

Compact Version

In **Gold** We Trust
Report

24. Mai 2022

Den 400-seitigen
In Gold We Trust-Report
erhalten Sie unter:
ingoldwetrust.report

Stagflation 2.0



incrementum

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

Wir bedanken uns herzlich bei unseren
Premium-Partnern für die Unterstützung des
In Gold We Trust-Reports 2022



Inhaltsverzeichnis

Sie halten die Kurzversion des *In Gold We Trust*-Report 2022 in Ihren Händen. Der gesamte Report umfasst folgende 25 Kapitel und kann kostenfrei unter ingoldwetrust.report heruntergeladen werden.

Kapitel 1

Einleitung

Seite 4

Kapitel 2

Status Quo von Gold

Kapitel 3

Status Quo von Gold relativ zu Aktien, Anleihen und Rohstoffen

Kapitel 4

Status Quo der Verschuldungsdynamik

Kapitel 5

Status Quo der Inflationstendenz

Kapitel 6

Status Quo der Goldnachfrage

Kapitel 7

Status quo: Fazit

Kapitel 8

Stagflation 2.0

Kapitel 9

Stagflation und ein neuer Goldstandard

Kapitel 10

Eine neue Weltordnung entsteht

Kapitel 11

Energie, Krieg & Inflation

Kapitel 12

China – am Scheideweg

Kapitel 13

Als Rom seine Reservewährung verlor

Kapitel 14

Warum das Fiat-Geld scheinbar funktioniert

Kapitel 15

Goldlagerung

Kapitel 16

Das synchrone Aktien-und Goldpreismodell

Kapitel 17

Für ein besseres Verständnis des Goldangebots und der Goldnachfrage

Kapitel 18

Des Silbers Inflationsrätsel

Kapitel 19

Bitcoin

Kapitel 20

Minenaktien

Kapitel 21

Die Herausforderungen des Goldminensektors

Kapitel 22

Royalty-und-Streaming-Unternehmen

Kapitel 23

Die neue emissionsarme Wirtschaft

Kapitel 24

Technische Analyse

Kapitel 25

Quo vadis, aurum?

Seite 12

Einleitung: von Wölfen und Bären

„Die Warnsignale zu ignorieren und mit den bewährten Strategien der Vergangenheit fortzufahren, bedeutet, das dritte, entscheidende Wolfsgeheul zu ignorieren.“

„Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?“
Incrementum Spezialreport, November 2020

Vor dem sich heranschleichenden Wolf warnten wir bereits im Herbst 2020, mitten in der zweiten Coronawelle. In der Spezialanalyse des *In Gold We Trust-Reports* „Der Junge, der Wolf rief: Inflationäre Dekade voraus?“ wiesen wir eindringlich auf die Gefahren der drohenden Inflation hin. Dazu griffen wir auf die Wolfsparabel von Äsop zurück. Einem Großteil der Marktteilnehmer war das als ausgestorben geglaubte Raubtier nicht mehr bekannt, lag doch die letzte Hochinflationsphase viele Jahrzehnte zurück.

Nun ist der Wolf da – und er dominiert die Schlagzeilen. Doch weiterhin ist vielen Investoren nicht bewusst, welche Bedrohungen für das Portfolio von ihm ausgehen. Vielfach versteckt man sich hinter der

naiven Illusion, dass der Wolf bald wieder verschwinden wird – einfach so, und ohne Beute gemacht zu haben.

Nun lauert bereits die nächste Gefahr: Hinter dem Wolf schleicht sich ein Bär heran, der Bär, der einen markanten Wirtschaftsabschwung symbolisiert und mit seiner Tatze die Kurse nach unten drückt. Erneut wird die Mehrzahl der Ökonomen und Anleger auf dem falschen Fuß erwischt werden.

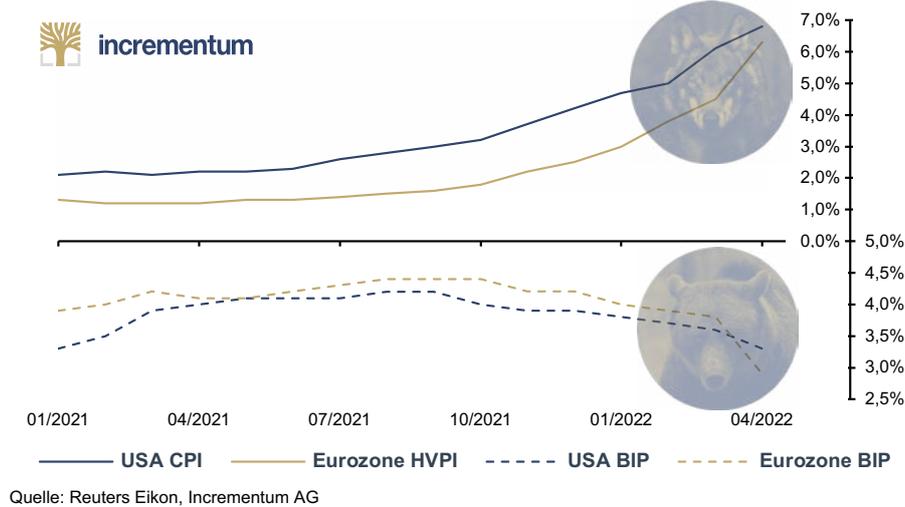
Nach den Verheerungen der Coronapandemie hofften alle auf Jahre des Aufschwungs. Die rekordhohen Wachstumszahlen des Vorjahres schürten dieses Feuer der Hoffnung. Doch diese Zahlen waren vor allem der Rückkehr zu einer gewissen

wirtschaftlichen Normalität und dem Basiseffekt geschuldet.

Was aber war der eigentliche Zunder, der dieses „Wachstumsfeuer“ zum Brennen brachte? Im Zuge der globalen Lockdowns und dem Crash an den Aktienmärkten schrumpfte die US-Wirtschaft in Q2/2020 annualisiert um 9,1%, während das globale BIP um 3,1% einbrach. Es wurde mit einer nie dagewesenen Flut von geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen versucht, die durch die Lockdowns verursachten ökonomischen Schäden zu begrenzen und die drohende, deflationäre Schuldenimplosion zu verhindern.

Die Aktienmärkte reagierten mit Entzücken, die Deflation wurde verhindert

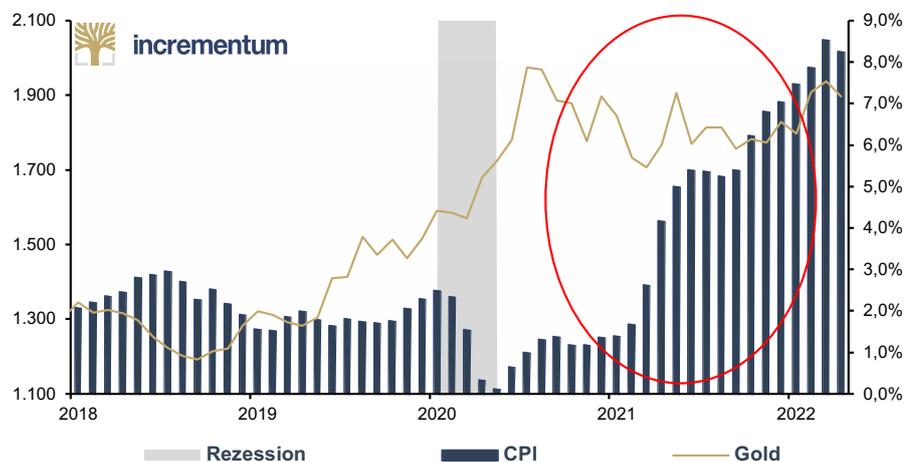
Monatliche Inflations- und BIP-Umfragewerte für 2022, USA und Eurozone, 01/2021-04/2022



und bereits wenige Monate danach waren die Finanzmärkte wieder in bester Feierlaune. So rallierte der S&P 500 innerhalb von nur 5 Monaten von seinem Corona-Low auf ein neues Allzeithoch und der Nasdaq haussierte vom Tief- bis zum Höchststand um 134% und benötigte dafür nur 3 Monate.

Doch die inflationären Nebenwirkungen der radikalen monetären und fiskalischen Wiederbelebungsmaßnahmen manifestierten sich still und leise im Laufe des vergangenen Jahres. Der Preis für die Rettung der Märkte waren stetig steigende Teuerungsraten, welche sowohl in den USA als auch in der Eurozone Mitte des Jahres 2021 die 2%-Zielmarke der Notenbanken durchbrachen.

Gold (lhs), in USD, und CPI (rhs), 01/1970-04/2022



Doch die Zentralbanker beschwichtigen: „Habt keine Angst vor dem Wolf, das Wolfsgeheul, das ihr zu vernehmen glaubt, ist nur eine Einbildung, der aktuelle Anstieg der Inflation ist bloß vorübergehend.“ Diese Beschwichtigung fand sich konsequenterweise auch in den Inflationsprognosen der Institutionen. Beispielhaft für die dramatische Fehleinschätzung der Lage ist die Entwicklung der Inflationsprognosen der EZB: Im September 2021 wurde für das Jahr 2022 eine Inflationsrate von 1,7% prognostiziert, im Dezember 2021 wurde die Prognose auf 3,2% und im März 2022 auf 5,1% erhöht. **Also selbst vor Ausbruch des Ukraine-Krieges musste die EZB ihre Inflationsprognose von einem Quartal zum nächsten fast verdoppeln.**

Erst einmal enttäuschend auf den Inflationsanstieg im Vorjahr reagierte der Goldpreis. Im Laufe des Jahres 2021 mussten sich Goldbesitzer mit einer bescheidenen Rendite von +3,6% in EUR bzw. -3,5% in USD zufriedengeben.

Die maßgeblichen Gründe, wieso Gold vorübergehend sein „Mojo“ verlor, waren:

- Eine starke vorangegangene Performance: 2019: +18,3% (USD), +21% (EUR) bzw. 2020: +24,6% (USD), +14,3% (EUR)
- Der extrem feste US-Dollar
- Hohe Opportunitätskosten in Folge haussierender Aktienmärkte
- Krypto-Assets, die Gold medial die Show stahlen
- Vor allem aber glaubten die Marktteilnehmer an das Narrativ von der „vorübergehenden“ Inflation und fürchteten nicht, dass die Inflationsraten längerfristig hoch bleiben würden.

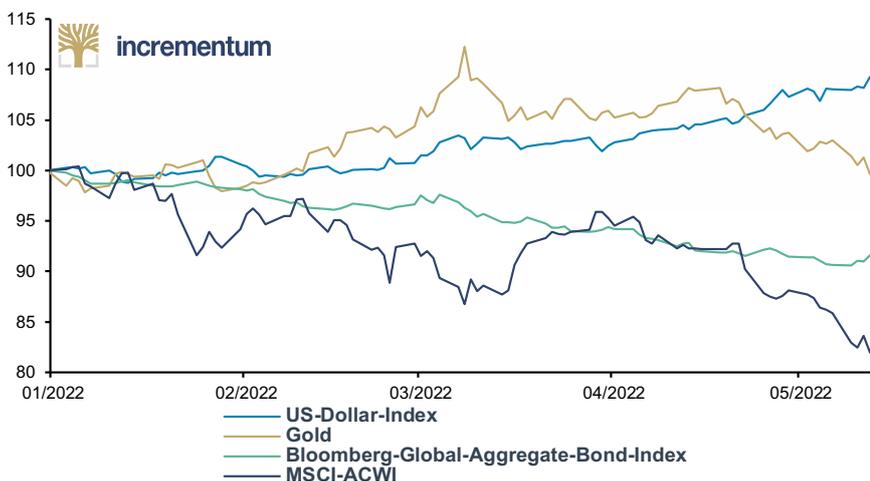
Je länger die Inflation erhöht blieb, umso mehr Marktteilnehmer dachten, dass sich dies auf den Goldpreis auswirken müsse. Erst Anfang 2022 fing der Preis allmählich an, auf die erhöhten Inflationsraten und die zunehmenden Turbulenzen an den Aktien- und Anleihenmärkten zu reagieren.

Der russische Bär

Dass sich der Angriff Russlands auf die Ukraine nochmals verschärfend auf die Inflationssituation auswirkt, liegt auf der Hand. Russland ist einer der wichtigsten Rohstoffexporteure, nicht nur im Bereich Energie. Was jedoch unserer Meinung nach stark unterschätzt wird, sind die desaströsen Kosten für die Volkswirtschaften im Zusammenhang mit der Substituierung der russischen Ressourcen. Der deutsche Wirtschaftsminister Robert Habeck brachte es in einer Diskussion über ein mögliches Ölembargo der EU gegen Russland auf den Punkt: „Das ist nicht ohne Schmerzen zu haben!“ JP Morgan schätzte Mitte April, dass ein Ölembargo den Ölpreis auf 185 USD hinaufschmalzen würde. Das wäre ein Sprung um weitere 70–80%. Man braucht kein großer Prophet oder Starökonom zu sein, um die Auswirkungen eines solchen Preissprunges auf Konjunktur und Inflationsraten vorherzusagen. Die Sanktionsspirale wird neben dem Wolf mit Sicherheit auch den Bären aus dem Winterschlaf holen.

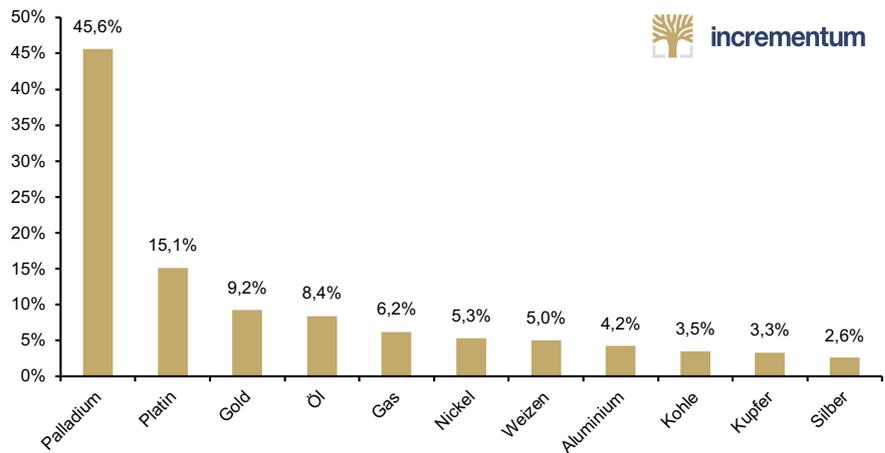
Und er ist auch schon an den Kapitalmärkten zu erkennen, der Bär. Der S&P 500 gab seit Anfang des Jahres bis Mitte Mai mehr als 16% ab, der Nasdaq mehr als 25%. Der Bär hat somit das frühere Epizentrum des US-Bullenmarktes erreicht: die viel gehypten Technologietitel. Aber auch an

US-Dollar-Index, Gold, Bloomberg-Global-Aggregate-Bond-Index, und MSCI-ACWI, in USD, 100 = 31.12.2021, 01/2022-05/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Russlands Exporte, in % der globalen Produktion, 2021



Quelle: Bloomberg, JPMorgan, Incrementum AG

den Rentenmärkten ist der Bär los. In Q1/2022 erzielten US-Staatsanleihen das schlechteste Ergebnis seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1973. Und auch an den Währungsmärkten stept der Bär. Der US-Dollar-Index kletterte auf den höchsten Stand seit 2002. Gold konnte sich in diesem widrigen Umfeld zunächst gut behaupten, knickte ab Mitte April jedoch ebenso ein.

Auch konjunkturell macht sich der Bär langsam bemerkbar. Im Q1/2022 verzeichneten die USA bereits einen Rückgang der Wirtschaftsleistung. Nach einem annualisierten Quartalswachstum von 6,9% in Q4/2021 schrumpfte laut der letzten BIP-Schätzung des „Bureau of Economic Analysis“ (BEA) die Wirtschaft in

Q1/2022 um 1,4%, und das, obwohl die Erstschätzung bei über 3% lag. Selbst wenn das Wachstum im laufenden Quartal nochmals leicht positiv sein sollte und eine (technische) Rezession vorerst noch vermieden werden kann, ist eine Rezession in den nächsten 12–18 Monaten deutlich wahrscheinlicher als vom Markt derzeit angenommen.

Das folgenreiche Einfrieren der russischen Währungsreserven

Der Status des US-Dollars als globale Leit-, Handels- und Reservewährung weist immer größere Risse auf. Bereits seit vielen Jahren dokumentieren wir den Prozess der „De-Dollarization“. Wir sind nun Augenzeugen eines folgenreichen Vertrauensbruchs, der den Boden für eine Abkehr vom US-Dollar als Weltreservewährung bereitet und mittelfristig den Weg in eine neue globale Währungsordnung beschleunigt.

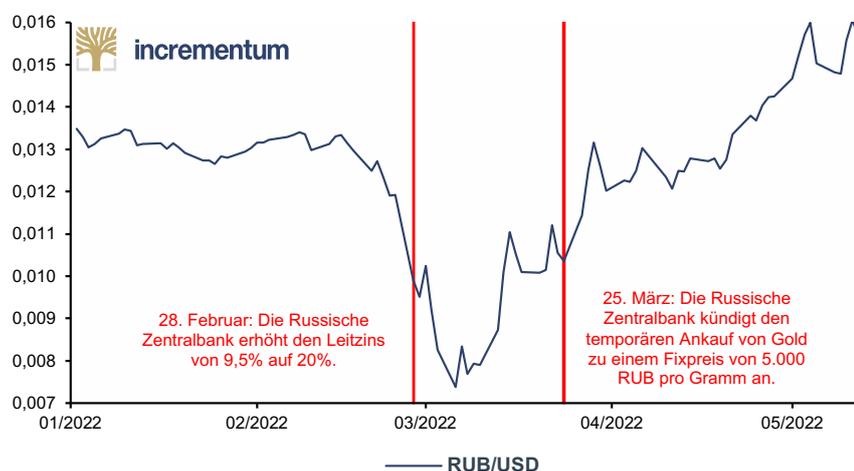
Der Beschluss der G7 und der EU vom 26. Februar, die US-Dollar- und Euro-Währungsreserven der russischen Zentralbank, die ca. 60% ihrer gesamten internationalen Reserven ausmachen, einzufrieren, wird in die (Währungs-) Geschichte eingehen. Zwar gab es bereits früher Sanktionen gegen Pariastaaten, wie

z. B. Venezuela oder den Iran, doch noch nie gegen eine Vetomacht im UN-Sicherheitsrat, ein ehemaliges Mitglied der führenden Wirtschaftsnationen (G8), eine Atommacht und einen der weltweit bedeutendsten Rohstoffexporteure.

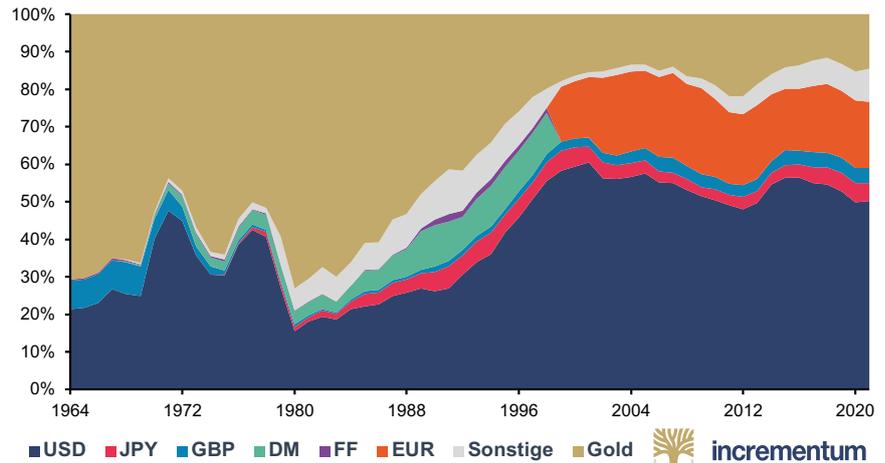
Mit der weiteren „Militarisierung des Geldes“ dürften sich die USA und die EU mittel- bis langfristig allerdings keinen Gefallen bereitet haben. Die Entscheidung führt vielen US-kritischen Nationen deutlich vor Augen, wie schnell sich US-Dollarreserven von einem hochliquiden Asset in nutzlose bedruckte Zettel verwandeln können. **De facto haben die USA und die Eurozone der Welt demonstriert, wie schnell sie ihre ökonomischen Verbindlichkeiten im Falle einer geopolitischen Auseinandersetzung streichen können.**

Das Volumen, von dem wir sprechen, ist enorm: Die weltweiten Devisenreserven der Notenbanken belaufen sich auf rund 12 Bill. USD, wovon ca. 60% auf den US-Dollar und 20% auf den Euro entfallen. Insbesondere China wird das Einfrieren von Russlands Reserven mit Argusaugen verfolgt haben und seine Bemühungen hinsichtlich währungspolitischer Souveränität verstärken. Zudem wirkt das Einfrieren der Währungsreserven potenziell (stark) deflationär.

RUB/USD, 01/2022-05/2022



Zusammensetzung der globalen Reservewährungen inkl. Gold, 1964-2021



Um den kollabierenden Rubel zu stützen, wurden bemerkenswerte Gegenmaßnahmen gesetzt. So kündigte die russische Zentralbank – nach der Verdopplung des Leitzinses auf 20% – an, dass sie ab dem 28. März und bis zum 30. Juni einen Festpreis von 5.000 Rubel pro Gramm Gold zahlen wird. Das entspricht rund 1.940 USD pro Unze. Damit wird eine Untergrenze für den Goldpreis in Rubel festgelegt, und da Gold in US-Dollar gehandelt wird, wird damit auch implizit eine Untergrenze für den Rubel in US-Dollar hergestellt.

Von einigen Analysten wurde dieser Mechanismus fälschlicherweise als neuer Goldstandard bezeichnet. Dies ist jedoch nicht der Fall, da sich die Zen-

tralbank nicht zu einer Rücknahme von Rubel gegen Gold verpflichtet hat, sondern nur Rubel ausgibt und Gold annimmt. **Dennoch verdeutlicht dieses Beispiel höchst anschaulich, dass Gold jederzeit nicht nur als sprichwörtlicher, sondern auch als tatsächlicher Anker für eine Fiat-Währung eingesetzt werden kann.**

Äußerst beeindruckend ist, wie sich der Außenwert des Rubels gegen den – selbst extrem starken – US-Dollar entwickelt hat. So notiert der Rubel trotz bereits 6 harter Sanktionswellen gegenüber dem US-Dollar fester als zu Beginn des Jahres.

Maßgeblich mitverantwortlich für die unerwartete Rubel-Stärke dürfte neben der Goldpreis-Untergrenze auch der Beschluss sein, dass Russland keine Euro mehr als Zahlungsmittel für seine Exporte akzeptiert. Der Vorsitzende des Energieausschusses in der russischen Duma, **Pavel Zavalny**, kommentierte diesen russischen Beschluss wie folgt: *„Let them pay either in hard currency, and this is gold for us, or pay as it is convenient for us, this is the national currency.“* (Unsere Hervorhebung). Von den als „unfreundlich“ eingestuften Staaten wird Russland in Zukunft nur mehr die Bezahlung in Rubel oder in Gold akzeptieren, von allen anderen in einer frei verhandelbaren Währung und womöglich sogar in Bitcoin.

Uns beschleicht die Sorge, dass der Westen seine Position hinsichtlich seines De-facto-Monopols auf internationale Währungsreserven womöglich überschätzt. Nicht zuletzt hat in den vergangenen 20 Jahren die ökonomische Bedeutung des Ostens – insbesondere Asiens – massiv zugenommen. Diese Macht wurde auch von Sergey Glazyev hervorgehoben. Er gilt als einer der einflussreichsten Ökonomen Russlands, ist Mitglied des Nationalen Finanzrats und ehemaliger Minister für Außenwirtschaftsbeziehungen. Zudem war er von 2012 bis 2019 Wirtschaftsberater von Präsident Putin. **Glazyev erläuterte die Rolle**, die Rohstoffe in der neu entstehenden multipolaren Währungsordnung spielen werden:

„The third and the final stage on the new economic order transition will involve a creation of a new digital payment currency ... A currency like this can be issued by a pool of currency reserves of BRICS countries ... the basket could contain an index of prices of main exchange-traded commodities: gold and other precious metals, key industrial metals, hydrocarbons, grains, sugar, as well as water and other natural resources.“

Wir halten es für plausibel, dass Gold als neutrale Währungsreserve als einer der Profiteure des beunruhigenden Krieges hervorgehen wird. Denn in einer zunehmend polarisierten und sich in zwei Blöcke aufteilenden Welt kann Gold als neutraler, nicht-staatlicher monetärer Vermittler zwischen den beiden Blöcken fungieren. Der Trend, dass sich Gold bei den Zentralbanken zunehmender Beliebtheit erfreut, hält seit 2008 ungebrochen an. So haben die BRICS-Staaten ihre Goldreserven in den vergangenen Jahren erheblich aufgestockt, der Westen, insbesondere die Eurozone und die USA, hat jedoch in dieser Rangliste noch deutlich die Nase vorn.

Neben der einmaligen Eigenschaft, dass Gold kein Ausfalls- bzw. Konfiszierungsrisiko hat, sofern es im eigenen Land sicher verwahrt wird, kommt nun auch für Zentralbanken ein weiteres Argument hinzu, das für Gold als Reserve-Asset spricht. Die markant jenseits des jeweiligen Inflationsziels liegenden Inflationsraten dürften das Vertrauen in die staatlichen Reservewährungen in den kommenden Jahren weiter untergraben. **Gold wird wohl in vielen Ländern der Welt als Reservewährung weiter an Akzeptanz gewinnen und sich verstärkt als Vertrauens- und Kaufkraftanker etablieren.**

Auch wenn Bitcoin in diesem Kontext am Rande von Russland erwähnt wurde – was bemerkenswert ist – spielt er im Konzert der Reservewährungen derzeit noch keine Rolle. Allerdings schreitet bei der ältesten aller Kryptowährungen die Akzeptanz ungeachtet des aktuellen Bärenmarktes weiter stetig voran. Erwähnenswert ist neben der zunehmenden Akzeptanz von Bitcoin bei traditionellen Finanzinstituten auch die steigende Nutzung des Protokolls zur Abwicklung von Zahlungen über das Lightning-Netzwerk.

Bitcoin wird von einem wachsenden Teil der Bevölkerung in Entwicklungsländern entdeckt und auch aktiv als Zahlungsmittel benutzt. Hier ist also weiterhin eher eine Bottom-up-Dynamik zu erkennen. Zentralbanken wollen hingegen nach wie vor nichts mit der dezentralen digitalen Währung zu tun haben. Aber selbst dahingehend gibt es immer wieder interessante Initiativen. So wurde in der Generalversammlung der SNB im April 2022 ein **Gesuch von einigen Aktionären der Bank gestellt**, dass diese 1 Mrd. CHF ihrer Aktiva pro Monat von Eurobonds in Bitcoin umschichten solle. Die Anfrage wurde erwartungsgemäß von der SNB nicht goutiert. Konsequenterweise werden die Initiatoren die SNB von nun an jedes Jahr mit dem Thema konfrontieren.

Land	FX-Reserven, in Mio. USD	Gesamte Reserven, in Mio. USD	Goldreserven, in Tonnen	Goldreserven, in Mio. USD	Goldreserven/ Gesamte Reserven	Goldreserven/ BIP
Eurozone	499.850	1.141.117	10.270	641.267	56,20%	4,41%
USA	237.182	745.053	8.133	507.871	68,17%	2,00%
Russland	497.946	641.665	2.302	143.719	22,40%	7,86%
China	3.251.626	3.373.282	1.948	121.656	3,61%	0,61%
Schweiz	1.036.009	1.100.949	1.040	64.940	5,90%	7,71%
Japan	1.303.245	1.356.070	846	52.824	3,90%	1,08%
Indien	563.471	610.952	760	47.481	7,77%	1,44%
Taiwan	549.994	576.446	424	26.452	4,59%	3,14%
Saudi-Arabien	441.067	461.240	323	20.173	4,37%	1,94%
Singapur	424.839	434.439	154	9.600	2,21%	2,26%
Südkorea	455.833	462.355	105	6.522	1,41%	0,36%
Hong Kong	490.956	491.086	2	130	0,03%	0,04%

Quelle: IWF, World Gold Council, Incrementum AG (Daten per Q1/2022)

Aber auch auf staatlicher Ebene gibt es Berichtenswertes: Medienwirksam hat El Salvador vergangenes Jahr Bitcoin zum offiziellen Zahlungsmittel neben dem US-Dollar eingeführt. Gleichgezogen ist zuletzt die Zentralafrikanische Republik. In beiden Fällen opponiert der IWF wortgewaltig dagegen und warnt vor erheblichen Risiken. Jene Institution, welche ihren Mitgliedstaaten verbietet, ihre Währung an Gold zu binden, ist offensichtlich mindestens genauso stark dagegen, dass Bitcoin zum offiziellen Geld aufsteigt. **Man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, dass der IWF im Kern der oberste Gralshüter des globalen, schuldenbasierten Geldsystems ist.**

Vom monetären Klimawandel zur Stagflation 2.0

Bevor wir uns dem diesjährigen Kernthema, der Stagflation, zuwenden, erlauben Sie uns noch einen kurzen Blick in den Rückspiegel. Im *In Gold We Trust-Report 2021* haben wir über den von uns so genannten „monetären Klimawandel“ gesprochen. Mit diesem Begriff haben wir auf einen vielschichtigen Paradigmenwechsel angespielt, der durch die Pandemie und die politischen Reaktionen darauf ausgelöst wurde und durch die folgenden fünf Entwicklungen geprägt war:

- Budgetäre Nonchalance
- Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik
- Neue Aufgaben der Geldpolitik
- Digitale Zentralbankwährungen vs. dezentrale Kryptowährungen
- Die neue Eiszeit zwischen Ost und West

Diese Trends sind immer noch präsent und werden durch die Russlandkrise weiter verstärkt. Die budgetäre Nonchalance setzt sich nach dem Abebben der Corona-Krise nahtlos fort. Es werden keine Kosten gescheut, um alternative Energie-

quellen zu erschließen, massiv aufzurüsten bzw. die Kosten der Sanktionen zu finanzieren, aber auch um die Teuerungswelle über Transferzahlungen abzufedern. Die Beziehungen zwischen Ost und West sind mittlerweile so stark abgekühlt, dass man schon von einem Kalten Krieg 2.0 sprechen kann. Es wird die Aufgabe der Geldpolitik sein, die zusätzlich aufklaffenden staatlichen Budgetlücken über Monetarisierung von Staatsschulden zu finanzieren. Dies sind allesamt strukturell inflationär wirkende Dynamiken, welche sich obendrein auf das Wachstum bremsend auswirken.

Wolf und Bär – Inflation und Wirtschaftsabschwung – ergibt Stagflation. Exakt diese Einsicht greift langsam, aber sicher um sich. Niemand Geringerer als der Präsident des renommierten deutschen ifo-Instituts, **Clemens Fuest, überraschte bereits Ende April (!) mit folgender Aussage:** „Wir sind mittendrin in der Stagflation, zumindest in Europa.“ Angesichts der angespannten geopolitischen Lage und der dunklen Wolken am Konjunkturhimmel erachten wir eine Stagflation in vielen Teilen der Welt, insbesondere in den USA und der EU, für sehr wahrscheinlich.

So wie wir 2020 die aktuelle Teuerungswelle vorhersagten und uns dabei nicht weit aus dem Fenster lehnten, so lehnen wir uns mit der Ankündigung einer hartnäckigen Stagflation ebenso wenig weit aus dem Fenster. **Wir werden gewiss keine Kopie der Stagflation der 1970er-Jahre durchleben, sondern eine Stagflation 2.0, mit zahlreichen Eigenheiten.** Wir wollen hier einige der wichtigen Charakteristika – mit Schwerpunkt auf die USA – vergleichen.

Stagflationen und deren Konsequenzen für Wirtschaft, Gesellschaft und Veranlagung kennen die meisten Menschen wohl nur aus den Geschichtsbüchern, wenn überhaupt. **Die adäquate Vorbereitung auf das gleichzeitige Auftreten von Wolf und Bär, das noch seltener zu beobachten ist als ein deutscher Sieg beim Song-Contest, wird uns im diesjährigen In Gold We Trust-Report in allen Details beschäftigen.**

Faktor	Stagflationsphasen 1970 - 1983	Stagflation 2.0
Auslöser	<ul style="list-style-type: none"> • 1973: Ölembargo Jom-Kippur-Krieg • 1979: Iranische Revolution 	<ul style="list-style-type: none"> • Corona-Pandemie & Lockdowns/ massive Stimulus-Maßnahmen • Lieferkettenproblematik • Krieg in der Ukraine
Dauer	Mehrere Phasen zwischen 1970 und 1983	?
Jährlicher Geldüberhang	Bis zu 4,9% (1982)	Bis zu 21,3% (2020)
Realverzinsung	<ul style="list-style-type: none"> • Teils positiv, teils negativ, meist innerhalb einer Bandbreite von +5%/-5%; • Starker Anstieg Anfang der 1980er-Jahre bis knapp +10% 	<ul style="list-style-type: none"> • Derzeit stark negativ - • Positive Realzinsen b.a.w. nicht vorstellbar
Budgetdefizit	Bis zu 5,7% (1983)	Bis zu 15,0% (2020)
Verschuldung	<ul style="list-style-type: none"> Gering (Daten 1970 und 1982) • Staat: 35,7%; 35,2% • Unternehmen: 47,0%; 53,1% • Private Haushalte: 44,0%;47,9% 	<ul style="list-style-type: none"> Hoch (Daten 2021) • Staat: 123,4% • Unternehmen: 77,2% • Private Haushalte: 76,4%
Arbeitsmarkt	<ul style="list-style-type: none"> • Hoher Organisationsgrad • Wachsendes Arbeitskräftepotenzial 	<ul style="list-style-type: none"> • Niedriger Organisationsgrad • Sinkendes Arbeitskräftepotenzial infolge des demographischen Wandels
Internationale Arbeitsteilung / Geopolitik	<ul style="list-style-type: none"> • Arbeitsteilung weitgehend stabil • Geopolitik: Kalter Krieg 	<ul style="list-style-type: none"> • Nach Jahrzehnten der Globalisierung nun De-Globalisierung • Abgleiten in Kalten Krieg 2.0
Ölpreisentwicklung (WTI)	<ul style="list-style-type: none"> • Jun. 1973 – Feb. 1974: +184% • Dez. 1978 – Mai 1980: +166% 	<ul style="list-style-type: none"> • Dez. 2020 – Apr. 2022: +116%
Währungsregime	Wechsel von Gold-Devisen-Standard auf System flexibler Wechselkurse	Zunehmender Abschied vom unipolaren Währungssystem mit dem US-Dollar als Ankerwährung
Ende	Zinserhöhungen, Volcker-Schock, Rezessionen	<ul style="list-style-type: none"> • Potenzielle Schuldenkrisen aufgrund hoher Verschuldungen • Neuordnung der internationalen Währungsordnung

Quelle: Incrementum AG

In Gold We Trust Report

2022

Sie halten die Kurzversion des *In Gold We Trust*-Report 2022 in Ihren Händen. Der gesamte Report umfasst 25 Kapitel und kann kostenfrei unter ingoldwetrust.report heruntergeladen werden.



Den 400-seitigen
In Gold We Trust-Report
erhalten Sie unter:
ingoldwetrust.report



Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



In Gold We Trust-Report 2022
ingoldwetrust.report/download/19428



In Gold We Trust-Report 2022 Compact Version
ingoldwetrust.report/download/19425



In Gold We Trust-Chartbook
ingoldwetrust.report/download/16791



Monthly-Gold-Kompass
ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass

In Gold We Trust-Nuggets
ingoldwetrust.report/igwt-nuggets

In Gold We Trust-Classics
ingoldwetrust.report/igwt-classics



In Gold We Trust-Archiv
ingoldwetrust.report/archiv



LinkedIn
[linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report](https://www.linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report)



Youtube
[youtube.com/c/InGoldWeTrust](https://www.youtube.com/c/InGoldWeTrust)



Twitter
twitter.com/IGWReport



Newsletter
[incrementum.li/newsletter](https://www.incrementum.li/newsletter)



Quo vadis, aurum?

„Our New World Disorder will be characterized by greater volatility, higher inflation and deeper financial repression.“

Alexander Chartres

Everything-Bubble, Stagflation, Everything-Crash ...

Seit Jahren werden die Nachrichten von Berichten über globale Krisen dominiert. Es scheint fast so, als würde ein Unglück das nächste jagen: Finanzkrise, Eurokrise, Klimakrise, Pandemie und seit Februar nun auch noch ein Krieg mitten in Europa. Die scheinbar chaotische und fragile Zeit, in der wir leben, sorgt unter großen Teilen der Bevölkerung für zunehmende Verunsicherung, Angst und Nachrichtenverdrossenheit. Bemerkenswerterweise hat sich diese Verunsicherung an den Kapitalmärkten bislang bestenfalls kurzfristig manifestiert. Betrachtet man

die langfristige Entwicklung globaler Aktien- und Bondmärkte, könnte man meinen, dass all diese Krisen niemals stattgefunden hätten.

Ein wesentlicher Grund für die spektakulären Renditen von Aktien-, aber auch Immobilien- und Anleiheinvestoren, insbesondere in den vergangenen 25 Jahren, ist, dass jede Krise im Sinne des vorherrschenden interventionistischen Zeitgeistes mit immer extremeren geldpolitischen Maßnahmen beantwortet wurde. Die Marktteilnehmer wurden wie Pawlow'sche Hunde auf diesen „Fed-Put“ konditioniert. Die wahren Kosten dieser Politik der monetären Leckerli blieben lange Zeit verborgen.

Voraussetzung für das Aufrechterhalten dieser Täuschung waren in erster Linie die starken, strukturell disinflationären Kräfte. Die aus dem Nichts geschöpfte Liquiditätsflut schwappte zunächst vermehrt in die Kapitalmärkte und blähte die Vermögenspreise auf. Diese „Everything-Bubble“ erweckte den Eindruck, dass das Wachstum ungebrochen weitergehen könne, dass Defizite und die Geldmengenausweitung kein Problem wären und dass selbst globale Lockdowns und Produktionsstillstände der Wirtschaft bestenfalls kurzfristig etwas anhaben könnten. Die Eingriffe im Zuge der Coronakrise leiteten jedoch einen Wandel ein. Der von uns im Vorjahr skizzierte monetäre Klimawandel war der Beginn eines Paradigmenwechsels, hin zu einem inflationären Umfeld. Der Krieg in der

Ukraine und die mit ihm einhergehenden Sanktionen und Exportbeschränkungen sind nur ein weiterer Brandbeschleuniger.

Nun befinden wir uns am Beginn einer großen Ent-täuschung. Während sich in Zeiten der Disinflation zumindest ein kleiner Teil der Bevölkerung an den steigenden Vermögenswerten erfreuen konnte, tun sich Verbraucher, aber auch Anleger in Zeiten erhöhter Teuerungsraten zunehmend schwerer.

Die omnipräsente Teuerung bedeutet für den größten Teil der Menschen eine spürbare Verminderung des Lebensstandards. Wenn der „reale Kuchen“ kleiner wird – sei es in Form höherer Preise, kleinerer Verpackungsgrößen oder dünnerer Suppen – hat dies weitreichende Konsequenzen für das Konsumverhalten und die Investitionstätigkeit. Verteilungsfragen werden gesellschaftlich noch härter ausgefochten und tragen zu nationalen und internationalen Spannungen bei, und verstärken die ohnehin schon bestehende Polarisierung weiter. **Die Rückkehr des Wolfes und aller mit ihm verbundenen Kalamitäten erhöhen zunehmend den Druck auf die Währungshüter, die Kaufkraft der Währung tatsächlich zu hüten.**

Die Geldpolitik steht daher mit dem Rücken zur Wand. Sie ist gezwungen, zumindest so zu tun, als ob sie dem Wolf die Stirn böte. Die zaghaften Versuche, die Liquiditätsflut einzubremsen, beginnen jedoch die Probleme offenzulegen, die jahre-, wenn nicht gar jahrzehntelang durch inflationäre Notmaßnahmen verdeckt wurden. So wie im Jahr 2018, **als wir vor den unweigerlichen Konsequenzen der versuchten geldpolitischen Gezeitenwende warnen**, sprechen wir nun eine weitere explizite Warnung aus. **Neben der wölfischen Inflation droht nun auch eine bärige Rezession.**

US-Leitzins minus CPI, und US-Leitzins minus Kern-CPI, 01/1971-04/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Der zum Scheitern verurteilte Balanceakt

Angesichts der Jahrzehntehochs bei diversen Inflationsindikatoren – Verbraucherpreise, Kerninflation, Erzeugerpreise, Importpreise – mutierte in den vergangenen Monaten so manche geldpolitische Taube zu einem Falken. In den USA besteht aktuell der Eindruck, als könnte der Federal Reserve die Anhebung der Zinsen gar nicht schnell genug gehen. Angesichts einer Inflationsrate von 8,3% ist das wenig verwunderlich.

Der reale Leitzins war noch nie auf einem derart niedrigen Niveau wie aktuell. Daran haben auch die ersten Zinsschritte nichts geändert. Legt man der Berechnung des Realzinses die Kerninflationsrate zugrunde, so ist der reale Leitzins am niedrigsten Stand seit 1971.

Auf Grundlage der offiziellen Arbeitslosen- und Teuerungsstatistik hätte die Federal Reserve, die ein duales Mandat hinsichtlich Beschäftigung und Preisstabilität verfolgt, schon längst handeln müssen. Die Spanne zwischen dem CPI und der Arbeitslosenrate ist in den USA aktuell so hoch wie seit vier Jahrzehnten nicht mehr. Damals lag der Leitzins allerdings um 15 Prozentpunkte (!) höher als heute.

Um den Rest ihrer Glaubwürdigkeit zu wahren, hatte die Federal Reserve daher keine andere Wahl, als aggressive Zinsschritte anzukündigen und mit deren Umsetzung zu beginnen. Das Tempo und die Vehemenz des erwarteten und bereits begonnenen Straffungszyklus – eine Fed Funds Rate von fast 3,50% bis zum Sommer 2023 sowie ein annualisiertes QT-Tempo von 1,14 Bill. USD – wäre die aggressivste geldpolitische Straffung, die es seit Paul Volcker gegeben hat.

Dass die Federal Reserve zu spät agiert, **hat Mitte Mai bemerkenswerterweise sogar Jerome Powell eingeräumt:** „If you had perfect hindsight you'd go back and it probably would have been better for us to have raised rates a little sooner.“

Neben dem Einbremsen der Inflation ist es das erklärte Ziel, die geldpolitische Kehrtwende zu bewerkstelligen, ohne eine Rezession auszulösen. Dieser Balanceakt einer „sanften Landung“ ist aus unserer Sicht jedoch von vornherein zum Scheitern verurteilt. Ein Blick in die Geschichte bzw. in die letzten *In Gold We Trust*-Reporte¹ bestätigt unsere Zweifel.

Zur Erinnerung: Jeder Zinserhöhungszyklus seit Anfang der 1980er-Jahre endete unter dem Höchststand des vorangegangenen Zyklus. Das würde bedeuten, dass die Zinserhöhungen aller-

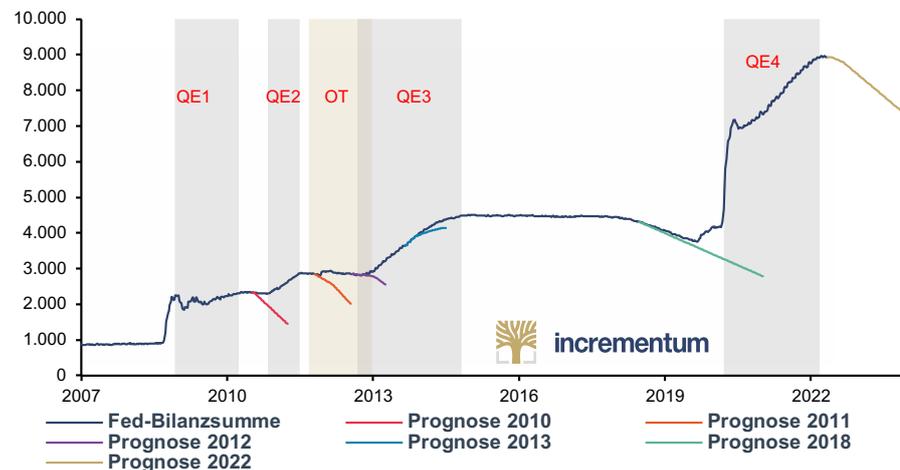
spätestens bei einer Zinsspanne von 2,25–2,50% beendet werden. So wurde die Federal Reserve in Q4/2018 von den Märkten genötigt, zu einer lockeren Geldpolitik zurückzukehren. Der S&P 500 gab damals zwischenzeitlich über 20% ab und Powell seinen erst Anfang Dezember 2018 zum Entsetzen der Finanzmärkte verkündeten „Autopilot“ schon im darauffolgenden Monat wieder auf.

Doch dieses Mal soll alles anders sein; so wollen uns zumindest die Federal Reserve und weite Teile der Ökonomenzunft glauben machen. **Der folgende Chart spricht allerdings eine andere Sprache, denn lediglich 3 von 20 Zinserhöhungszyklen endeten nicht mit einer Rezession.**

Quantitative Tightening: Very, Very Frightening?

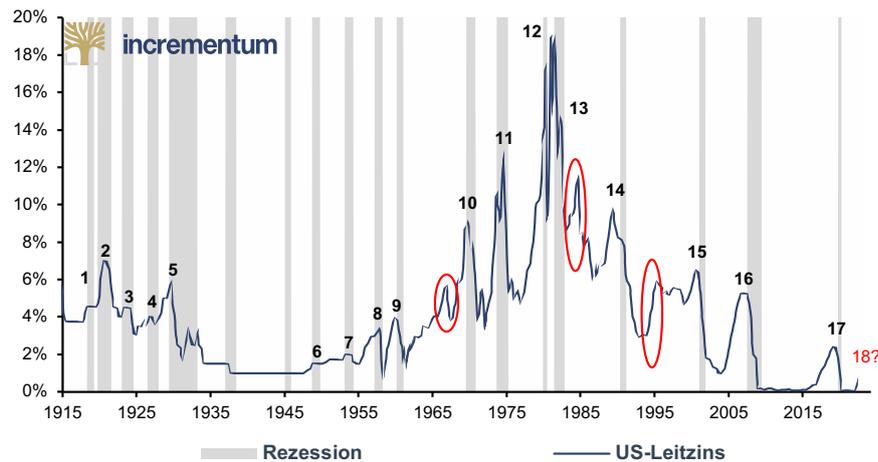
Die Straffung der US-Geldpolitik besteht aber nicht nur aus aggressiven Zinserhöhungen. Gleichzeitig ist auch ein Quantitative Tightening (QT), also eine Verkürzung der Bilanzsumme, vorgesehen. Unserer Meinung nach sind die QT-Pläne ambitioniert, um nicht zu sagen illusorisch. Die Bilanzsumme der Federal Reserve soll allein im Jahr 2022 um 522,5 Mrd. USD und 2023 um 1.140 Mrd. USD verkürzt werden. Das wäre ein Rückgang um fast 6% im laufenden Jahr und um weitere rund 13% im nächsten Jahr.

Fed-Bilanzsummen-Pfad, in Mrd. USD, 01/2007-01/2024



Quelle: Reuters Eikon, Federal Reserve, Incrementum AG

US-Leitzins, 01/1915-05/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Dieser Prozess soll so lange fortgesetzt werden, bis die Federal Reserve entscheidet, dass sich die Bilanz „normalisiert“ hat, oder bis die nächste Krise eine Kehrtwende erzwingt. Zweiteres wird definitiv eher eintreffen.

Werfen wir zunächst einen Blick in die Vergangenheit. Die bisherigen QE-Programme der Federal Reserve hatten folgende Auswirkungen auf die Kapitalmärkte:

- Steigende Aktienmärkte
- Zunehmende Risikofreudigkeit
- Fallende Renditeaufschläge (Unternehmensanleihen, Junk)
- Sinkende Zinsen
- Gedämpfte Preisinflation
- Rekordniedrige Volatilität

Es scheint naheliegend, dass QT exakt die gegenteiligen Konsequenzen wie QE hat. Zur Erinnerung: Der letzte Straffungsprozess verlief schrittweise und behutsam. Die Federal Reserve begann im Oktober 2017 und damit knapp zwei Jahre nach der ersten Zinserhöhung. Das QT-Volumen wurde nur langsam erhöht und zwar von 10 Mrd. USD pro Monat auf 50 Mrd. USD pro Monat in Q4/2018. Die scharfe Aktienmarktkorrektur im Dezember 2018 zwang die Federal Reserve, die Zinserhöhungen auszusetzen und ein schnelles Ende des QT anzukündigen. Nur wenige Quartale später wuchs die Notenbankbilanz erneut.

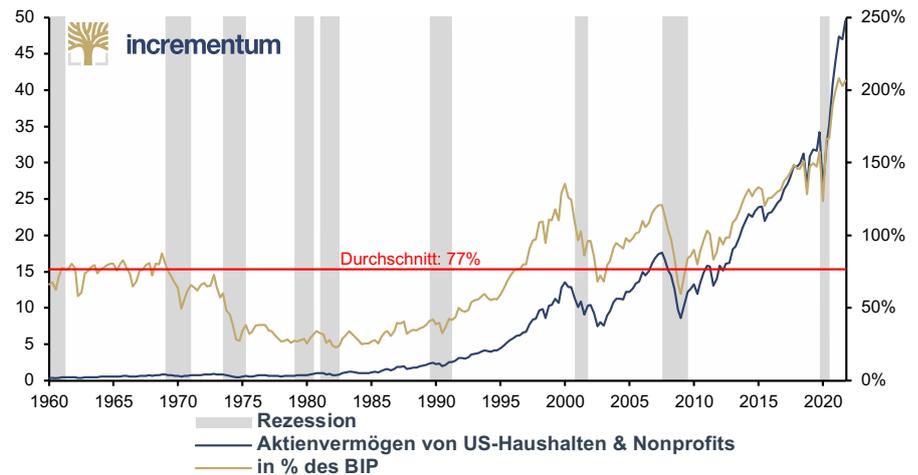
Kann die Reduktion der Zentralbankbilanz diesmal gelingen, ohne dass es zu einer Rezession und/oder einer Neuauflage einer Finanzkrise kommt? Erhebliche Zweifel sind angebracht. In ihrer 109-jährigen Geschichte hat die Federal Reserve genau sieben Mal versucht, ihre Bilanzsumme zu reduzieren (1921-22, 1928-1930, 1937, 1941, 1948-1950, 2000 und 2017-2019).² Die letzte Episode kann praktisch außer Acht gelassen werden, weil sich die Federal Reserve rasch wieder von ihrer Straffungspolitik verabschieden musste. Davor folgte auf fünf der sechs historischen QT-Bemühungen der Federal Reserve eine Rezession, wobei 1941, das Jahr des US-amerikanischen Eintritts in den 2. Weltkrieg, die einzige Ausnahme bildet.

Die Federal Reserve läuft Gefahr, die Auswirkungen der Zinserhöhungen und Bilanzkürzungen auf die Eindämmung der Inflation genauso zu überschätzen, wie sie die Auswirkungen der Zinssenkungen auf die Ankurbelung der Inflation unterschätzt hat.

Denn die Abhängigkeit des US-Konsumenten von hohen und steigenden Vermögenspreisen ist größer denn je. Der Aktienbesitz der privaten Haushalte war per Q4/2021 mit 50 Bill. USD auf einem neuen Allzeithoch. Dieser Betrag entspricht der doppelten US-Wirtschaftsleistung und liegt damit weit über dem historischen Mittel von 77%. Vor einem Jahrzehnt besaßen die privaten Haushalte lediglich Aktien im Wert von 12,8 Bill. USD oder rund 80% des BIP. Aus diesem Grund wirkt eine Korrektur um 20% heutzutage wie ein Einbruch von 60% vor 10 Jahren.

Während die Federal Reserve den geldpolitischen Rückzug versucht, setzt sich der „monetäre Surrealismus“ andernorts munter fort. Die QE-Programme der anderen wichtigen Zentralbanken wie der EZB und der BoJ sind noch am Laufen, wenngleich sich auch hier die Stimmen zugunsten eines vorsichtigen Ausstieges mehren. Aus dem nächsten Chart wird klar ersichtlich, dass die Bilanzen der BoJ und der SNB in Relation zum BIP erheblich größer sind als die ihrer Pendanten. Man erkennt

Aktienvermögen von Haushalten und Nonprofits (lhs), in Bill. USD, und in % des BIP (rhs), Q1/1960-Q4/2021



Quelle: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

zudem, dass – mit Ausnahme der PBoC – die Notenbankbilanzen in Relation zum BIP überall massiv ausgeweitet wurden.

Während die Notenbanker in den USA, Großbritannien und weiteren Staaten den Zinserhöhungszyklus spät, aber doch in Gang gebracht haben, scheinen EZB-Präsidentin Christine Lagarde und viele weitere Vertreter des EZB-Rats überhaupt nicht zu wissen, was ein geldpolitischer Falke ist. **Eine ornithologisch-ökonomische Nachhelfestunde scheint angebracht, denn in der EZB findet man mittlerweile weniger Falken als Gämsen in den Niederlanden.** Mit der vermeintlichen Sanftheit der Taube, d. h. einer weitestgehenden geldpolitischen Passivität, wird darauf gehofft, dass das Inflationsproblem gleichsam von

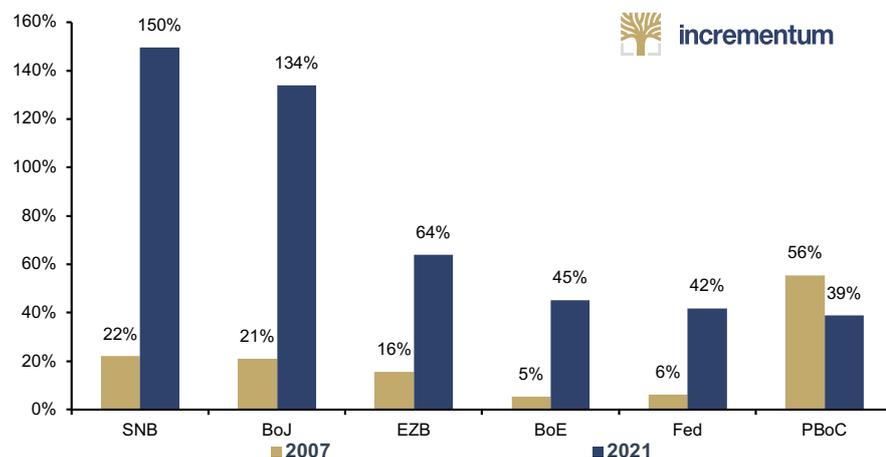
selbst verschwindet. Doch diese Sicht ist nicht sanft oder naiv, sondern brandgefährlich. **So steigen in der Eurozone die Erzeugerpreise mit 5,3% pro Monat und damit mittlerweile pro Monat stärker als früher im gesamten Jahr.**

Die Hoffnung, dass durch dieses Zuwarten eine weitere Eurokrise verhindert werden könnte, wird sich als falsch erweisen. Eindrucksvoll zeigen dies die herben Verluste des Euro gegenüber dem US-Dollar, die den Inflationsdruck in der Eurozone nur weiter verstärken, und die daraus resultierende Performance des Goldpreises auf Euro-Basis.

Unter den Industriestaaten scheint die monetäre Verlotterung im Land der aufgehenden Sonne am weitesten fortgeschritten zu sein. Man sollte den geldpolitischen Entwicklungen in Japan deshalb besondere Beachtung schenken, da sie als Blaupause für die westliche Welt dienen könnten. Die in Japan eskalierende Yield Curve Control zeigt bereits Wirkung. **Der Goldpreis markierte in JPY zuletzt zahlreiche Allzeithochs.**

Die Zentralbanken stehen also vor einem unlösbaren Dilemma, ein Dilemma, das sie selbst durch ihre ultra-laxe Geldpolitik verursacht und durch ihr monatelanges Leugnen des Inflationsschubs verschlimmert haben.³ Sie sitzen nun in jener

Zentralbank-Bilanzsummen, in % des BIP, 2007 und 2021



Quelle: Zentralbankstatistiken, Weltbank, Incrementum AG

Grube, die sie sich selbst gegraben haben. Die große Frage lautet: Was passiert, wenn die Notenbanken auf den geldpolitischen Pausenknopf drücken und danach einen U-Turn einleiten müssen? Unserer Meinung nach würde dies die nächste Abwertungs- und Teuerungswelle einleiten und die Währungen der westlichen Welt weiter fragilisieren. **Was wiederum die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken gefährlich ins Wanken brächte.**

Stagflation 2.0 – der Albtraum für gemischte Portfolios?

Das Thema Teuerung war für die Kapitalmärkte lange Zeit so wichtig wie das Studieren des Schneeberichts in der Sahara; so lange, dass viele Anleger vergessen haben oder nie darüber nachdenken mussten, wie sich bestimmte Assetklassen in einem stark inflationären Umfeld verhalten.

Für einen Großteil der gemischten Portfolios sind gleichzeitig fallende Aktien und Anleihen das absolute Worst-Case-Szenario. **In den letzten 90 Jahren gab es lediglich vier Jahre, in denen sowohl US-Aktien als auch Anleihen im selben Jahr eine negative Jahresperformance auswie-**

Gold (lhs), in EUR, und EZB-Bilanzsumme (rhs), in Mrd. EUR, 01/2002-05/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

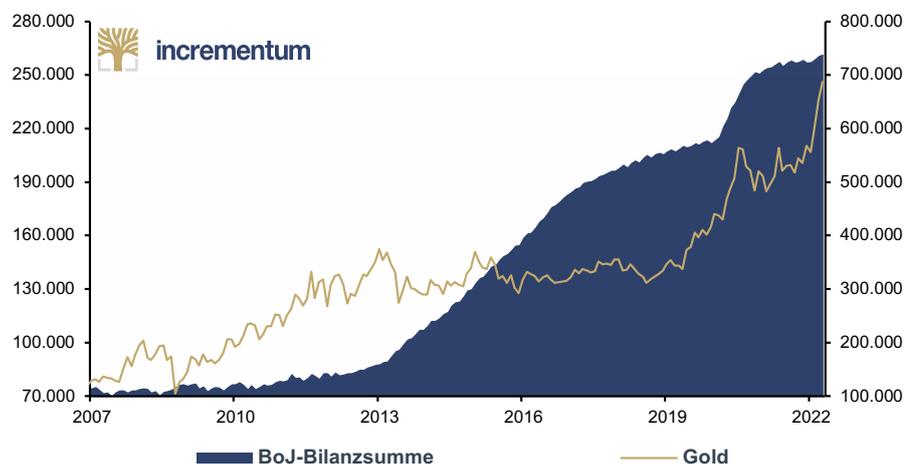
sen. **Aktuell deutet alles darauf hin, dass 2022 das fünfte Jahr werden könnte.**

Doch was waren damals eigentlich die Gründe für diese „Portfolio-Stereowatsche“?⁴

- 1931 wurde inmitten der Weltwirtschaftskrise das britische Pfund, die damalige Weltreservewährung, abgewertet und vom Goldstandard abgekoppelt. Dies wirkte inflationär.
- 1941 wurden die USA von Japan angegriffen und in den 2. Weltkrieg hineingezogen. Kurz darauf wurde eine explizite Steuerung der Renditekurve (YCC) eingeführt, was ebenfalls inflationär wirkte.⁵

- 1969 war der Beginn einer hochinflationären Ära, in der die USA den US-Dollar nur 18 Monate später abwerteten und Nixon die USA – zunächst „vorübergehend“ – von der Goldeinlöseverpflichtung entband. Dies wirkte abermals inflationär.
- 2018 sah sich die Federal Reserve nach kräftigen Verlusten an den Börsen gezwungen, ihr Zinserhöhungsprogramm zu beenden. Sieben Monate später setzte der nächste Zinssenkungszyklus ein. Als Reaktion auf den Anstieg der Reposätze begann sie neuerlich, ihre Bilanz auszuweiten. Die Wirkung war wiederum inflationär.

Gold (lhs), in JPY, und BoJ-Bilanzsumme (rhs), in Mrd. JPY, 01/2007-04/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Jahr	S&P 500	UST10Y
1931	-43,84%	-2,56%
1941	-12,77%	-2,02%
1969	-8,24%	-5,01%
2018	-4,23%	-0,02%
2022 YTD	-15,57%	-9,04%

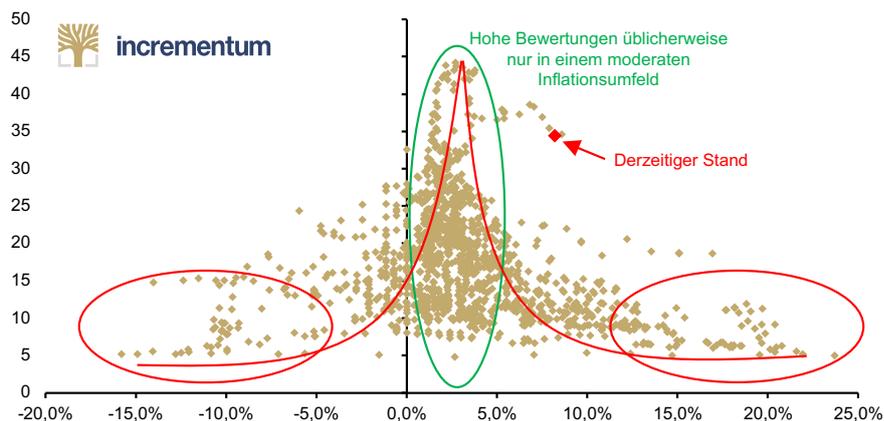
Quelle: NYU, Reuters Eikon (13.05.22), Incrementum AG

Man erkennt, dass die Inflation in all den genannten Fällen eine zentrale Rolle spielte. Aber nicht nur die Vermögen werden durch die Inflation entwertet, sondern auch die Geschäftsmodelle vieler Unternehmen. Deshalb haben wir in den Vorjahren wiederholt darauf hingewiesen, dass bei höheren Teuerungsraten die Auswahl des richtigen Aktiensektors bzw. des richtigen Unternehmens an Bedeutung gewinnt. Dass hohe Inflationsraten für Aktien zunächst Gegenwind darstellen, bestätigt auch der nächste Chart, der die monatlichen Bewertungen des S&P 500 anhand des Shiller-KGV und der dazugehörigen Inflationsrate zeigt.

Es zeigt sich, dass Aktien in einem stark deflationären und in einem hoch inflationären Umfeld meist schlecht reüssieren. Das liegt vor allem daran, dass die Absätze und Margen der Unternehmen unter Druck geraten. Aufgrund der aktuell hohen Inflationsraten ist der S&P 500 mit einem Shiller-KGV von knapp 34 nach wie vor zu hoch bewertet. Um dem bisherigen empirischen Muster treu zu bleiben, müsste sich das Shiller-KGV bei einer konstant bleibenden Inflationsrate in etwa halbieren.

Um wieder einen Wert innerhalb des allgemeinen statistischen Musters zu erreichen, müssten also entweder die Kurse, die Inflationsrate oder beide fallen. Wir

CPI-Inflationsrate (x-Achse), und Shiller-KGV (y-Achse), 01/1900-04/2022



Quelle: Robert J. Shiller, Incrementum AG

gehen davon aus, dass die Inflationsrate in den USA im Laufe dieses Jahres ihr vorläufiges Hoch erreichen wird. Getrieben von einer nachlassenden Nachfrage, zunehmend rezessiven Tendenzen und schwindenden Basiseffekten wird sich die Teuerung verlangsamen, jedoch in diesem Jahr voraussichtlich weiterhin auf einem Niveau von über 5% yoy verbleiben. In diesem Fall wäre eine Fortsetzung der Korrektur am US-Aktienmarkt aus Bewertungssicht völlig angemessen.

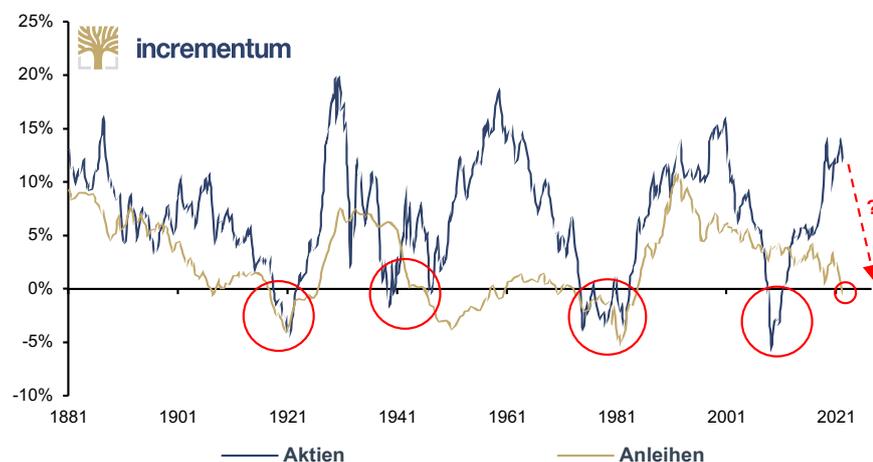
Der unten stehende Chart zeigt den Verlauf der 10-jährigen annualisierten Realrendite von Aktien (S&P 500 TR) und Anleihen (10-jährige US-Treasuries) in den vergangenen 140 Jahren. Bemerkenswert ist, dass die Renditen größtenteils

symmetrisch verlaufen, was auf eine längerfristig positive Korrelation der beiden Assetklassen schließen lässt. Doch während Aktien noch immer eine hohe Rendite erzielen, befindet sich die annualisierte Realrendite für Anleihen das erste Mal seit knapp 40 Jahren im negativen Bereich.

In den vergangenen 140 Jahren rutschte die Aktienrendite erst viermal in negatives Terrain. Auslöser waren die beiden Weltkriege, die Stagflation in den 1970er-Jahren und die Finanzkrise 2007/08. Und jedes Mal, bevor die langjährige Rendite einbrach, befand sich der Aktienmarkt zuvor in einer Phase der Euphorie, gekennzeichnet durch eine annualisierte Rendite von teilweise weit über 10%.

Das Hoch des aktuellen Zyklus datiert vom September 2021, mit einer Aktienrendite von 14,3%. Seitdem ging es mit der Rendite leicht bergab. Die Frage ist nun, was die Alternative beziehungsweise der ideale Portfoliobegleiter zum breiten Aktienmarkt ist, wenn Anleihen mit einer hohen positiven Korrelation zu Aktien im stagflationären Umfeld eine negative langjährige Realrendite aufweisen. Unsere quantitativen Auswertungen zeigen, dass Gold, Silber und Minenaktien im stagflationären Umfeld historisch gesehen eine hervorragende Performance erzielten.

10-jährige annualisierte Realrendite von Aktien und Anleihen, 01/1881-04/2022



Quelle: Robert J. Shiller, Incrementum AG

*Aktien = S&P 500 TR/Anleihen = 10-jährige US-Staatsanleihen

Eines steht fest: Einen Wolf und einen Bären im Verbund wird man mit einem klassischen 60/40-Portfolio nicht bezwingen können. Nicht nur die historische Performance von Gold, Silber und Rohstoffen in vergangenen Stagflationsphasen sprechen für eine entsprechend höhere Gewichtung dieser Vermögenswerte als unter normalen Umständen. Auch die relative Bewertung von Technologieunternehmen zu Rohstoffproduzenten ist ein Argument für ein antizyklisches Investment in Letztere. **Die Marktstrategien der BoA sprechen bereits von „FAANG 2.0“:**

Fuels

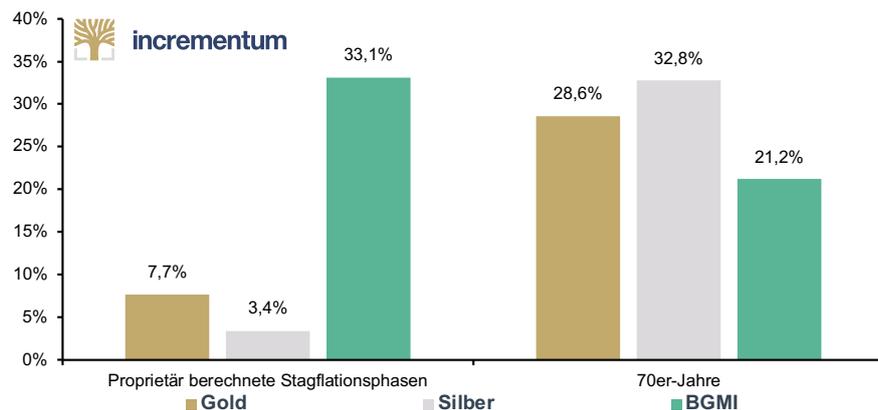
Aerospace

Agriculture

Nuclear and Renewables

Gold and Metals/Minerals

Durchschnittliche annualisierte Realrenditen von Gold, Silber, und BGMI in proprietär berechneten Stagflationsperioden und 1970er-Jahren



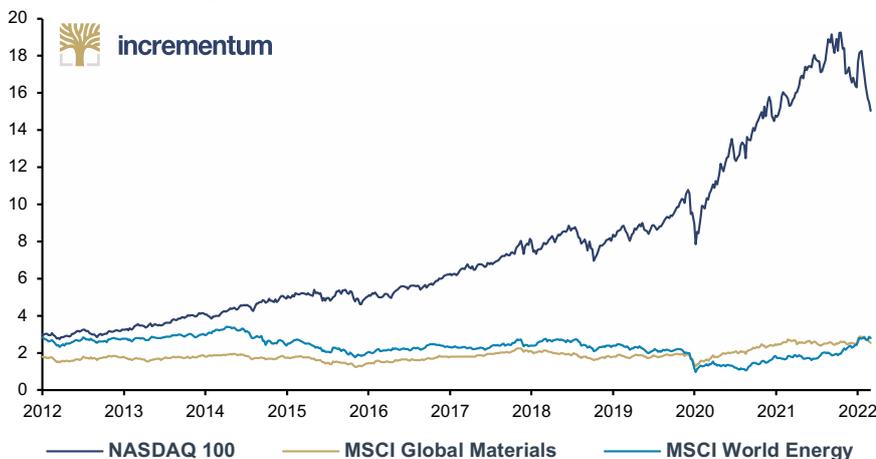
Quelle: Reuters Eikon, goldchartsrus.com, Incrementum AG

Für Gold sind Rezessionen typischerweise ein positives Umfeld. Wie unsere Analyse im *In Gold We Trust*-Report 2019⁶ gezeigt hat, sind Phasen, in denen an den Märkten und in der Realwirtschaft der Bär dominiert, für Gold bullische Zeiten. Be-

trachtet man die Performance über den gesamten Rezessionszyklus, so fällt auf, dass Gold in jeder der vier Rezessionsphasen⁷ sowohl in US-Dollar als auch in Euro im Durchschnitt deutliche Preiszuwächse verzeichnen konnte. Aktien (gemessen am S&P 500) konnten hingegen nur in der Schlussphase der Rezession deutlich zulegen. **Damit konnte Gold die Aktienverluste in den Frühphasen der Rezession hervorragend kompensieren.** Darüber hinaus fällt auf, dass Gold im Durchschnitt umso stärker performte, je höher die Kursverluste des S&P 500 waren. **Auch während der jüngsten Rezession 2020 hat dies erneut hervorragend funktioniert.**

Insgesamt zeigt sich, dass Gold Aktienkursverluste während Rezessionen größtenteils abfedern konnte. Für Anleihen, den klassischen Aktiendiversifikator, sieht es hingegen weniger gut aus. Die hohe Ver-

Marktkapitalisierung vom NASDAQ 100, MSCI Global Materials, and MSCI World Energy, in Bill. USD, 03/2012-05/2022



Quelle: Bloomberg, Incrementum AG

	Dauer der Rezession	S&P 500				Gold in USD				Gold in EUR			
		Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4
1. Rezession	Q1/1970 – Q4/1970	-1,8%	-4,6%	-7,0%	7,0%	-8,9%	-6,6%	0,0%	5,9%		4,6%	11,1%	3,0%
2. Rezession	Q1/1974 – Q1/1975	-8,0%	0,3%	-15,0%	16,6%	-10,9%	58,5%	89,7%	-1,1%	7,2%	51,8%	51,0%	-6,2%
3. Rezession	Q2/1980 – Q3/1980	7,1%	-2,1%	7,7%	10,0%	70,1%	-22,8%	-5,9%	21,8%	27,5%	0,5%	20,2%	-1,6%
4. Rezession	Q4/1981 – Q4/1982	-7,4%	2,9%	12,8%	15,9%	-14,6%	0,8%	1,2%	14,2%	2,6%	-4,8%	21,0%	10,4%
5. Rezession	Q4/1990 – Q1/1991	-10,7%	-0,1%	13,8%	13,9%	7,1%	-3,3%	-7,9%	-4,7%	4,6%	-9,3%	-12,2%	-3,6%
6. Rezession	Q2/2001 – Q4/2001	-5,7%	1,3%	-8,1%	0,5%	-1,5%	3,8%	5,4%	1,3%	-0,8%	8,3%	5,5%	-4,4%
7. Rezession	Q1/2008 – Q2/2009	0,5%	-10,2%	-50,4%	-18,0%	21,6%	14,3%	16,3%	24,0%	2,2%	12,2%	31,4%	19,8%
8. Rezession	Q1/2020 – Q2/2020	8,5%	-20,0%	-4,0%	20,0%	3,1%	3,6%	17,4%	13,3%	0,2%	5,3%	17,1%	11,2%
	Durchschnitt:	-2,2%	-4,1%	-6,3%	8,2%	8,2%	6,0%	14,5%	9,3%	6,2%	8,6%	18,1%	3,6%

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

schuldung, die Zombifizierung der Wirtschaft und die immer noch sehr lockere Geldpolitik schmälern das Potenzial von Anleihen als Aktienkorrektiv. **Gold ist daher auch zukünftig ein unverzichtbarer Portfoliobestandteil, der Anleger in Stresssituationen an den Finanzmärkten ruhig schlafen lässt.**

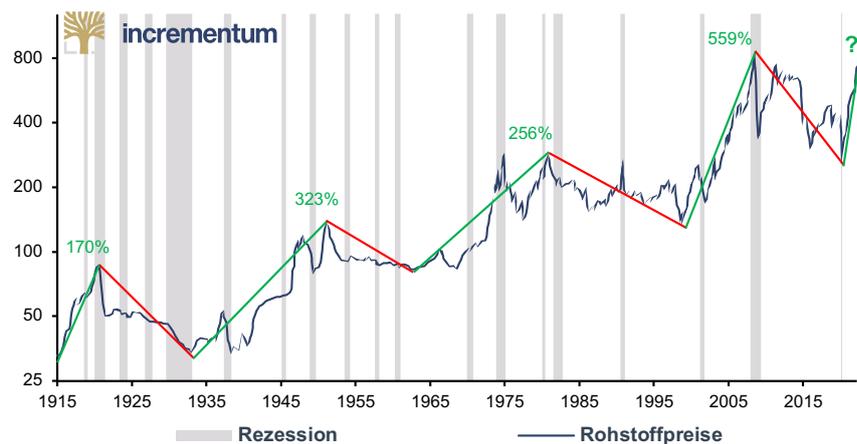
Der Kalte Krieg 2.0 als struktureller Inflationstreiber?

In seinem im Jahr 1911 veröffentlichten Bestseller „The Great Illusion“ stellte Norman Angell, der später mit dem Friedensnobelpreis ausgezeichnet werden sollte, die spieltheoretische Überlegung an, Kriege zwischen Industriestaaten seien angesichts der internationalen wirtschaftlichen Verflechtungen mit derart hohen ökonomischen und sozialen Kosten behaftet, dass es fortan irrational wäre, einen anzuzetteln. Der „großen Illusion“ erlag demnach derjenige Staatenlenker, der sich von einem Krieg eine positive Auszahlung für sein Land versprach.

Beklemmend ist, wie nach über hundert Jahren ein großer Teil der Öffentlichkeit und der politischen Elite abermals haargenau demselben Irrglauben aufsitzen konnte. Bis zum 23. Februar dieses Jahres hielt sich der Glaube an eine Weltordnung, angesichts derer man sich, **so Peter Sloterdijk**, in weiten Teilen Europas einredete, „wir seien aus der Epoche ausgestiegen, in der Kriege stattfinden“, während Putin vor aller Augen, aber im toten Winkel dieser Weltanschauung mobil machte.

Wir hoffen und glauben, dass eine Eskalation bis zum Äußersten zwischen der NATO und Russland vermieden werden wird. Doch das Eintreten in einen langwierigen, teuren und zermürbenden 2. Kalten Krieg erscheint zunehmend wahrscheinlich. Zeitenwende, Paradigmenwechsel und Zäsur zählen zu jenen Begriffen, die zuletzt

Rohstoffpreise*, 01/1915-04/2022



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

*1913-1934 US PPI Industrial Commodities, 1935-1949 Spot Price 28 Commodities, 1950-1969 Spot Price 22 Commodities, seit 1970 S&P GSCI

beinahe hyperinflationär benutzt wurden. Fakt ist, dass zahlreiche Assetklassen bereits eine geopolitische (Kriegs-)Prämie eingepreist haben und dass die Hochblüte der Globalisierung und ihre disinflationären Effekte zu Ende gegangen sind.

Russland wird auf viele Jahre hinaus für die westliche Staatengemeinschaft ein Pariastaat sein. Als Reaktion wird sich Russland wirtschaftlich und politisch immer mehr Asien zuwenden. So soll die geplante 2.600 km lange Gaspipeline „Power of Siberia 2“ Russland in Zukunft in die Lage versetzen, westsibirisches Gas von der Yamal-Halbinsel nach China zu liefern. Das bestehende Pipeline-Netz erlaubt aktuell nur den Export nach Europa.

Somit scheint es wahrscheinlich, dass eine westliche „Wertegemeinschaft“ und eine pan-asiatische von China und Russland dominierte Zweckgemeinschaft, das Weltgeschehen in Zukunft dominieren werden. Regionen, die traditionell keiner der beiden Blöcke zurechenbar sind (Lateinamerika, die Golfstaaten, Südostasien, Afrika) werden vermutlich situativ und opportunistisch „Allianzen auf Zeit“ eingehen, oder aber in Interessenabwägung wirtschaftlicher, politischer oder kultureller Faktoren sich für oder gegen die strategische Einbindung in eine der beiden Sphären entscheiden.

Dieses Streben nach Blockautarkie wird sich insbesondere für Europa als nahezu unmöglich und jedenfalls als sehr teuer erweisen. Der „Rohstoffhebel“, den Russland, aber auch China gegenüber Europa haben, wird dramatisch unterschätzt.⁸ Zoltan Pozsar hebt den Fall Deutschlands hervor, wo Rohstoffimporte – hauptsächlich Energieimporte aus Russland – im Wert von 27 Mrd. USD eine Wirtschaftstätigkeit im Wert von 2 Bill. USD unterstützen. **Die Hebelwirkung der Rohstoffe wirkt sich aber nicht nur auf die konjunkturelle Entwicklung markant aus, sondern auch auf die Inflation.**

Für die EU ist Russland zum Beispiel ein bedeutender Lieferant von Palladium, einem wichtigen Element für Chemie- und Fahrzeugkatalysatoren, Brennstoffzellen und elektronische Anwendungen. Nach Angaben des „US-Geological Survey“ importiert die EU 98% der Seltenen Erden (REEs) aus China. Seltene Erden sind unverzichtbare Bestandteile von vielen High-Tech-Produkten, Militärequipment, aber auch für erneuerbare Energien. **Der Schwenk von kohlenstoffbasierten Energieformen auf sogenannte erneuerbare Energien, die mittlerweile auch schon als „Energie der Freiheit“ bezeichnet werden, tauscht allerdings nur eine Abhängigkeit (Russland) gegen eine andere (China) aus.**

Von Energie über Basis- und Batteriemetalle bis hin zu Edelmetallen und Agrarrohstoffen: Der Ukraine-Krieg wirbelt nun die Lieferketten und alteingesessene Angebots-/Nachfragemuster durcheinander. **Dies wird die Commodity-Preise auf einem neuen, höheren Niveau einpendeln lassen.**

Kurzfristig sieht die Situation an den Rohstoffmärkten überkauft aus. Solange die Federal Reserve keine Anstalten macht, den Zinserhöhungspfad zu verlassen, wird das generelle Umfeld für „Risk-Assets“ diffizil bleiben. **Eine Kehrtwende der Geldpolitik bzw. das Drücken des geldpolitischen Pausenknopfes der Federal Reserve wird den Startschuss für den nächsten Aufwärtszyklus geben.** Dieser wird wahrscheinlich mit einem schwächeren US-Dollar einhergehen. Die Aufwärtsdynamik in den vergangenen Monaten trotz des festen US-Dollars war für uns erstaunlich und zugleich ein Zeichen für die inhärente Kraft des Rohstoff-Bullenmarktes. Auch ein zunehmend expansives China sollte dem Sektor weitere Unterstützung geben.

Gold und die „Militarisierung des Geldes“

Die sich abzeichnende Blockbildung wird auch die bestehende globale Währungsordnung grundlegend umgestalten. Die „Militarisierung des Geldes“ durch das Einfrieren der russischen Währungsreserven hat den Prozess der De-Dollarization weiter beschleunigt. Gewiss, neue multi- und internationale Institutionen und Arrangements entstehen nicht über Nacht. **Aber das Vertrauen in die bestehende US-Dollar-zentrierte Währungsordnung dürfte in geopolitisch bedeutenden Staaten endgültig passé sein.**

Die neue Weltwährungsordnung wird angesichts der erwartbaren Multipolarität einen international anerkannten Vertrauensanker benötigen, und dafür scheint Gold aus mehreren Gründen prädestiniert zu sein.

Gold ist neutral

Die bisherige globale Leit-, Reserve- und Handelswährung, der US-Dollar, hat spätestens mit dem Einfrieren der russischen Währungsreserven den für diesen Status mindestens nötigen Anschein der politischen Neutralität aufgegeben. Gold gehört hingegen keinem Staat, keiner politischen Partei, keinem Diktator. In einer neuen Weltwährungsordnung kann Gold somit das verbindende Element in einer wesentlich brüchiger gewordenen, multi-polaren Welt darstellen.

Gold hat kein Gegenparteirisiko

Finanzielle Vermögenswerte haben ein Gegenparteirisiko. Wenn der Schuldner nicht zahlen will oder nicht zahlen kann, ist die Forderung des Gläubigers nichts wert. Gold weist dagegen kein Gegenparteirisiko auf. Und das Risiko, das dem Eigentümer der Zugriff auf sein Gold verboten wird, ist für Staaten einfach durch die Lagerung des Goldes innerhalb der Staatsgrenzen oder bei einem befreundeten Staat zu lösen.

Gold ist liquide

Gold zählt zu den liquidesten Vermögenswerten weltweit. 2021 wurde Gold täglich im Ausmaß von fast 150 Mrd. EUR gehandelt. **Die LBMA hat in einer Studie gezeigt**, dass Gold teilweise über eine höhere Liquidität verfügt als Staatsanleihen.

Best of *In Gold We Trust*-Report 2022

Weitere wesentliche Erkenntnisse des diesjährigen *In Gold We Trust*-Reports „Stagflation 2.0“ sind die folgenden:

- **Verschuldung:** Der Schein trägt – so kann in aller Kürze die Entwicklung der Verschuldungssituation im Jahr 2021 zusammengefasst werden. Der Rückgang der (Staats-)Schuldenquoten ist vornehmlich darauf zurückzuführen, dass aufgrund des markanten Wirtschaftseinbruchs 2020 das Wirtschaftswachstum 2021 weit überdurchschnittlich war. Die aus dem Basiseffekt resultierende Reduzierung der Schulden(-quoten) ist keinesfalls ein Indiz dafür, dass der Trend zu immer höheren Schulden(-quoten) gebrochen wurde. Die nominelle Verschuldung hat hingegen die Marke von 300 Bill. USD zum ersten Mal überschritten.
- **Inflation:** Auch wenn wir es für wahrscheinlich halten, dass sich die Inflationsraten im 2. Halbjahr 2022 langsam zurückziehen, so rechnen wir – analog zu den Corona-Wellen – mit aufeinanderfolgenden Inflationswellen. Und es scheint, als würde sich die nächste Inflationsvirusvariante bereits ankündigen. Fest steht: Die Ära der „Great Moderation“ dürfte definitiv zu Ende sein.
- **De-Dollarization:** Das Einfrieren der russischen Währungsreserven ist von seiner Tragweite für die globale Währungsordnung vergleichbar mit der Schließung des Goldfensters durch Richard Nixon im Jahr 1971. Und während der Ukraine-Krieg den Westen beschäftigt, bauen Moskau und Peking ihre Kooperation massiv aus. Der lange unangefochtene (Petro-)Dollar ist angeschlagen, was sich daran zeigt, dass das Verhältnis zwischen Saudi-Arabien und den USA selten schlechter war als momentan. Wie die monetäre Architektur der Welt aussehen wird, wenn sich der Staub gelegt

hat, ist unklar. Sicher scheint: Gold und Rohstoffe werden massiv an Bedeutung gewinnen.

- **Bitcoin:** Das „Stock-to-Flow-Modell“ (S2F-Modell) konnte die Preisentwicklung von Bitcoin historisch bemerkenswert gut erklären. Im aktuellen Zyklus befindet sich der Preis von Bitcoin allerdings signifikant unter der vom Modell angenommenen Bandbreite. Obwohl sich Bitcoin momentan wieder in einem veritablen Bärenmarkt befindet, nimmt die Akzeptanz von Bitcoin weiter zu, nicht nur unter (institutionellen) Anlegern, sondern auch bei Regierungen. So haben El Salvador und die Zentralafrikanische Republik Bitcoin zum offiziellen Zahlungsmittel erklärt.
- **Silber:** Der Silberpreis enttäuschte viele Anleger angesichts des explosionsartigen Anstiegs der Inflationsrate. Ist Silber kein monetäres Edelmetall mehr, das gegen Inflation absichert? Es gab zwei gewichtige Gründe für diese Enttäuschung: Erstens sanken die Realzinsen im August 2020 nicht mehr. Die inverse Korrelation von Silber und Realzinsen stoppte den Preisanstieg. Zweitens ist der Anstieg der Verbraucherpreise nicht unbedingt mit monetärer Inflation gleichzusetzen. Die gute Nachricht – zumindest für Silberanleger – ist, dass die Wahrscheinlichkeit für ein inflationäres Jahrzehnt hoch ist.
- **Minenaktien:** Die Hauptgründe für die schwache Performance des Goldminensektors sind Überschreitungen bei den Investitionskosten (CAPEX), steigende Förderkosten, Probleme bei der Genehmigung neuer Minen, politische Instabilität sowie rückläufige Reserven und Neuentdeckungen. Aufgrund der steigenden Energie- und Baustoffpreise, der wachsenden Lohnforderungen und der allgemeinen Inflation ist davon auszugehen, dass die „All-In Sustaining Costs“ (AISC) in absehbarer Zukunft weiter steigen werden.

- **Royalty-und-Streaming-Unternehmen:** Die Marktkapitalisierung dieses Segments des Minensektors stieg in 15 Jahren von 2 Mrd. USD auf mehr als 60 Mrd. USD. Ein Index der Royalty- und Streaming-Unternehmen im Edelmetallsektor entwickelte sich regelmäßig besser als Gold- und Silberminenunternehmen.
- **ESG:** In einer neuen emissionsarmen Wirtschaft muss für den Minensektor eine neue wirtschaftliche Kennzahl geschaffen werden: die „All-In-Emissionskosten“ (AIEC). Diese Kennzahl wird die nichtfinanziellen Kosten für Investoren und Interessengruppen in finanzielle Kosten umwandeln. Grundsätzlich hat eine Erhöhung des Goldanteils im Portfolio eines Anlegers einen erheblichen Einfluss auf den CO2-Fußabdruck und die Emissionsintensität des Gesamtportfolios.
- **Technische Analyse:** Die Analyse von Marktstruktur, Sentiment und Preismuster lässt uns kurzfristig zu einer eher durchwachsenen technischen Einschätzung kommen. Die Stimmungslage hat sich zuletzt zwar eingetrübt, ein extrem bearischer „Wash-out“ hat jedoch (noch) nicht stattgefunden. Aus saisonaler Sicht könnten die nächsten Wochen noch Gegenwind mit sich bringen.

Quo vadis, aurum?

Für Goldanleger war 2021 angesichts der stark gestiegenen Teuerung enttäuschend. Vielleicht waren auch die Erwartungen zu hoch, denn 2019 und 2020 waren für Chrysophile fantastische Jahre. Doch Gold hat unserer Meinung nach schlussendlich seine Rolle recht gut erfüllt, selbst wenn die Performance 2021 hinter den allgemeinen Erwartungen lag. Es hat im Zuge der zuletzt volatilen Lage für Stabilität und Ruhe im Portfolio gesorgt. Der Goldpreis hat den kollabierenden Aktien, Anleihen und Kryptomärkten sowie dem

rallierenden US-Dollar die Stirn geboten. **Eine wirkliche Aufwärtsdynamik beim Goldpreis ist jedoch erst wieder zu erwarten, wenn die geldpolitische Kehrtwende zu einer ultra-lockeren Geldpolitik eingeläutet wird. Wann das passiert, ist die Gretchenfrage.**

Wie ernst kann man also die harte Linie der Federal Reserve nehmen? Bei seiner halbjährlichen Befragung vor dem Bankenausschuss des Senats wurde **Jerome Powell von Senator Richard Shelby (Rep) gefragt:** „Volcker put the economy in a recession to get inflation under control. Are you prepared to do what it takes to get inflation under control?“, worauf Powell antwortete: „I hope history will record that the answer to your question is yes.“

Die Federal Reserve scheint es durchwegs ernst zu meinen. Allerdings droht bei einer konsequenten Umsetzung der kommunizierten Straffung die „Everything-Bubble“ im „Everything-Crash“ zu enden. Aktien, Anleihen und Kryptowährungen sind der restriktiveren Geldpolitik bereits zum Opfer gefallen. Immobilien wären als nächstes auf der Liste.

Auch international ist als Konsequenz der geldpolitischen Wende in den USA mit Verwerfungen zu rechnen. Der Eurozone und den Schwellenländern, aber auch Japan könnte aufgrund steigender Renditen Ungemach drohen. **Kurzfristig sollten Goldanleger daher wohl noch mit Gegenwind rechnen**, insbesondere dann, wenn sich in panikartigen Situationen weitere Kursrückgänge an den Märkten ergeben sollten. Je größer der Sturm an den Finanzmärkten, desto wahrscheinlicher ist allerdings eine erneute Abkehr von der strafferen Geldpolitik.

Sobald die Federal Reserve genötigt ist, vom geplanten Kurs abzugehen, erwarten wir die Fortsetzung der Rally und neue Allzeithochs. Wir halten es für illusorisch, dass die US-Notenbank dem Markt die sprichwörtliche „Punchbowl“

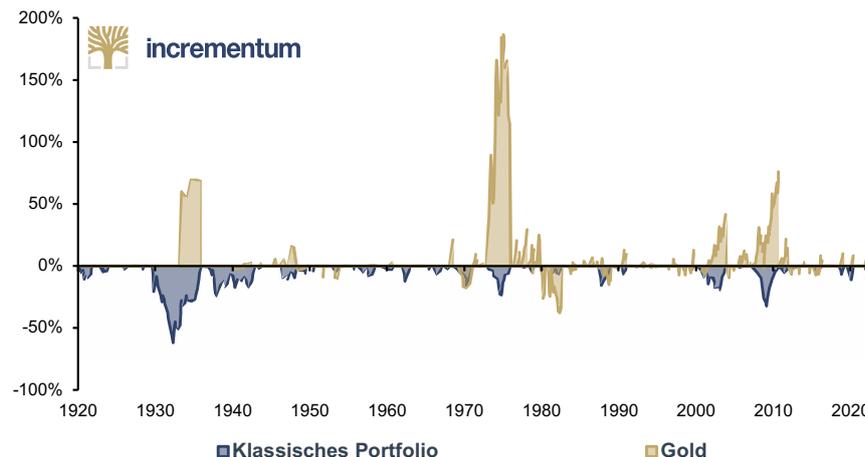
längere Zeit entziehen kann, und bezweifeln, dass die Verwandlung von Tauben in Falken von Dauer sein wird. Die meisten Falken werden sich bloß als Tauben im Falkengewand entpuppen und infolge der unweigerlichen Konsequenzen der Straffung der Geldpolitik – Rezession, Renditeanstieg, Börsenkorrektur, Konkurse, Arbeitslosigkeit – eher früher als später ihr Falkengewand ablegen.

Sollte sich der seit Jahresbeginn anhaltende Abwärtstrend an den Aktien- und Bondmärkten fortsetzen, so scheint eine forsche Gegenreaktion der Federal Reserve nur eine Frage der Zeit zu sein. Wie könnte ein neuerlicher U-Turn aussehen? Welches Kaninchen können Zentralbanker noch aus dem Hut zaubern? Folgende Instrumente befinden sich noch im Werkzeugkasten der Geld- und Fiskalpolitik:

- Yield Curve Control
- Erneutes QE bzw. QQE
- Finanzielle Repression
- Weitere fiskalische Stimuli
- MMT bzw. Helikoptergeld
- CBDCs
- In der Eurozone: Weitere Vergemeinschaftung der Schulden über Ausgabe zusätzlicher Eurobonds

Der Einsatz einer bzw. mehrerer dieser Instrumente ist eine ausgemachte Sache, wobei die weitere Verschmelzung von

Gold-Performance während Drawdowns eines klassischen Portfolios*, 01/1920-04/2022



Quelle: Bridgewater, Reuters Eikon, goldchartsrus.com, Incrementum AG
*60% Aktien (S&P 500 TR) / 40% IG-Anleihen

Geld- und Fiskalpolitik unaufhaltsam voranschreiten wird. **Fest steht: Die kommenden Rettungsmaßnahmen werden zunehmend größere, aggressivere und abstrusere Züge annehmen.**

Ein sukzessiv höherer Anteil der Defizite wird über die digitale Druckerpresse finanziert werden. Je länger und enger diese Liaison zwischen Geld- und Fiskalpolitik anhält, desto größer die stagflationären Kräfte und desto höher die Wahrscheinlichkeit eines vollständigen Vertrauensverlustes.

Viele Portfolios scheinen weiterhin unzureichend auf die Stagflation 2.0 vorbereitet zu sein. Das liegt wohl auch daran, dass heute fast keine Fondsmanager aktiv

sind, die ein inflationäres oder gar stagflationäres Umfeld während ihrer Investmentkarriere erlebt haben. Darüber hinaus basieren die meisten Portfoliostrategien auf Rückrechnungen über 10, 20 oder maximal 30 Jahre. Die wenigsten von ihnen berücksichtigen daher das stagflationäre Umfeld der 1970er-Jahre.

In der aktuellen Phase, die vom Wiederaufkeimen der Stagflation geprägt ist, braucht es aufgrund der positiven Korrelation zwischen Aktien und Anleihen einen Portfoliodiversifikator, der funktioniert. Die Erfahrung lehrt, dass Gold diese Rolle hervorragend erfüllt hat. Wann immer das klassische Portfolio einen Drawdown erlebte, bewies Gold seine Fähigkeiten als verlässlicher Portfolio-Hedge.

Zwischenstand zur Goldpreisprognose bis 2030: Tatsächlicher und prognostizierter Goldpreis, in USD, 01/1970-12/2030



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Im *In Gold We Trust*-Report 2020 stellten wir anlässlich des Übergangs in eine neue Dekade unsere Goldpreisprognose bis 2030 vor.⁹ Der zentrale Input-Faktor dieser Schätzung ist der Golddeckungsgrad der Geldmenge. In unserem Basisszenario sind wir damals von einer jährlichen M2-Geldmengenausweitung von 6,3% p.a. ausgegangen. Das daraus resultierende Kursziel lag bei 4.800 USD.

Nun illustrieren wir unseren prognostizierten Goldpreis-Pfad bis 2030 und den tatsächlichen Goldpreis. Bisher orientierte sich Gold recht gut an der vorge-

zeichneten Preisentwicklung. **Damit der Goldpreis bis zum Ende des Jahres weiterhin auf Kurs bleibt, müsste er auf 2.187 USD steigen.** Unter Berücksichtigung der im diesjährigen *In Gold We Trust*-Report diskutierten Entwicklungen sind wir fest davon überzeugt, dass dies ein realistisches Ziel ist, sofern die Geldpolitik vom angekündigten, harschen Weg abbrückt. **Ebenfalls halten wir am langfristigen Kursziel von rund 4.800 USD bis 2030 fest.**

Für Anleger und Investoren werden die kommenden Jahre zweifelsfrei herausfordernd. Wolf und Bär in freier Wildbahn – sicherer aber im Zoo – sind faszinierende Raubtiere, in der Wirtschaft aber ein „Duo infernale“, das dem Anleger in der Stagflation 2.0 alles abverlangen wird. Die Volatilität an den Kapitalmärkten, in der Weltpolitik, der Konjunktur, an der Zinsschraube und insbesondere die Inflationsvolatilität werden uns noch einige Zeit begleiten.

Wir sind der festen Überzeugung, dass Gold gerade in diesem Umfeld die Resilienz eines breiten Portfolios erhöht und im Rahmen der Stagflation 2.0 ein unverzichtbarer Portfoliobestandteil sein sollte.

Wir freuen uns, die gold-relevanten Entwicklungen weiter für Sie zu analysieren und unsere Gedanken mit Ihnen zu teilen. Gemeinsam werden wir diese Herausforderungen meistern. Denn gerade auch in Zeiten der Stagflation 2.0 gilt:

IN GOLD WE TRUST

Key Takeaways

- **Die Geldpolitik steht mit dem Rücken zur Wand. Sie ist gezwungen, zumindest so zu tun, als ob sie der wölfischen Teuerung die Stirn böte, ohne dabei einen rezessiven Bären hervorzurufen.**
- **Die Federal Reserve handelt spät, aber (vorerst) entschlossen. International geraten dadurch Zentralbanken zunehmend unter Zugzwang.**
- **Der Balanceakt, die Teuerung zu bekämpfen, ohne Verwerfungen auf den Märkten auszulösen, ist zum Scheitern verurteilt. Die Vehemenz des begonnenen Straffungszyklus droht die „Everything-Bubble“ in einem „Everything-Crash“ enden zu lassen.**
- **Die aktuelle Teuerungswelle könnte im Zuge der zunehmenden Vermögenspreisdeflation noch dieses Jahr ihren Höhepunkt erreichen. Ein Umschwenken der Geldpolitik könnte jedoch schon die nächste Teuerungswelle einleiten.**
- **Der Goldpreis ist von der Straffung der Federal Reserve ebenfalls betroffen. Auch wenn sich Gold relativ zu allen anderen Anlageklassen dieses Jahr wacker schlägt, ist kurzfristig auch für Gold mit weiterem Gegenwind zu rechnen.**
- **Wir halten an unserem langfristigen Kursziel von 4.800 USD bis 2030 fest. Damit der Goldpreis bis zum Ende des Jahres weiterhin auf Kurs bleibt, müsste er auf etwa 2.200 USD steigen. Sofern die Geldpolitik vom angekündigten, harschen Weg abbrückt, halten wir dies für realistisch.**

Endnoten

- 1 Sämtliche früheren In Gold We Trust-Reporte finden Sie in unserem [Archiv](#).
- 2 Siehe Reik, Trey: „Broad Equity Valuation and Market Internals“, Bristol Gold Group, 31.März 2022
- 3 Siehe Stöferle, Ronald, Taghizadegan, Rahim und Hochreiter, Gregor: *Die Nullzinsfalle: Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird*, 2019
- 4 Gromen, Luke: FFTT, 18. Februar 2022
- 5 Siehe „Standortbestimmung – Der Status Quo des Goldes“, In Gold We Trust-Report 2021, S. 44-47
- 6 Siehe „Portfolioeigenschaften: Gold als Aktiendiversifikator in Rezessionen“, In Gold We Trust-Report 2019
- 7 Phase 1: Eintrittsphase, Phase 2: Inoffizielle Rezession, Phase 3: Offizielle Rezession, Phase 4: Letztes Quartal der Rezession
- 8 Siehe 13D Research: „What I learned this week“, 21. April 2022
- 9 Siehe „Quo vadis, aurum?“, In Gold We Trust-Report 2020

Über uns



Ronald-Peter Stöferle, CMT

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

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

Seit 2013 ist er Lektor am „Scholarium“ in Wien sowie Vortragender an der „Wiener Börse Akademie“. 2014 veröffentlichte er das Buch „Österreichische Schule für Anleger“ und 2019 „Die Nullzinsfalle“. Er ist „Member of the Board“ von „Tudor Gold“, einem kanadischen Explorationsunternehmen mit Projekten im legendären „Golden Triangle“ (British Columbia) und zudem seit 2020 Advisor für „Matterhorn Asset Management“.



Mark J. Valek, CAIA

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

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

Unternehmerische Erfahrung konnte er als Mitbegründer der „philoro Edelmetalle GmbH“ sammeln. Seit 2013 ist er Lektor am „Scholarium“ in Wien sowie Vortragender an der „Wiener Börse Akademie“. 2014 veröffentlichte er das Buch „Österreichische Schule für Anleger“.



Incrementum AG

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

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

www.incrementum.li

Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des In Gold We Trust-Report 2022:

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer, Stefan Thume, Florian Hulan, Theresa Kammel, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Philip Mastny, Peter Young, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Heinz Blasnik, Hans Fredrik Hansen, Julien Desrosiers, Emil Kalinowski, Elizabeth and Charley Sweet, Marc Waldhausen, Dietmar Knoll, Max Urbitsch, Trey Reik, Alexander Ineichen, Herwig Zöttl, Tom Pohnert, Keith Weiner, Brent Johnson, Grant Williams, Markus Hofstädter, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Hans Engel, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, David Schrottenbaum, Offroad Communications, dem World Gold Council, dem gesamten Incrementum-Team, sowie unseren Familien!

Das In Gold We Trust-Team



Gregor Hochreiter
Chefredakteur



Richard Knirschig
*Quantitative Analyse
& Charts*



Jeannine Grassinger
Assistenz



Stefan Thume
Webdesign & Medien



Peter Árendáš
Autor



Julien Desrosiers
Autor



Fabian Grummes
Autor



Florian Grummes
Autor



Lois Hasenauer
*Quantitative Analyse
& Charts*



**Katrin
Hatzl-Dürnberger**
Lektorat Deutsch



Handre van Heerden
Autor



Philip Hurtado
Autor



Nikolaus Jilch
Autor



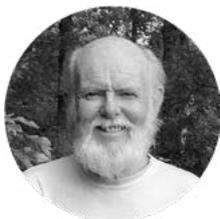
Emil Kalinowski
Autor



Theresa Kammel
Autorin



Philip Mastny
Social media



Charley Sweet
Lektorat Englisch



James Twadell
Autor



Peter Young
Autor



Contact: Incrementum AG, Im Alten Riet 102, 9494 Schaan/Liechtenstein
 incrementum.li | [ingoldwetrust.report](https://www.incrementum.li/ingoldwetrust.report) | 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).

© 2022 Incrementum AG. Alle Rechte vorbehalten.