehen aber auch, dass sich die Krisenherde auf dieser Welt mehren und die Politik sich generell zu einer Disziplin der permanenten Improvisation wandelt, die mit Maßnahmen, die als „alternativlos“ gebrandmarkt werden, Probleme lediglich aufschiebt und dadurch verschlimmert. **Der unerwartete Brexit könnte für die US-Notenbank nun die willkommene Ausrede bieten um das „temporäre“ Pausieren der Zinserhöhungen zu**

**kommunizieren und offiziell den angekündigten Normalisierungsprozess bis auf weiteres zu stoppen.**

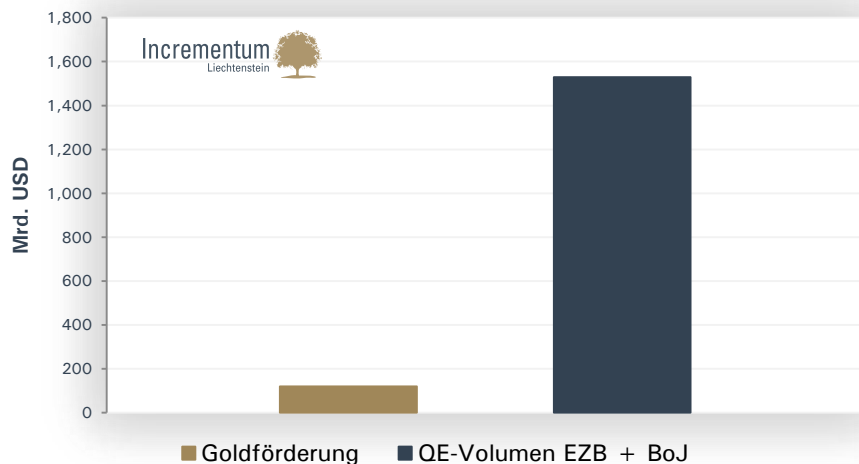
Es ist offenkundig, dass sich die Notenbanken in einer Interventionsspirale verheddert haben. Die monetären Nahtoderlebnisse von 2008 haben die meisten Marktteilnehmer weitestgehend verdrängt. **Getrieben von den niedrigen Zinsen verdrängen sie die Tatsache, dass sie immer höhere Risiken eingehen müssen, um die erwarteten Renditevorstellungen zu erreichen.**

**Um die immensen Dimensionen der QE-Programme zu veranschaulichen, vergleichen wir sie mit dem Gegenwert der Goldförderung.** Bei einem Preis von 1.200 USD je Unze, könnte die EZB mit dem derzeitigen Volumen der QE-Programme alleine im ersten Quartal 2016 4.698 Tonnen Gold kaufen, was den Wert der globalen Goldförderung für das erste Quartal 2016 um das **6,49-fache übersteigt.**

Wird das europäische QE-Programm wie geplant in derzeitiger Höhe von 80 Mrd. Euro pro Monat fortgesetzt, so entspricht das dem Gegenwert (bei gleichbleibenden Preisen) von 21.609 Tonnen Gold – also ca. 11,81% des in den letzten tausenden von Jahren geförderten Goldbestandes in Höhe von 183.000 Tonnen. **Addiert man das QE der japanischen Notenbank, so wäre der Gegenwert für das Gesamtjahr 2016 gar 39.625 Tonnen. Innerhalb von nur 30 Tagen drucken BoJ und EZB zusammen den unglaublichen Gegenwert einer Jahresproduktion Gold.**

**Goldförderung vs. QE-Volumen der EZB und der BoJ**

**EZB und Bank of Japan drucken innerhalb eines Monats den Gegenwert der Weltjahresproduktion an Gold**



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

**DAS VORHERRSCHENDE NARRATIV**

Medial wird nach wie vor überwiegend folgendes ökonomisches Weltbild dargestellt, welches sich aus den Äußerungen von Notenbankvertretern, Politikern, Vertretern supranationaler Organisationen (IWF, G7, Weltbank, OECD, etc.) und auch einem Großteil der Finanzmarktkommentatoren ableitet:

- ▶ **Die (neo)keynesianische Wirtschaftspolitik, welche in Folge der „globalen Finanzmarktkrise“ betrieben wurde, war grundsätzlich richtig und notwendig.**
- ▶ Die USA haben wirtschaftspolitisch am entschlossensten der Krise entgegengewirkt und sind daher von allen Industriestaaten als schnellstes wieder auf den Wachstumspfad zurückgekehrt.

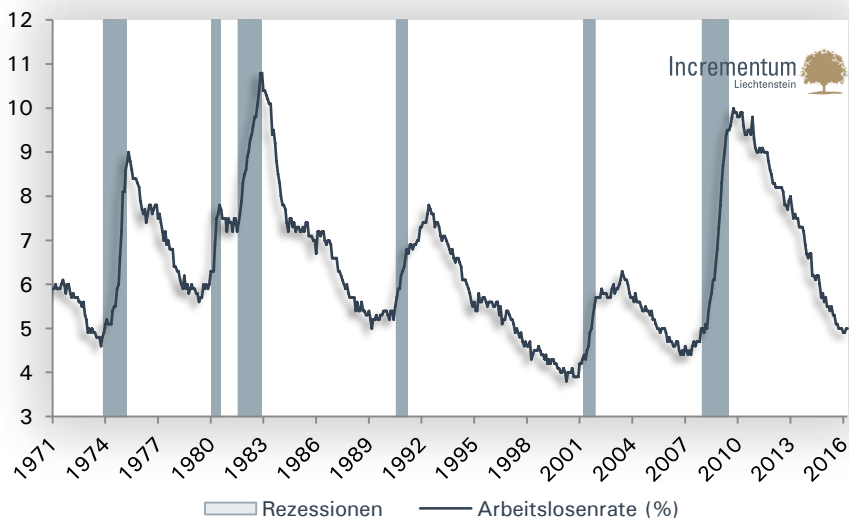
- ▶ Die US-Wirtschaft befindet sich seit der Krise in einem Heilungsprozess, „der Patient“ befindet sich am Weg der Besserung.
- ▶ Aufgrund der voranschreitenden Genesung kann nun wieder behutsam zu einer Normalisierung der Geldpolitik zurückgekehrt werden.

„If command economies worked we would all be speaking Russian.“  
 Kyle Bass

Nicht zuletzt, weil die Vereinigten Staaten als Musterland und Zugpferd der Erholung gelten, steht die US-Konjunktur genauestens unter Beobachtung. **Sollte die bereits mehrfach hinausgezögerte Normalisierung der Geldpolitik misslingen, würde dies das ökonomische Narrativ in seinen Grundfesten erschüttern.**

Die sinkende US-Arbeitslosigkeit der vergangenen Jahre wird von den Vertretern dieses volkswirtschaftlichen Weltbildes als Hauptargument für die erfolgreiche Wirtschaftspolitik angeführt.<sup>7</sup> Im Prinzip sind die Arbeitsmarktdaten jedoch lediglich ein Spätindikator für die Konjunkturentwicklung und wären als solcher in einem freien Markt nicht unbedingt von großer Relevanz. Da die Fed aber im Zuge ihres dualen Mandats auch dafür verantwortlich ist, die Arbeitslosenquote auf einem geringen Niveau zu halten, können die Marktteilnehmer aus den Arbeitsmarktdaten die Reaktionen der Fed antizipieren. **Durch die zunehmende Abhängigkeit vom billigen Geld hat das Interesse an den Arbeitsmarktdaten in den letzten Jahren deshalb enorm an Bedeutung gewonnen.**

#### US-Arbeitslosenrate und Rezessionen



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Ob die Fed den eingeschlagenen Zinserhöhungszyklus nun weiterverfolgen und wie angekündigt die „temporäre Geldmengenausweitung“ wieder rückführen kann, ist wohl der Lackmestest dafür, ob die USA wirtschaftlich tatsächlich über den Berg sind. Sollten die geldpolitischen Maßnahmen jedoch aufgrund wirtschaftlicher Schwäche noch expansiver werden, so werden die Auswirkungen auf die

<sup>7</sup> Es ist anzumerken, dass der Rückgang der konventionellen Arbeitslosenrate (U3) nur bedingt Aufschluss über die tatsächlichen Bedingungen am Arbeitsmarkt gibt. Denn einerseits haben Teilzeitjobs im Zuge eines Mangels an Vollzeitpositionen enorm zugenommen, andererseits ist die Partizipationsrate seit 2008 um mehr als 3% gefallen, was bedeutet, dass derzeit etwa 2,5 Millionen Amerikaner zwar nicht aktiv nach einer Stelle suchen, im Umfeld einer besseren ökonomischen Gesamtsituation aber aller Wahrscheinlichkeit nach am Arbeitsleben teilnehmen würden. Jene sind in den offiziellen Arbeitsmarktdaten jedoch nicht erfasst. **Die „wahre“ US-Arbeitslosenquote dürfte daher eher im Bereich von 7% oder darüber liegen.** Vgl. dazu „Conceptual Pitfalls and Monetary Policy Errors“, Andrew Lewin

Finanzmärkte gravierend sein. **Die Gretchenfrage lautet daher: Wann kommt die nächste Rezession und wie wird die Fed darauf reagieren?**

## DIE REZESSION, DIE NICHT EINTRETEN DARF

*„I find myself in an unpleasant situation. I had preached for forty years that the time to prevent the coming of a depression is the boom. During the boom nobody listened to me. Now people again turn to me and ask how the consequences of a policy of which I had constantly warned can be avoided.“*

Friedrich August von Hayek

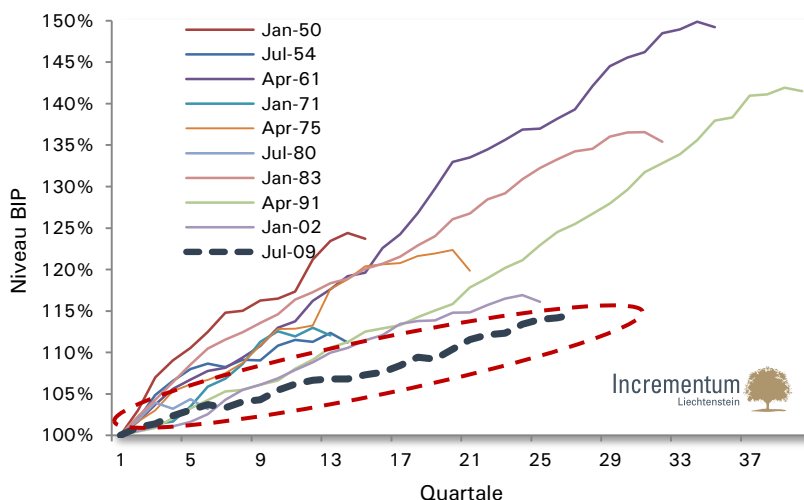
In unserem Chartbook „Who’s afraid of Recession?“<sup>8</sup> sind wir ausführlich auf die ansteigende Wahrscheinlichkeit einer **US-Rezession eingegangen**. Die Hinweise darauf wollen wir im Folgenden nochmals erörtern, da ein baldiges Eintreten einer Rezession die Geldpolitik zur Umkehr zwingen und dies einem veritablen Gesichtsverlust der Notenbanken gleichkommen würde.

Vor gut neun Jahren platzte die Blase am **US-Immobilienmarkt, woraufhin die Weltwirtschaft in eine schwere Krise geriet**. Erst Ende 2009 beruhigte sich die Lage wieder, zumindest oberflächlich. Obwohl die Finanzkrise auf vielen Ebenen nachhallt, gab es bislang in den USA, was die Wachstumszahlen angeht, keine herben Rückschläge. Wir befinden uns inmitten einer der längsten Aufschwungsphasen seit dem Zweiten Weltkrieg. Aus der folgenden Grafik geht hervor, dass von den letzten elf Aufschwüngen in den USA nur drei Aufschwungsphasen länger andauerten. **Der derzeitige Aufschwung könnte folglich als besonders erfolgreich erachtet werden. An dieser Sichtweise gibt es jedoch einige Facetten, die das Bild erheblich eintrüben:**

**„We are approaching the longest expansion in history and it is fake.“**  
Dave Collum

**Erstens** verdient der derzeitige Aufschwung kaum seinen Namen, da er, verglichen mit den anderen, zwar der drittlängste, aber auch mit Abstand der schwächste ist.

### Aufschwungsphasen in den USA nach dem Zweiten Weltkrieg (Länge und Ausmaß)



Quelle: Bawerk.net, Incrementum AG

<sup>8</sup> <http://www.incrementum.li/wp-content/uploads/2016/02/Whos-Afraid-of-Recession-Incrementum-Chartbook-4.pdf>, veröffentlicht am 19. Februar 2016

**Zweitens** vollzieht sich der derzeitige Aufschwung auf der Grundlage eines enormen Luftkissens, das die Fed in Form von Nullzinsen und unkonventionellen Maßnahmen wie Quantitative Easing und Operation Twist bereitgestellt hat. Die Maßnahmen haben insbesondere die Assetpreise aufgebläht, was in erster Linie der Finanzwirtschaft und den Vermögenden zu Gute kommt und Indiz für erneute Fehlallokationen von Kapital ist.

**Drittens** scheint die breite Bevölkerung, die nur sehr begrenzt von der erneuten Hausse an den Aktienmärkten profitierte, mit der wirtschaftlichen Lage unzufrieden zu sein. Handfestes Indiz dafür ist die massive Unterstützung von rechts- und linkspopulistischen Parteien in Europa und im US-Präsidentenwahlkampf.

*„Only informed optimists reject that market is forever doomed to rich valuations and dismal future returns. Rain is good.“*

John P. Hussman

**Vor diesem Hintergrund erscheint die konjunkturelle Lage alles andere als rosig: Der gegenwärtige Aufschwung ist alt, schwach, künstlich und nicht zufriedenstellend für die Bevölkerung.** Zwar sind wir im Sinne der „österreichischen“ Tradition damit vorsichtig, Muster der Vergangenheit zu extrapolieren; dennoch denken wir nicht, dass der derzeitige Expansionszyklus mit dem Rezessionstakt der letzten Jahrzehnte bricht.

## VON DER REFLATION ZUR STAGFLATION

*„One may say that, apart from wars and revolutions, there is nothing in our modern civilizations which compares in importance to inflation.“*

Elias Canetti

**Die nächste Rezession kommt bestimmt.** Genaue Prognosen über das Wann, aber auch über das Wie nicht möglich. Nichts desto trotz wollen wir an dieser Stelle vor einem Wirtschaftsszenario warnen, das wir für durchaus realistisch halten, **nämlich der Stagflation.**

Der Begriff „Stagflation“ leitet sich aus *Stagnation* und *Inflation* ab. Damit ist im Allgemeinen der Zustand einer Ökonomie gemeint, in dem wirtschaftliche Stagnation (also ein stagnierendes oder rückläufiges Wirtschaftswachstum) in Kombination mit Preisinflation auftritt. Gemäß der gängigen – (neo)keynesianischen – Lehrmeinung ist das Auftreten von Stagflation quasi ein Ding der Unmöglichkeit, u.a. da dieses Phänomen mit der Phillips-Kurve im Widerspruch steht. Doch das ist für uns natürlich kein Grund, dieses Szenario zu verwerfen. Ganz im Gegenteil.

Selbstverständlich sind die Rahmenbedingungen heute nicht exakt dieselben wie in den 1970er Jahren, als sich die westliche Welt mit einer ausgeprägten Stagflation konfrontiert sah.<sup>9</sup> **Dennoch ist aus unserer Sicht aktuell wieder vor einer beträchtlichen Währungsabwertung und in Folge stagflationären Tendenzen zu warnen.** Im Vorjahr skizzierten wir unseren Ausblick folgendermaßen:

*„Wir sind der festen Überzeugung, dass wir uns nun nahe einer Weggabelung befinden. In den kommenden drei Jahren wird sich unserer Meinung nach ein Paradigmenwechsel an den Märkten – hin zu steigenden Inflationstendenzen – vollziehen. Folgende Szenarien halten wir für am wahrscheinlichsten:*

**Szenario I: Der aktuelle Konjunkturzyklus geht dem Ende zu und die Mär vom nachhaltigen, selbsttragenden Aufschwung wird nach und nach von den Marktteilnehmern hinterfragt. Dies führt zu einer**

<sup>9</sup> Vgl. Harry Browne – The coming Devaluation  
<https://www.youtube.com/watch?v=jK01aLsKw7w>

**deutlichen Abwertung des US-Dollar gegenüber Rohstoffen, da die Fed – wie sie stets betont hat – gegebenenfalls erneut auf ein Quantitative Easing oder ähnliche Kunstgriffe zurückgreifen wird. In diesem Falle wird Gold signifikant von einem generellen Repricing der Kapitalmärkte profitieren. Ein stagflationäres Umfeld wäre in diesem Falle realistisch. Ein solches Szenario hat derzeit so gut wie niemand auf dem Radar.**<sup>10</sup>

**Für uns sieht es ein Jahr später so aus, als wären wir diesem Szenario einen deutlichen Schritt nähergekommen.** Die Wachstumszahlen schwächen tendenziell ab<sup>11</sup> und die Inflationstendenz hat gedreht. Wir halten es für gut möglich, dass wir am Beginn einer ausgeprägten Stagflationsphase stehen. Nach einer jahrelangen Kreditausweitung, angefacht von immer niedrigeren Zinsen und zuletzt durch die Einführung von QE-Programmen, gelangen wir nun ans Ende der monetären Fahnenstange.

Wenn eine Ausweitung der Wirtschaftsaktivität über eine höhere Kreditvergabe nur mehr schwer möglich ist, können Notenbanken allenfalls noch improvisieren (etwa indem sie das „akademische Gedankenspiel“ des Helikoptergeldes einem Praxistest unterziehen), wobei jedoch ein Vertrauensverlust gegenüber den Papiergeldwährungen einsetzen könnte. **Dies kann sich – ähnlich wie in den 1970er Jahren – als Abwertung der Papiergeldwährungen gegenüber Rohstoffen manifestieren.**

## HELIKOPTERGELD: DAS ASS IM ÄRMEL?

**„...ein sehr interessantes Konzept...“  
Mario Draghi**

Seit etlichen Jahren liegen die Preissteigerungen weit hinter dem Plan zurück, weshalb die Liste diskutierter Maßnahmen, die die Zentralbanken nun unternehmen könnten, um die Inflation auf Trab zu bringen, länger und länger wird. Ein derzeit auf allen Kanälen durchgekauft Konzept, das man zwar im EZB-Rat noch nicht besprochen habe, aber in den Augen Mario Draghis „sehr interessant“ sei, ist das sogenannte Helikoptergeld. Peter Praet, seines Zeichens Chefvolkswirt der EZB, bekundete gegenüber der italienischen Zeitung *La Repubblica*, dass dieses „extreme Instrument“ prinzipiell als eine Art Ultima Ratio anwendbar sei.<sup>12</sup> **Eine Gruppe von 18 Mitgliedern des Europaparlaments hat jüngst in einem Brief an Mario Draghi appelliert, die EZB möge die Durchführbarkeit alternativer Maßnahmen – und explizit auch von Helikoptergeld – prüfen:**

*„We understand that in the past you have described the concept as “very interesting”, but that it is not something that the ECB is currently investigating.*

*As members of the European Parliament, we call on you to investigate these different and alternative policies.*<sup>13</sup>

Als Ben Bernanke, ehemaliger Chairman der FED, die Idee des Helikoptergeldes zu Beginn des Jahrtausends in einer Rede erwähnte, in der er Möglichkeiten aufzeigte, wie Japan seine jahrelange Deflation überwinden könnte, brachte ihm das damals lediglich Spott und den Spitznamen „Helicopter-Ben“ ein. Mittlerweile hat das Helikoptergeld sein verruchtes Image verloren. Grund genug, für eine genaue Analyse.

### Worum handelt es sich bei Helikoptergeld?

<sup>10</sup> „In Gold we Trust 2015“-Report, Seite 123

<sup>11</sup> So senkte die Weltbank ihre Prognose für die Weltwirtschaft von 2,9% auf 2,4%. Auch der IWF hat seine Wachstumsprognosen zuletzt nach unten revidiert. In Folge des BREXIT ist in den kommenden Wochen mit zahlreichen weiteren Abwärts-Revisionen zu rechnen.

<sup>12</sup> Vgl. „Peter Praet, capo economista all'Eurotower: La Bce potrà abbassare ancora i tassi“, *Repubblica.it*

<sup>13</sup> Vgl. „MEPS Want the ECB to look at Helicopter Money“, [www.qe4people.eu](http://www.qe4people.eu)

**„The fact that no responsible government would ever literally drop money from the sky should not prevent us from exploring the logic of Friedman’s thought experiment“**

**Ben Bernanke**

Die Metapher „Helikoptergeld“ geht auf Milton Friedman zurück, der zur Veranschaulichung seiner monetären Theorie des Geldes meinte, man müsse sich eine Geldmengenerhöhung so vorstellen, als flöge ein Helikopter über eine Modell-Gemeinde und würde Geld abwerfen, welches die Leute dann auf sammeln.<sup>14</sup> Heute wird darunter die gezielte zins- und kreditlose Ausweitung der Geldmenge durch direkte Transferzahlungen an den Staat oder die Bürger verstanden. **Ziel dabei ist es, dass so Nachfrageimpulse gesetzt werden und die Inflation in Gang kommt.** Das neu geschaffene Zentralbankgeld wird also nicht wie bisher erst über die Banken, denen man Anleihen abkauft oder einen Kredit gewährt, in den Wirtschaftskreislauf gebracht, sondern möglicherweise in einer oder mehreren der folgenden vier Spielarten:

- 1. QE verbunden mit fiskalpolitischer Expansion:** Zentralbanken kaufen Staatsanleihen und erhöhen damit die Geldbasis temporär. Dies senkt die Kosten der Finanzierung für die Staaten und eröffnet Spielraum für fiskalpolitische Stimuli oder Steuersenkungen.
- 2. Cash-Transferzahlungen an die Regierungen:** Ähnlich wie Punkt 1, jedoch ohne dass die Regierungen Schulden zu tilgen hätten – die Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge ist permanent.
- 3. Schuldenschnitte für ausstehende Schulden, die die Zentralbank als Forderungen in ihrer Bilanz hält:** Dies kann eine einmalige Maßnahme sein, aber auch regelmäßige *Haircuts* zu einem bestimmten Prozentsatz wären denkbar. Das Aufkaufen von negativ rentierenden Anleihen stellt de facto bereits eine solche Maßnahme dar.
- 4. Cash-Transferzahlungen an private Haushalte:** Zentralbanken stellen Individuen Schecks aus oder überweisen ihnen einen bestimmten Betrag auf ihr Girokonto.<sup>15</sup>

**Die bloße Fortsetzung der Geldpolitik mit anderen Mitteln?**

**Hans-Werner Sinn wies darauf hin, dass die QE-Programme der letzten Jahre – auch wenn Staatsanleihen nur am Sekundärmarkt gekauft wurden – im Prinzip bereits Helikoptergeld in Form von Punkt (1) waren.** Frisch gedrucktes Zentralbankgeld sei über den Kanal der Verschuldung in den Staatshaushalt gelangt und habe Ausgaben gedient, für die andernfalls höhere Steuern vonnöten gewesen wären. Da die zu entrichtenden Zinsen über die Gewinnausschüttungen der Notenbank wieder an den Staat zurückfließen, sei diese Art der Finanzierung auch netto zinsfrei.

*„Während heute der demokratische Staat das Ausmaß der Verschuldung und die Empfänger der Transfers oder Nutznießer von Steuersenkungen bestimmt, ist es beim Helikoptergeld die EZB selbst, die die Entscheidungen trifft.“<sup>16</sup>*

### **Helikoptergeld ist rechtlich möglich**

Entsprechend kursiert die Vermutung, mit der Emission von Helikoptergeld überschritten die Zentralbanken ihre Mandate. So meint etwa Bundesbank-Chef Jens Weidmann: *„Die Notenbanken haben dazu kein Mandat, auch weil damit eine massive Umverteilung verbunden wäre.“* Der gesetzliche Auftrag, die Geldwertstabilität zu sichern, könne bei einer Staatsfinanzierung über die Notenpresse längerfristig nicht gewährleistet werden, da die Inflationsdynamik leicht außer Kontrolle geraten könne.

<sup>14</sup> Vgl. „The Optimum Quantity of Money“, Milton Friedman

<sup>15</sup> Vgl. „Helicopter 101: your guide to monetary financing“, Deutsche Bank Research

<sup>16</sup> Vgl. „Gefährliches Helikopter-Geld“, Hans-Werner Sinn, FAZ

**„In theory at least, helicopter money could prove a valuable tool. In particular, it has the attractive feature that it should work even when more conventional monetary policies are ineffective and the initial level of government debt is high.“**

**Ben Bernanke**

Doch bei näherer Betrachtung kommen viele Ökonomen zu dem Schluss, dass die rechtlichen Hürden niedriger seien als allgemein angenommen.<sup>17</sup>

Eine Studie der Deutschen Bank zeigt auf, dass Helikoptergeld – verstanden als monetäre Staatsfinanzierung – ein gar nicht so neuartiges Konzept ist, sondern in der Vergangenheit schon mehrmals praktiziert wurde. Die institutionellen Rahmenbedingungen der Notenbanken seien sehr vage und ließen großen Interpretationsspielraum zu; insbesondere die sehr unkonventionelle Variante direkter Transferzahlungen an die Bürger sei rechtlich unproblematisch.<sup>18</sup> Ausschlaggebender als die technischen und rechtlichen Rahmenbedingungen sei letztlich der politische Wille. **Spätestens während der nächsten Rezession könnte die Emission von Helikoptergeld dann auf die Tagesordnung kommen.**

### **Die Grenzen des Schuldgeldsystems**

Wie eingangs erwähnt, blieben die bisherigen Maßnahmen in Form von Null- bzw. Negativzinsen und QE recht erfolglos. Das lag u.a. auch daran, dass die Bemühungen der Notenbanken, die Geschäftsbanken zu einer erhöhten Kreditausweitung zu bewegen, von der Politik konterkariert wurden, die die Banken mit Richtlinien wie Basel III sicherer machen wollten. Zudem wirken sich Negativzinsen eher kontraproduktiv auf die Kreditvergabe aus: Die Banken scheuen sich, diese an ihre Einlagenkunden weiterzugeben, da diese mitunter ins Bargeld flüchten würden. Folglich sinkt die Zinsmarge, was die Kreditvergabe drosselt statt beflügelt. Helikoptergeld wäre daher ein taugliches Mittel, um den Bankensektor bei der Geldmengenausweitung zu umgehen und wird daher auch hin und wieder als „**Quantitative Easing für die Menschen**“ („QE for the People“) bezeichnet.

## **DREHT DIE INFLATIONS-DYNAMIK?**

*„We may well at present be seeing the first stirrings of an increase in the inflation rate — something that we would like to happen.“*

Stanley Fischer, Fed Vice-Chair

**Die Inflationsdynamik ist unserer Meinung nach das Zünglein an der Waage für eine nachhaltige Wende der Goldpreisentwicklung.** Insbesondere die Tendenz der US-Teuerung ist für die globale Ordnung von hoher Bedeutung. **Im letztjährigen Report stand auf der Titelseite geschrieben:**

*„Wir sind der Überzeugung, dass wir nun nahe einer entscheidenden Weggabelung stehen: Der disinflationäre Trend wird gebrochen werden (müssen). Steigende Inflationsraten werden entweder im Umfeld einer anspringenden wirtschaftlichen Aktivität oder im Rahmen einer stagflationären Entwicklung auftreten. In beiden Fällen profitieren inflationssensitive Anlagen wie Gold und Minenaktien.“*

**Hat die Inflationsdynamik, welche sich seit 2011 in einem ausgeprägten disinflationären Trend befunden hat, nun gedreht?**

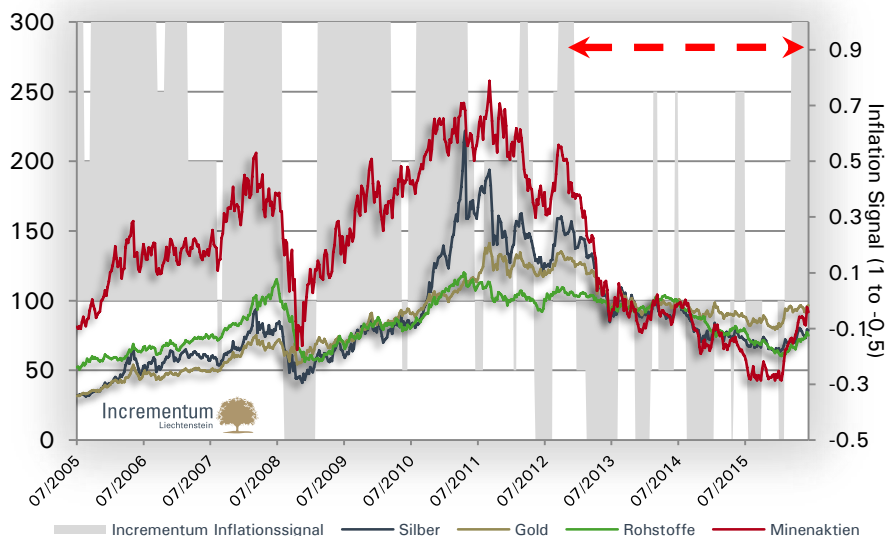
Für die Veranlagung unserer Fonds haben wir aufgrund der Relevanz der Inflationsdynamik ein proprietäres Inflationssignal entwickelt. Dieses besteht ausschließlich aus marktbasierter Daten und reagiert schneller als herkömmliche Inflationsstatistiken. Je nach Signal allokatieren wir in

<sup>17</sup> So meint etwa Klaus Adam, der früher in der Forschungsabteilung der EZB arbeitete und nun einen Lehrstuhl an der Universität Mannheim hat, es läge keine Mandatsüberschreitung vor, handelten die Notenbanken aus eigenem Antrieb und mit Hinblick auf ihre Inflationsziele.

<sup>18</sup> Vgl. „Helicopter 101: your guide to monetary financing“, Deutsche Bank Research

inflationssensitive Anlageklassen – in erster Linie in Minenaktien, Rohstoffe und Energietitel. **Zum ersten Mal seit Anfang 2013 zeigt das Incrementum Inflationssignal wieder die volle Ausprägung.**

**Incrementum Inflationssignal und inflationssensitive Anlageklassen**



Quelle: yahoo.com, Incrementum AG

**TECHNISCHE ANALYSE**

*„Patience is power. Patience is not an absence of action; rather it is timing; it waits on the right time to act, for the right principles and in the right way.“*  
 Fulton J. Sheen

**„It is impossible to produce a superior performance unless you do something different from the majority.“**  
 Sir John Templeton

**Im Rahmen einer umfassenden Analyse des Goldmarktes darf eine technische Analyse keinesfalls fehlen.** Wichtig ist hierbei, dass das Augenmerk ausschließlich auf die technischen Preis- bzw. Marktgegebenheiten gerichtet wird und die Betrachtung objektiv und unabhängig von der fundamentalen Meinung zu erstellen ist. Dies kann unter Umständen dazu führen, dass ein und derselbe Analyst bei einer rein technischen Betrachtung zu völlig verschiedenen Ergebnissen kommen kann, als bei einer fundamentalen Analyse.

**So geschehen auch beim letztjährigen „In Gold we Trust“-Report, als wir auf dem Titelblatt hinsichtlich der technischen Analyse schlussfolgerten:**

*„Aus technischer Sicht ist das Gesamtbild nicht eindeutig. Der Abwärtstrend ist noch nicht gebrochen, hingegen zeigt das negative Sentiment eine Resignation der Goldbullen an. **Wir halten einen finalen Sell-Off für möglich. Im Zuge dessen könnte die Unterstützung bei 1.140 US-Dollar getestet werden.** Eine solche Entwicklung wäre ein Hinweis auf eine primäre Trendwende am Goldmarkt.“*

Aus technischer Sicht sah es für Gold damals ziemlich durchwachsen aus, wohingegen wir auf fundamental-analytischer Basis meinten, ein baldiger (wenngleich nicht sofortiger) Wiedereintritt in den Bullenmarkt sei für Gold sehr wahrscheinlich. Wie wir bereits in den Kapiteln zuvor angedeutet haben, gehen wir davon aus, dass im Vorjahr ein bilderbuchmäßiges Ende eines Bärenmarktes stattfand und wir nun am Beginn eines säkularen Aufwärtstrends stehen.

**„Wo alle dasselbe denken, wird nicht viel gedacht.“**  
Karl Valentin

**Verschaffen wir uns zu Beginn einen Überblick über die Marktstimmung.** Ein Blick auf den Konsensus der Analystenschätzungen liefert stets – speziell für Contrarians – interessante Erkenntnisse. Naturgemäß zeigen sich Analysten mit Fortdauer eines Bullenmarktes zunehmend optimistisch und vice versa. **Sieht man sich die Prognosen für Ende 2016<sup>19</sup> an, dann scheint es, als hätte die Analystenzunft das Interesse und den Glauben an Gold komplett verloren.** Das Kursziel lag im Schnitt bei 1.050 US-Dollar. Das niedrigste Kursziel verlaubliche Sal. Oppenheim mit 950 US-Dollar und das höchste rief die NordLB mit 1.175 US-Dollar aus. Infolge eines mehrjährigen Bärenmarktes und eines Kursrückganges von mehr als 40% gab es also kaum noch positive Analysten-Einschätzungen. **Historisch gesehen lieferte der Zeitpunkt des größten Pessimismus meist verlässliche Einstiegssignale.**

**Aber auch die Skepsis seitens der Finanzmedien erreichte im Vorjahr ihren Höhepunkt.** Bezeichnenderweise überschlugen sich die bearishen Kommentare exakt an den Tiefpunkten. So wurden u.a. Artikel mit folgenden Schlagzeilen publiziert:

- ▶ „How Low Can Gold And Silver Go?“, Forbes, 20. Juli 2015
- ▶ „An open letter to investors who are bullish on gold“, Howard Gold, Market Watch, 23. Juli 2015
- ▶ „The gold price has been crushed, and that's the way it will remain“, Business Insider Australia, 29. Juli 2015
- ▶ „Gold's Outlook Isn't Shiny“, Wall Street Journal, 17. November 2015
- ▶ „Hedge Funds Boost Bearish Gold Bets to Record as Rate Rise Nears“, Bloomberg, 1. Dezember 2015
- ▶ „Goldman Sachs Says It's Time to Short Gold“, Fortune.com, 16. Februar 2016
- ▶ „Gold overvalued, time to sell: SocGen“, CNBC, 29. Februar 2016

**Im Zuge des Preisaufschwungs seit Jahresbeginn wurden die Kursziele nun in gewohnt prozyklischer Manier angehoben.** Gemäß Bloomberg liegt der Konsens für Ende 2016 mittlerweile bei 1.304 US-Dollar. Anschließend erwartet man bis 2019 einen Seitwärtslauf. Das wäre eine Entwicklung, die – sofern man sich mit Marktzyklen beschäftigt – äußerst unwahrscheinlich erscheint. **Die Kombination aus weiterhin relativ geringem Interesse an Gold und Silber seitens der Investoren sowie der mangelnden Kursphantasie seitens der Analysten ist unserer Meinung nach ein gutes Fundament für eine Fortsetzung der Rally.**

**Bloomberg: Analysten-Konsensus für Gold und Silber: Q2 2016-2009**

	Sent.	Spot	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	2016	2017	2018	2019
1) Gold \$/t oz		1289	1260	1300	1304	1309	1263	1314	1325	1334
Forecast (Median)			1225	1225	1200	1198	1219	1200	1200	1201
Diff (Median - Curr)			-35.00	-75.00	-104.00	-111.00	-44.00	-114.00	-125.00	-133.00
2) Silver \$/t oz		17.44	16.82	17.65	17.73	17.80	16.80	17.89	18.12	18.34
Forecast (Median)			15.80	16.00	16.00	15.25	15.65	16.15	16.50	18.00
Diff (Median - Curr)			-1.02	-1.65	-1.73	-2.55	-1.15	-1.74	-1.62	-0.34

Quelle: Bloomberg

**Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns – ganz im Gegensatz zum Vorjahr – zu einer klar positiven technischen Einschätzung kommen.** Im Dezember wurde ein Doppelboden bei 1.046 US-Dollar ausgebildet, welcher aus unserer Sicht den Tiefststand des Bärenmarktes darstellt. Sehen wir uns den nachfolgenden Preischart an, so ist ersichtlich, dass bis zum Niveau der

<sup>19</sup> Prognosen per Anfang 2016 gemäß <http://www.boerse.de/boersen-prognosen-2016/>

Abverkaufszone im Bereich von 1.530 US-Dollar relativ wenige Widerstände lauern. Ein Anstieg würde demnach ohne viel „Gegenwehr“ und relativ zügig verlaufen. Konkret könnte ein nachhaltiges Überschreiten der 1.300 US-Dollar eine Hausse bis hinein in den Bereich von 1.530 US-Dollar auslösen.

### Goldpreis und MACD



Quelle: Investing.com

Aus Sicht der Marktstimmung und des CoT-Reports würde uns eine kurze Phase des „Durchschnaufens“ nicht verwundern. Wir erwarten jedoch keine tiefe Korrektur, nachdem scheinbar großes Kauf-Interesse an der Seitenlinie wartet, was zu einem „buy the dips“ führt. Auch die zuletzt gestiegene relative Stärke von Silber und den Minen-Aktien stimmt uns klar zuversichtlich. Zudem sollte die positive Saisonalität in der zweiten Jahreshälfte Rückenwind verleihen. **Insofern scheinen die Voraussetzung für die Etablierung des neuen Bullenmarktes aus technischer Sicht hervorragend.**

### GOLDMINENAKTIEN

*„I guess what I'm trying to say, is that if I can change, and you can change, everybody can change!“*

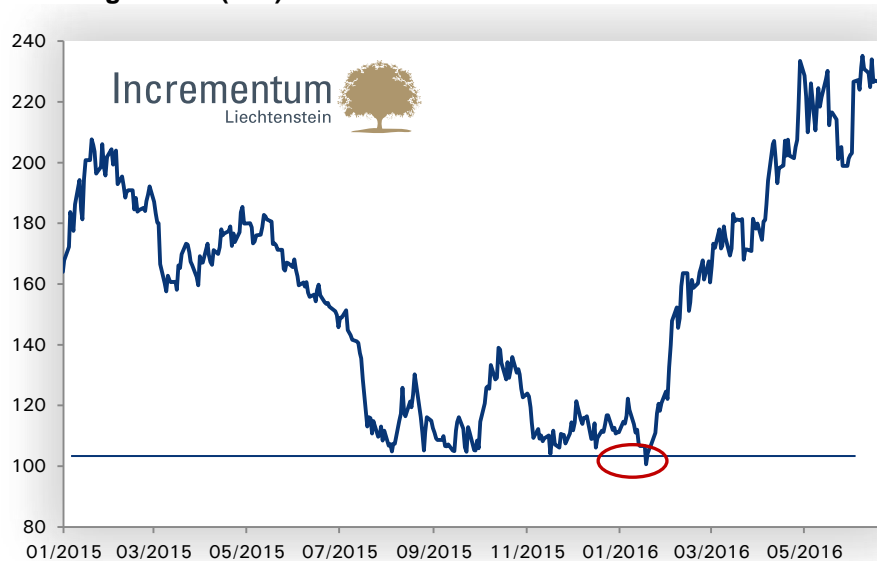
Rocky Balboa, Rocky IV

**„We are starting to see real distress. The sector is mining at a loss in order to keep its debt payments up. The industry is struggling with survival.“**

**Mark Bristow, CEO Randgold Resources, August 2015**

**Als unser letzter Goldreport erschien, stand der Gold Bugs Index bei 152 Punkten.** Der finale Tiefpunkt wurde am 19. Jänner 2016 markiert, nachdem zuvor die Marke von 104 bereits mehrmals erfolgreich getestet worden war. Das kurze (intraday-)Abtauchen bis unter die Marke von 100 könnte sich als eine der größten Bärenfallen der Geschichte herausstellen. Anschließend setzte ein fulminanter Aufwärtstrend ein, im Zuge dessen sich die Minenaktien innerhalb weniger Monate mehr als verdoppelten.

**Gold Bugs Index (HUI) seit Jänner 2015**



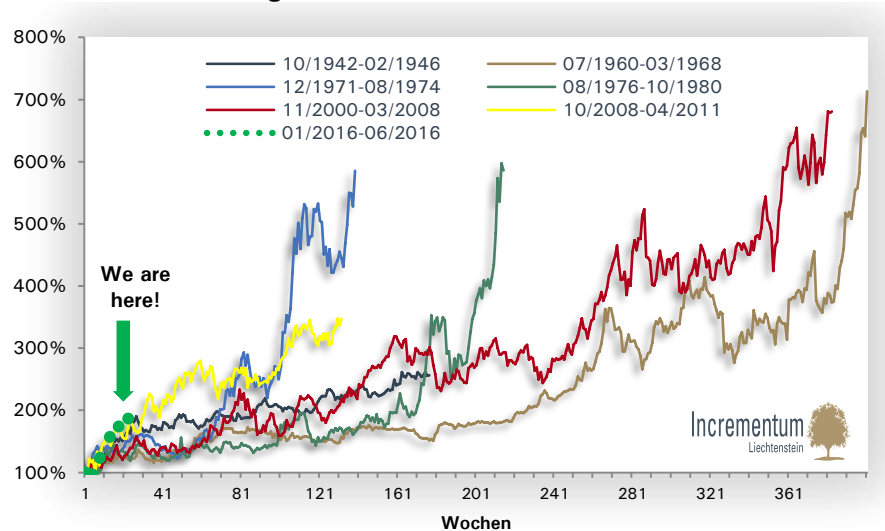
Quelle: Yahoo Finance, Incrementum AG,

**Auch wenn Minenaktien seit Jahresbeginn ein fulminantes Comeback feiern, so ist die Skepsis seitens der Marktteilnehmer weiterhin groß.** Unisono heißt es, dass die Aktien bereits (zu) hoch bewertet seien und die impulsive Bewegung lediglich ein „dead cat bounce“<sup>20</sup> sei.

Werfen wir einen Blick auf alle Bullenmärkte des Barrons Gold Mining Index (BGMI)<sup>21</sup>, so erkennt man, dass der aktuelle Aufwärtstrend im Vergleich zu vorangegangenen noch relativ kurz und gering ausfällt. Sollten wir uns somit wirklich am Beginn einer ausgeprägten Trendphase bei den Minern befinden – wovon wir ausgehen – so dürfte noch ausreichend Aufwärtspotenzial vorhanden sein.

**„Where one thing falls, another grows. Maybe not what was there before, but something new and wonderful all the same.“**  
**Bambi's mother**

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



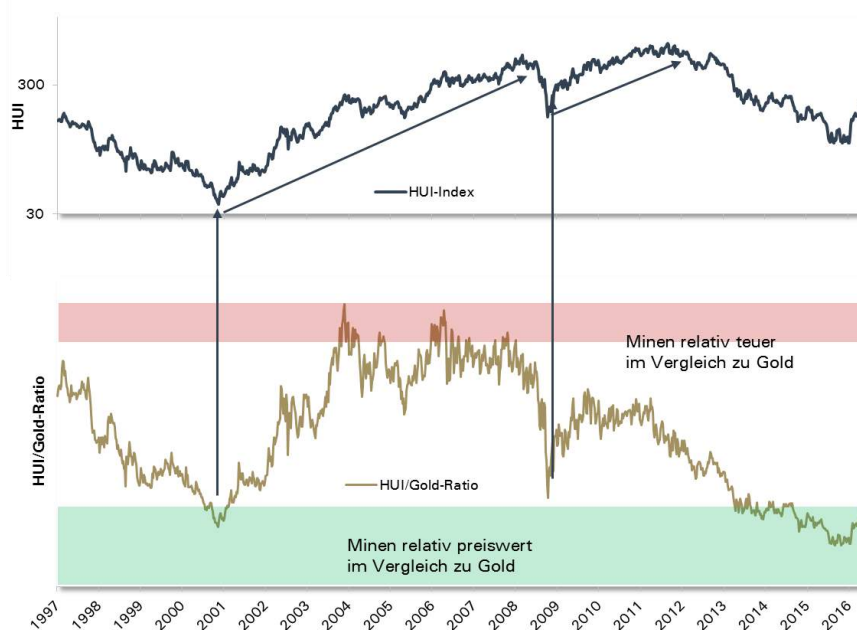
Quelle: Sharelynx, Nowandfutures, Barrons, Incrementum AG

<sup>20</sup> Wikipedia: **Dead-Cat-Bounce** (dt. *Hüpfer einer toten Katze*) ist eine Metapher an den Finanzmärkten. Sie beschreibt die nicht nachhaltige Erholung eines Wertpapierkurses oder Wertpapierindex' nach einem starken, meist länger andauernden Einbruch. Der Begriff ist abgeleitet von dem zynischen englischen Sprichwort: "Even a dead cat will bounce if it is dropped from high enough!"

<sup>21</sup> Seines Zeichens der älteste verfügbare Goldindex. Der Index kann unter [www.bgmi.us](http://www.bgmi.us) bezogen werden.

**In Relation zum Goldpreis tendieren die Goldaktien im Gold Bugs Index auf dem gleichen Stand wie im Jahre 2001, als der Gold-Bullenmarkt begann.** Allein das ist ein starkes Argument dafür, dass Miner im Vergleich zu Gold preiswürdig erscheinen. Man erkennt anhand folgender Grafik aber auch, dass die Minenaktien lediglich in der Phase von 2001 bis 2004 den Goldpreis outperformen konnten. Die Gründe für die so enttäuschende Entwicklung der Miner in der Phase nach 2004 sowie die grundlegenden Probleme in der Branche haben wir im Vorjahr im Kapitel „*Wieso perform(t)en Miner so schwach?*“ ausführlich erläutert. Dort schilderten wir jedoch auch, dass die Branche einen Prozess der kreativen Zerstörung und der fundamentalen Neuorganisation durchlaufen hat. **Infolgedessen gehen wir davon aus, dass Minen auf Sicht der nächsten Jahre den heißersehten Hebel auf Gold bieten werden.**

### HUI/Gold-Ratio



Quelle: WiWo, Bloomberg, Incrementum AG

### KONKLUSION

**„The Fed has borrowed more from future consumption than ever before.“**

**Stanley Druckenmiller**

Wir haben uns im Vorjahr weit aus dem Fenster gelehnt und inmitten eines ausgeprägten Bärenmarktes ein ambitioniertes Kursziel von 2.300 US-Dollar für Juni 2018 verkündet. **Der erste Schritt in die Richtung dürfte getan sein.** Die Bodenbildung des Rohstoffsektors sowie des Goldpreises scheint abgeschlossen. Anfang dieses Jahres meldete sich Gold mit einem kräftigen Lebenszeichen zurück.

**Nichtsdestotrotz sind wir noch weit von dem geäußerten Kursziel von 2.300 US-Dollar entfernt.** Um dieses zu erreichen, müsste die derzeit vorherrschende Perzeption hinsichtlich der globalen wirtschaftlichen Lage kippen. **Darüber hinaus müsste die grundsätzliche Sinnhaftigkeit der interventionistischen Geld- und Fiskalpolitik infrage gestellt werden.**

**Es mehren sich jedoch die Anzeichen eines zunehmenden Skeptizismus.** Etwas durchwegs Bezeichnendes geschah beispielsweise auf der Pressekonferenz im Anschluss an die FOMC-Sitzung im März. Die erste Frage, welche vom CNBC-Journalisten Steve Liesman an Janet Yellen gestellt wurde, lautete:

*„Does the Fed have a credibility problem [...]?“<sup>22</sup>*

Der verbale Eiertanz der Fed hinsichtlich weiterer Zinserhöhungen trägt nicht gerade zu einer Vertrauensförderung bei, da eine eindeutig nachvollziehbare geldpolitische Strategie nicht zu erkennen ist. **Eine deutliche Wirtschaftsschwäche bzw. ein erneutes Stimulationsprogramm mit noch extremeren Maßnahmen würde die Verunsicherung weiter befeuern. Von Goldpreis- und Rohstoffanstiegen sowie von Preisinflation wäre in diesem Falle auszugehen.**

Wir sind der Meinung, dass innerhalb der nächsten 24 Monate solche oder ähnliche Szenarien mit hoher Wahrscheinlichkeit auftreten werden und halten daher an unserem Kursziel von 2.300 US-Dollar bis Juni 2018 fest. **Die bestehende Kombination aus offensichtlicher Überschuldung, expansiver Fiskal- und Geldpolitik sowie dem eisernen Willen, Preisinflation zu erzeugen, bleibt für Gold das stabile Fundament weiterer Kursavancen.**

## EXECUTIVE SUMMARY

- ▶ Gold ist zurück, ein neuer Bullenmarkt zeichnet sich ab
- ▶ Wachsende Unsicherheit hinsichtlich wirtschaftlicher sowie politischer Entwicklungen beflügelt Goldpreis
- ▶ Monatliche QE-Programme der BoJ und der EZB entsprechen Gegenwert der gesamten Jahresproduktion von Gold
- ▶ BREXIT: Allgemeine Unsicherheit wirkt wachstumshemmend; Konjunkturprogramme und noch mehr Stimuli gegen weitere Disintegration und Wachstumsabschwächung innerhalb der EU zu erwarten
- ▶ US-Wirtschaft schwächelt, Zinswende vor dem Scheitern
- ▶ Narrativ der wirtschaftlichen Gesundung bröckelt; US-Rezession nicht ausgeschlossen; Vertrauen in geldpolitische Maßnahmen sinkt
- ▶ Bei weiterer US-Dollarschwäche und Rohstoffstärke drohen höhere Inflation und Stagflation
- ▶ Goldinvestments im unsicheren Niedrigzinsumfeld vor Renaissance bei institutionellen Investoren
- ▶ Neben Gold bedeutet dies auch ein positives Umfeld für andere inflationssensitive Anlagen wie Silber oder Minenaktien
- ▶ Incrementum bestätigt langfristiges Kursziel von 2.300 US-Dollar in 2018

<sup>22</sup> [https://youtu.be/aodavML\\_cB8?t=15m](https://youtu.be/aodavML_cB8?t=15m)

## APPENDIX – ÜBER DIE AUTOREN

### Ronald-Peter Stöferle, CMT

**Ronald-Peter Stöferle ist Managing Partner & Fondsmanager der Incrementum AG.** Er verwaltet gemeinsam mit Mark Valek den ersten Investmentfonds, der auf den Prinzipien der Österreichischen Schule der Nationalökonomie beruht.

Zuvor war er sieben Jahre lang im Research-Team der Erste Group in Wien. Bereits 2006 begann er seine jährlich erscheinenden „In GOLD we TRUST“ Studien zu veröffentlichen, die im Laufe der Jahre internationales Renommee erlangten.

Stöferle ist Lektor am Institut für Wertewirtschaft in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. Gemeinsam mit dem Wirtschaftsphilosophen Rahim Taghizadegan und Mark Valek hat er das Buch „Österreichische Schule für Anleger – Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation“ veröffentlicht.



### Mark J. Valek, CAIA

**Mark Valek ist Partner & Fondsmanager der Incrementum AG.** Er verwaltet gemeinsam mit Ronald Stöferle den ersten Investmentfonds, der auf den Prinzipien der Österreichischen Schule der Nationalökonomie beruht.

Davor war er über zehn Jahre lang bei Raiffeisen Capital Management tätig, zuletzt als Fondsmanager in der Abteilung Multi Asset Strategien. Im Rahmen dieser Position war er für Inflationssicherungsstrategien und Alternative Investments verantwortlich und verwaltete Portfolios mit einem Volumen von mehreren hundert Millionen Euro.

Mark Valek ist Lektor am Institut für Wertewirtschaft in Wien sowie Vortragender an der Wiener Börse Akademie. Gemeinsam mit dem Wirtschaftsphilosophen Rahim Taghizadegan und Ronald Stöferle hat er das Buch „Österreichische Schule für Anleger – Austrian Investing zwischen Inflation und Deflation“ veröffentlicht.



## Über die 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.

**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.**

## **Kontakt**

Incrementum AG

Landstraße 1

9490 – Vaduz/Liechtenstein

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: 2016 Incrementum AG. All rights reserved.**