

Compact Version

In Gold We Trust<sup>®</sup>  
Report

24. Mai 2023

Den 430-seitigen  
*In Gold We Trust*-Report  
erhalten Sie unter:  
[ingoldwetrust.report](https://ingoldwetrust.report)



# Showdown



incrementum

Ronald-Peter Stöferle  
& Mark J. Valek

Wir bedanken uns herzlich bei unseren  
**Premium-Partnern** für die Unterstützung des  
*In Gold We Trust-Reports 2023*

# Inhaltsverzeichnis

Sie halten die Kurzversion des *In Gold We Trust*-Reports 2023 in Ihren Händen. Der gesamte Report umfasst folgende 24 Kapitel und kann kostenfrei unter [ingoldwetrust.report](https://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

## Fazit: Status Quo

Kapitel 8

## Der geldpolitische Showdown

Kapitel 9

## Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar

Kapitel 10

## De-Dollarization: Der finale Showdown?

Kapitel 11

## Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten

Kapitel 12

## Ohne staatliches Zutun – der Silberstandard in China

Kapitel 13

## Der Westen unter Stress: Von Illusionen und Narrativen

Kapitel 14

## Der Crack-up-Boom – Das Ende eines Währungsregimes

Kapitel 15

## Showdown im Sound Money-Lager

Kapitel 16

## Silbers goldene Ära?

Kapitel 17

## Der Synchroner Bullenmarktindikator

Kapitel 18

## Minenaktien – Fundamentale und technische Lage

Kapitel 19

## Lebenszyklus eines Minenprojekts

Kapitel 20

## Die soziale Komponente von ESG

Kapitel 21

## Capex-Comeback

Kapitel 22

## Exklusivinterview mit Russell Napier

Kapitel 23

## Technische Analyse

Kapitel 24

## Quo vadis, aurum?

Seite 14



# Einleitung

*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.*

In Gold We Trust-Report 2022

## Wir leben in einer Zeit, in der sich die Ereignisse zu überschlagen beginnen.

Das fälschlich Lenin zugeschriebene Zitat „Es gibt Jahrzehnte, in denen nichts passiert; und Wochen, in denen Jahrzehnte passieren.“ scheint nun Realität zu werden. Gewissheiten der vergangenen Jahrzehnte werden gefühlt über Nacht obsolet. Beim Verfolgen der Nachrichten durchleben viele von uns bislang unbekannte Emotionen der Unsicherheit, Beklemmung und Überforderung. Die globale Pandemie, die Teuerungskrise, eine zunehmende politische Polarisierung, technologische Durchbrüche wie die „künstliche Intelligenz“, mit deren Hilfe wir übrigens das Cover dieses *In Gold We Trust*-Reports erstellt haben, aber auch die anstehende geopolitische Neuordnung verändern unser Leben auf eine Weise,

die vor wenigen Jahren noch für sehr viele Menschen unvorstellbar war.

Wir hatten in den vergangenen *In Gold We Trust*-Reporten auf diese sich abzeichnenden epochalen Wandel vielfach hingewiesen. Titel wie z. B. „[Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion](#)“ (2019) und „[Der monetäre Klimawandel](#)“ (2021) haben wir aus gutem Grund gewählt. Und auch dieses Jahr verlangt nach einem pointierten Titel, der die Vielschichtigkeit, aber auch Dramatik der gegenwärtigen Situation erfasst: Showdown.

Wenn man Wikipedia nach der Wortbedeutung des Begriffs „Showdown“ befragt, [erhält man folgende Definition:](#)

1. „Ein Showdown bezeichnet ein abschließendes, entscheidendes Duell zwischen zwei oder mehreren Kontrahenten.“
2. Der Ausdruck bezeichnet ursprünglich das Aufdecken der Karten beim Poker (engl. to show down),
3. meint aber auch das ‚Aufzeigen der wahren Verhältnisse‘.“

Die Analogie des Showdowns ist unserer Meinung nach **eine treffende Beschreibung der aktuellen Lage, in der ökonomische, politische und gesellschaftliche Entwicklungen** auf eine fundamentale Weichenstellung zusteuern.

Die aktuelle Situation ist auch deswegen so einzigartig, weil wir es nicht mit einem singulären Showdown zu tun haben. Multiple

Eskalationen finden zeitgleich statt und haben das Potenzial, sich gegenseitig noch weiter aufzuschaukeln. Diese Showdowns betreffen durchgängig Themen, die wir in den vergangenen Jahren im Rahmen unseres *In Gold We Trust*-Reports bereits im Detail analysiert haben:

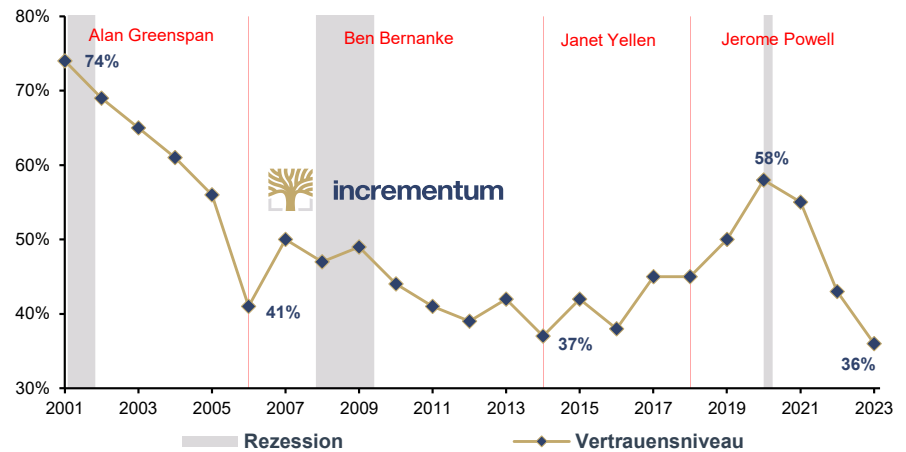
- der geldpolitische Showdown,
- der geopolitische Showdown und damit verbunden die De-Dollarization,
- der Showdown beim Goldpreis.

## Der geldpolitische Showdown

Es ist ein Showdown mit Ansage. Denn wie von uns insbesondere in den beiden *In Gold We Trust*-Reporten „Der monetäre Klimawandel“ und „Stagflation 2.0“ prognostiziert, war es nur eine Frage der Zeit, bis die Folgen der jahrelangen Null-, Niedrig- und mitunter sogar Negativzinsen, ans Tageslicht kommen. Handlungen haben Konsequenzen, erwartbare Konsequenzen.

Führende Zentralbanker hatten sich allerdings auch noch bei Inflationsraten deutlich jenseits ihres 2%-Inflationszieles in Beschwichtigungsrhetorik geübt. Jerome Powells gebetsmühlenartige Betonung, dass die Inflation bloß „vorübergehend“ sei, ist ebenso legendär wie Christine Lagardes verniedlichende Bezeichnung des Infla-

### Vertrauen in den Vorsitzenden der Fed\*, 2001-2023



Quelle: Gallup, Incrementum AG

\*Prozentsatz der Personen, die "sehr viel" oder "einigermaßen viel" Vertrauen in den Vorsitzenden der Federal Reserve haben.

tionsschubs als „Hügel“. **Wenig überraschend befindet sich das Vertrauen in die ökonomische Kompetenz in Zentralbanker wie Jerome Powells in einem steilen Sinkflug.**

Eine geldpolitische Notbremung war die Folge. **Mit der nun einsetzenden konjunkturellen Abschwächung und den nach wie vor deutlich zu hohen Inflationsraten wird auch das geldpolitische Trilemma – Preisstabilität vs. Finanzmarktstabilität vs. Konjunkturstützung –, vor dem wir warnten, nun Wirklichkeit.**

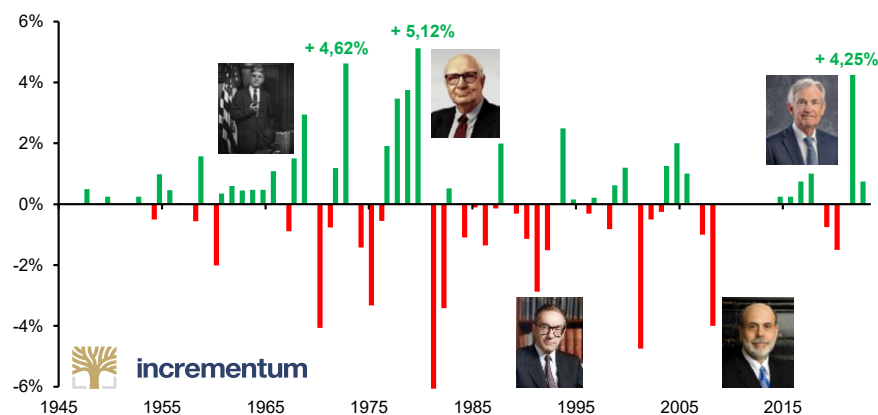
**Als die Zentralbanker schlussendlich den Ernst der Lage erkannten, handelten sie jedoch unerwartet konsequent.** So hat etwa Jerome Powell in weni-

ger als einem Drittel der Zeit doppelt so hohe Zinserhöhungen wie im letzten Zinserhöhungszyklus unter Janet Yellen vorgenommen. **Uns hat diese Vehemenz überrascht, wie wohl jeden anderen Analysten, Marktstrategen, Fondsmanager – und Astrologen. Aber es gilt: Wer zu spät bremst, muss umso kräftiger auf die Bremse steigen.**

**Trotz der radikalen geldpolitischen Straffung erweist sich die Inflation als überaus hartnäckig. Bis zuletzt hatte die Federal Reserve signalisiert, dass sie bereit ist, alles in ihrer Macht Stehende zu tun, um die Teuerung wieder in den Griff zu bekommen.** Nach eineinhalb Dekaden Liquiditätsflut und Niedrigstzinsen treten nun, nach dem abrupten Entzug der Punchbowl, zunehmend Entzugserscheinungen auf. Jetzt zeigt sich, welche Geschäftsmodelle in den vergangenen Jahren nur von niedrigen Zinsen getragen wurden und welche fundamental auf eigenen Beinen stehen.

**Die stärksten und schnellsten Zinsanhebungen in den Industrienationen seit über 40 Jahren haben bereits erste Opfer gefordert.** Das **Pensionsfondsdebakel in Großbritannien**, die **Schließung des „Blackstone Real Estate Income Trust“**, diverse **Kalamitäten im Kryptobereich** – allen voran die **spektakuläre FTX-Pleite** – sind nur einige Beispiele für die Konsequenzen der abrupten Zinswende.

### Jährliche Veränderung des US-Leitzinses, 1945-2023



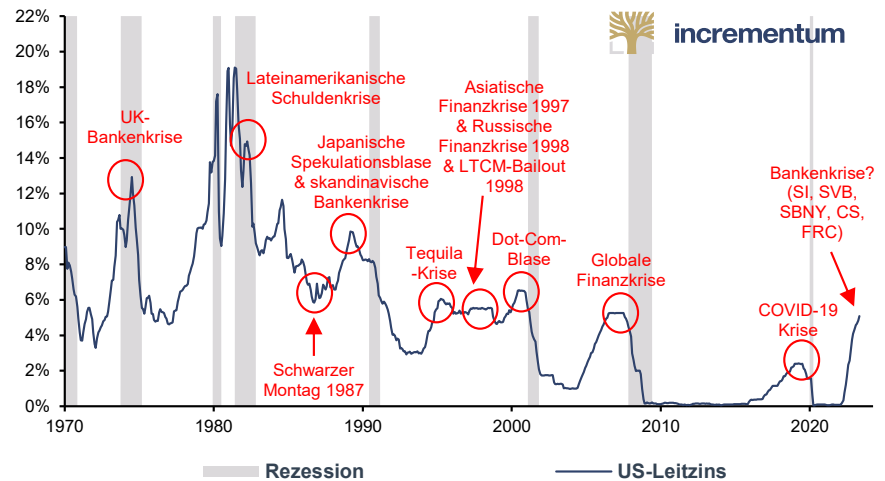
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Im März öffnete sich eine weitere Problemfront, als ohne große Vorwarnung zunächst die „Silicon Valley Bank“ (SVB) kollabierte, kurz darauf dann die „Signature Bank“. Anfang Mai folgte mit der „First Republic“ eine weitere Regionalbank. Wir sind der Ansicht, dass es zu einfach wäre, den Regionalbanken-Kollaps ausschließlich auf schlechtes Management oder auf ihre Engagements in der strauchelnden Technologiebranche, die bekanntermaßen stark zinssensitiv ist, zu schieben.

Drei der vier größten US-Bankenpleiten spielten sich in den vergangenen Wochen ab, nur der Zusammenbruch der „Washington Mutual“ im September 2008 hatte eine – nominell wie real – deutlich höhere Schadenssumme. Zusammengerechnet mussten seit Anfang März bereits mehr als 500 Mrd. USD abgeschrieben werden. Das ist ein klares Warnsignal dafür, dass das Finanzsystem deutlich fragiler ist, als allgemein vermutet. Und auch diesseits des Atlantiks musste bereits eine Großbank ihre Segel streichen, und mit der altherwürdigen Credit Suisse erwischte es nicht irgendeine Bank. In einer Nacht-und-Nebel-Aktion kam es Mitte März zum Notverkauf an die UBS.

Unbeeindruckt davon **bejubelt der Mainstream** nach wie vor die Resilienz der US-Ökonomie und redet die Probleme

## US-Leitzins, 01/1970-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

klein. Für all jene, die mit der Österreichischen Konjunkturzyklustheorie vertraut sind, ist es hingegen keine Überraschung, dass die radikale Zinswende akute Schmerzen verursacht. **Die Finanzgeschichte ist voller Präzedenzfälle, bei denen durch das Fluten der Märkte mit Liquidität ein künstlicher Boom ausgelöst wurde.**

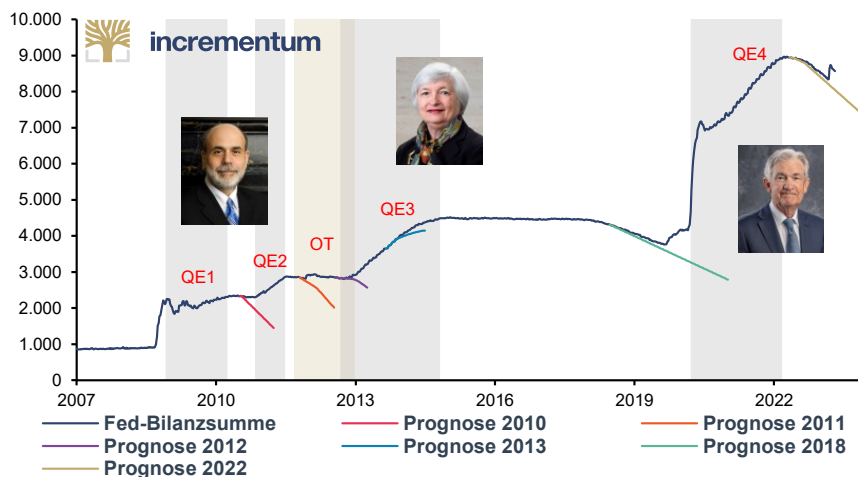
Beim Entzug der künstlichen Stimuli werden die Fehlallokationen schonungslos aufgedeckt und in Form schmerzvoller Kurseinbrüche, Insolvenzen und Rezessionen bereinigt. „Wenn die Flut zurückgeht, sieht man, wer nackt badet“, hat Warren Buffett dieses Phänomen so treffend beschrieben. Und es deutet vieles darauf hin, dass sich noch sehr viel mehr Badende als Nudisten entpuppen werden.

In dem Zusammenhang legen wir den interessierten Lesern insbesondere unser Kapitel über den Crack-up-Boom in diesem *In Gold We Trust*-Report ans Herz.

Neben den Zinserhöhungen ist ein wesentlicher Bestandteil der aktuellen geldpolitischen Straffung das „Quantitative Tightening“, also die Verkürzung der Zentralbankbilanz. Planmäßig wird die Bilanz der Federal Reserve derzeit um 95 Mrd. USD pro Monat gekürzt, was einer Reduktion der Bilanzsumme von 12% p.a. entspricht. Allerdings musste von diesem Zeitplan im Zusammenhang mit den Bankenpleiten im März bereits kurzfristig abgewichen werden und die Bilanzsumme erneut um 400 Mrd. USD inflationiert werden.

In Finanzmarktkreisen wurde in der Folge hitzig debattiert, ob diese Rettungsmaßnahme als Rückfall in das „Quantitative Easing“ einzustufen ist oder nicht. Diese terminologische Haarspalterei lenkt unserer Meinung nach vom viel wesentlicheren Punkt ab: Beim Aufkommen systemischer Probleme haben die Zentralbanken letztlich nur ein Mittel, und zwar jenes der Bereitstellung zusätzlicher Liquidität. Jeder Versuch in den vergangenen 15 Jahren, die Zentralbankbilanz zu verkürzen, ist meist schon nach wenigen Quartalen kläglich gescheitert.

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



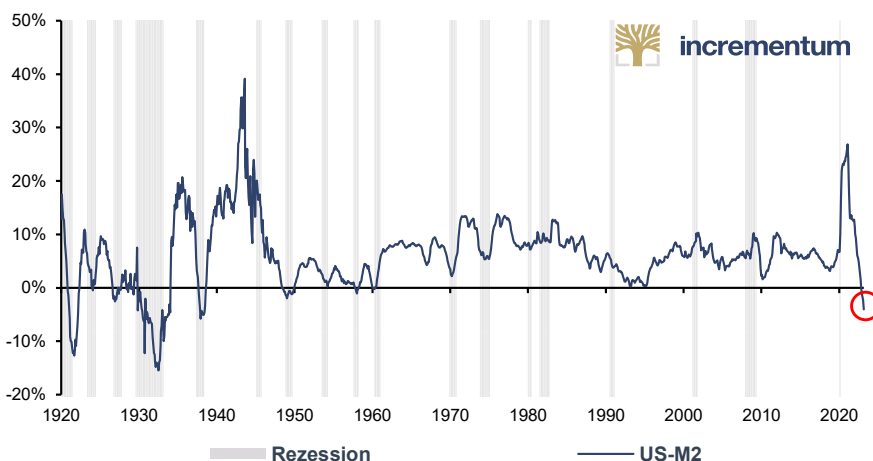
Quelle: Reuters Eikon, Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

Vor diesem Hintergrund droht nun der geldpolitische Showdown zwischen Preisstabilität, Konjunktur und Finanzmarktstabilität. Die alles entscheidende Frage lautet: Kann die Federal Reserve ihre restriktive Geldpolitik fortsetzen und die Teuerungsrate wieder auf 2% drücken, ohne eine gravierende Rezession bzw. eine neuerliche Finanzkrise auszulösen, oder muss sie erneut das System mit expansiven, stimulierenden Maßnahmen retten und damit eine weitere Teuerungswelle riskieren? **Die Karten müssen spätestens dann auf den Tisch gelegt werden, wenn die Schmerzen bei den Banken, an den Kapitalmärkten oder in der Realwirtschaft zu groß werden.**

## Negatives Geldmengenwachstum ist Neuland

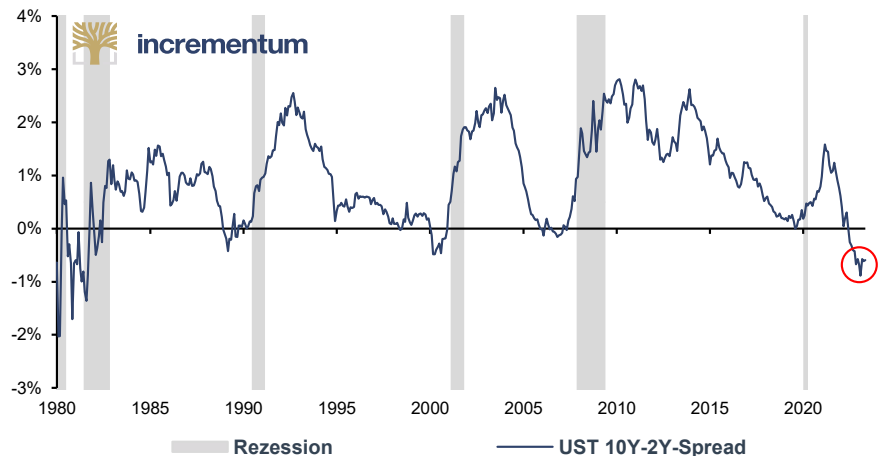
Und die Anzeichen für eine bevorstehende Rezession in den USA verdichten sich. Die stark invertierte Zinskurve, ein langsam schwächelnder Arbeitsmarkt, der „Leading Economic Indicator“ (LEI) – alle diese Indikatoren lassen wenig Raum für konjunkturellen Optimismus. **Eine vertiefende Analyse über den Zustand der US-Wirtschaft nehmen wir in Kapitel 3 „Der geldpolitische Showdown“ vor. Zudem ist das Geldmengenwachstum in den USA auf Monatsbasis berechnet**

### US-M2, yoy, 01/1920-03/2023



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

### UST 10Y-2Y-Spread, 01/1980-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

zum ersten Mal seit den 1950er-Jahren, auf Jahresbasis sogar zum ersten Mal seit der Großen Depression negativ. Wie die Österreichische Konjunkturzyklustheorie betont, genügt schon die Abflachung des Geldmengenwachstums, um den künstlich erzeugten Boom und die damit einhergehenden Blasen an den Märkten zu beenden. Eine sinkende Geld- und Kreditmenge ist ein sicheres Anzeichen für ernsthafte ökonomische Verwerfungen. Auf Grundlage ihrer empirischen Untersuchungen skizzieren unsere Freunde von „Longview Economics“ die Folgen einer solchen Geldmengenschumpfung:

„Historically whenever US M2 money supply has contracted on an annual basis, there's been a banking crisis, a de-

pression and/or deflation. Whilst all those prior occurrences happened prior to WWII, and since then 'deposit insurance' has been introduced (1933) and the Fed has become an active 'lender of last resort', it's also the case that M2 money supply hasn't contracted since the Great Depression. In that sense the current framework is untested.“<sup>1</sup>

Obwohl Rezessionen, aber auch Einbrüche an den Kapitalmärkten disinflationär, mitunter sogar deflationär wirken, wird die Antwort darauf hochinflationär sein: QE, YCC und Zinssenkungen. **Je länger und tiefer die Finanzmärkte fallen, desto stimulierender, aggressiver und verzweifelter werden die Reaktionen der Geld- und Fiskalpolitik ausfallen, was letztendlich das Fundament einer weiteren, höheren Inflationswelle bilden wird.**

Für uns steht fest: Das von der Federal Reserve viel beschworene „Soft Landing“ scheint von Tag zu Tag unwahrscheinlicher zu werden. Der kommende Showdown wird zeigen, ob die Federal Reserve tatsächlich jenes starke Blatt hält, das sie vorgibt, oder ob sie vom Markt „gecalled“ wird und sich ihre bisherige Strategie als Bluff erweist.

*We are witnessing the birth of Bretton Woods III – a new world (monetary) order centered around commodity-based currencies in the East that will likely weaken the Eurodollar system and also contribute to inflationary forces in the West.*

Zoltan Pozsar

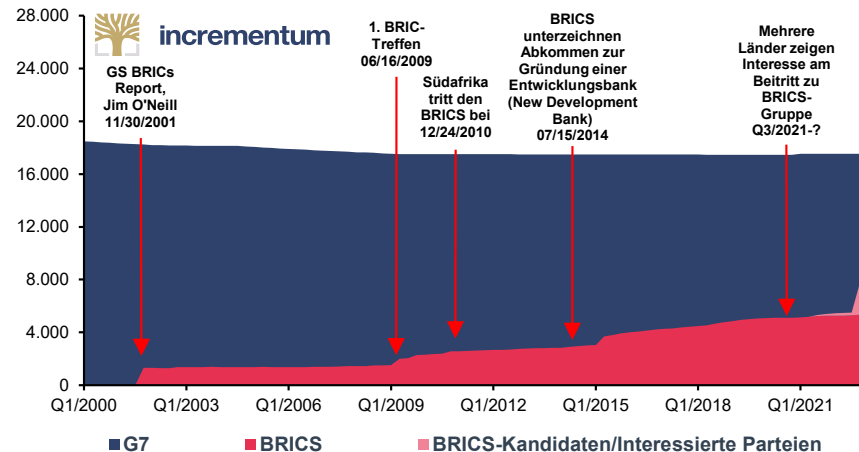
## Der geopolitische Showdown

In der Geopolitik nähern wir uns ebenfalls einem packenden Showdown. Die Beziehungen zwischen den weltpolitischen Machtzentren sind zunehmend strapaziert, es kommt zum Showdown zwischen den saturierten „Etablierten“ und den hungrigen „Emporkömmlingen“.

An vorderster Front stehen dabei der „kollektive Westen“ mit den USA als unangefochtene Führungsmacht auf der einen Seite sowie China, Russland und der sich um diese beiden Schwergewichte formende Block auf der anderen Seite. Mit Letzteren assoziiert sich eine beachtliche Anzahl weiterer Schwellenländer u. a. auch formell über Organisationen, welche die US-zentrische Weltordnung herausausfordern. Als ein zentrales Beispiel einer solchen Vereinigung sind die BRICS-Staaten zu nennen, welchen sich 19 weitere Staaten aus Asien, Afrika und Südamerika anschließen wollen. Und gerade diese Staaten haben seit 2008 ihre Goldbestände aufgestockt und ihre US-Dollar-Reserven abgebaut.

Dieser Trend hat sich als Folge der Sanktionen gegenüber Russland, wie von uns letztes Jahr erwartet, noch einmal beschleunigt. Die aufstrebenden Länder haben die „Militarisierung des Geldes“ aufmerksam zur Kenntnis genommen und

## Globale Goldreserven, G7, und BRICS + BRICS-Kandidaten / Interessierte Parteien, in Tonnen, Q1/2000-Q4/2022



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

versuchen nun, ihre Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren. Eine der wenigen neutralen und liquiden Reservewährungen in diesem politischen Umfeld ist und bleibt Gold. Die Akkumulation des Edelmetalls als Alternative wird mittlerweile auch von hochoffizieller Seite thematisiert. Christine Lagarde merkte vor kurzem an: „We are also seeing increased accumulation of gold as an alternative reserve asset, possibly driven by countries with closer geopolitical ties to China and Russia.“

Analog dazu nehmen die Bemühungen zu, die Rolle des US-Dollars als Handelswährung zu verringern. China, zum Beispiel, hat für Außenhandelstransaktionen 2010 so gut wie gar nicht den Yuan genutzt. Ende März wurden hingegen zum ersten Mal mehr Umsätze im Yuan als im US-Dollar abgewickelt, der 2010 noch für 83% des chinesischen Außenhandels verantwortlich zeichnete. Ebenso gibt es immer mehr Bemühungen, alternative Handelswährungen und Zahlungssysteme zu entwickeln. Bereits im März 2022 hatte Zoltan Pozsar mit seinem Artikel „Bretton Woods III“ diese Debatte auf eine anregende Weise angestoßen. Er schloss seine Ausführungen mit folgender Prognose: „From the Bretton Woods era backed by gold bullion, to Bretton Woods II backed by inside money (Treasuries with unhedgeable confiscation risks), to Bretton Woods III backed by outside money (gold bullion

and other commodities).“ Wohin genau uns diese Reise führen wird, weiß derzeit wohl noch niemand. Dass wir unwiderruflich auf der Reise in eine neue globale (Währungs-) Ordnung sind, steht allerdings außer Frage.

In diesem Zusammenhang ist auch die historische Annäherung zwischen dem Iran und Saudi-Arabien zu erwähnen, die China federführend vermittelt hat. Im Zuge dieser diplomatischen Meisterleistung wurden auch neue Handelsabkommen für Öl- und Gaslieferungen abgeschlossen, die in Yuan abgerechnet werden. Diese und andere Entwicklungen unterminieren maßgeblich das vor einem halben Jahrhundert zwischen den USA und Saudi-Arabien institutionalisierte „Petro-Dollarsystem“. Auch dieses Jahr beschäftigen wir uns eingehend mit dieser Thematik sowohl in unserem traditionellen „De-Dollarization“-Kapitel als auch in einem Interview mit dem Staranalysten Zoltan Pozsar. <sup>2</sup>

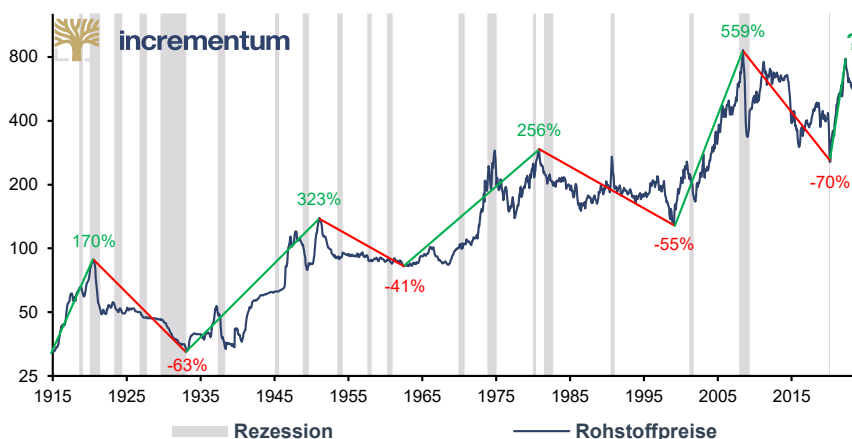
Das wachsende politische Selbstbewusstsein der BRICS-Staaten ist eine logische Konsequenz ihrer zunehmenden ökonomischen Bedeutung. In Kaufkraftparität gemessen weisen diese Länder seit 2021 aggregiert ein höheres BIP aus als die G7-Staaten. Mit der Ausnahme von China spricht auch die demographische Situation für ein langfristig deutlich höheres Wachstumspotenzial in den BRICS-Staaten als im Westen.



In Anbetracht dieser Dynamik ist die Frage berechtigt, inwiefern wir uns heute in der **Thukydides-Falle** befinden. Diese Theorie besagt, dass der Aufstieg einer aufstrebenden Macht zu Konflikten mit der etablierten Weltmacht führt. Der Begriff geht auf den griechischen Historiker Thukydides zurück. Er stellte fest, dass der Aufstieg Athens im 5. Jahrhundert v. Chr. zwangsläufig zu Spannungen mit Sparta und letztendlich zum Krieg zwischen den beiden Mächten um die Vorherrschaft, um die Stellung als Hegemon führen würde. Die wachsende Stärke Chinas und die damit verbundene Verschiebung des globalen Machtgefüges könnten schlimmstenfalls zu einer kriegerischen Auseinandersetzung zwischen den USA und China – und ihren jeweiligen Verbündeten – führen, so wie damals zwischen dem Attischen Seebund unter der Führung Athens und dem von Sparta angeführten Peloponnesischen Bund. **Die Thukydides-Falle sollte den politischen Eliten Warnung sein, alles Erdenkliche zu versuchen, um einen Krieg zu vermeiden und den Frieden zu bewahren.**

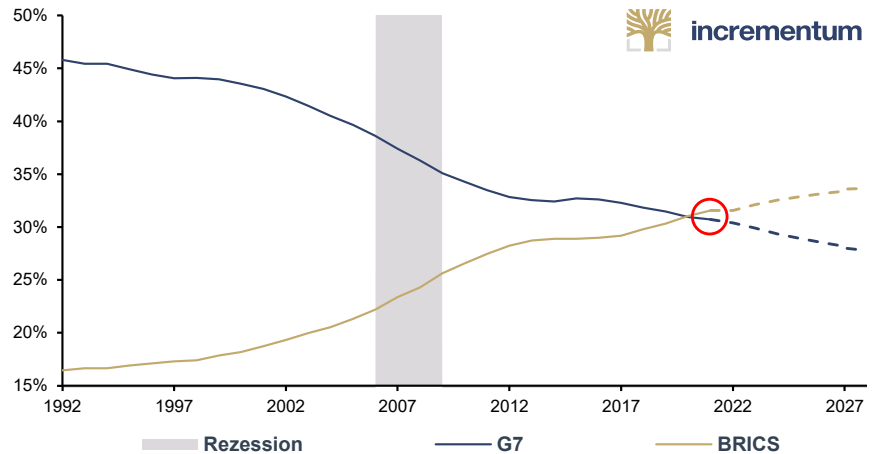
**Auch im Bereich der Rohstoffe kündigt sich ein Showdown an.** Der Ressourcenationalismus nimmt zunehmend an Fahrt auf. Chile, das über die weltweit größten Lithiumreserven verfügt, kündigte an, die beiden in der Lithiumförderung engagierten Unternehmen SQM und Albemarle zu verstaatlichen. Indonesien hat Exportver-

### Rohstoffpreise\*, 01/1915-04/2023



Quelle: Alpine Macro, 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

### Anteil am globalen BIP (KKP), G7 und BRICS, 1992-2027e



Quelle: Acorn MC Ltd, World Economic Outlook, Reuters Eikon, Incrementum AG

bote für Nickel und Zinn erlassen, um den Aufbau einer heimischen Produktion von Batterien nicht zu gefährden. Unser lieber Freund Alexander Stahel merkte zuletzt treffend an<sup>3</sup>, dass die unter politischen Entscheidungsträgern vorherrschende Auffassung, dass die Angebotskurven elastisch seien, durch die Pandemie, die Energiewende und die Geopolitik widerlegt wurde. Dies bedeutet eine massive Veränderung des globalen Investitionsumfelds. **Die globalen Rohstoff-Angebotskurven könnten nun nahezu vertikal verlaufen – ein Rezept für mittelfristige Stagflation.**

**Die Folgen? Sowohl „Fossilflation“, nachdem sich das Angebot an Erdgas, Erdöl und Kohle in Folge verringert, als auch „Greenflation“, sprich höhere Metall- und**

Mineralienpreise aufgrund der gestiegenen Nachfrage nach „grünen“ Rohstoffen. Energieinnovationen werden schließlich dazu beitragen, dass Energie weltweit sauberer, billiger und im Überfluss vorhanden sein wird. Doch solche Durchbrüche erfordern viele Billionen an Investitionsvolumen oder ein „Energiewunder“ wie z. B. die Fusionstechnologie. Der Rohstoff-Superzyklus, auf den wir in den vergangenen Jahren regelmäßig hingewiesen haben, ist unserer Meinung nach eindeutig intakt und könnte nach Abschluss der aktuellen Korrekturphase noch deutlich an Dynamik zulegen.

## Der Showdown beim Goldpreis

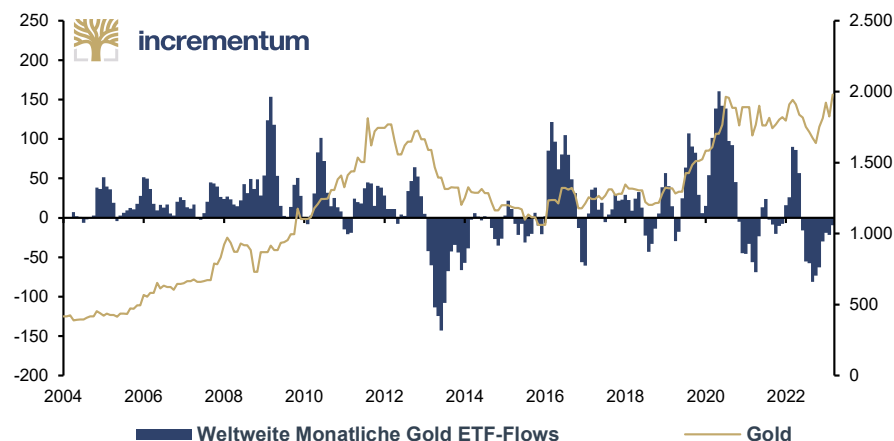
**Dies führt uns zum zentralen Thema unseres In Gold We Trust-Reports, dem Showdown beim Goldpreis.** Wir sind davon überzeugt, dass die geld- und geopolitische Situation wie auch die Chartentwicklung des Goldpreises dafür sprechen, dass es beim Goldpreis demnächst zu einem Showdown kommen wird.

Bereits seit 2009 treten die Zentralbanken als Nettokäufer von Gold auf. Diese Dynamik hat sich im vergangenen Jahr noch einmal deutlich beschleunigt. **2022 haben die Zentralbanken ihre Zukäufe um 152% auf über 1.136 Tonnen gesteigert. Die Devisenreserven sind hingegen um**

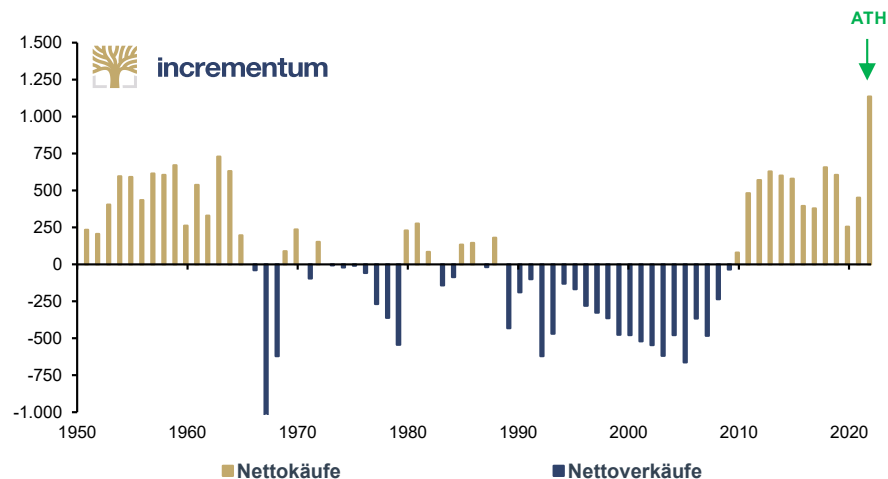
den Rekordwert von 950 Mrd. USD gesunken. Das Gros der Goldkäufe tätigten erneut asiatische Zentralbanken. Erstmals seit vielen Jahren trat auch China wieder offiziell als Käufer auf. Bemerkenswert ist die Tatsache, dass mit Katar, dem Irak und den Vereinigten Arabischen Emiraten drei bedeutende Energie-Exporteure nun zu den zehn größten Goldkäufern zählen. Wir erwarten, dass die Notenbanknachfrage ein wesentlicher Treiber des Goldbuldenmarktes sein wird.

Nicht nur die Zentralbanken, sondern auch immer mehr Investoren werden sich nach sicheren Anlageformen umsehen, um sich vor der hartnäckigen Teuerung, einer möglichen Rezession und den zunehmenden Ausfallrisiken im Finanzsystem zu schützen. Aktuell ist die Anlegernachfrage allerdings weiterhin noch zurückhaltend. Zwar verzeichneten die Gold-ETFs im März infolge der Bankenkrise wieder Zuflüsse, allerdings nach 10 Monaten in Folge mit Abflüssen. Unserer Meinung befindet sich das Gros der westlichen Finanzinvestoren, für deren Verhalten die ETF-Flows ein guter Indikator sind, weiterhin an der Seitenlinie. Wir gehen davon aus, dass bei neuen Allzeithochs „FOMO“ einsetzen wird und blitzartig neue Spieler das Spielfeld betreten werden. Die Investmentnachfrage der Gold-ETFs könnte das Zünglein an der Goldpreis-Waage darstellen.

### Weltweite monatliche Gold ETF-Flows (3-Monats-Durchschnitt) (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2004-03/2023



### Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, 1950-2022



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

Der Goldpreis scheint bereits zu erahnen, dass sich die restriktive US-Geldpolitik als Bluff herausstellen wird. Auch wenn der Goldpreis in US-Dollar noch kein neues Allzeithoch markiert hat, so sind die Allzeithochs in diversen anderen Währungen ein Vorbote für den Ausbruch auch in US-Dollar.

### Weitere Höhepunkte des diesjährigen In Gold We Trust-Reports

- Eine tiefgreifende Analyse der Lage der US-Wirtschaft, inklusive der Vorstellung unseres „Incrementum Rezessionsphasen-Modells“. Dieses Modell soll Anleger bei ihren Investitionsentscheidungen während der Rezession unterstützen.

- Ein Exklusivinterview mit Staranalyst Zoltan Pozsar über die Chancen und Risiken einer Neuordnung der monetären Weltordnung, Stichwort Bretton Woods III.
- Eine ausführliche Auseinandersetzung mit dem Prozess der „De-Dollarization“ und den konkreten Initiativen zur Reduzierung der Abhängigkeit vom US-Dollar.
- Ein Exklusivinterview mit Russell Napier über Inflation, finanzielle Repression und den Capex-Cycle.
- Ein vertiefender Blick auf den Goldfluss von West nach Ost und insbesondere auf den chinesischen Goldmarkt.
- Die These von Gastautor Jan Nieuwenhuijs, dass die chinesischen Goldreserven doppelt so hoch sein könnten wie offiziell angegeben.
- Ein Vorschlag zur Güte, um die Querelen im „Sound Money“-Lager zwischen Anhängern von Gold und Bitcoin zu beenden.
- Hintergrundartikel zu Themen wie dem Phänomen des „Crack-up-Booms“, dem „Chinesischen Silberstandard“ und einem proprietären Bullenmarktindikator.
- Ein ausführliches Kapitel zum Thema Silber und seinen Portfolioeigenschaften.
- Ein Blick auf die Capex-Problematik im Minensektor und die technische Analyse des Goldpreises.
- Im letzten Kapitel stellen wir uns wie jedes Jahr die Frage „Quo vadis, aurum?“ und präsentieren eine Aktualisierung unserer Goldpreisprognose.

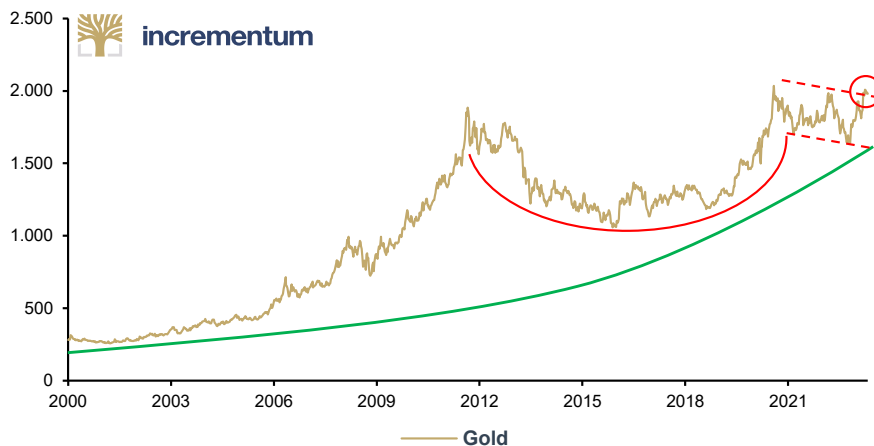
## Herzlichen Dank!

Jahr für Jahr strebt der *In Gold We Trust-Report* danach, die weltweit anerkannteste, meistgelesene und vollumfänglichste Analyse zum Thema Gold zu sein.

Jedes Jahr ziehen wir uns für einige Wochen in unsere Kemenate zurück, um zu recherchieren, Daten und Fakten zu sortieren, nachzudenken und schließlich den *In Gold We Trust-Report* zu schreiben. Schließlich wollen wir Ihnen nicht nur eine umfassende Analyse der aktuellen Entwicklungen bieten, sondern auch historische, philosophische und ökonomisch-theoretische Einblicke rund um das Thema Gold präsentieren. Dabei sind Sie, liebe Leserinnen und Leser, unser größter Ansporn. Es ist uns eine Freude, Ihnen die stets faszinierende Welt des Goldes auf informative, kurzweilige und verständliche Weise näherzubringen. **Wir danken Ihnen für Ihr Interesse und das Vertrauen, das Sie unseren Analysen entgegenbringen.**

**Bereits zum 11. Mal erscheint diese jährliche Publikation unter dem Dach der Incrementum AG.** An dieser Stelle wollen wir ein Wort des Dankes an unsere Partner bei der Incrementum AG richten, welche uns regelmäßig als erfahrene und belesene Sparringspartner in Sachen Marktanalyse, Unternehmensbewertung und Fondsmanagement hilfreich zur Seite stehen. Ebenfalls sei an dieser Stelle auch ein Wort des Dankes an die Erste Group gerichtet, Herausgeber der ersten Ausgaben des Reports.

### Gold Tasse-Henkel-Formation, in USD, 01/2000-05/2022



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Ohne die Unterstützung durch die Erste Group wäre der *In Gold We Trust-Report* in seiner heutigen Form wohl nicht entstanden.

**Wir danken weiters unseren mehr als 20 fantastischen Kollegen auf vier Kontinenten<sup>4</sup>** für ihren tatkräftigen und unermüdlichen Einsatz über mehr als 20.000 Stunden und unzählige Zeitzonen hinweg.

**Besonderer Dank gilt, last but not least, unseren Premium-Partnern.<sup>5</sup>** Ohne ihre Unterstützung wäre es nicht möglich, den *In Gold We Trust-Report* kostenfrei zugänglich zu machen und Jahr für Jahr unser Leistungsspektrum zu erweitern. Neben der jährlichen Publikation in vier Sprachen stellen wir monatlich unseren „*Monthly Gold Compass*“ sowie laufend Informationen auf unserer *In Gold We Trust-Homepage* unter [ingoldwetrust.report](https://www.ingoldwetrust.report) zur Verfügung.

**Wir betrachten die Auseinandersetzung mit der Vergangenheit als unabdingbar für eine erfolgreiche Zukunftsvorbereitung.** Als Orientierungshilfe zum Thema Gold möchten wir Ihnen, geschätzte Leser, daher erneut eine umfassende, informative und prägnante Zusammenstellung bieten.

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 17. *In Gold We Trust-Reports* genauso viel Freude bereitet wie uns das Schreiben.

Mit herzlichen Grüßen aus Liechtenstein,  
**Ronald-Peter Stöferle und Mark J. Valek**

### Endnoten

- 1 Longview Economics: „A Year of Shrinking Deposits – Now What? a.k.a. Banking Crisis Round Two“, 22. März 2023
- 2 Die Kurzversion des Interviews mit Zoltan Pozsar „Adapting to the New World Order“ finden Sie in diesem *In Gold We Trust-Report*, den Sie [hier](#) herunterladen können. Die Langversion dieses Interviews ist [hier](#) abrufbar.
- 3 Burggraben Investment Letter, Februar 2023
- 4 Alle Kolleginnen und Kollegen sind in der [Mitarbeitergalerie](#) am Ende des *In Gold We Trust-Reports* abgebildet.
- 5 Am Ende des *In Gold We Trust-Reports* finden Sie eine Übersicht über unsere [Premium-Partner](#), inklusive einer Kurzbeschreibung der Unternehmen.

*Thinking, good thinking that is, is a lonely sport. This may explain why so many of us do it so poorly.*

**Arthur Zeikel**

# In Gold We Trust<sup>®</sup> Report

## 2023

Sie halten die Kurzversion des *In Gold We Trust*-Report 2023 in Ihren Händen. Der gesamte Report umfasst 24 Kapitel und kann kostenfrei unter [ingoldwetrust.report](https://ingoldwetrust.report) heruntergeladen werden.



Den 430-seitigen  
*In Gold We Trust*-Report  
erhalten Sie unter:  
[ingoldwetrust.report](https://ingoldwetrust.report)



incrementum

In **Gold** We Trust<sup>®</sup>  
Report

# Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



## *In Gold We Trust-Report 2023*

[ingoldwetrust.report/download/26948](http://ingoldwetrust.report/download/26948)



## *In Gold We Trust-Report 2023 Compact Version*

[ingoldwetrust.report/download/26950](http://ingoldwetrust.report/download/26950)



## *In Gold We Trust-Chartbook*

[ingoldwetrust.report/download/25315](http://ingoldwetrust.report/download/25315)



## *Monthly-Gold-Kompass*

[ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass](http://ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass)

## *In Gold We Trust-Nuggets*

[ingoldwetrust.report/igwt-nuggets](http://ingoldwetrust.report/igwt-nuggets)

## *In Gold We Trust-Classics*

[ingoldwetrust.report/igwt-classics](http://ingoldwetrust.report/igwt-classics)



## *In Gold We Trust-Archiv*

[ingoldwetrust.report/archiv](http://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](https://twitter.com/IGWReport)



Newsletter

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

DE EN ES 中文

Der Goldstandard aller Goldstudien

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



# Quo vadis, aurum?

*Bad dreamer, what's your name?  
Looks like we're ridin' on the same train  
Looks as through there'll be more pain  
There's gonna be a Showdown.*

Electric Light Orchestra, „Showdown“

## Die Epoche multipler Showdowns

**Hartnäckig hohe Inflationszahlen, steigende Zinsen, Rezessionswarnungen, Bankenkrise bei gleichzeitig stattfindendem Krieg in Europa, tektonische Verschiebungen geopolitischer Allianzen und intensivierte De-Dollarization-Bemühungen.** Wir befinden uns nicht nur in einer Zeit multipler Krisen, sondern auch multipler Showdowns. Die chinesische Redewendung „Du mögest in spannenden Zeiten leben“ hat einen unbehaglichen Beigeschmack und wird in China durchaus auch als Fluch gesehen.

**Wir wollen den Umstand spannender Zeiten jedoch nicht als Fluch sehen,**

**sondern als Herausforderung, als Aufgabe, die es nun zu bewältigen gilt.** Dazu sollten wir uns bewusst machen, dass die Zeiten der Ungewissheit und Instabilität zwar herausfordernd sind, aber auch eine Chance darstellen, um unser Geschichtsbewusstsein zu schärfen und uns auf künftige Entwicklungen vorzubereiten. **Welche Faktoren sind nun für Anleger in der gegenwärtigen Zeit der Ungewissheit und Instabilität besonders zu beachten?**

### Die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken erodiert

**Das Vertrauen in die Zentralbanken ist nach der kolossalen Fehleinschätzung der Inflationsentwicklung zweifelsohne angeschlagen.** Letztes Jahr haben wir ei-

nen Ausflug in die Welt der Ornithologie unternommen. Wir schrieben damals:

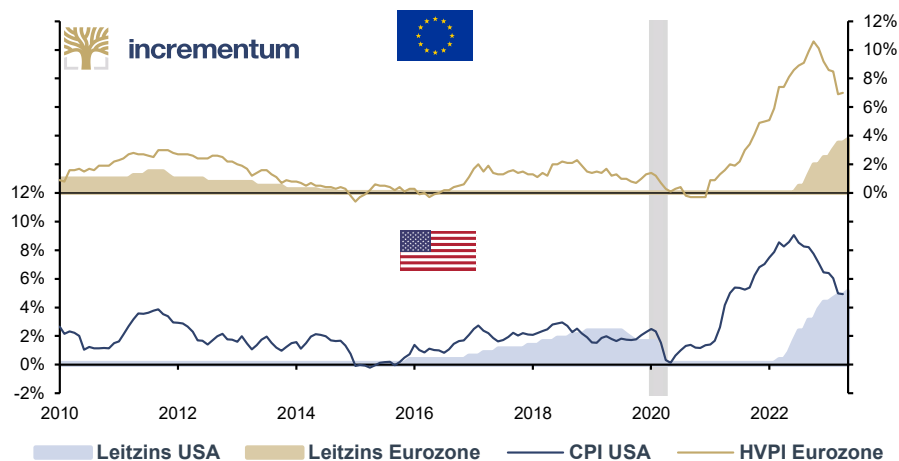
*„Während die Notenbanker in den USA, Großbritannien und weiteren Staaten den Zinserhöhungszyklus spät, aber doch in Gang gebracht haben, scheinen EZB-Präsidentin Christine Lagarde und viele weitere Vertreter des EZB-Rats überhaupt nicht zu wissen, was ein geldpolitischer Falke ist. Eine ornithologisch-ökonomische Nachhilfestunde 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 verschwin-*

det. Doch diese Sicht ist nicht sanft oder naiv, sondern brandgefährlich.“<sup>1</sup>

Ein Jahr später lässt sich sagen, dass die ornithologisch-ökonomische Nachhilfestunde, die wir empfohlen hatten, offenbar dringend nötig gewesen wäre. Während die Federal Reserve den Zinserhöhungszyklus spät, aber letztlich doch konsequent in Angriff nahm, hat die EZB noch später und weit weniger beherzt reagiert. In den USA erreichte die letzte Inflationswelle im Juni 2022 bei einem Wert von 9,1% ihren Höhepunkt, während in der Eurozone im Oktober 2022 ein Höchstwert von 10,6% gemessen wurde. Der Zinserhöhungszyklus hat sich seitdem fortgesetzt, mit einem Anstieg auf 5,25% in den USA und 3,75% in der Eurozone.

Sind die Zentralbanken nun tatsächlich dabei, ihr Taubennest in einen Falkenhorst umzubauen? Die Antwort werden wir erst in den kommenden Monaten erhalten, wenn es zum geldpolitischen Showdown kommt. Speziell die Federal Reserve war im Zuge der Turbulenzen um die mittlerweile drei größeren Bankenkonkurse bereits unter Zugzwang und reagierte rasch. Die neuerliche Ausweitung der Zentralbankbilanz um 400 Mrd. USD ist wohl ein handfestes Indiz dafür, dass sie der Stabilität des Bankensektors und damit des Finanzmarktes im Zweifel höhere Priorität als der Preisstabilität beimisst. Die bislang

Leitzins, und CPI/HVPI, USA (lhs), und Eurozone (rhs), 01/2010-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

erfolgten Bankenpleiten führten noch nicht zu einem systembedrohenden Kataklysmus. **Wir sind jedoch der festen Überzeugung, dass eine Verschärfung der Krise auch zur offiziellen Umkehr der restriktiven Geldpolitik führen wird.**

Die jüngsten Ereignisse deuten darauf hin, dass die bislang zaghafte Erholung des Ansehens von Zentralbanken bereits wieder in sich zusammenzufallen droht. So beteuerte Jerome Powell am 4. Mai noch, dass das US-amerikanische Bankensystem „stabil und widerstandsfähig“ sei. Doch bereits am 5. Mai brachen erneut die Aktienkurse einiger regionaler US-Banken ein, teilweise gar um die Hälfte. Sollten in den kommenden Wochen weitere schwerwiegendere Probleme im Bankensektor auf-

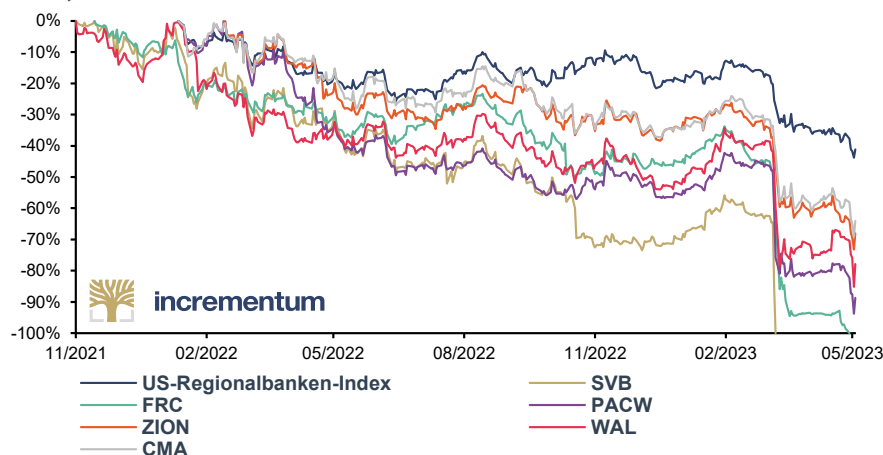
treten, könnte dies trotz gegenteiliger Zusicherungen der Notenbank rasch zu einem veritablen Glaubwürdigkeitsverlust führen.

### Der unterschätzte Faktor Zeit

Wie im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report ausführlich geschildert, ist das ursprünglich erklärte geldpolitische Ziel unrealistisch, die monetäre Straffung zu bewerkstelligen und die Inflation unter 2% zu drücken, ohne eine Rezession auszulösen. **Wir sind der Überzeugung, dass sich aufgrund der geldpolitischen Vollbremsung vor uns ein Übermaß an ökonomischen Missständen offenbart.** Monetär induzierte Booms verschleiern stets eine Vielzahl von Finanzsünde(r)n und fördern Herdenverhalten, falsches Risikobewusstsein, Leichtsinn und eine „this time is different“-Mentalität.

**Warren Buffett verglich den Zins mit der Schwerkraft: Wie die Erdanziehungskraft auf Masse wirkt, so wirkt der Zins auf die Bewertungen.** Je stärker die Zinsen sinken, desto stärker steigen die Bewertungen aufgrund des Diskontierungseffekts, bei Niedrig- und Nullzinsen bis in astronomische Höhen. Beginnen die Zinsen wieder zu steigen, kehren die Bewertungen wieder auf den Boden der Realität zurück. Angesichts der jahrelangen Bewertungshausse in den (zu) vielen Jahren der Null- und Niedrigzinsen kommt diese Rückkehr zu „nor-

US-Regionalbanken-Index und diverse Banken ab Höchststand 2021, 11/2021-05/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

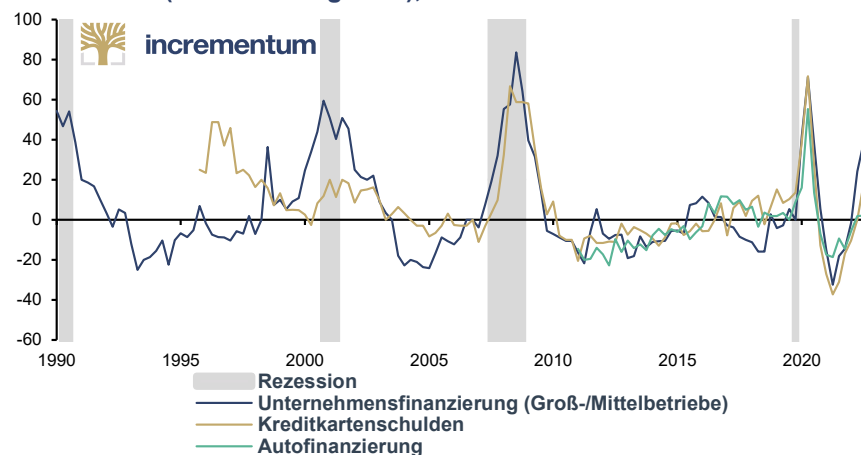
malen“ Zinsniveaus für viele Assetklassen einem brutalen Aufklatschen auf dem harten Boden der Realität gleich.

**Völlig unterschätzt wird hierbei unserer Meinung nach der Faktor Zeit.** Zuerst bedarf es einiger Zeit, bis sich die Ausweitung der Geldmenge in der Realwirtschaft entfaltet und die Inflationsraten nach oben treibt. **Wir nannten diese zeitliche Verzögerung einmal scherzhaft „Tequila Theory of Money“.** Ein paar Tequila-Shots am Abend tragen zweifelsohne dazu bei, die Stimmung auf einer Party zu heben. Erst am nächsten Tag machen sich die unweigerlichen Konsequenzen in Form von Übelkeit, stechenden Kopfschmerzen und potenziellen amourösen Fehlritten bemerkbar.

2022 begannen die Preisdämme zu bersten, und nach einigen Monaten der Beschwichtigungsrhetorik über den vermeintlich „vorübergehenden“ Charakter der Teuerung brach unter den Zentralbanken Panik aus. Insbesondere in den USA wurde die geldpolitische Notbremse gezogen. Ein kräftiges Ziehen an dieser Bremse löst – im Gegensatz zur Betätigung einer mechanischen Notbremse – jedoch keine unmittelbare Konsequenz aus. **Jetzt schließt sich der Kreis, abermals müssen wir aber vor den Verzögerungseffekten warnen, dieses Mal jedoch in die entgegengesetzte Richtung.** Die Auswirkungen von QT und höheren Zinssätzen werden von Tag zu Tag deutlicher zu spüren sein.

**Um die Zeitverzögerung von geldpolitischen Maßnahmen zu veranschaulichen, ist für Investoren, insbesondere für „pessimistic bulls“, ein Blick in die jüngere Vergangenheit ratsam.** Im Sep-

### Netto-Prozentsatz an US-Banken, die ihre Kreditvergabestandards verschärfen (diverse Kategorien), Q2/1990-Q1/2023



tember 2007 sah sich der damalige Vorsitzende der Federal Reserve, Ben Bernanke, trotz einer Inflation von über 2% gezwungen, erstmals seit Juni 2003 die Zinsen zu senken. Zu diesem Zeitpunkt war der US-Immobilienmarkt bereits stark rückgängig. Obwohl die Wall Street zunächst in einen Freudentaumel verfiel, rutschten die USA und damit die globale Wirtschaft 2008/2009 in die größte Krise seit der Großen Depression. Die ursprünglichen Zinssenkungen verpufften vollständig. **Der US-CPI sank von 5,6% im Juli 2008 auf -2% ein Jahr später.** Die Aktienmärkte erreichten ihre Tiefststände am 9. März 2009, und damit erst 19 Monate nach der ersten Zinssenkung und fünf Monate nach der Einführung von QE1. **Trotz zahlreicher Kopfschmerztabletten trieb der Tequila also noch lange sein Unwesen.**

**Dieses Beispiel verdeutlicht die erheblichen Verzögerungseffekte der Geldpolitik.** Es wird noch einige Quartale dauern, bis die Folgen der Zinsanhebungen der letzten 14 Monate vollständig erkennbar sind. Die nun verschärfte Kreditverga-

bebedingungen für Unternehmen und Verbraucher lassen uns vermuten, dass eine disinflationär wirkende Rezession von Tag zu Tag wahrscheinlicher wird.

**Die entscheidenden Fragen lauten nun:** Wird der monetäre Straffungsprozess die Teuerung weit genug senken, sodass die Notenbanken ihr Gesicht wahren und anschließend wieder die Zügel lockern können? Und kann die geldpolitische Entziehungskur abgeschlossen werden, ohne dass die Konjunktur und die Finanzmärkte zu starken Schaden nehmen? Dazu bedarf es wohl eiserner Disziplin und politischer Unabhängigkeit auf Ebene der Zentralbankführung. Auch wenn Jerome Powell mit Anspielungen auf Paul Volcker Glaubwürdigkeit und Vertrauen zurückgewinnen will, so halten wir den Vergleich Volcker vs. Powell für unpassend. **Der Hauptgrund? Die deutlich verschärfte Verschuldungssituation.**

### Das systemische Verschuldungsproblem

**Sowohl auf staatlicher als auch auf Ebene der Haushalte und Unternehmen ist die Verschuldung nahe ihrer Höchststände und ein Vielfaches höher als zu Zeiten Paul Volckers.** Dementsprechend hoch ist heutzutage auch die systemische Zinssensitivität. Die Verschuldungsquoten nach Sektoren zeigen den eklatanten Unterschied

### Verschuldung nach Sektor, USA, in % des BIP

Datum	Staat	Unternehmen	Private Haushalte
1970	35,7%	47,0%	44,0%
1982	35,2%	53,1%	47,9%
Q3/2022	120,2%	78,8%	75,2%

Quelle: BIS, Incrementum AG

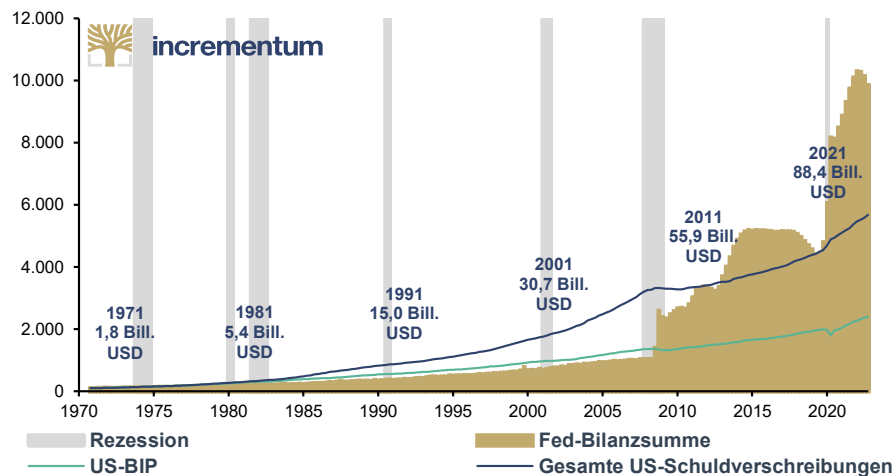


der heutigen Situation im Vergleich zu damals, als Volcker seine Inflationsbekämpfung durchführte.

**Während das Bekenntnis zur Nachhaltigkeit in allen Bereichen unseres Lebens omnipräsent ist, wird die Nachhaltigkeit der heutigen Geldordnung de facto gar nicht hinterfragt.** Banken und Assetmanager schmücken sich und die Namen ihrer Veranlagungsprodukte gerne mit Modebegriffen wie „ESG“ oder „sustainability“, scheinen aber völlig ignorant zu sein hinsichtlich der ökologischen und gesellschaftlichen Implikationen des derzeitigen Schuldgeldsystems.

**Die Nicht-Nachhaltigkeit des schuldeninduzierten Wachstums demonstriert der nachfolgende Chart eindrucksvoll.** So stieg die „total credit market debt“ – das am weitesten gefasste Verschuldungsaggregat in den USA – seit 1971 um den Faktor 60, die Bilanzsumme der Federal Reserve um den Faktor 100 und das BIP lediglich um den Faktor 24. In jeder Dekade hat sich das Kreditvolumen in den vergangenen 50 Jahren ca. verdoppelt. Eine Zäsur fand im Jahr 2009 statt. Erstmalig war im Zuge der Finanzkrise ein Rückgang der Gesamtverschuldung zu verzeichnen, welcher seitens der Federal Reserve mit einer massiven Aufblähung der Basisgeldmenge in Form von QE bekämpft wurde.

**Fed-Bilanzsumme, US-BIP, und Gesamte US-Schuldverschreibungen, 100 = Q4/1970, Q4/1970-Q4/2022**



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

**Diese eindrückliche Darstellung des exponentiellen Schulden- und Geldmengenwachstums zeigt zweierlei auf:** Einerseits die systemische Nicht-Nachhaltigkeit des Geldsystems und andererseits die Unmöglichkeit, durch einen kalten Entzug der Droge Kredit keine konjunkturellen Brems Spuren zu hinterlassen.

Die exorbitante Verschuldung ist letztlich der Hauptgrund dafür, dass der Druck auf die Zentralbanken, die Zinsen nicht weiter anzuheben oder sogar schon bald wieder zu senken, mit jedem Tag zunimmt. **Es ist davon auszugehen, dass realwirtschaftlich, gesellschaftlich und letztlich auch politisch die Rufe nach lockerem Kredit und QE immer lauter werden.** Ob der Auslöser für die nächsten Maßnahmen der

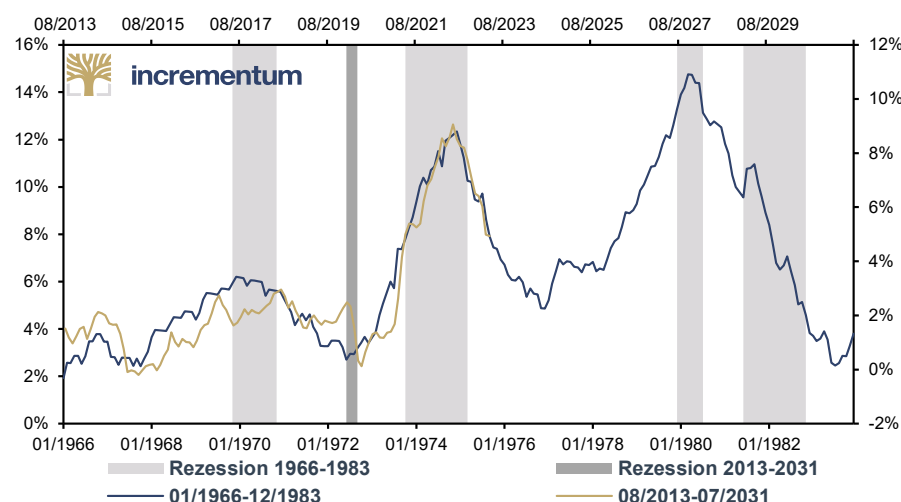
strauchelnde Immobilienmarkt, das in Bedrängnis geratene Bankensystem oder eine steigende Arbeitslosigkeit sein wird, ist letzten Endes sekundär.

**Weitere Inflationswelle(n) voraus?!**

**Wie schon letztes Jahr ausführlich dargelegt, gehen wir davon aus, dass die Teuerung in Wellen auftreten wird.** Wie auch die Vergangenheit gezeigt hat, steigt während eines Umfeldes erhöhter Inflationsraten auch die Volatilität der Teuerungsraten. Der Vergleich der derzeitigen Teuerungswelle mit jenen aus den 1970er-Jahren ist in diesem Zusammenhang ein interessanter Vergleich, wenngleich die Skalierung nicht die gleiche ist. Bemerkenswert dabei ist, dass dieser Vergleich, den wir bereits im vergangenen Jahr exakt in dieser Form gebracht haben, auch 12 Monate später immer noch erstaunlich passend ist.

Wenn wir den Verlauf der Inflation der 1970er-Jahre als Orientierung für den künftigen Inflationsverlauf heranziehen, so denken wir, dass die Vergangenheit weiterhin eine gute Indikation für die Zukunft bietet. In den kommenden Monaten sehen wir vor dem Hintergrund der geschilderten Probleme noch überwiegend disinflationäre Tendenzen. Gebannt ist die Teuerungsgefahr jedoch deswegen noch nicht. Im Gegenteil: **Eine zweite Inflationswelle wird umso wahr-**

**US CPI, yoy, 01/1966-12/1983 (lhs), und 08/2013-07/2031 (rhs)**



Quelle: Andreas Steno, Reuters Eikon, Incrementum AG

scheinlicher, je früher von der restriktiven Geldpolitik abgegangen werden muss. Zudem spricht eine Reihe struktureller Gründe für mittel- bis langfristig hohe Teuerungsraten und hohe Inflationsvolatilität. **Was sind nun die Gründe für einen längerfristig hohen Inflationsdruck?**

**Nachfrageseitig sind folgende Gründe anzuführen:**

- Chronische Budgetdefizite und die zunehmende fiskalische Dominanz
- Energiepreisabfederungsprogramme
- Energiewende, Dekarbonisierung
- Aufrüstungs- und Kriegswirtschaft

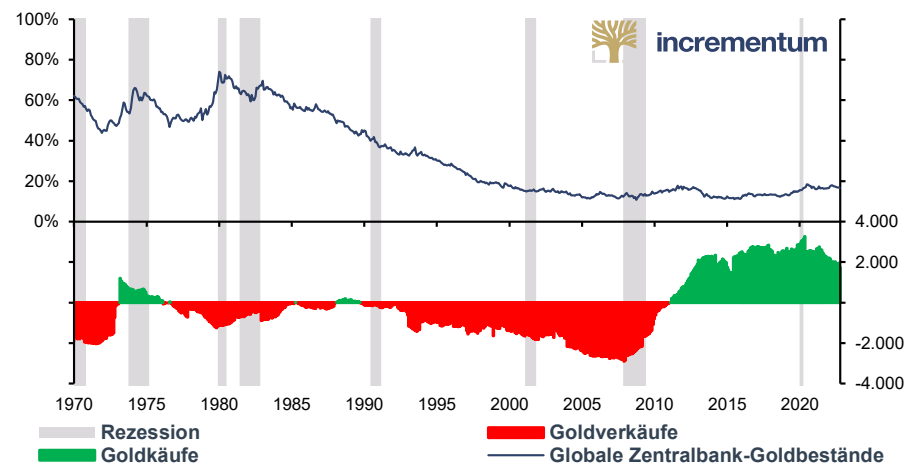
**Auf der Angebotsseite sind diese inflationsstreibenden Tendenzen auszumachen:**

- Steigende Handelsbarrieren, ökologisch wie auch (geo-)politisch begründet
- Sanktionen von nicht genehmen Handelspartnern
- Der Trend zur Verstaatlichung von Rohstoffproduzenten
- Nearshoring der Lieferketten auf Kosten der Effizienz
- Strategiewechsel in China: Verringerung der Abhängigkeit von Exporterlösen<sup>2</sup>
- Demographischer Wandel: Erwerbsbevölkerung (Babyboomer) nimmt in der gesamten OECD sowie in China ab.

## Geldgeschichte ist Weltgeschichte

**Die aktuelle Phase des geldpolitischen Showdowns wird von vielen Unsicherheiten begleitet. Der generelle Komplexitätsgrad wird jedoch durch die geopolitischen Dynamiken und Ungewissheiten nochmals potenziert.** Eine Schnittmenge von (Geo-)Ökonomie und (Geo-)Politik zeigt sich besonders augenscheinlich in der von uns seit Jahren analysierten De-Dollarization. Die BRICS-Staaten haben in den vergangenen Monaten ihre Bemühungen weiter verstärkt, die Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren.

## Zentralbank-Goldbestände (lhs), in % der Währungsreserven, und 5 Jahre rollierende Goldkäufe (rhs), in moz, 01/1970-10/2022



**Frei nach Mark Twain sind die Nachrufe auf den US-Dollar allerdings noch verfrüht, denn Währungen zählen zu den Netzwerkütern, und der US-Dollar genießt als globale Währung Nr. 1 alle Vorteile eines Netzwerkgutes.** Louis-Vincent Gave vergleicht den US-Dollar mit Microsoft Windows. Auch wenn Windows ab und zu abstürzt und zahlreiche Mängel aufweist, so ist es doch das mit Abstand am weitesten verbreitete Betriebssystem. Ein neues Betriebssystem müsste nicht nur besser sein, sondern auch den Nachteil, zunächst nicht Netzwerkgut zu sein, überwinden. Während bei normalen Konsumgütern viele ähnliche Produkte nebeneinander bestehen können, tendieren Netzwerküter zu einem natürlichen Monopol. Mitunter gibt es noch andere Konkurrenzprodukte wie Mac OS oder Linux, die in der Gesamtbetrachtung jedoch eher ein Schattendasein fristen und deren Anwendung nur Vorteile in bestimmten Netzwerken bringt. In diesen Teilsegmenten sind sie dann aber auch wieder der unangefochtene Platzhirsch. Eine Währung ist ein klassisches Netzwerkut, aber auch Recht, Sprache, Messaging-Dienste wie z. B. WhatsApp, Social-Media-Plattformen und letztlich auch Kryptowährungen sind Netzwerküter.

**Gold ist ebenfalls ein Netzwerkut, vielleicht sogar das ultimative monetäre Netzwerkut.** In einer sich fragmen-

tierenden Welt könnte Gold der monetäre Vermittler sein, der ein noch stärkeres wirtschaftliches Auseinanderbrechen verhindert. Schließlich ist Gold überstaatlich, neutral und ohne Gegenparteisiko. Gold selber könnte im internationalen Handel verwendet werden oder Währungen, die durch Gold (teil-)gedeckt sind, wobei hier tokenisierte Lösungen eine Rolle spielen könnten. Diese Idee haben die BRICS bereits in den Raum gestellt. Die hohe Nachfrage nach Gold durch die Zentralbanken deutet darauf hin, dass Gold in Zeiten multipler Krisen wieder an Bedeutung gewinnt.

## Zukunftsperspektiven: Geld, Gold und Bitcoin

**Die Kenntnis der Geldgeschichte ist von essentieller Bedeutung, wenn es um die Betrachtung der Rolle des Geldes in Zeiten des Wandels geht.** Neben dem Bewusstsein für die Vergangenheit wollen wir aber auch aufmerksam technologische Evolutionen untersuchen. 2015 haben wir uns erstmalig im Rahmen des *In Gold We Trust*-Reports mit Bitcoin beschäftigt.<sup>3</sup> Digitale Wertspeicher, insbesondere Bitcoin, werden womöglich die Art und Weise verändern, wie wir über Geld und Wertaufbewahrung denken.

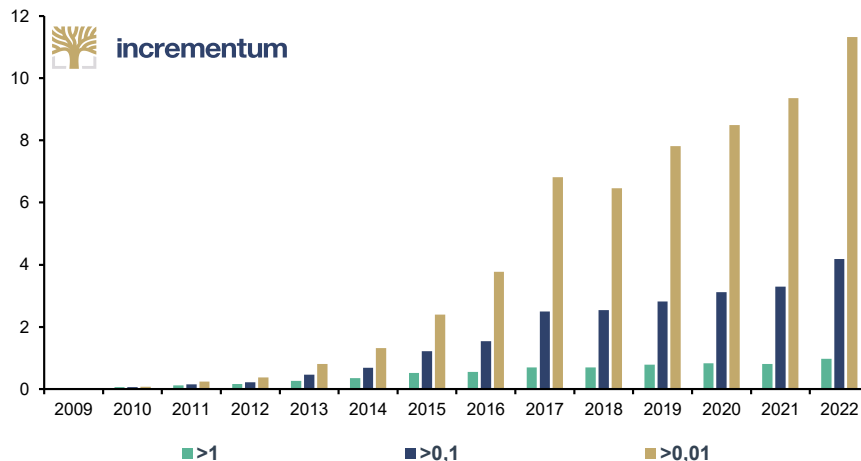
**Der Netzwerkeffekt von Bitcoin wird durch die steigende Anzahl von Benutzern und Wallets deutlich sichtbar.**

Mit zunehmender Verbreitung und Adaption gewinnt Bitcoin an Attraktivität und erhöht den Nutzen. Jeder neue aktive Benutzer und jede neue Wallet stärken das Netzwerk, indem sie die Liquidität erhöhen. Dieser positive Rückkopplungseffekt stärkt die Position von Bitcoin als führende Kryptowährung und unterstützt sein Potenzial als zukunftssträchtiges Geld.

**Eine wesentliche Voraussetzung für die zunehmende Attraktivität von Bitcoin ist seine absolute Knappheit durch die mathematisch festgelegte Obergrenze des Angebots auf 21 Millionen Stück.** Aktuell steigt die Zahl der geschürften Bitcoins noch mit etwa 1,6% p.a. – ähnlich langsam wie die Menge des jährlich geförderten Goldes. Die „Inflationsrate“ von Bitcoin halbiert sich jedoch im Vierjahres-Intervall. Nach dem nächsten Halving im April 2024 wird die Inflationsrate von Bitcoin somit niedriger als jene von Gold sein. In den vergangenen Zyklen war es ausnahmslos so, dass der Bitcoinpreis in den Monaten vor und nach dem Halving besonders kräftig zulegte.

**Eine spannende Frage stellt sich im Zusammenhang mit dem geopolitischen Showdown:** Kann Bitcoin als ein Gewinner aus der aktuellen Neusortierung der Welt(un)ordnung hervorgehen? Trotz der derzeitigen De-Globalisierungstendenzen ist es unvorstellbar, dass der Handel zwischen den „ri-

**Anzahl der Bitcoin-Adressen mit einem Mindestbetrag X, in Mio, 2009-2022**



Quelle: Bitcoin Magazine Pro, Glassnode, Incrementum AG

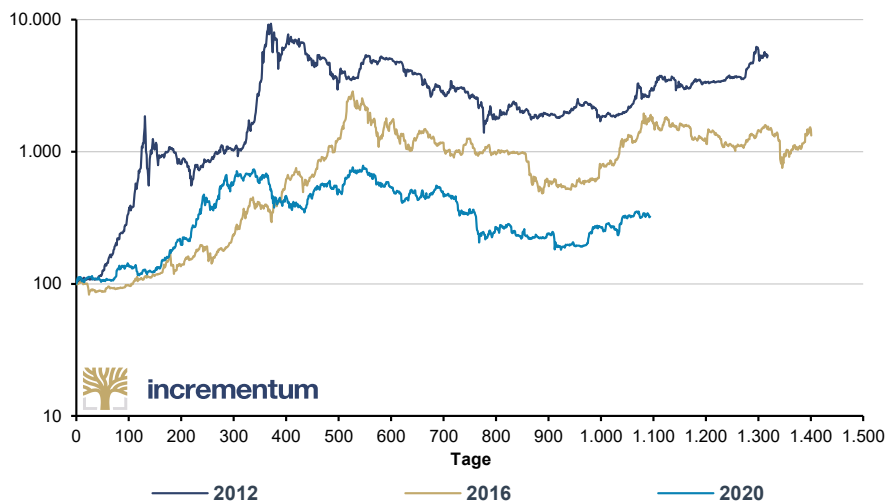
valisierenden Blöcken“ völlig zusammenbricht. Vor dem Hintergrund wachsender geopolitischer Spannungen scheinen gewisse Vorteile einer dezentralen Kryptowährung wie Bitcoin auf der Hand zu liegen. Durch seine Unabhängigkeit von staatlicher Kontrolle und seine grenzüberschreitende Transaktionsfähigkeit böte Bitcoin tatsächlich eine Alternative zu traditionellen Währungen. Wir sehen eine derartig breite Adaption auf der Ebene von Nationalstaaten nicht unmittelbar. Langfristig ist ein derartiger Durchbruch in der Akzeptanz von Bitcoin jedoch nicht auszuschließen und würde wohl für enormes Aufsehen – auch hinsichtlich des Preises – sorgen.

### Die Renaissance der Rohstoffe?

**Die ausreichende Verfügbarkeit von Rohstoffen wurde lange Zeit als gegeben angesehen. Preissteigerungen und Versorgungsengpässe haben eine mögliche Ressourcenknappheit wieder ins öffentliche Bewusstsein geholt.** Zum einen ist das Thema im Zusammenhang mit der Energiewende, deren politische Priorisierung die Frage nach der Verfügbarkeit von benötigten Rohstoffen aufwirft, relevant. Zum anderen aufgrund des aufkeimenden Ressourcennationalismus. Ein gutes Beispiel für den Paradigmenwechsel beim Stellenwert von Rohstoffen sind die Automobilhersteller, die zunehmend Direktinvestitionen in Minenbetreiber tätigen bzw. strategische Liefervereinbarungen eingehen, um so einen sicheren Rohstoffzugang zu erhalten.

**Wie wir im Kapitel Capex ausgeführt haben,<sup>4</sup> ist der Investitionsmangel der Vergangenheit ein Hemmnis auf dem Weg in Richtung bessere Verfügbarkeit, größere Unabhängigkeit und vor allem niedrigere Preise. Kupfer ist diesbezüglich ein hervorragendes Beispiel.** Wie groß die Kluft zwischen Angebot und Nachfrage ist, zeigen einige Diskussionsbeiträge auf der „World Copper Conference“ vom April 2023, die im Wall Street Journal unter dem Titel „Copper Shortage Threatens Green Transition“ präsentiert wurden.

**Bitcoin-Performance nach Halvings, 100 = Halving (log), 11/2012-05/2023**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

*The shift to net zero will require more mining, not less.*

PwC

*Aggregate supply curves may now be near vertical – a recipe for stagflation over the medium term. This also suggests that the world will switch from one of cooperation and collusion to one of competition.*

Alexander Stahel

*The irony of the ESG agenda, therefore, is that it has curtailed capex in the commodity sector as the capex in all other sectors is booming due to a slew of reasons... The lack of logic in this situation is the greatest reason to be long commodities the rest of this decade.*

Marko Papic

Laut einer Studie von McKinsey wird die Kupfernachfrage bis 2031 auf 36 Mio. Tonnen steigen. Unter extrem optimistischen Annahmen könnte die Förderung von heute 21,8 Mio. auf 30 Mio. Tonnen ausgeweitet werden. Selbst unter günstigsten Rahmenbedingungen wäre das Defizit mit 6,5 Mio. Tonnen allerdings erheblich. **Um den Netto-Null-Emissionspfad zu erreichen, würde die Welt laut Goldman Sachs bis 2030 54% zusätzliches Kupfer benötigen.** „Grüne“ Anwendungen von Kupfer machten 2020 noch lediglich 4% des Kupferverbrauchs aus, bis 2030 wird ein Anstieg auf 17% erwartet.

Laut Guy Wolf müsste sich der Kupferpreis auf 15.000 USD nahezu verdoppeln, um einen Anreiz für die Erschließung neuer Kupfervorkommen zu bieten. Das zeigt, dass die budgetierten Mittel für die Energiewende deutlich zu niedrig angesetzt sind. Zudem ist die Lage bei Kupfer unserer Meinung keine Ausnahme, sondern die Regel. Ähnliche, teilweise sogar extremere Angebotsdefizite sind bei Lithium, aber auch Nickel und Silber zu erwarten.

Dass der politische Wille an der Realität scheitern dürfte, zeigen auch die Berechnungen des „World Energy Transitions Outlook 2023“ der „International Renewable Energy Agency“ (IRENA). Dieser Studie zufolge beläuft sich das benötigte Investitionsvolumen zur Erreichung des 1,5°C-Ziels bis 2050 kumulativ auf 150 Bill. USD. Selbst wenn wir diese Beträge für übertrieben und unfinanzierbar halten, so bestätigt es eine Aussage unseres Freundes Marko Papic. Er spricht in diesem Zusammenhang von einer „absolute orgy of industrial metal capex“. **Wir erwarten somit eine – staatlich finanzierte – Capex-Renaissance, um die Energiewende zu erzwingen.**

Eine vor kurzem erschienene Studie der Cornell University zeigt: Die Welt hat nicht nur einen strukturellen Mangel an den für die Energiewende benötigten Rohstoffen, sondern viele bedeutsame Lagerstätten befin-

den sich noch dazu in (geo-)politisch instabilen Ländern wie Chile, Südafrika, Russland, dem Kongo oder China, was einen weiteren Risikofaktor mit Preissteigerungspotenzial darstellt. Der Versuch des Westens, durch die Energiewende unabhängiger von Staaten zu werden, die nicht den Wertekanon des Westens teilen, dürfte daher kaum von Erfolg gekrönt werden.

**Zu bedenken ist zudem, dass auch die Verarbeitung und Raffination der grünen Metalle weitaus stärker in China konzentriert ist.** Dies bedeutet, dass die geopolitischen Risiken für die Versorgung mit Industriemetallen möglicherweise sogar größer sind als für die Versorgung mit fossilen Brennstoffen. Der Westen müsste daher auch noch in die Verarbeitung außerhalb Chinas investieren, wenn die derzeitige geopolitische Rivalität zwischen Washington – und dem Westen im weiteren Sinne – und Peking anhält. **Bei aller berechtigter Angst vor einer weniger friedlichen Zukunft,** so hat die Rivalität zwischen Staaten und Blöcken historisch gesehen oft zu technologischen Innovationssprüngen geführt. **Ein Ergebnis der derzeitigen Polarisierung könnten somit auch technologische Durchbrüche sein, die Rohstoffe à la longue verbilligen und ressourcenschonendere Wachstumsmöglichkeiten eröffnen.**

## Best of *In Gold We Trust*-Report 2023

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

- **Inflation:** Zentralbanker fürchten eine Wiederholung der Geschichte wie sie unter Arthur Burns in den 1970er-Jahren geschah. Unsere Basisszenario deutet auf strukturell höhere Inflation bei höherer Volatilität der Inflationsraten hin. Das Kapitel beinhaltet eine umfangreiche Analyse, welche Fundamentaldaten sowie historische und potenziell künftige Teuerungswellen eingehend analysiert.
- **Verschuldung:** Hinter dem Schleier des Nachhaltigkeitsdiskurses verbirgt sich eine unterschätzte Gefahr: die wachsende Staatsverschuldung. In diesem Kapitel decken wir die alarmierenden Auswirkungen der Corona-Pandemie auf, analysieren die unterschätzten Implikationen der niedrigen Zinsen und beleuchten die unterschätzte Verbindung zu einer nachhaltigen Wirtschaftsentwicklung. Insbesondere hinterfragen wir die Solvenzsituation hinsichtlich der von uns in den vergangenen Jahren vielfach aufgezeigten Nullzinsfalle.
- **De-Dollarization:** Bereits letztes Jahr haben wir nachdrücklich darauf hingewiesen, dass das Einfrieren der russischen Währungsreserven 2022 wohl als historischer Moment in die internationale Währungsgeschichte eingehen wird. Europa hat sich hierbei eindeutig auf die Seite der USA geschlagen. Währenddessen flirtet Saudi-Arabien intensiv mit den BRICS-Staaten, die mit zunehmender Intensität ein multipolares Währungssystem anstreben. Die Frage bleibt: Wie werden die USA auf diese Herausforderungen reagieren und wie wird sich der US-Dollar in diesem sich entwickelnden geopolitischen Kontext behaupten?
- **Verschiebungen in der Goldnachfrage:** China hat ebenso wie Indien seit Anfang der 2000er-Jahre erhebliche Mengen an Gold importiert, und das, obwohl China auch der größte Goldproduzent der Welt ist. Zusammen haben Indien und China in den letzten 20 Jahren offiziell zwischen 34.000 und 36.000 Tonnen Gold eingeführt. Und wenn Jan Nieuwenhuijs' These zutrifft, könnten Chinas offizielle Goldreserven bis zu doppelt so hoch sein wie ausgewiesen. Auch bei der Konsumentennachfrage wird die Bedeutung Chinas und Indiens immer größer. Diese ist von einem Anteil an der globalen Konsumentennachfrage von 28,7% im Jahr 2000 mit 48,4% auf fast die Hälfte im vergangenen Jahr angestiegen. Dies entspricht rund 1.600 Tonnen.
- **Bitcoin vs. Gold:** Bitcoin war der Auslöser für eine neue Welle des Interesses am Thema „Sound Money“ und beschert der Bewegung eine neue Generation von motivierten Verfechtern eines entnationalisierten Geldwesens. Dennoch gibt es zwischen den „Goldbugs“ und den „Bitcoinern“ oftmals harsche intellektuelle Grabenkämpfe. In dem Kapitel arbeiten wir heraus, wie sich die jeweiligen Ansichten unterscheiden und welche theoretischen Konzepte gegebenenfalls von beiden Seiten missverstanden werden.
- **Silber:** Bei der Preisentwicklung zeigt sich, dass, wenn Gold steigt, Silber in der Regel folgt, daher wird der Goldpreis entscheidend sein für das Schicksal von Silber im Jahr 2023. Unsere Analyse zeigt, dass Silber von einer reflationären Dynamik profitieren kann, die üblicherweise am Ende einer Rezession auftritt.
- **Minenaktien:** Die Value-Proposition von Minenaktien verbessert sich weiter, während der Markt ihre Profitabilität noch weitgehend ignoriert. Bei einem stabilen Goldpreis im Jahr 2023 können die Miner trotz steigender Kosten weiterhin hohe Margen erzielen. Die Cashflows der Produzenten werden voraussichtlich zu vermehrten M&A-Aktivitäten führen, wovon vor allem Junior-Produzenten, Developer und Explorer in erstklassigen Regionen profitieren werden.
- **Capex-Zyklus:** Obwohl die Rohstoffpreise in den Jahren 2021 und 2022 deutlich gestiegen sind, hat dies bisher nicht zu einer signifikanten Zunahme der Investitionsausgaben (Capex) geführt. Der Rohstoffsektor kämpft seit über einem Jahrzehnt mit verschiedenen Investitionshemmnissen. Die Rückkehr von Investitionen wird zunächst in der Öl- und Gasbranche erwartet. Angesichts des knappen Angebots und der historisch niedrigen Bewertung von Rohstoffen wird die erwartete Rückkehr von Investitionen den Beginn eines neuen Rohstoff-Superzyklus kennzeichnen.
- **ESG:** Infolge der politisch gewünschten Umsetzung von „Net-Zero“ hat die Umweltkomponente die ESG-Aktivitäten in den vergangenen Jahren dominiert. Um das Gleichgewicht wiederherzustellen, konzentrieren wir unsere Analyse in diesem Jahr hauptsächlich auf den sozialen Aspekt von ESG. Neue Responsible-Gold-Zertifizierungen tragen zur Beschleunigung der Nachhaltigkeitsbemühungen bei. Die Fähigkeit, diese Herausforderungen in Chancen zur Stärkung des gesellschaftlichen Engagements umzuwandeln, wird für den ESG-Erfolg der Unternehmen entscheidend sein.
- **Technische Analyse:** Der Goldpreis „flirtet“ seit einer Weile mit einem neuen USD-Allzeithoch. Während langfristige Indikatoren wie der Coppock-Indikator nach wie vor klar bullish sind, sprechen kurzfristige Modelle wie das „Midas Touch Gold Modell“™ bzw. auch die saisonalen Muster derzeit eher für einen verhalteneren Ausblick.

## Quo vadis, aurum?

**Hat der Goldpreis nun bereits seinen Plafond erreicht?** Ein Blick in die Medienlandschaft des letzten großen, inflationsinduzierten Bullenmarktes spricht klar gegen den Bubble-Mythos bei Gold. So schrieb beispielsweise das deutsche Wochenmagazin Der Spiegel zum Höhepunkt des Bullenmarktes 1980: *„Das ist keine Hausse im üblichen Sinne mehr, sondern Hysterie, Panik, ein Rausch.“* Le Monde Diplomatique sprach vom *„Goldfieber und der Krankheit des Kapitalismus“*, während die Financial Times die Wiederbelebung des *„Mythos“* Gold zu erkennen glaubte.

**Doch nun wieder zurück in die Gegenwart:** Ein Vergleich der Goldnachfrage von institutionellen sowie Privatanlegern zeigt, dass Gold nach wie vor Gast auf einer dezenten Privatparty ist und bei weitem noch nicht auf den großen Sommerfestivals wie dem „Burning Man“ in der Wüste Nevadas, dem „Donauinselfest“ in Wien oder dem „Montreal Jazz Festival“ abtanzt.

**Aufgrund der ausführlich beschriebenen Lage gehen wir insbesondere bei der erwartbaren Aufdeckung des Zentralbanken-Bluffs von einer zunehmenden Flucht in Realwerte, insbesondere Gold und Rohstoffe, aus.** Anhand des nächsten Charts erkennt man, dass die Renditen der zweijährigen US-Bonds seit Mitte 2021 von

### Marktanteil von Gold-ETFs am gesamten ETF-Markt gemessen an AUM, 01/2006-04/2023



0,111% auf in der Spitze fast 5% explodiert waren. Zuletzt gerieten die Renditen am kurzen Ende wieder deutlich unter Druck. Der Bondmarkt bestätigt immer mehr, dass sich der Straffungszyklus seinem Ende nähert und die Federal Reserve eher früher als später die Zinsen wird senken müssen. **Jedes Mal, wenn die Renditen von Höchstständen fielen, begann der Goldpreis eine impulsive Bullenmarktphase.**

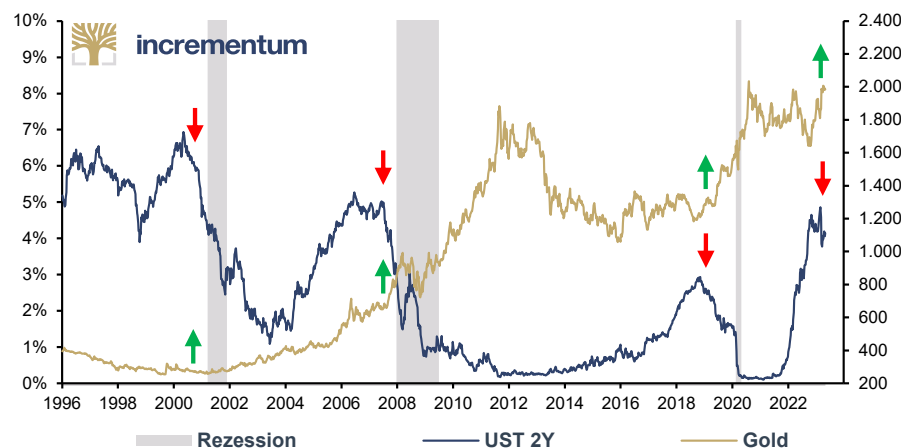
**Inflationsindexierte Anleihen (TIPs) und Gold weisen aktuell die größte Divergenz seit 2005 auf.** Bewegen wir uns auf einen Showdown zwischen den von den TIPs gepreisten Realzinsersparungen und dem Goldpreis zu? In diesem Zusammenhang ist ein Vergleich der Kursverläufe der beiden entsprechenden Anlagen interessant. Grosso modo ist ein Gleichlauf erkenn-

bar, phasenweise hat sich der Goldpreis jedoch signifikant von der Wertentwicklung der TIPs entkoppelt. **Insbesondere sticht die Phase Mitte der 2000er-Jahre hervor, als der Goldpreis im Umfeld eines schwachen US-Dollars in einen ausgeprägten Bullenmarkt eintrat.** Die TIPs konsolidierten aufgrund leicht steigender nomineller Renditen und unspektakulärer Inflationsdaten zuerst. Eine Wiederholung dieses Szenarios wäre in näherer Zukunft möglich, vor allem, falls die derzeitige US-Dollar-Schwäche an Fahrt gewinnt.

Wie bereits betont, sehen wir Gold als strukturellen Profiteur des geopolitischen Showdowns. Seitens der Zentralbanken wird die Goldnachfrage derzeit von den Schwellenländern getrieben. **Aus spieltheoretischer Sicht ist es aber durchaus wahrscheinlich, dass auch bei westlichen Notenbanken in den kommenden Jahren eine Renaissance der Goldnachfrage einsetzt.** Schließlich sind die Goldreserven ein Garant dafür, beim geopolitischen Showdown eine starke Hand zu haben.

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

### UST 2Y (lhs), und Gold (rhs), 01/1996-05/2023



## Rip Current – Nach dem Wellenbruch kommt die Strömung

Die nächsten Monate werden uns zeigen, ob die US-Wirtschaft der rezessiven Strömung standhalten kann. Wir setzen unseren Bid dagegen, denn das Brechen der größten Inflationswelle der letzten vier Jahrzehnte manifestiert sich nun in einer immer stärker werdenden Strömung, die kaum zu bändigen ist.

Nachdem wir uns im letztjährigen *In Gold We Trust*-Report vornehmlich dem Thema „Stagflation“ gewidmet hatten,<sup>5</sup> haben wir unseren Fokus in diesem Jahr darauf gelegt, wie Anleger am besten durch rezessive Strömungen navigieren können. In diesem Zusammenhang haben wir das *Incrementum Rezessionsphasen-Modell* (IRPM) entwickelt, das im Kapitel „Der geldpolitische Showdown“ ausführlich vorgestellt wird. Dieses Modell zielt darauf ab, die Asset-Performances in den verschiedenen Phasen einer Rezession zu analysieren, und bietet aufschlussreiche Erkenntnisse darüber, welche Assets während einer Rezession zu welchem Zeitpunkt profitabel und risikodämpfend eingesetzt werden können. Das Modell gliedert sich in die folgenden 5 Rezessionsphasen, eine Vorlaufphase (Phase 1), die in drei Phasen aufgliederte eigentliche Rezession und in die Erholung (Phase 5).

Die Auswertung für Gold, Silber, Aktien, Rohstoffe und Minenaktien zeigt, dass sich Gold insgesamt am besten als Rezessions-Hedge eignet, mit einer durchschnittlichen Performance von 10,6% während der gesamten Rezession. Allerdings gibt es erhebliche Unterschiede in der Performance von Gold während der verschiedenen Rezessionsphasen. Während in Phase 1 und Phase 2 die Performance von Gold mit 10,9% und 5,7% immer noch sehr positiv ist, insbesondere im Vergleich zur Performance der anderen Assets, fällt sie in den späteren Phasen (3–5) mit nur noch 2,9%, 2,7% und 2,6% deutlich schwächer aus.

GLD (lhs), in USD, und TIP (rhs), in USD, 01/2005-05/2023



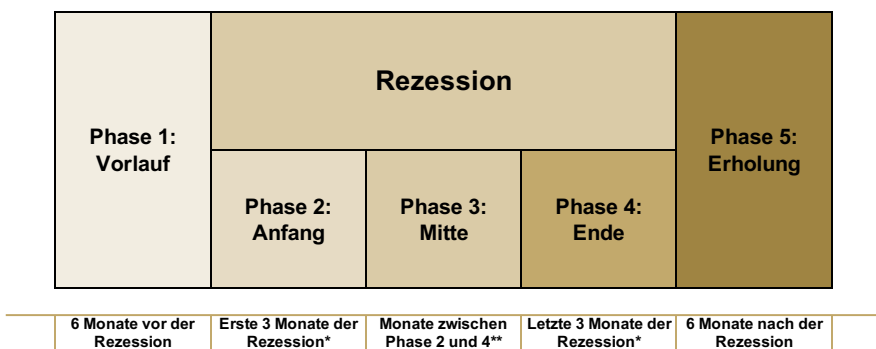
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

### Benötigter Goldpreis, um monetäre Aggregatwerte abzudecken, in USD, 2023

Land	Goldbestände (in Unzen)	M0	M1	M2
Kanada	0	n/a	n/a	n/a
China	65.824.882	23.188	148.901	618.046
Frankreich	78.233.464	n/a	n/a	n/a
Deutschland	107.709.065	n/a	n/a	n/a
Italien	78.715.039	n/a	n/a	n/a
G8 Eurozone	280.918.750	22.905	43.643	59.702
Japan	27.160.830	31.228	283.337	327.232
Russland	74.791.808	2.644	7.580	14.177
Schweiz	33.389.200	19.886	23.629	34.017
UK	9.962.182	11.684	300.141	388.193
USA	261.498.000	21.304	79.611	87.767
<b>Gesamt</b>	<b>1.018.203.219</b>	<b>15.317</b>	<b>55.040</b>	<b>95.408</b>

Quelle: Brent Johnson, Santiago Capital, Bloomberg, World Gold Council, tradingeconomics.com, Incrementum AG

### Incrementum Rezessionsphasen-Modell



Quelle: Incrementum AG

\*Für kurze Rezessionsperioden weniger als 3 Monate  
 \*\* Bei Rezessionsperioden mit 6 oder weniger Monaten entfällt Phase 3

Silber ist mit einer durchschnittlichen Performance von -9,0% während der gesamten Rezession kein zuverlässiger Rezessions-Hedge. Dies liegt vermutlich daran, dass Silber inmitten des Abschwungs viel mehr als konjunktursensitives Industriemetall, denn als monetäres Metall wahrgenommen wird. **In den Monaten vor und nach der Rezession (Phase 1 und 5) schneidet Silber im Vergleich allerdings überdurchschnittlich gut ab.**

Aktien und Rohstoffe haben während einer Rezession im Durchschnitt eine negative Performance, wobei Aktien in Phase 5 mit 12,6% und Rohstoffe in Phase 1 mit 6,4% die beste Performance erzielen. Dass jedoch nicht alle Aktien während einer Rezession Verluste verbuchen, zeigen die Minenaktien. **Bis auf Phase 3 weisen Minenaktien im Schnitt eine positive Performance auf.** Beachtlich ist, dass bis auf die Rohstoffe alle Assets in Phase 4 und 5 zulegen können. Hier stechen erneut die Minenaktien mit einer durchschnittlichen Performance in Phase 4 von 8,3% bzw. 24,3% in Phase 5 hervor.

Insgesamt zeigt unsere Analyse, dass es **während einer Rezession erhebliche Unterschiede in der Performance verschiedener Assets** gibt und dass Anleger behutsam und strategisch vorgehen müssen, um in jeder Phase des Rezessionszyklus erfolgreich zu sein.

**Durchschnittliche Asset-Performance – Incrementum Rezessionsphasen-Modell**

Asset	Rezession*	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 4	Phase 5
Gold	10,6%	10,9%	5,7%	2,9%	2,7%	2,6%
Silber	-9,0%	31,5%	0,8%	-10,9%	3,5%	17,4%
Aktien	-5,3%	-2,8%	-6,0%	-13,2%	12,6%	8,6%
Rohstoffe	-6,3%	6,4%	0,2%	-6,5%	-0,2%	5,0%
Minenaktien	5,4%	8,9%	8,5%	-11,7%	8,3%	24,3%

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Die Goldpreisprognose in Zeiten der rezessiven Strömung**

**Wie jedes Jahr wollen wir uns zum Schluss mit der kurzfristigen Entwicklung des Goldpreises beschäftigen.** Dieses Jahr ziehen wir aufgrund der hohen Wahrscheinlichkeit einer Rezession die konjunkturelle Entwicklung für unsere Goldpreis-Prognose heran. Wir denken, dass die rezessiven Tendenzen, die sich immer weiter verdichten – wie von uns ausführlich im Kapitel „Der geldpolitische Showdown“ analysiert – der Haupttreiber für Gold in der näheren Zukunft sein werden. **In diesem Zusammenhang eignet sich unser Incrementum Rezessionsphasen-Modell ideal, um die Goldpreisentwicklung in diesem Umfeld zu antizipieren.**

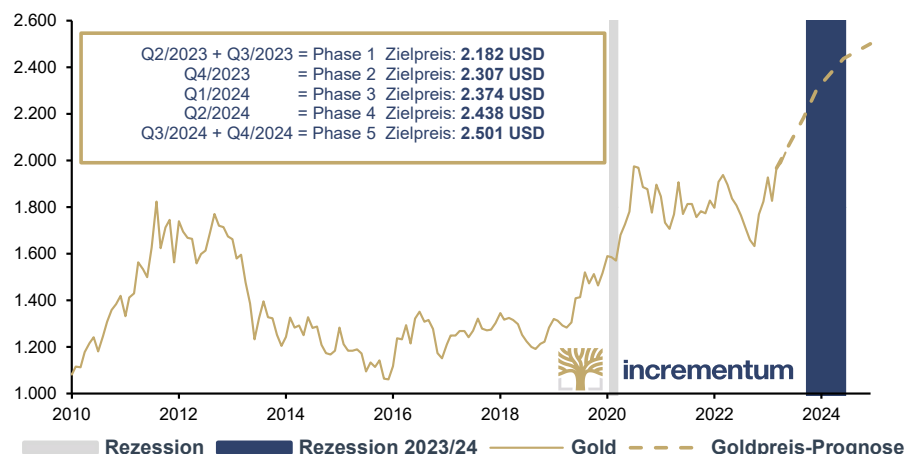
Wie bei jeder Prognose müssen zahlreiche Annahmen getroffen werden. Die Goldpreisprognose wurde auf Basis der durch-

**schnittlichen Gold-Performance in den einzelnen Phasen berechnet, und zwar unter der Annahme des Eintritts einer Rezession in den USA per Q4/2023.** Dies impliziert, dass wir uns seit dem Beginn von Q2/2023 bereits in Phase 1 unseres proprietären Rezessionsphasen-Modells befinden. Die Prognose erstreckt sich bis zum Jahresende 2024, zu dem Zeitpunkt, an dem unter von uns getroffenen Annahmen alle Rezessionsphasen abgeschlossen sein werden.

Als kurzfristiges Preisziel haben wir den Schlusskurs von Gold in US-Dollar am Ende des laufenden Jahres festgelegt, der gleichzeitig das Ende der zweiten Phase (Anfangsphase) markiert. **Gemäß unserer Prognose würde der Goldpreis zu diesem Zeitpunkt bei rund 2.300 USD notieren.**

Lässt man die Prognose bis zum Ende der letzten Phase des *Incrementum-Rezessionsphasen-Modells* fortlaufen, ergibt sich schließlich ein **Goldpreis von knapp 2.500 USD zum Jahresende 2024.** Es ist jedoch wichtig zu betonen, dass die Erfüllung der Rezessionsvoraussetzung von zentraler Bedeutung ist, um diese Kursentwicklung zu erreichen. Sollte es zu keiner Rezession kommen, besteht die Möglichkeit einer signifikanten Abweichung vom prognostizierten Preis.

**Gold, und Goldpreis-Prognose basierend auf dem Incrementum Rezessionsphasen-Modell\*, in USD, 01/2000-12/2024e**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG  
\*basierend auf der Annahme eines Rezessionsbeginns in den USA in Q4/2023



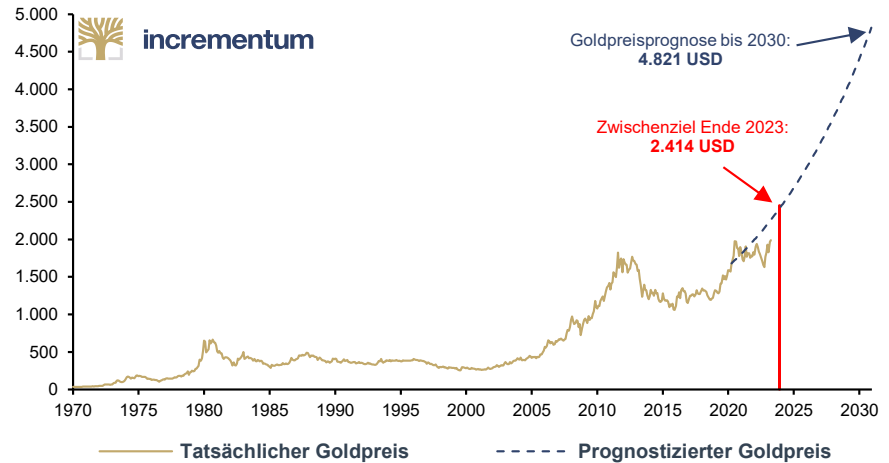
## Update zur Goldpreisprognose bis zum Ende der Dekade

Treue Leser werden sich auch an das von uns im *In Gold We Trust*-Report 2020 veröffentlichte Goldpreisprognose-Modell mit einem Kursziel bis zum Ende der Dekade erinnern können.<sup>6</sup> **Damals hatten wir – mit dem Golddeckungsgrad als zentralem Input-Faktor – ein Kursziel von knapp 4.800 USD bis Ende 2030 berechnet.**

Wie im letzten Jahr wollen wir Ihnen den Zwischenstand unserer langfristigen Prognose nicht vorenthalten. **Um weiterhin exakt auf Kurs zu bleiben, müsste der Goldpreis bis Ende des Jahres auf knapp über 2.400 USD steigen.** Dies liegt knapp 4,6% oder rund 100 USD höher als das Kursziel unseres Rezessionsphasen-Modells von 2.307 USD. **Ausgehend vom April-2023-Schlusskurs von 1.990 USD würde dies einem Anstieg des Goldpreises um 21,3% bis Ende 2023 entsprechen.**

Wir erkennen die ambitionierte Natur des prognostizierten Preisanstiegs bis zum Ende des Jahres an. Ein derart rascher Preisanstieg innerhalb von 8 Monaten erfordert eine außerordentlich bullish gestimmte Marktsituation für Gold in der kurzfristigen Perspektive, die wir zwar nicht als Basisszenario betrachten, jedoch auch nicht ausschließen möchten. **Nichtsdestotrotz halten wir zumindest das Erreichen neuer Allzeithochs in USD in diesem Jahr für realistisch.**

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



Am Dekadenziel von ca. 4.800 USD halten wir weiterhin fest, da die geldpolitische Dynamik, die Konjunkturaussichten und insbesondere die geopolitische Lage den Goldpreis mittel- bis langfristig erheblich unterstützen sollten. **Denn sollte die Unsicherheit in den kommenden Monaten weiter zunehmen und eine Rezession im Laufe des Jahres vom Markt eingepreist werden, wird Gold sein volles Potenzial ausspielen.**

**Für Anleger und Investoren stehen in den kommenden Jahren zweifellos herausfordernde Zeiten bevor, da wir uns inmitten geldpolitischer und geopolitischer Showdowns befinden.** Ähnlich wie bei einem Pokerspiel, bei dem die Einsätze hoch sind, ist es wichtig, eine starke Hand zu haben. Analog zu einem Ass beim Pokern ist Gold für Anleger und Investoren

Ausdruck einer starken Hand, Gold fungiert nicht nur als sichere Anlage in unsicheren Zeiten, sondern auch als zuverlässiger Schutz gegenüber den volatilen Schwankungen der Finanzmärkte.

**Auch wenn es nicht immer leichtfällt, möchten wir optimistisch in die Zukunft blicken.** Die bevorstehenden *Ent-Täuschungen* werden wohl nicht schmerzfrei über die Bühne gehen, können aber letztlich auch spannende ökonomische und gesellschaftliche Dynamiken in Gang setzen. In diesen spannenden Zeiten gilt für uns wie eh und je:

## IN GOLD WE TRUST

*The waiting is the hardest part  
Every day you see one more card  
You take it on faith,  
you take it to the heart  
The waiting is the hardest part.*

Tom Petty and the Heartbreakers

### Endnoten

- 1 „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2022, S. 400
- 2 Siehe „Der chinesische Goldminensektor“, *In Gold We Trust*-Report 2021
- 3 Siehe „Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft der Währungsarchitektur: Der Petrodollar und seine Thronfolger?“, *In Gold We Trust*-Report 2015
- 6 „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2020

## Über uns



### Ronald-Peter Stöferle, CMT

*Ronald-Peter Stöferle ist Managing 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“ und „Goldstorm Metals“. Zudem ist er seit 2020 Advisor für „Matterhorn Asset Management“.



### Mark J. Valek, CAIA

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

Berufsbegleitend studierte Mark Valek 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 „philo 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](https://www.incrementum.li)

#### *Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des In Gold We Trust-Report 2023:*

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

## Das In Gold We Trust-Team



**Gregor Hochreiter**  
*Chefredakteur*



**Richard Knirsch**  
*Quantitative Analyse & Charts*



**Jeannine Grassinger**  
*Assistenz*



**Stefan Thume**  
*Webdesign & Medien*



**Peter Árendáš**  
*Autor*



**Georg Bartel**  
*Autor*



**Ted Butler**  
*Autor*



**Julien Desrosiers**  
*Autor*



**James Eagle**  
*Autor*



**Fabian Grummes**  
*Autor*



**Florian Grummes**  
*Autor*



**Lois Hasenauer-Ebner**  
*Quantitative Analyse & Charts*



**Katrin Hatzl-Dürnberger**  
*Lektorat Deutsch*



**Handre van Heerden**  
*Autor*



**Philip Hurtado**  
*Autor*



**Nikolaus Jilch**  
*Autor*



**Emil Kalinowski**  
*Autor*



**Theresa Kammel**  
*Autorin*



**Ronan Manly**  
*Autor*



**Charley Sweet**  
*Lektorat Englisch*

## Premium-Partner



### Agnico Eagle

Agnico Eagle ist ein führendes kanadisches Goldminenunternehmen und der drittgrößte Goldproduzent der Welt mit Minen in Kanada, Australien, Finnland und Mexiko sowie Explorationsaktivitäten in diesen Ländern und in den USA.

[www.agnicoeagle.com](http://www.agnicoeagle.com)



### Asante Gold

Asante Gold hat seine Produktionskapazität von 400.000 Unzen pro Jahr durch organisches Wachstum und gezielte Übernahmen entwickelt. Wir glauben an eine verantwortungsvolle Entwicklung und streben danach, Ghanas führender Goldproduzent und bevorzugter Arbeitgeber zu sein.

[www.asantegold.com](http://www.asantegold.com)



### Aurion

Aurion ist ein kapitalkräftiges kanadisches Explorationsunternehmen, das in Zentrallapland (Finnland) tätig ist. Das Unternehmen macht neue Entdeckungen auf seinen Flaggschiffprojekten Risti und Launi und betreibt Joint Ventures gemeinsam mit B2Gold und Kinross.

[www.aurionresources.com](http://www.aurionresources.com)



### Caledonia Mining

Caledonia Mining ist ein profitabler, dividendenstarker Goldförderer mit einem starken Wachstumsprofil. Seit November 2021 hat das Unternehmen die Projekte Maligne, Motapa und Bilboes erworben. Die Vision ist, ein auf Simbabwe fokussierter Multi-Asset-Goldproduzent zu werden.

[www.caledoniamining.com](http://www.caledoniamining.com)



### Dakota Gold

Dakota Gold (NYSE American: DC) ist ein in South Dakota ansässiges, Goldexplorations- und Erschließungsunternehmen, das sich insbesondere auf die Wiederbelebung des Homestake-Distrikts in South Dakota konzentriert.

[www.dakotagoldcorp.com](http://www.dakotagoldcorp.com)



### EMX Royalty

EMX glänzt seit 20 Jahren mit einer Erfolgsbilanz smarter Deals. Mit mehr als 300 Royalties und Beteiligungen sieht EMX mit der Diversifikation in Gold, Kupfer, Batteriemetallen, starken Partnern wie Franco Nevada und rasant ansteigendem Cashflow einer rosigen Zukunft entgegen.

[www.emxroyalty.com](http://www.emxroyalty.com)



### Endeavour Mining

Als größter Goldproduzent in Westafrika hat sich Endeavour Mining den Grundsätzen eines verantwortungsvollen Bergbaus und der Schaffung nachhaltiger Werte für alle Beteiligten verschrieben. Endeavour ist an der LSE und der TSE unter dem Symbol EDV notiert.

[www.endeavourmining.com](http://www.endeavourmining.com)



### Endeavour Silver

Endeavour Silver ist ein mittelgroßer Edelmetallproduzent, der zwei unterirdische Silber-Gold-Minen in Mexiko besitzt und über eine überzeugende Pipeline an Explorations- und Erschließungsprojekten verfügt, um das Ziel zu erreichen, ein führender Silberproduzent zu werden.

[www.edrsilver.com](http://www.edrsilver.com)



### Hecla Mining Company

Hecla Mining Company (NYSE: HL) ist der größte primäre Silberproduzent in den Vereinigten Staaten und der sechstgrößte Goldproduzent in Quebec. Hecla ist außerdem der drittgrößte US-Produzent von Zink und Blei.

[www.hecla-mining.com](http://www.hecla-mining.com)



### Karora Resources

Karora ist ein an der TSX notiertes Goldminenunternehmen (TSX: KRR) mit Projekten in der Tier-1-Jurisdiktion Westaustraliens. Karora hat ein bewährtes Managementteam und will die Produktion bis 2024 auf 170-195 koz steigern.

[www.karoraresources.com](http://www.karoraresources.com)



### Matterhorn Asset Management AG

Die globale Kompetenz für Vermögenserhaltung durch den Erwerb und die Lagerung von Edelmetallen. Ein weltbekanntes Team bietet Anlegern persönlichen Service mit direktem Zugang zu den größten und sichersten privaten Tresoren der Welt.

[www.goldswitzerland.com](http://www.goldswitzerland.com)



### Minera Alamos

Minera Alamos ist ein neuer Goldproduzent, der derzeit seinen Santana Tagebau hochfährt und die Genehmigungsverfahren für sein zweites Vorzeigeprojekt, den Tagebau Cerro de Oro, versucht zu beschleunigen. Das Geschäftsmodell der Firma setzt auf niedrige Investitionskosten und bleibt somit vom Inflationsdruck weitgehend verschont.

[www.mineraalamos.com](http://www.mineraalamos.com)

## Premium-Partner



### Münze Österreich AG

Die Münze Österreich AG ist für die Prägung der österreichischen Münzen verantwortlich und vertreibt Anlageprodukte wie den Wiener Philharmoniker in Gold, Silber und Platin sowie Goldbarren.

[www.muenzeoesterreich.at](http://www.muenzeoesterreich.at)



### Tudor Gold

TUDOR GOLD Corp. ist ein Explorationsunternehmen in der Golden Triangle-Region in B.C., Kanada. Das Flaggschiffprojekt Treaty Creek hat eine indicated (angezeigte) Ressource von 23,4 Moz AuEQ plus 7,4 Moz AuEQ (abgeleitet).

[www.tudor-gold.com](http://www.tudor-gold.com)



### New Zealand Bullion Depository

Unsere Mission ist es, die beste Goldbarrenlagerung mit einmaligem Service und Diskretion zu bieten. Ihr Gold wird an unserem neuseeländischen Standort unter Einsatz modernster Sicherheitstechnologien allokiert und getrennt verwahrt, damit Sie sich keine Sorgen machen müssen.

[www.nzbd.com](http://www.nzbd.com)



### Victoria Gold

Victoria Gold (VGX) ist der führende Goldentwickler und -produzent im Yukon. Zum 31.12.22 beträgt die Reserve der „Eagle Gold“-Mine 2,6 Mio. Unzen Au (124 Mio. Tonnen mit einem Gehalt von 0,65 g/t). Zu den vorrangigen Explorationszielen gehören Raven und Lynx.

[www.vgcx.com](http://www.vgcx.com)



### philoro EDELMETALLE

Philoro ist einer der europäischen Marktführer im Bereich Edelmetallhandel und Ihr zuverlässiger Partner für die Veranlagung in Gold und Silber, Platin und Palladium.

[www.philoro.at](http://www.philoro.at)



### Ximen Mining

Ximen Mining (TSX.V XIM) konzentriert sich auf die verantwortungsvolle Erschließung, den nachhaltigen Abbau und die Exploration seiner Edelmetallgrundstücke im Süden von BC, Kanada, und treibt seine Goldmine Kenville voran.

[www.ximenminingcorp.com](http://www.ximenminingcorp.com)



### Reyna Gold

Reyna Gold konzentriert sich auf die Exploration von Gebieten in den wichtigsten Goldgürteln in Mexiko und verfügt über ein Grundstücksportfolio von über 57.000 Hektar, ein erstklassiges Explorationsteam und ein bewährtes Managementteam.

[www.reynagold.com](http://www.reynagold.com)



### SOLIT Group AG

Die SOLIT Gruppe zählt zu den führenden Edelmetall-Handelsunternehmen und bietet als zertifiziertes LBMA-Mitglied ihren Kunden ein vollständiges Anlageportfolio im Bereich der physischen Edelmetalle.

[www.solit-kapital.de](http://www.solit-kapital.de)



### Sprott

Sprott ist ein globaler Vermögensverwalter, der Anlegern Zugang zu führenden Edelmetall und Energieweinsteinvestments bietet.

[www.sprott.com](http://www.sprott.com)



Seit 10 Jahren:

# Ihr Vermögen in verlässlichen Händen





**Kontakt:** Incrementum AG, Im Alten Riet 102, 9494 Schaan/Liechtenstein

[incrementum.li](http://incrementum.li) | [ingoldwetrust.report](http://ingoldwetrust.report) | [ingoldwetrust@incrementum.li](mailto:ingoldwetrust@incrementum.li)

**Disclaimer:** Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, eine Anlageanalyse noch eine Aufforderung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Insbesondere dient das Dokument nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Sämtliche Publikationen der Incrementum AG sind grundsätzlich Marketingmitteilungen oder sonstige Informationen und keine Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung. Marketingmitteilungen und sonstige Informationen werden nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Anlageempfehlungen erstellt und unterliegen nicht dem Verbot des Handelns im Anschluss an die Verbreitung von Anlageempfehlungen. Anlageempfehlungen werden von der Incrementum AG grundsätzlich nicht publiziert. Die in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf dem Wissensstand zum Zeitpunkt der Ausarbeitung und können jederzeit ohne weitere Benachrichtigung geändert werden. Sofern in der Publikation nichts Gegenteiliges vermerkt ist, erfolgt grundsätzlich keine Aktualisierung. 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 resultierende Haftungen oder Schäden gleich welcher Art.

© 2023 Incrementum AG. Alle Rechte vorbehalten.