

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

# Nuggets

Den gesamten *In Gold We Trust*-Report können Sie gratis herunterladen unter: [www.ingoldwetrust.report](http://www.ingoldwetrust.report)

Wir bedanken uns herzlich bei unseren  
**Premium-Partnern** für die Unterstützung des  
*In Gold We Trust-Reports 2025*





incrementum

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

# Begleiten Sie uns auf unserer goldenen Reise!



## *In Gold We Trust-Report 2025*

[ingoldwetrust.report/download/46283](http://ingoldwetrust.report/download/46283)



## *In Gold We Trust-Report 2025 Compact Version*

[ingoldwetrust.report/download/46284](http://ingoldwetrust.report/download/46284)



## *In Gold We Trust-Chartbook*

[ingoldwetrust.report/download/47140/?tmstv=1744727118](http://ingoldwetrust.report/download/47140/?tmstv=1744727118)



## *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)



X

[x.com/igwtreport](https://x.com/igwtreport)



Newsletter

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

DE EN ES 中文 日本語

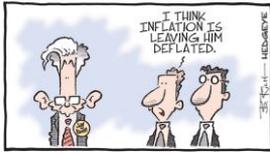
Der Goldstandard aller Goldstudien

# Status quo der Inflationstendenz

*The end game won't be deflationary.  
Politically, it cannot be.*

Jamie Dannhauser

- In den vergangenen 12 Monaten hielt sich die Inflationsrate sowohl in den USA als auch in der Eurozone wie von uns erwartet hartnäckig über 2%. Deutlicher auf erhöhtem Niveau verharrt die Kerninflationsrate.
- Auf beiden Seiten des Atlantiks ist es allen voran der Dienstleistungssektor, der zu den erhöhten Inflationsraten beiträgt.
- Die Einleitung des Zinssenkungszyklus macht sich bei der Geldmengenentwicklung bemerkbar, die seit geraumer Zeit wächst.
- Völlig neu gemischt wurden die Inflationkarten durch die von Präsident Donald Trump ausgelösten Zollkonflikte. Für die USA dürfte sich der Inflationsdruck erhöhen, für den Rest der Welt – zumindest kurzfristig – abschwächen. Allgemein dämpfend wirkt der markante Rückgang der Energiepreise.
- Wir gehen davon aus, dass die Inflationsvolatilität in den nächsten Quartalen hoch bleiben wird. Eine zweite Inflationswelle analog zu den 1970er-Jahren ist nicht auszuschließen.
- Das Incrementum Inflationssignal wies zuletzt eine auffallend hohe Dynamik an Wechseln auf. Das ist ein Spiegelbild der derzeit von erheblicher Unsicherheit geprägten Lage an den Finanzmärkten. Aktuell signalisiert es ein neutrales Inflationsumfeld.



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

**Hartnäckig auf (leicht) erhöhtem Niveau – so lässt sich die Inflationsentwicklung der vergangenen 12 Monate in den USA und in der Eurozone kurz und bündig zusammenfassen.** Das war auch unsere Prognose im *In Gold We Trust*-Report „Das neue Gold-Playbook“ aus dem vergangenen Jahr:

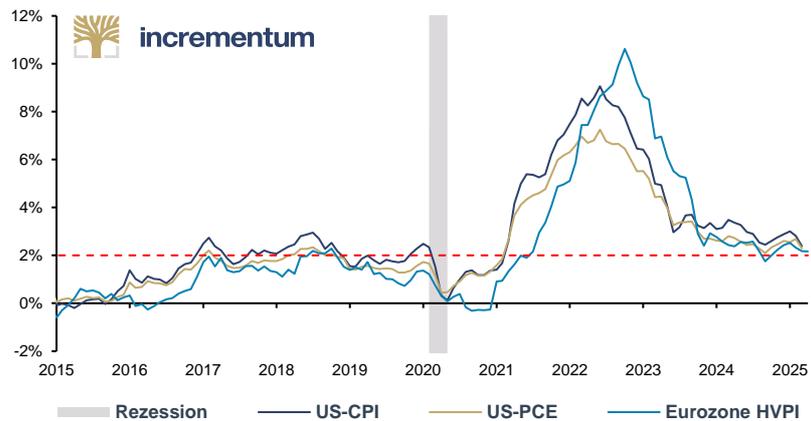
*„Die jährliche (Gesamt-)Inflation bleibt unserer Auffassung nach 2024 sowohl in den USA als auch im Euroraum erhöht, d. h. deutlich über dem Inflationsziel von 2%. ... Auch wenn die wirtschaftliche Eintrübung – wie gewünscht und aktuell in der Eurozone beobachtbar – dämpfend auf die Preise wirkt, ist das Risiko einer neuerlichen Beschleunigung der Inflation deutlich höher als ein dauerhaftes Unterschreiten des Inflationsziels.“*

*Food is an essential part of a balanced diet.*

**Frank Lebowitz**

**In der Eurozone verzeichnete der HVPI auf Monatsbasis nur in einem Monat, im September 2024, einen Wert unter dem Inflationsziel von 2%.** In den USA fielen sowohl der CPI als auch der PCE kein einziges Mal unter die 2%-Marke. Das letzte Mal, als beide Inflationskonzepte den Zielwert von 2% unterschritten, war im Februar 2021 und damit vor mehr als 4 Jahren. Die Schnellschätzung für den April für die Eurozone sieht den HVPI mit 2,2% weiterhin über dem EZB-Zielwert.

**Diverse Gesamtinflationen, yoy, 01/2015–03/2025**



*The rules of the game for investors are changing and portfolios anchored to a belief in transitory inflation are dangerously exposed.*

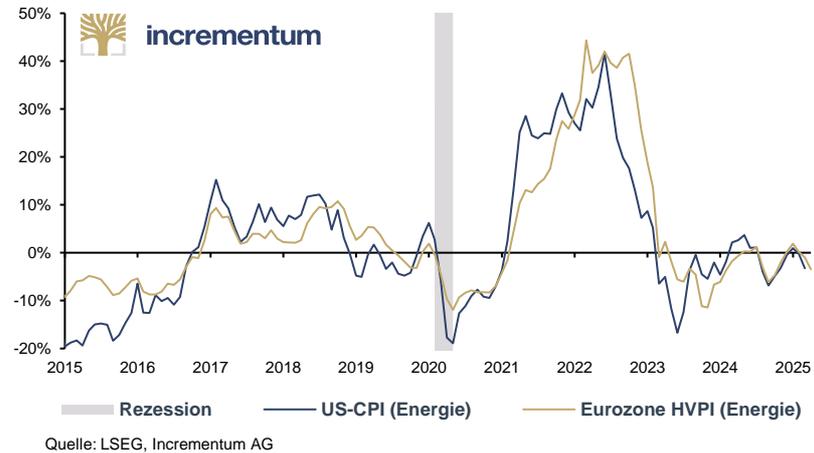
**Jamie Dannhauser**

Auf Jahresbasis wurde für das Kalenderjahr 2024 eine Gesamtinflation von 2,9% (CPI) bzw. 2,6% (PCE) in den USA bzw. von 2,4% in der Eurozone verzeichnet. Grund zum ausgelassenen Jubeln bestand 2024 aber dennoch nicht. Denn trotz der Fortsetzung des disinflationären Trends haben sowohl die Federal Reserve als auch die EZB ihr Inflationsziel deutlich verfehlt. Dabei wurde die Gesamtinflation dies- und jenseits des Atlantiks seit Anfang 2023 durch fallende Energiepreise entlastet. Die Ausgaben für Energie sind im US-CPI mit **rund 6,2%**, im HVPI für die Eurozone mit **9,4%** gewichtet.

**Inflationstreibend wirkt in der Eurozone das Auslaufen der letzten staatlichen Entlastungsmaßnahmen aus den Jahren 2021 und 2022.** In den USA hat der kälteste Winter seit 10 Jahren bei den Energiepreisen seine Spuren hinterlassen. So waren per Ende Februar die *US Natural Gas Futures* im Jahresvergleich um 140% auf fast 5 USD pro MMBtu gestiegen. Der deutliche

Rückgang bei den Energiepreisen, insbesondere Öl, als Reaktion auf den von Donald Trump ausgelösten globalen Zollkonflikt dämpft seit Anfang April die Energiepreise deutlich und damit auch die Gesamtinflationsrate. So sind laut Schnellschätzung die Energiepreise in der Eurozone im April um 3,5% gefallen, wobei die starke Aufwertung des Euro zusätzliche Entlastung brachte.

### Inflationskomponente: Energie, yoy, 01/2015–03/2025

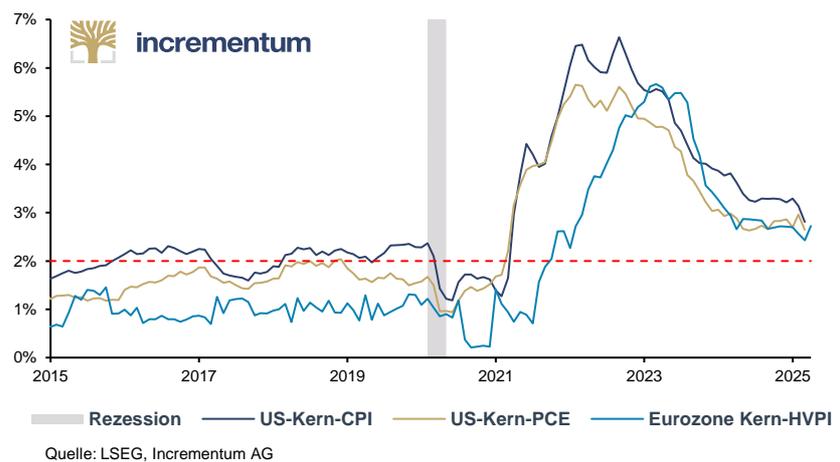


*Die Menschen müssen verstehen, dass man nicht ein wenig Inflation haben kann, weil ein wenig Inflation immer zu mehr Inflation führt und höhere Inflation unweigerlich zu noch höherer Inflation.*

**Friedrich August von Hayek**

**Folglich bewegt sich die Kerninflationsrate beständig auf einem höheren Niveau als die Gesamtinflationsrate.** Die Kerninflationsrate wird von den Zentralbanken herangezogen, um die Mittelfristigkeit des Inflationsziels ohne die mitunter stark volatilen Energie- und Lebensmittelpreise abzubilden. 2024 belief sich die Kerninflationsrate auf 3,2% (CPI), 2,8% (PCE) sowie 2,7% (HVPI). In den USA befindet sich die Kerninflationsrate des CPI damit seit April 2021 über 2% und der Kern-PCE (die von der Federal Reserve bevorzugte Inflationskennzahl) seit über 4 Jahren. In der Eurozone wird die 2%-Marke seit November 2021 und damit für mittlerweile rund 3 ½ Jahre übertroffen.

### Diverse Kerninflationsraten, yoy, 01/2015–03/2025

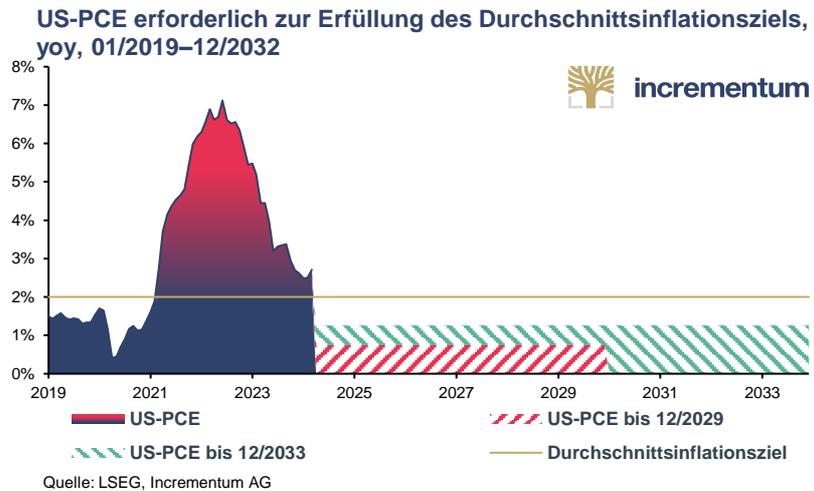


*There are lies, damned lies, and statistics.*

**Mark Twain**

**Ein bemerkenswertes Detail am Rande:** Dass die Federal Reserve seit August 2020 ihr Inflationsziel von 2% im Durchschnitt erreichen möchte, interessiert heute niemanden mehr. Das ist nichts anderes als eine verdeckte Erhöhung des US-Inflationsziels. Denn eigentlich müsste die Federal Reserve nach Jahren mit einer Inflationsrate von deutlich über 2% nun für mehrere Jahre eine

Inflationsrate von deutlich *unter* 2% anstreben, um das Inflationsziel von durchschnittlich 2% zu erreichen.

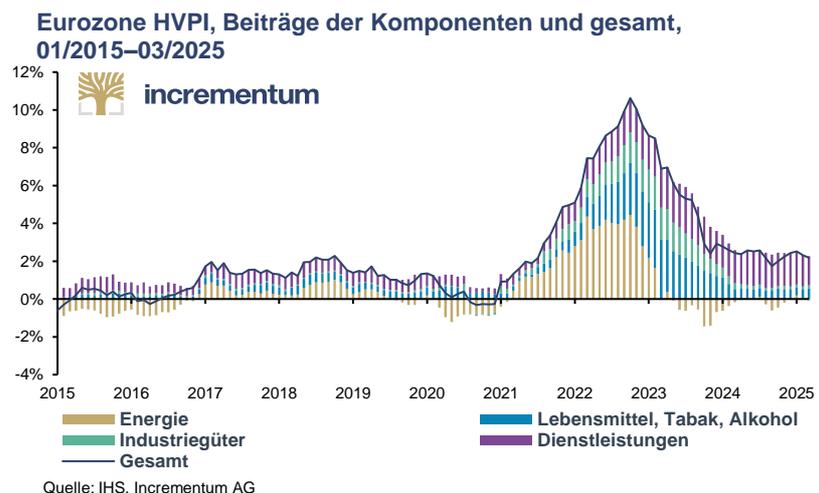


*What we have here is a faster increase in price inflation and a decline in the rate of growth in the production of goods. But this is exactly what stagflation is all about, i.e., an increase in price inflation and a fall in real economic growth.*

**Frank Shostak**

## Der Dienstleistungssektor treibt aktuell die Inflation

**Dies- und jenseits des Atlantiks treiben vor allem Dienstleistungen die Preise an.** Zwar boomt der Tourismus, doch steigen die Umsätze weniger stark als die Nöchtigungen, weil viele Reisende bei den Ausgaben sparen. Gleichzeitig führt die (verzögerte) Anhebung der Löhne im Dienstleistungssektor zu einer Preis-Lohn-Spirale. Verstärkt wird dies durch Insolvenzen und Betriebsaufgaben, die das Angebot verknappen und damit zusätzliche Preisschübe auslösen. Allerdings dämpft die schwache reale Pro-Kopf-Kaufkraft die Teuerung etwas. **Zudem bremst im Euroraum die schwächelnde Industriekonjunktur den allgemeinen Preisauftrieb.**



## Wahltag war Zahntag

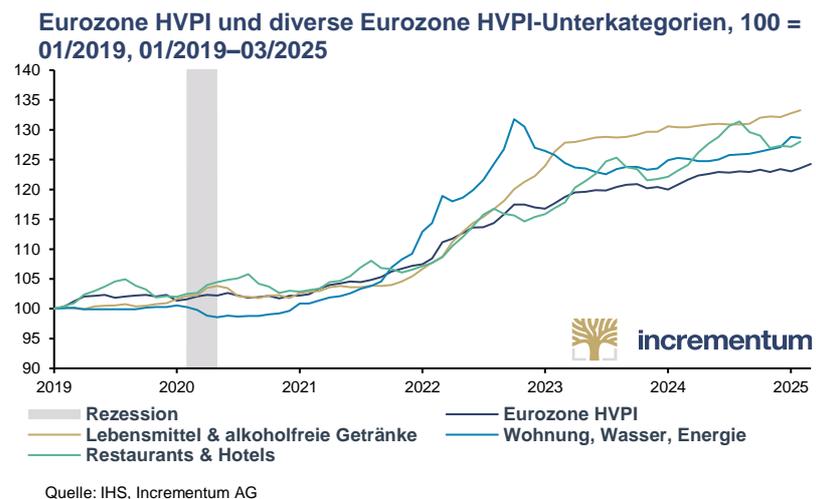
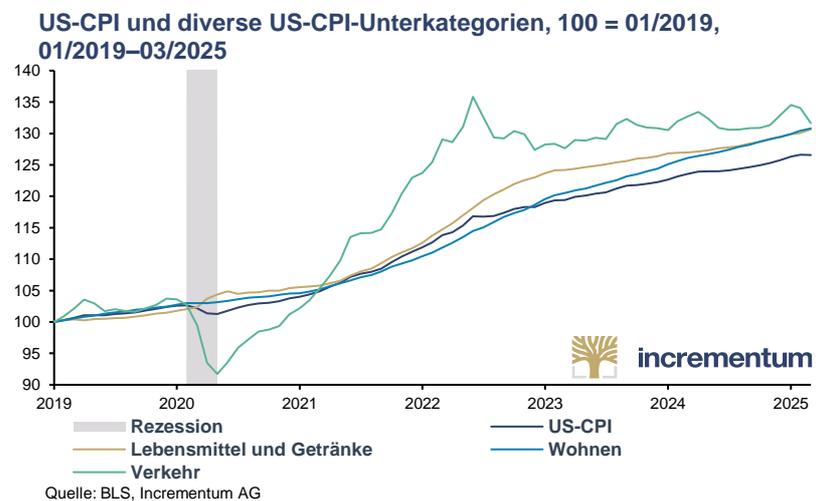
2024 war das Jahr der Wahlen. Fast die halbe Weltbevölkerung wurde für Parlaments- oder Präsidentschaftswahlen zu den Urnen gerufen. Der Wahlausgang in Deutschland entsprach dem allgemeinen Trend des langen Superwahljahres

2024: Die Regierungsparteien verloren (deutlich) an Stimmen, die Opposition gewann.

*The problem with political jokes is they get elected.*

**Louis C.K.**

Auf den ersten Blick mag es ein wenig überraschend sein, dass die Inflation auch bei jenen Wahlen einen entscheidenden Einfluss auf den Wahlausgang nehmen konnte, bei denen die Inflationsraten bereits deutlich gefallen waren. Allerdings waren zum einen die Inflationsraten in nahezu allen Ländern mit Wahlen noch deutlich erhöht. Zum anderen hat das stark gestiegene Preisniveau einen maßgeblichen Einfluss auf die Wahrnehmung des Kaufkraftverlustes. Insbesondere beim Kauf täglicher Güter wird der Konsument regelmäßig daran erinnert, wie stark sich das Preisniveau erhöht hat. Dass die Einkommen ebenfalls gestiegen sind, wenn auch mit Verzögerung, kann diesen Effekt des höheren Preisniveaus nicht kompensieren. Wie stark für einzelne Produktgruppen das Preisniveau angestiegen ist, zeigen die beiden folgenden Charts, einmal für die USA und einmal für die Eurozone.



*If inflation continues to soar, you're going to have to work like a dog just to live like one.*

**George Gobel**

**Der Inflationsschub der vergangenen Jahre hat somit seinen Tribut eingefordert – und auch erhalten.** Von den Konsumenten in Form einer gesunkenen Kaufkraft ihrer Einkommen und von den Regierenden in Form von substantziellen Stimmenverlusten bei Wahlen, die häufig zu einem Regierungswechsel führten.

*The wage-price spiral is the manifestation of inflation, not its cause.*

**Milton Friedman**

*There is nowadays a very reprehensible, even dangerous, semantic confusion that makes it extremely difficult for the non-expert to grasp the true state of affairs. Inflation, as this term was always used everywhere and especially in [the United States], means increasing the quantity of money [...]. But people today use the term "inflation" to refer to the phenomenon that is an inevitable consequence of inflation, that is the tendency of all prices and wage rates to rise.*

**Ludwig von Mises**

*Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon in the sense that it is and can be produced only by a more rapid increase in the quantity of money than in output.*

**Milton Friedman**

**Der Chart legt zudem nahe, dass sich die gefürchtete Preis-Lohn-Spirale ebenfalls dreht.** Da die Lohnerhöhungen erst mit Verzögerung auf den Inflationsschub folgten, waren in den vergangenen Quartalen vielfach deutliche Reallohnzuwächse zu verzeichnen, die nachfragewirksam wurden, insbesondere im Dienstleistungssektor. Vorübergehend dämpfend wirkt hingegen der Anstieg der Sparquote. Im Euroraum befindet sich diese **mit über 15%** mittlerweile deutlich über dem Vor-Corona-Niveau, während sie in den USA mit **unter 5%** unter dem Vor-Corona-Niveau liegt.

## Quo vadis, Inflation?

**Vertreter der Österreichischen Schule der Nationalökonomie legen großen Wert auf die Unterscheidung zwischen Inflation und Teuerung bzw. Geldmengeninflation und Preisinflation.** Im alltäglichen Sprachgebrauch ist diese fundamentale Unterscheidung ebenso wenig anzutreffen wie unter Ökonomen. Dabei wäre eine konsequente sprachliche Unterscheidung zwischen dem monetären Unterfütter – der Geldmengeninflation – und der unausweichlichen Folge einer übermäßigen Geldmengenausweitung – Preisinflation bzw. Teuerung – immens wichtig, um Ursache und Wirkung voneinander zu trennen.

**Vor diesem Hintergrund wollen wir auch dieses Jahr die wichtigsten Einflussfaktoren auf die Inflationsentwicklung analysieren.** Beginnen wollen wir mit den monetären Inflationsfaktoren. Die Geldmengenentwicklung – im engeren Sinn die von den Zentralbanken direkt kontrollierte Geldmenge  $M_0$ , im weiteren Sinne die von den Zentralbanken und den Geschäftsbanken bzw. dem gesamten Finanzsystem gemeinsam geschöpften Geldmengenaggregate  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  – bietet den Unterzunder, ohne den eine strukturelle Minderung der Kaufkraft nicht denkbar ist.

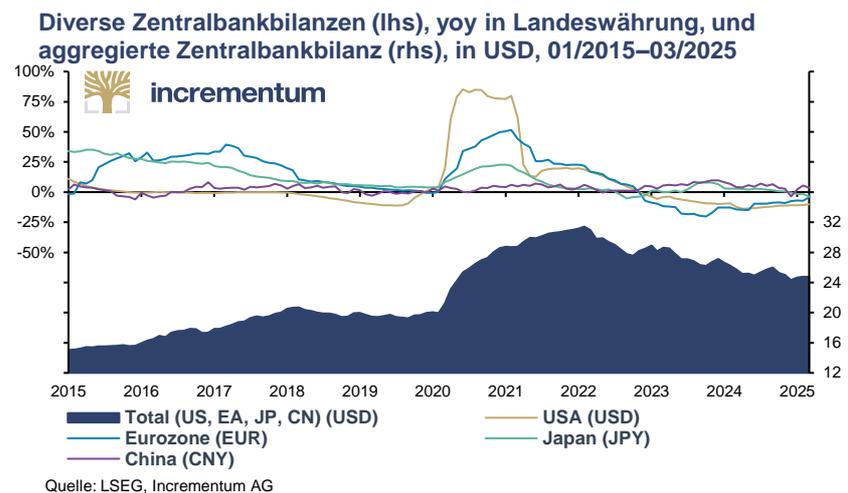
## Monetäre Inflationsfaktoren

Auch wenn die Preisinflation nicht-monetäre Gründe haben kann (z. B. die Erhöhung von indirekten Steuern, Verknappungen des Güterangebots durch Handelsbeschränkungen oder Kriege etc.), so werden diese Aspekte heute im Allgemeinen deutlich überbetont, während die Geldmengenentwicklung in der Analyse eine vernachlässigte Rolle fristet.

Speziell die EZB richtet ihre Aufmerksamkeit immer weniger auf jenen Faktor, den sie zumindest teilweise unter Kontrolle hat, d. h. die (Zentralbank-)Geldmenge, und stattdessen verstärkt auf (wirtschafts-)politische Faktoren. **Man könnte das auch als Verantwortungsabschiebung bezeichnen.** Angesichts der dramatischen Fehleinschätzung im Kernkompetenzbereich der Inflationsentwicklung in den Jahren 2021 und 2022 – man erinnere sich an Madame Lagardes Fehlcharakterisierung des Inflationsschubs als „Hügel“ –, kommt ein derartiges Ablenkungsmanöver nicht überraschend.

### Werfen wir nun einen Blick auf die Entwicklung der

**Zentralbankbilanzen.** Von den führenden vier Zentralbanken – Federal Reserve, EZB, BoJ und PBoC – wächst in Landeswährung aktuell nur die Bilanzsumme der PBoC, während in den USA, in Japan und im Euroraum das QT die Bilanzsummen verkürzt hat. Die aggregierte Zentralbankbilanz dieser vier Zentralbanken in US-Dollar setzt ihren seit 2022 anhaltenden Abwärtstrend fort. Die aggregierte Bilanzsumme ist allerdings weiterhin auf einem Niveau, das über jenem aus Vor-Corona-Zeiten liegt.



*To me, for QE to be beneficial on net, there has to be asymmetry in the effects of QE relative to QT.*

**Christopher J. Waller**

**QT betreibt die Federal Reserve bereits seit Juni 2022.** Seit dem Allzeithoch im April 2022 hat die Federal Reserve ihre Bilanzsumme um ein Viertel reduziert. Mit 6,7 Bill. USD war die Bilanzsumme am Ende von Q1/2025 so niedrig wie seit Mai 2020 nicht mehr. Damit entspricht die Bilanzsumme der Federal Reserve rund 22,5% des US-BIP, in der Spitze waren es mehr als 35%.

Bislang gelang das QT – auch für uns durchaus überraschend – nahezu ohne größere Probleme, abgesehen von den drei Bankencrashes im März 2023. Das zur Stabilisierung des Bankensektors aufgelegte *Bank Term Funding Program* (BTFP) unterbrach QT für einige wenige Quartale und ist mittlerweile bereits völlig abgewickelt.

*The decision to slow the pace of runoff does not mean that our balance sheet will ultimately shrink by less than it would otherwise, but rather allows us to project the ultimate level more gradually.*

**Jerome Powell**

**Im Rahmen der FOMC-Sitzung am 18./19. März wurde in Hinblick auf QT eine neue Devise – „*slower for longer*“ – bekanntgegeben.** Mit April wurde das Reduktionstempo bei den US-Treasuries deutlich von 25 Mrd. USD auf 5 Mrd. USD pro Monat reduziert.

Die EZB reduzierte ihre Anleihebestände aus dem *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) zunächst ab Juli 2024 um monatlich 7,5 Mrd. EUR, mit 17. Dezember 2024 stellte die EZB jegliches Reinvestment von auslaufenden Anleihen aus dem PEPP ein. Damit verkürzt sich die Bilanzsumme der EZB seither allmonatlich um den Betrag der auslaufenden Anleihen. Aktuell hält die EZB noch immer rund 1,5 Bill. EUR aus dem PEPP in ihren Büchern.

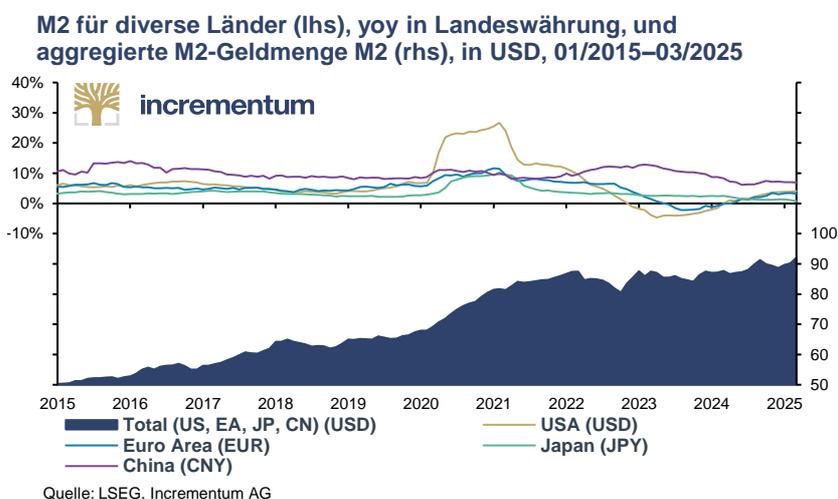
**Die BoJ hat Ende Juli 2024 ihren QT-Plan bekanntgegeben.** Dieser sieht eine beständige Beschleunigung der Verkürzung der Bilanzsumme bis in Q1/2026

vor, die im August 2024 ihr Hoch bei über 750 Bill. JPY erreichte. Zugleich wird der Ankauf von japanischen Staatsanleihen sukzessive zurückgefahren und soll sich bis Q1/2026 halbieren. Schließlich hat die BoJ im Oktober 2023 die Zinskurvenkontrolle aufgegeben. Per Ende März hat die BoJ ihre Bilanzsumme um knapp 5% reduziert.

*Inflation is not a problem for this time as near as I can figure. Right now, M2 does not really have important implications. It is something we have to unlearn.*

**Jerome Powell**

**Anders sieht die Entwicklung bei der breiten Geldmenge M2 aus.** Nach der Schrumpfung in den USA und im Euroraum 2023 weitet sich M2 nun wieder mit über 3% im Jahresvergleich aus. In China ist aufgrund der zahlreichen Konjunkturstützungsmaßnahmen das Wachstum mit rund 7% deutlich höher, in Japan mit etwas über 1% gedämpfter. Das globale Liquiditätswachstum in US-Dollar wächst mit starken Schwankungen infolge der markanten Bewegungen auf den Devisenmärkten aktuell mit über 3% im Jahresvergleich.



*I do not think it is an exaggeration to say history is largely a history of inflation, usually inflations engineered by governments for the gain of governments.*

**Friedrich August von Hayek**

## Administrativ-bürokratische Inflationsfaktoren

**Die in die Inflationsbemessung einfließenden Preise sind Brutto-Preise. Veränderungen bei indirekten Steuern und Abgaben schlagen damit auf die Brutto-Preise und die Inflationsrate durch.** Diese Form der Inflation ist sozusagen hausgemacht. Wie stark dieser Effekt ist, hängt von der Steuerinzidenz ab. Können die Unternehmen höhere Steuern und Abgaben an die Kunden weitergeben oder müssen sie diese selbst schultern. Einer der aktuell prominentesten administrativ-bürokratischen Inflationsfaktoren sind jene Steuern und Abgaben, die die CO<sub>2</sub>-Emissionen senken sollen.

Während in den USA mit dem Ausstieg aus dem Pariser Klimaabkommen und der geplanten Ausweitung der Ölförderung um 3 Mio. Barrel pro Tag das Ziel günstigerer Energiepreise verfolgt wird, hält die EU unbeirrt an ihrem Ziel der Klimaneutralität bis 2050 fest. Zu diesem Zweck wird ab 2027 das *Emission Trading System II* (ETS-II) wirksam werden. Die Vorbereitungsarbeiten laufen seit Jahresbeginn. Ein Bericht des *Wissenschaftlichen Dienstes des Deutschen Bundestags* zeigt, dass verschiedenste Studien einen Preis der entsprechenden CO<sub>2</sub>-Zertifikate zum Zeitpunkt der Ausweitung von bis zu 300 EUR erwarten. Per Ende März liegt der Preis bei etwas unter 70 Euro. Zusammen mit dem als

*It can be the case that it's appropriate sometimes to look through inflation if it's going to go away quickly without action by us – if it's transitory. And that can be the case in the case of tariff inflation.*

**Jerome Powell**

*Inflation is bringing us true democracy. For the first time in history, luxuries and necessities are selling at the same price.*

**Robert Orben**



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

Schutzmaßnahme eingeführten Klimazoll, dem *Europäischen CO<sub>2</sub>-Grenzausgleichssystem* (CBAM), wird diese Klimaschutzmaßnahme direkt und indirekt inflationsfördernd wirken; direkt durch die Verteuerung der Energie, indirekt durch die Schwächung des Wirtschaftsstandorts und die damit einhergehende Minderproduktion.

## Inflationsschub durch US-Zölle?

**In den USA ist eine intensive Debatte darüber entbrannt, ob die Einführung von Zöllen Auswirkungen auf die US-Inflationsrate haben wird.** In ihren Extrempositionen finden sich in dem einen Lager jene, die davon ausgehen, dass Zölle immer und ausschließlich von den Konsumenten getragen werden. Auf der anderen Seite stehen jene, die unter Verweis auf die Erfahrungen sowohl des 19. Jahrhunderts als auch unter Verweis auf die Entwicklung des CPI während der ersten Amtszeit Trumps argumentieren, dass die Einführung von Zöllen die Inflation nicht befeuert hat – **tatsächlich gab die Inflation in der ersten Amtszeit Trumps nach** – und nun daher ebenfalls nicht befeuern werde. Die Zölle würden nämlich von den Produzenten oder Importeuren getragen werden und es wäre somit das Ausland, das durch die Einführung von Zöllen besteuert würde.

Finanzminister Scott Bessent vertritt das dritte Lager, das einen einmaligen Inflationsschub – infolge des Basiseffekts – erwartet, aber keine dauerhafte Erhöhung der Inflationsrate: **„Nothing is more transitory than tariffs if it's a one-time price adjustment. [...] I'm not worried about inflation.“** Jerome Powell schloss sich in der Pressekonferenz nach dem FOMC-Zinsentscheid Mitte März dieser Einschätzung an. Mit dem Wort *transitory* haben die US-Amerikaner in jüngster Vergangenheit allerdings bereits eher schlechte Erfahrungen gemacht.

**Kurzfristig dürfte die Zollpolitik von Donald Trump in den USA inflationär wirken, infolge der Verteuerung der Importe und des Rückgangs der Importmenge, im Rest der Welt dagegen disinflationär durch das Überangebot infolge sinkender Exporte in die USA.** In der EU wurde nach dem Ausbruch des Zollkriegs der USA mit China **umgehend die Sorge geäußert**, dass China seine Warenströme nun in die EU umzulenken versuchen werde.

**Die deutliche Abwertung des US-Dollars verstärkt den jeweiligen Trend.** Der Effekt dürfte im Rest der Welt stärker ausfallen, da viele Länder netto Energie importieren und Energie noch immer meist in US-Dollar gepreist wird. Das dürfte den Zentralbanken im Rest der Welt das Fenster für weitere Zinssenkungen eröffnen, während die Federal Reserve diesbezüglich schlechtere Karten in der Hand haben dürfte. Die Märkte preisen per Ende April allerdings insgesamt 4 (!) Zinssenkungen bis zum Jahresende ein.

Und auch wir gehen davon aus, dass der breite und dauerhafte Einsatz von Zöllen kurz- und mittelfristig eine inflationäre Wirkung ausüben wird, d. h. die Teuerung wird höher ausfallen, als es ohne die Einführung von Zöllen der Fall gewesen wäre. **Dies liegt schlicht daran, dass die schwindende Arbeitsteilung zu einem sinkenden Produktangebot führen wird und damit zu höheren Preisen.**

*Peace is deflationary, wars are inflationary.*

**Louis-Vincent Gave**

*We are not going to spend our way to prosperity. Prosperity comes from free markets and free people.*

**John Cochrane**

*What history shows is that inflation is often a collective behavioral phenomenon—with all the non-linear dynamics that implies. If we think of it [...from the perspective of the FTPL] a confidence crisis like this occurs suddenly, rather than in a predictable, mechanistic manner. Think tipping points.*

**Henry Maxey**

## Aufrüstung als Inflationstreiber

**Bei einer breit angelegten Aufrüstung sind inflationäre Effekte nahezu unvermeidbar.** Schließlich tritt die Rüstungsnachfrage in Konkurrenz zur Kapital- und Konsumgüterproduktion. Das trifft umso mehr zu, wenn die Aufrüstung schuldenfinanziert ist. Auf EU-Ebene wurden die Defizitregeln für vier Jahre aufgeweicht und darüber hinaus sollen 150 Mrd. EUR durch die EU-Kommission im Rahmen des Programms *ReArm Europe/Readiness 2030* aufgenommen werden. Damit sollen EU-weit insgesamt 800 Mrd. EUR mobilisiert werden. In Deutschland hofft man, den beginnenden Kahlschlag in der Automobilindustrie durch den Aufbau militärischer Produktionskapazitäten aufzufangen. **Panzer statt Autos – so lautet die Devise.** Doch der demographische Wandel wird das Arbeitskräfteangebot in den kommenden Jahren deutlich verknappen und damit den Inflationsdruck verstärken. Das Arbeitsangebot ebenfalls verknappen würde eine Ausweitung bzw. eine Wiedereinführung der Wehrpflicht, ebenso die Anwerbung von Berufssoldaten.

## Die große Bedeutung der Staatsfinanzen für die Inflationsdynamik

**betont die sogenannte Fiskaltheorie des Preisniveaus (engl. Fiscal Theory of the Price Level (FTPL)).** Ein wichtiger Vertreter der FTPL ist der renommierte US-Ökonom John Cochrane. Im Unterschied zum Monetarismus erklärt dieser theoretische Rahmen erhöhte Inflationsraten nicht anhand einer zu starken Ausweitung der Geldmenge, sondern macht die Fiskalpolitik dafür verantwortlich. Die Inflation würde immer dann zulegen, wenn sich die Auffassung durchsetzt, dass der Staat seine künftigen Verpflichtungen nicht mehr vollumfänglich bedienen können. Technisch ausgedrückt: Inflation tritt auf, wenn der Barwert der künftigen Staatsausgaben über dem Barwert der künftigen Staatseinnahmen liegt. Anders formuliert: Die Bürger und Anleger vertrauen nicht mehr darauf, dass der Staat etwaige Defizite in der Gegenwart durch Überschüsse in der Zukunft wird ausgleichen können.

**Die praktische Konsequenz für den Anleger ist, dass nicht allein die absolute Höhe der Staatsverschuldung für die Bewertung der Kreditwürdigkeit entscheidend ist, sondern auch das Vertrauen in den Staat, die künftigen Schulden zurückzahlen zu können.** Das wiederum hat konkrete Folgen für die (künftige) Inflationsrate. Denn, so die FTPL, die – von den Zentralbanken emittierte – Geldmenge sollte wie eine ewige, unverzinsten Anleihe betrachtet werden.

Angesichts der aktuellen staatlichen Vielfachbelastung – Alterung, Zuwanderung, grüne Transformation, Aufrüstung, höhere Zinsbelastung – scheint es naheliegend, dass die Finanzierungsschwierigkeiten vieler Staaten zunehmen und damit – zumindest nach Ansicht der FTPL – auch die Inflation.

**Ein eindringliches Beispiel für die hochinflationären Folgen einer „Butter-und-Kanonen“-Politik sind die 1960er-Jahre.** Lyndon B. Johnson, Nachfolger des ermordeten John F. Kennedy, baute nicht nur den Sozialstaat im Rahmen des *Great-Society*-Projekts deutlich aus, sondern trat 1964 auch in den Vietnam-Krieg ein, was einen deutlichen Anstieg der Militärausgaben zur Folge

hatte. Folglich legte die Inflation in den USA bereits in der zweiten Hälfte der 1960er-Jahre auf Jahresbasis von knapp über 1% auf über 5% im Jahr 1969 zu.

## Realwirtschaftliche Faktoren – strukturell und akut

### Konjunktorentwicklung

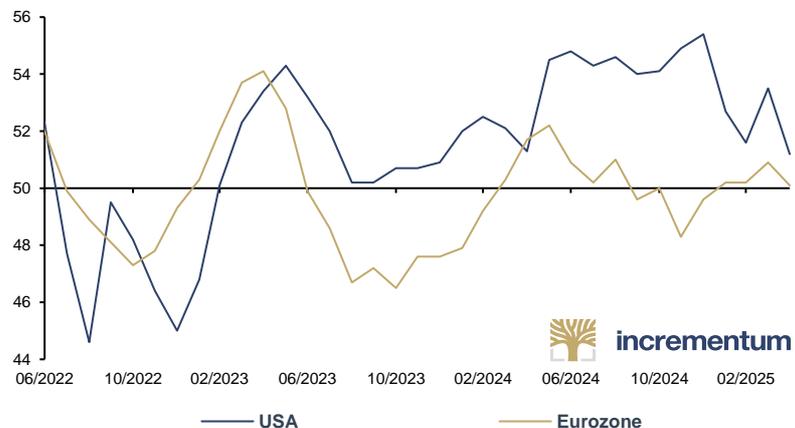
**Donald Trump und Finanzminister Scott Bessent haben mehrfach betont, dass sie gewillt seien, eine kurzfristige Detox-Rezession in Kauf zu nehmen.** Aktuell deutet vieles darauf hin, dass zumindest eine deutliche Abkühlung der US-Konjunktur unvermeidlich ist. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) weist deutlich nach unten, auch aufgrund der Unsicherheiten im Zuge des Handelskonflikts und der jedenfalls kurzfristigen negativen Auswirkungen der Zölle.

*There is never a good war or a bad peace.*

**Benjamin Franklin**

In der Eurozone dümpelt der Einkaufsmanagerindex seit gut einem Jahr entlang der 50-Punkte-Linie, der Grenze zwischen Expansion (>50) und Kontraktion (<50). Zumindest kurzfristig könnte die – schuldenfinanzierte – Aufrüstung die Wirtschaftsentwicklung ankurbeln, allerdings von einem sehr bescheidenen Niveau ausgehend. Das wäre aber nur dann der Fall, wenn die zusätzlichen Rüstungsausgaben zum überwiegenden Großteil in der Eurozone nachfragewirksam werden. Das scheint angesichts der fehlenden Kapazitäten in der Rüstungsindustrie eher unwahrscheinlich.

**EMI-Gesamtindex, 06/2022–04/2025**



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*Inflation is like a bad neighbour, once he shows up, only thing to get rid of him is for you to move.*

**Zack Howard**

### Lohnentwicklung

Die Nominallohnentwicklung in den USA und im Euroraum ist signifikant höher als noch vor der Inflationsschwelle. Das hängt zum einen mit der zeitlich verzögerten Anpassung von Löhnen an die Inflationsrate zusammen. In den USA dürfte infolge der deutlich verschärften Einwanderungspolitik und der dadurch bedingten Verknappung des Arbeitskräfteangebots der Lohndruck im unteren Einkommenssegment zunehmen. Insbesondere in Deutschland dürften angesichts der Tatsache, dass 2025 das dritte Jahr in Folge eine Rezession droht, die Lohnverhandlungen sehr schwierig werden. Strukturell wird der demographische

Wandel die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer stärken<sup>20</sup> und damit für vergleichsweise hohe Lohnabschlüsse sorgen.



*AI could be deflationary. This is one of the impacts of this technology that is most underappreciated and misunderstood by investors.*

**Sam Altman**

*There is only one field where the European Union still leads the world: regulation.*

**Greg Ip, Wall Street Journal**

*I never think of the future - it comes soon enough.*

**Albert Einstein**

### Künstliche Intelligenz als Disinflationstreiber?

**Mit Sicherheit hat die KI das Potenzial, die Produktivität in vielen Arbeitsprozessen zu steigern.** Wie bei unzähligen anderen Erfindungen wird der Implementierungsprozess allerdings einiges an Zeit benötigen, wie etwa **bei den Computern und dem Internet**. Eine dämpfende Wirkung auf die Inflation infolge steigender Produktivität ist jedoch zu erwarten, insbesondere mittel- und langfristig. Kurzfristig könnte der hohe Energiebedarf von KI-Systemen – Microsoft kündigte **die Reaktivierung des AKW Three Mile Island** an – auch inflationäre Effekte auslösen.

### Bezeichnend für das Selbstverständnis der EU ist folgende Episode:

Während die USA, China und weitere Staaten KIs entwickeln und über die Chancen einer breiten Implementierung der KI diskutieren, feierten sich die EU-Institutionen für **das weltweit erste KI-Gesetz**.

### Inflationserwartungen – USA

**Investoren steht mittlerweile ein reiches Spektrum an Kennzahlen zur Verfügung, die die kurz-, mittel- und langfristigen Inflationserwartungen abbilden.** Diese lassen sich in marktbasiertere und umfragebasierte Inflationserwartungen aufteilen.

### Marktbasiertere Inflationserwartungen

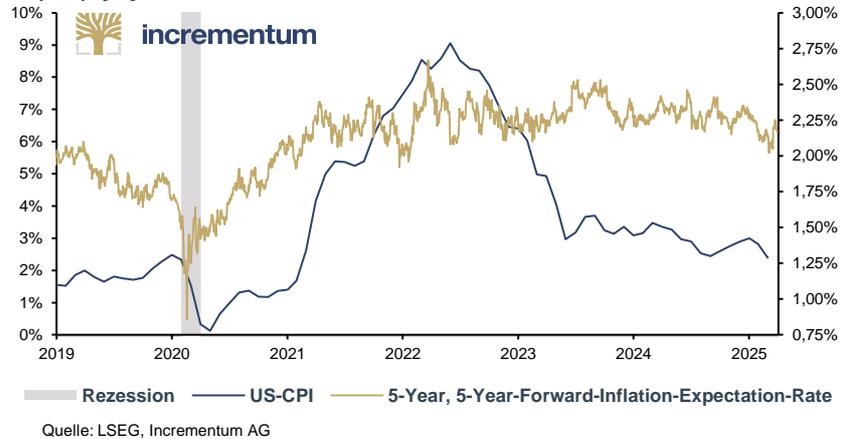
#### 5-year, 5-year-Inflationserwartungen

Die sehr langfristigen Inflationserwartungen befinden sich seit Herbst 2023 in einem Abwärtstrend, der sich in Q1/2025 spürbar beschleunigt hat. Ihren vorläufigen Tiefstwert nur knapp über der 2,0%-Marke erreichten sie in den Tagen vor dem *Liberation Day*, als diese Inflationserwartungen um 16 Basispunkte abstürzten, um danach kräftig um 23 Basispunkte in die Höhe zu schießen. Alles in

<sup>20</sup> Siehe „Die Demographie als Inflationstreiber“, In Gold We Trust-Report 2021

allem sind die Daten jedoch so zu interpretieren, dass die Marktteilnehmer vollstes Vertrauen in die Federal Reserve – und in die US-Wirtschaftspolitik – haben.

### US-CPI (lhs), und 5-Year, 5-Year-Forward-Inflation-Expectation-Rate (rhs), yoy, 01/2019–04/2025



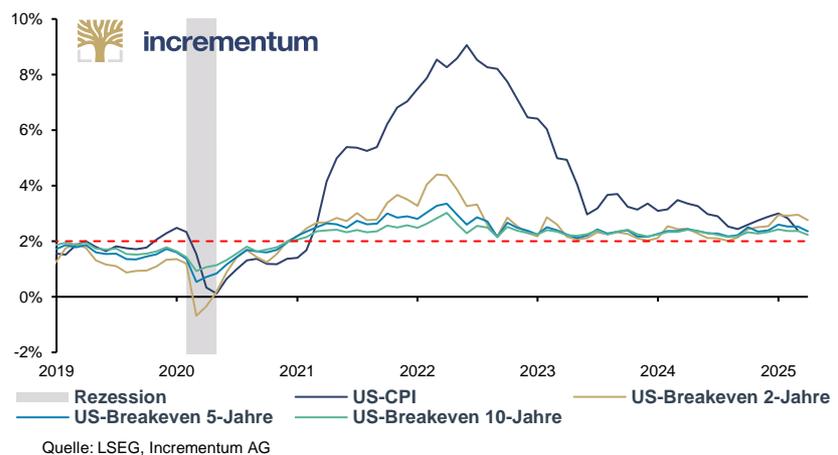
*I have had to revise my formula for happiness. I used to think it was reality minus expectations. But that needs to be modified to reality minus the right expectations.*

**Vitaliy Katsenelson**

### Breakeven-Rate

Die Breakeven-Inflationsrate gibt die Inflationsrate an, die erforderlich ist, damit der Kauf einer inflationsgebundenen Anleihe mindestens den gleichen Realzins abwirft wie der Kauf einer herkömmlichen Anleihe. Die Breakeven-Raten für 5 und 10 Jahre befinden sich gemessen am Inflationsziel der Federal Reserve von 2%, auf leicht erhöhtem Niveau, mit fallender Tendenz. Dasselbe gilt mittlerweile wieder für die 2-jährige Breakeven-Rate, nachdem diese zwischenzeitlich einen leichten Anstieg verzeichnete. Ein sichtbarer Unterschied zu den mittel- und langfristigen Breakeven-Raten besteht weiterhin. Damit erwartet der Markt kurzfristig eine höhere Inflation als mittel- und langfristig. **Die Prognosekraft der Breakeven-Raten ist allerdings nicht sehr hoch, wie der Vergleich mit der tatsächlichen Inflationsentwicklung zeigt.**

### US-CPI, yoy, und diverse US-Breakeven-Rate, 01/2019–04/2025

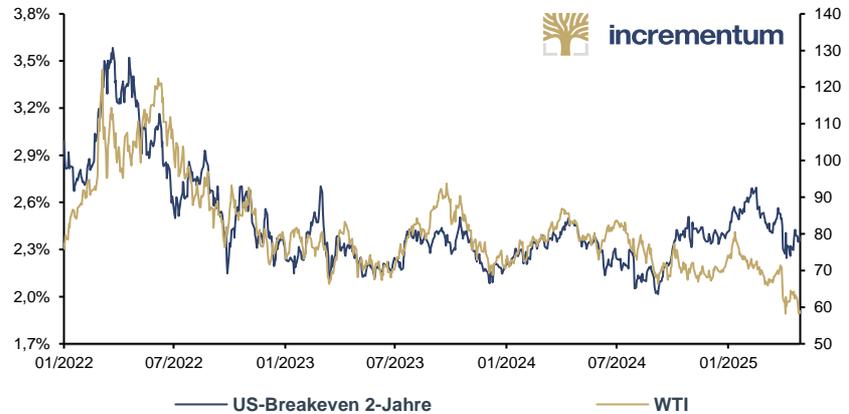


### 5-year-Breakeven-Rate und der Ölpreis

Seit September 2024 besteht eine deutliche Divergenz zwischen dem Ölpreis und der 2-jährigen Breakeven-Rate, die sonst eng positiv miteinander korrelierten. Orientiert man sich an der 2-jährigen Breakeven-Rate, müsste der WTI-Preis

ungefähr bei 80 USD liegen, nimmt man den Ölpreis als Orientierungsmarke, müsste die 2-jährige Breakeven-Rate um mehr als 50 Basispunkte niedriger liegen.

**US-Breakeven 2-Jahre (lhs), und WTI (rhs), in USD, 01/1970–04/2025**



*The greatest obstacle to discovery is not ignorance – it is the illusion of knowledge.*

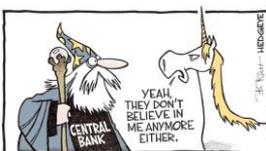
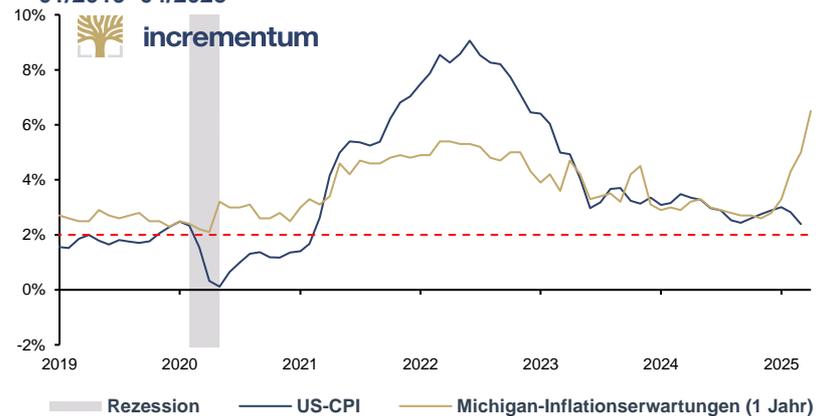
**Daniel J. Boorstin**

**Umfragebasierte Inflationserwartungen**

**Inflationserwartungen University of Michigan**

Die kurzfristigen Inflationserwartungen befinden sich seit den Wahlen im November 2024 in einem steilen Anstieg und liegen per April bereits 6,5%. Vor einem Jahr waren sie noch halb so hoch. Für die vergangenen 45 Jahre ist das ein deutlich überdurchschnittlicher Wert. Die Inflationserwartungen sind im Vergleich zur tatsächlichen Inflationsentwicklung vergleichsweise rigide und lagen selbst in der Inflationswelle meist sogar deutlich unter den tatsächlichen Inflationswerten. Auch die langfristigen Inflationserwartungen sind im Jahresvergleich kräftig gestiegen, um 1,4 Prozentpunkte auf 4,4%.

**US-CPI und Michigan-Inflationserwartungen (1 Jahr), yoy, 01/2019–04/2025**



Mit freundlicher Genehmigung von Hedgerye

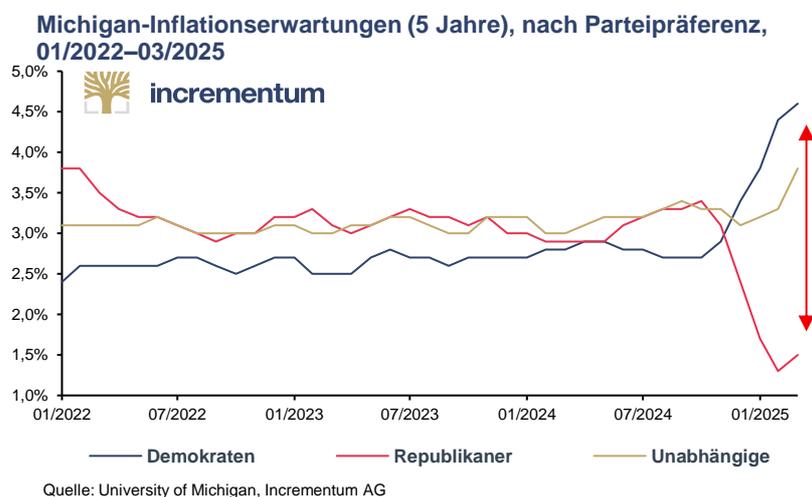
Eine im Februar publizierte NBER-Studie von Kuang, Weber und Xie mit dem Titel „Central Bank Communication with the Polarized Public“ belegt den starken Einfluss von Parteipräferenzen auf das Vertrauen in die Federal Reserve und damit die Inflationserwartung. Die Frage, ob die Federal Reserve, von den US-Amerikanern als unabhängige Institution angesehen wird, hängt nicht nur von der

*The human understanding when it has once adopted an opinion... draws all things else to support and agree with it.*

**Francis Bacon**

Parteizugehörigkeit ab, sondern auch davon, ob die Federal Reserve als Teil der *Eigengruppe* (engl. *in-group*) oder der *Fremdgruppe* (engl. *out-group*) wahrgenommen wird. Das Vertrauen in die Federal Reserve ist höher, wenn die Federal Reserve als Teil der eigenen Gruppe wahrgenommen wird. **Und ein höheres Vertrauen korreliert mit niedrigeren Inflationserwartungen.**

**Das wirkt sich direkt auf die Inflationserwartungen aus und stellt deren Aussagekraft stark in Frage.** Die Anhänger jener Partei, die den Präsidenten stellt, weisen eine signifikant niedrigere Inflationserwartung auf als die Anhänger der im Präsidentschaftswahlkampf unterlegenen Partei, mit den Unabhängigen in der Mitte. **Mit 43%** (2024) stellen die Unabhängigen die größte Gruppe, **jeweils 28%** bezeichnen sich als Republikaner bzw. Demokraten. Zieht man deren, nicht von Parteipolitik geprägten Erwartungen als im wahrsten Sinne des Wortes unparteiische Einschätzung heran, so hat sich mit dem Jahreswechsel und damit mit dem Amtsantritt von Donald Trump die Inflationserwartung von disinflationär auf inflationär gedreht.



Diese von den Machtverhältnissen stark abhängigen Inflationserwartungen zeigen aber auch, dass die Federal Reserve grundsätzlich als nicht von der Politik unabhängige Institution wahrgenommen wird.

*I don't mind going back to daylight saving time. With inflation, the hour will be the only thing I've saved all year.*

**Victor Borge**

## Inflationserwartung Eurozone

**In der Eurozone verharren per März die Inflationserwartungen über die kommenden 12 Monate mit 2,9% und über die kommenden 3 Jahre mit 2,5% klar über dem Inflationsziel der EZB.** Über beide Zeithorizonte liegt der Medianwert deutlich über dem Mittelwert, die Inflationserwartungen sind also deutlich rechtsschief. Der Durchschnittswert beträgt für die kommenden 12 Monate 4,7%, für die nächsten 3 Jahre 4,5%. Die Tendenz ist bei allen Werten entweder gleichbleibend oder leicht ansteigend.

**Der ECB Survey of Professional Forecasters ist hinsichtlich der Inflationsentwicklung deutlich optimistischer.** Für 2025, 2026, 2027 und langfristig (2029) wird eine Inflationsrate von jeweils um oder sogar genau 2,0%

*It is a capital mistake to theorize before one has data. Insensibly one begins to twist facts to suit theories, instead of theories to suit facts.*

**Sherlock Holmes**

erwartet. Die Ökonomen haben somit deutlich mehr Vertrauen in die geldpolitischen Künste der EZB als die Konsumenten.

Abschließend sei jedoch darauf hingewiesen, dass sowohl die markt- als auch die umfragebasierten Inflationserwartungen sehr häufig falsch liegen. Insofern ist das Ergebnis der Kurzanalyse „**Financial market forecasts inflation at least as well as central bankers**“ keine Auszeichnung. Treffender wäre der Titel: „Zentralbanken liegen mit ihren Inflationsprognosen ebenso falsch wie die Märkte (oder umfragebasierte Inflationserwartungen)“.

**An den Märkten dürfte es der Herdentrieb sein, der die Fehleinschätzungen begünstigt.** Mit der Masse zu irren, kann leicht rationalisiert werden, alleine falsch zu liegen, zerstört jedenfalls die Karriere. Alleine recht zu haben, kann einsam machen. *The Big Short* zeigt diese psychologischen und gesellschaftlichen Dynamiken eindrucksvoll auf.

## Inflationsentwicklung im Rest der Welt

### China

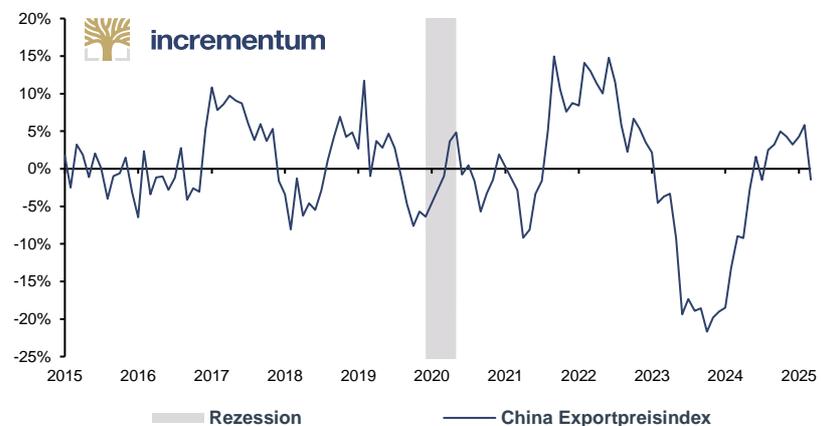
China hat ökonomisch nicht nur mit Donald Trumps Zollpolitik zu kämpfen, sondern strukturell mit den tiefen Verwerfungen der Krise im Immobiliensektor, zu deren Bekämpfung die Regierung und die PBoC bereits mehrere Unterstützungsprogramme verabschiedet und weitere angekündigt haben.

*When one tugs at a single thing in nature, he finds it attached to the rest of the world.*

**John Muir**

Nach der Inflationswelle im Zuge der EnergiepreISRally befinden sich die Produzentenpreise allerdings bereits wieder seit Mitte 2024 im deflationären Bereich. **China exportiert somit Deflation.** Ein Grund für den Druck auf die Produzentenpreise könnte auf die Ausweitung der Zölle der Trump-Administration zurückzuführen sein, insofern die Produzenten und Exporteure ihre Preise senken, um am US-Markt wettbewerbsfähig zu bleiben.

China Exportpreisindex, yoy, 01/2015–03/2025



Quelle: LSEG, Incrementum AG

*No man is an island, entire of itself; every man is a piece of the continent, a part of the main.*

**John Donne**

*Inflation is like toothpaste: once out of the tube, it is impossible to return them.*

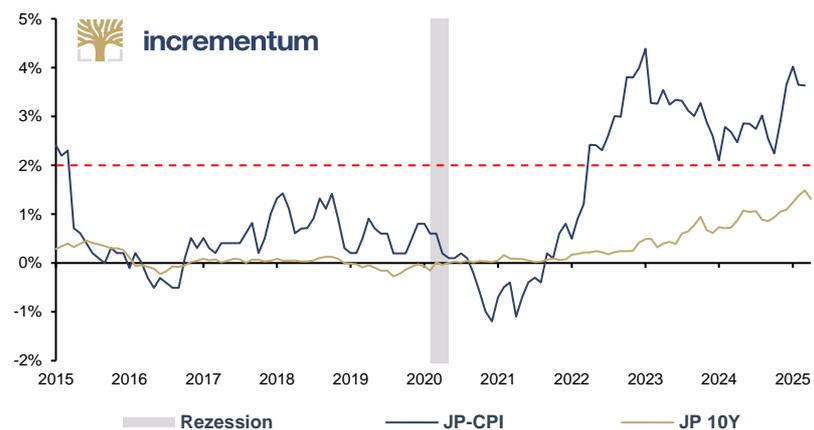
**Otto Pöhl**

Summa summarum wird die Preisentwicklung in China infolge der hartnäckigen strukturellen Probleme und der Wechselkursschwäche des Renminbi disinflationär bis deflationär im Rest der Welt wirken. Ausnahme könnten die USA wegen ihrer Zollpolitik sein, abhängig davon, wer am Ende tatsächlich die Zölle tragen muss: die chinesischen Produzenten, die chinesischen Exporteure, die US-amerikanischen Importeure oder die US-amerikanischen Konsumenten. Die massiven Konjunkturankurbelungsprogramme der chinesischen Regierung und Zentralbank konnten bislang die strukturellen Probleme nicht lösen, auch wenn China bei zukunftssträchtigen Technologien enorme Erfolge zu verzeichnen hat.

## Japan

**So hartnäckig wie in den vergangenen Quartalen hielt sich in Japan die Inflation seit den frühen 1990er-Jahren nicht mehr über der Marke von 2%.** Mittlerweile sind es fast drei Jahre mit einer zum Teil deutlich erhöhten Inflationsrate. Zwar hat die BoJ im März 2024 die Yield Curve Control offiziell beendet, die realen Renditen befinden sich aber noch immer im deutlich negativen Bereich.

JP-CPI, yoy, und JP 10Y, 01/2015–04/2025



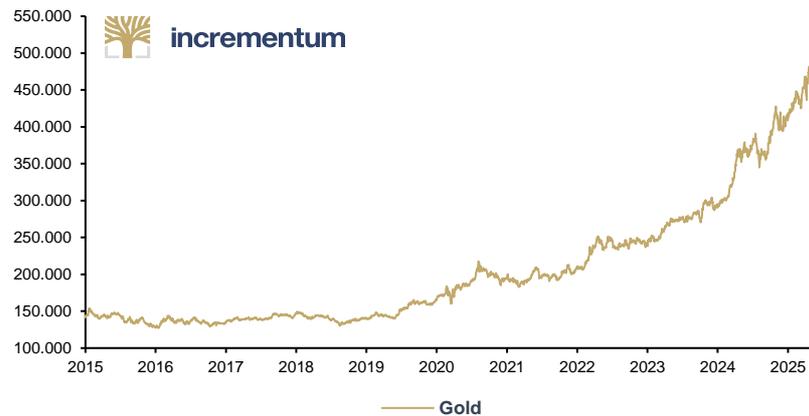
Quelle: LSEG, Incrementum AG

*I've never really wanted to go to Japan. Simply because I don't like eating fish. And I know that's very popular out there in Africa.*

**Britney Spears**

Wenig überraschend sind Anleihen bei japanischen Anlegern nicht sehr attraktiv. Umso attraktiver war und ist Gold. Seit August 2018 legte Gold in japanischen Yen um 230 Prozent zu. In Euro betrug der Goldpreisanstieg im selben Zeitraum 167 Prozent. **Seit 7 Jahren verzeichnet Gold in Yen durchgängig Zugewinne.**

### Gold, in JPY, 01/2015–04/2025



Quelle: LSEG, Incrementum AG

## Fazit

Im *In Gold We Trust*-Report 2021 „Der monetäre Klimawandel“ hatten wir als erstes und wichtigstes Anzeichen für den monetären Klimawandel den Einzug der budgetären Nonchalance angeführt. **Mit dem Doppel-Wumms hat sich Deutschland seiner bisherigen fiskalischen Tugendhaftigkeit entledigt und ist in das Lager der budgetären Nonchalance übergetreten.**

*Money is too important to be left to central bankers.*

**Milton Friedman**

**Auch der zweite Punkt unserer Analyse, die Verschmelzung von Geld- und Fiskalpolitik, wird immer offensichtlicher, insbesondere in der Eurozone:** bei der grünen Transformation der Wirtschaft, der Mobilisierung privater Ersparnisse für Investitionen in die EU-(Kriegs-)Wirtschaft gehen EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen und EZB-Präsidentin Christine Lagarde Hand in Hand. Es wird nicht einmal mehr der Anschein der Unabhängigkeit der EZB gewahrt. Speziell die EZB weitet, so damals unser dritter Punkt, ihre Aufgabenbereiche immer weiter aus.

Auf der anderen Seite des Atlantiks hat Jerome Powell der stärkeren Ausrichtung der Federal Reserve in Richtung Klimapolitik mittlerweile endgültig eine Absage erteilt. Mitte Jänner, und damit wenige Tage vor dem Amtsantritt von Donald Trump, gab Powell den Rückzug der Federal Reserve aus dem *Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System* bekannt, dessen Arbeit, so Powell, „has increasingly broadened in scope, covering a wider range of issues that are outside of the Board’s statutory mandate“.

*We write to propose, or perhaps to repropose, that the central bank is a codependent part of the government, the interest rate-manipulating and bond-buying branch of the Treasury. It's no more independent than the Forest Service.*

**Jim Grant**

*It seems that, in the world of politics and central banking, admitting mistakes has fallen out of favor, with a prevailing tendency to double down on existing strategies.*

**Fabian Wintersberger**

*Jerome Powell is a disaster for our Country. His refusal to cut rates is killing jobs and businesses. Mr. Too Late is wrong about EVERYTHING! The Fed needs new leadership NOW!*

**Donald Trump**

*I'll demand that interest rates drop immediately. And likewise, they should be dropping all over the world. Interest rates should follow us all over.*

**Donald Trump**

**Die enge Verwobenheit zwischen Politik und Zentralbanken zeigt sich gerade auch an den Personalentscheidungen.** Die ehemalige Vorsitzende der Federal Reserve, Janet Yellen, wurde unter Joe Biden Finanzministerin, Jerome Powell hatte 1992 unter Präsident George H. W. Bush kurzzeitig die Position eines Unterstaatssekretärs inne. Mario Draghi war Spitzenbeamter im italienischen Finanzministerium, EZB-Präsident, italienischer Ministerpräsident und danach als Berichterstatter der EU-Kommission zur Steigerung der EU-Wettbewerbsfähigkeit Autor des **Draghi-Reports**. Die amtierende EZB-Präsidentin, Christine Lagarde, nahm von 2005 bis 2011 drei verschiedene Ministerposten in der französischen Regierung ein.

## Die hohe Inflationsvolatilität bleibt bestehen

Die ersten vier Jahre der 2020er-Jahre waren in der erst seit 1999 bestehenden Eurozone von einer historisch einmaligen Inflationsvolatilität geprägt, für alle anderen Staaten jedenfalls deutlich volatiler als die vergangenen drei Jahrzehnte.

Zu der substanziellen Inflationsvolatilität beigetragen haben auch die eklatanten Fehleinschätzungen führender Notenbanker, als die Inflationswelle im Laufe des Jahres 2021 so richtig Fahrt aufnahm.<sup>21</sup> Diese Beschwichtigungspolitik hatte dramatische Folgen, war aber auch eine Folge der Unterbelichtung monetärer Faktoren als Unterfutter – zeitlich verzögerter – Inflationswellen. Es war nur eine Frage der Zeit, bis die jahrelange Niedrigzinspolitik ihren Tribut fordert.<sup>22</sup>

**Eine Erklärung für diese Asymmetrie bietet die Studie „The Myth of Fed Political Independence“ von Thomas J. Webster.** Webster analysierte die mehr als 10-jährige Niedrigzinsepoche von der Weltfinanzkrise über die Corona-Pandemie bis zum Beginn des Zinserhöhungszyklus Mitte März 2022. Webster interpretiert seine Ergebnisse dahingehend, dass die Federal Reserve aktiv daran beteiligt war, die Budgetdefizite Washingtons durch die Notenpresse zu finanzieren. Daher schlussfolgert er, dass die Federal Reserve keine Bastion solider Geldpolitik ist, sondern eine weitere von der Politik instrumentalisierte Behörde, denn eine Behörde, die dem politischen Druck nicht standzuhalten vermag, ist letztlich als Teil der Regierung anzusehen. **Kurzum: Die Unabhängigkeit der Federal Reserve ist ein Mythos.** Mit seiner öffentlichen Kritik an Jerome Powell macht Donald Trump lediglich deutlich, was sonst weitestgehend verschleiert bleibt. Allerdings sind es immer hochrangige Politiker, die die Notenbankpräsidenten bestimmen, womit sichergestellt ist, dass die Zentralbank im Großen und Ganzen politisch auf Linie bleibt.

Dass die Ausübung von politischem Druck auf die Zentralbank die Inflation befördert, zeigt die Studie „**Estimating the Effects of Political Pressure on the Fed: A Narrative Approach with New Data**“ von Thomas Drechsel. Drechsel analysierte für seine Studie die persönlichen Interaktionen zwischen dem jeweiligen US-Präsidenten und Vertretern der Federal Reserve zwischen 1933 und 2016. Ein Schock in Form von höherem politischem Druck auf die Federal Reserve erhöhte

<sup>21</sup> Siehe „Status Quo der Verschuldungsdynamik“, In Gold We Trust-Report 2022; „Minenaktien und Realzinsen: Eine wenig überraschende Beziehung“, In Gold We Trust-Report 2021

<sup>22</sup> Stöferle, Ronald, Taghizadegan, Rahim und Hochreiter, Gregor: Die Nullzinsfalle: Wie die Wirtschaft zombifiziert und die Gesellschaft gespalten wird, 2019

nicht nur die Inflation markant und dauerhaft, sondern führte im Unterschied zu einer politisch nicht geforderten Lockerung der Geldpolitik auch zu höheren Inflationserwartungen. Somit wäre eine tatsächlich unabhängige Zentralbank, also eine Zentralbank, die sich dem politischen Druck zu einer lockeren Geldpolitik zu widersetzen vermag, ein echter institutioneller und institutionalisierter Inflationsschutz.

Anhand des politischen Gerangels um die Neubesetzung des Vorsitzenden der Federal Reserve im Mai 2026 und des EZB-Präsidentenamtes im November 2027 wird sich neuerlich zeigen, dass die zuständigen politischen Gremien die Besetzung so vornehmen werden, wie es den eigenen wirtschafts- und geldpolitischen Vorstellungen entspricht. Im Wahlkampf fielen als Namen möglicher Nachfolger der nunmehrige US-Finanzminister Scott Bessent, Kevin Warsh, David Malpass und Judy Shelton.

*Invest in inflation. It's the only thing going up.*

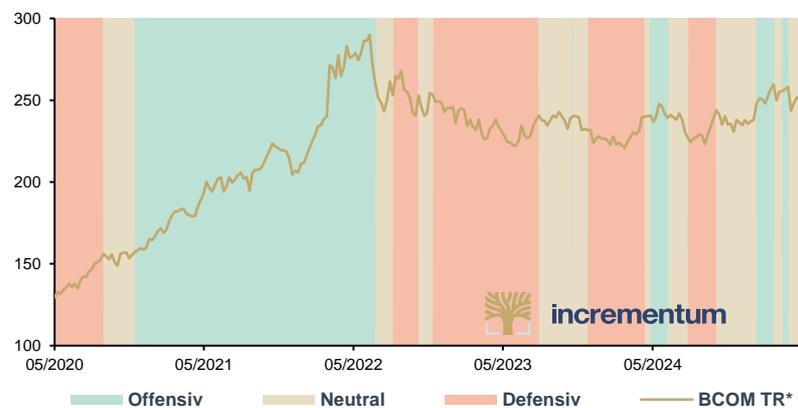
**Will Rogers**

## Das Incrementum Inflationssignal

**Seit der letzten Veröffentlichung des Reports verzeichnete das Incrementum Inflationssignal eine signifikant erhöhte Frequenz von Signalwechseln.** Zwischen September 2024 und dem politischen Wendepunkt rund um den Trump-Schock überwog eine positive Einschätzung des Inflationsumfelds. Diese wurde jedoch durch die zunehmenden handelspolitischen Spannungen und die Eskalation eines drohenden Zollkonflikts abgelöst, was zu einer Rückkehr zu einem neutralen Signal führte. **Sollte sich jedoch ein nachhaltiger Inflationszyklus etablieren, erwarten wir, dass das Signal – analog zu 2020 – erneut in der Lage sein wird, frühzeitig auf eine einsetzende Inflationsdynamik hinzuweisen.**

**Besonders hervorzuheben ist die ausgeprägte Divergenz innerhalb der Rohstoffmärkte in den vergangenen zwölf Monaten.** Während der Goldpreis einen signifikanten Aufwärtstrend verzeichnete, standen insbesondere Energierohstoffe unter anhaltendem Abwärtsdruck. Diese gegenläufigen Bewegungen spiegeln sich auch in der insgesamt stabilen, aber wenig dynamischen Entwicklung des Bloomberg Commodity Index (BCOM) wider.

**BCOM TR\*, und Incrementum Inflationssignal, 05/2020–04/2025**



Quelle: LSEG, Incrementum AG  
\*Bloomberg Commodity Total Return-Index

**Zusammenfassend gestaltet sich eine überblicksmäßige Zuordnung der verschiedenen Inflationsdynamiken wie folgt:**

Kurzfristige disinflationäre Dynamiken

- Konjunkturabkühlung durch Handelskrieg
- Quantitative Tightening
- Unterbrechung des Zinssenkungszyklus
- Mögliche Beruhigung der geopolitischen Spannungen in der Ukraine und im Nahen Osten
- Energiepreise
- Im Rest der Welt: US-Dollar-Schwäche

Mittel- und langfristige disinflationäre Dynamiken

- Technologie und Innovation, KI

Kurzfristige inflationäre Dynamiken

- Wegfall (letzter) staatlicher Preissenkungsmaßnahmen aus der Energiekrise
- US-Dollar-Schwäche (in den USA)
- Nominallohnentwicklung

Mittelfristige inflationäre Dynamiken

- Zölle und De-Globalisierung
- Unsicherheit im internationalen Handel durch US-Zollpolitik
- Strukturelle Staatsverschuldung
- „Butter-und-Kanonen“-Politik
- Aufrüstung
- CO<sub>2</sub>-Bepreisung
- CO<sub>2</sub>-Zoll in der EU (CBAM)
- Grüne Transformation
- Implizite Lockerung des Inflationsziels von 2%

Langfristige strukturelle inflationäre Dynamiken

- Demographischer Wandel und der damit einhergehende Facharbeiter- und allgemeiner Arbeitskräftemangel
- Geopolitische Blockbildung
- Energieverteuerung
- Zunehmend expansivere Fiskalpolitik

*Having a little inflation is like being a little pregnant.*

**Leon Henderson**

**Nach dem Abklingen der großen Inflationswelle ist das aktuelle Umfeld von Ambivalenz geprägt.** Einerseits sorgt der kräftige Rückgang der Energiepreise für spürbare disinflationäre Effekte – ein temporärer Entlastungsfaktor für die Konsumentenpreise. Andererseits entfalten neue protektionistische Maßnahmen, geopolitische Spannungen und strukturelle Unsicherheiten zunehmend inflationären Druck.

**Besonders bemerkenswert ist die auffällige Gleichgültigkeit vieler Notenbanker gegenüber der weiterhin erhöhten Teuerung.** Diese kann als schleichende Anpassung des Inflationsziels interpretiert werden. Wer das Vertrauen in stabile Währungen aufrechterhalten will, sollte hier hellhörig werden.

*When all you have is a hammer,  
everything looks like a nail.*

**Abraham Maslow**

**Für das Jahr 2025 erwarten wir, dass die Inflation – insbesondere die Kerninflation – trotz der zwischenzeitlichen Energiepreisrückgänge nicht nachhaltig unter Kontrolle gebracht wird.** Sollte es zu neuerlichen Turbulenzen an den Finanz- oder Währungsmärkten kommen, dürfte die geldpolitische Reaktion der Zentralbanken dem gewohnten Muster folgen und die Geldschleusen umgehend und großzügig geöffnet werden. Die Grundhaltung der (geld-)politisch Verantwortlichen ist und bleibt inflationär.

# Über uns

## Ronald-Peter Stöferle, CMT



**Ronald-Peter Stöferle ist Managing Partner der *Incrementum AG*.**

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.

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 die *VON GREYERZ AG* und seit 2024 *Member of the Advisory Board* von *Monetary Metals*.

## Mark J. Valek, CAIA



**Mark Valek ist Partner der *Incrementum AG*.**

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 *philoro Edelmetalle GmbH* sammeln.

2014 veröffentlichte er das Buch „*Österreichische Schule für Anleger*“. Seit 2024 fungiert Mark Valek als *Member of the Advisory Board* von *Monetary Metals*.

## Das In Gold We Trust-Team



**Gregor Hochreiter**  
*Chefredakteur*



**Richard Knirschnig**  
*Quantitative Analyse  
& Charts*



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



**Jeannine Grassinger**  
*Assistenz*



**Stefan Thume**  
*Webdesign & Medien*



**Peter Árendáš**  
*Autor*



**Rudi Bednarek**  
*Autor*



**Ted Butler**  
*Autor*



**Daniel Gomes Luis**  
*Autor*



**Florian Grummes**  
*Autor*



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



**Handre van Heerden**  
*Autor*



**Philip Hurtado**  
*Lektorat Spanisch*



**Nikolaus Jilch**  
*Autor*



**Theresa Kammel**  
*Autorin*



**Ronan Manly**  
*Autor*



**Trey Reik**  
*Autor*



**Charley Sweet**  
*Lektorat Englisch*



**Nic Tartaglia**  
*Autor*



**Marc Waldhausen**  
*Autor*



**David Waugh**  
*Autor*

## Incrementum AG



**Die *Incrementum AG* ist ein eigentümergeführtes und FMA-lizenziertes Anlage- und Vermögensverwaltungsunternehmen mit Sitz im Fürstentum Liechtenstein.** Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems.

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

Die Herausgeberrechte für den *In Gold We Trust*-Report wurden mit November 2023 an die *Sound Money Capital AG* übertragen. Weiterhin wird der *In Gold We Trust*-Report in gewohnter Weise mit der Marke *Incrementum* co-gebrandet.

**Wir bedanken uns herzlich bei folgenden Helfern für ihre tatkräftige Unterstützung bei der Erstellung des *In Gold We Trust*-Reports 2025:**

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Theresa Kammel, Rudi Bednarek, Daniel Gomes Luis, David Waugh, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Thomas Vesely, Katharina Vesely, Niko Jilch, Florian Grummes, Elizabeth und Charley Sweet, Anton Kiener, Matthias Flödl, Kazuko Osawa, Bruce (Yuichi) Ikemizu, Max Urbitsch, Trey Reik, Tavi Costa, Velina Tchakarova, Dietmar Knoll, Louis-Vincent Gave, Luke Gromen, Grant Williams, Markus Hofstädter, Seasonax, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Heinz Peter Putz, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, Silver Institute, dem World Gold Council, Mining Visuals, dem gesamten *Incrementum*-Team sowie unseren Familien!

## Kontakt

Sound Money Capital AG  
Industriering 21  
FL-9491 Ruggell  
Fürstentum Liechtenstein

E-Mail: [contact@soundmoneycapital.com](mailto:contact@soundmoneycapital.com)

## Disclaimer

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch 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 Herausgeberrechte für den *In Gold We Trust*-Report wurden mit November 2023 an die Sound Money Capital AG übertragen. Weiterhin wird der Report in gewohnter Weise mit der Marke Incrementum Co-gebrandet.

Die Autoren waren bei der Auswahl der verwendeten Informationsquellen um größtmögliche Sorgfalt bemüht und übernehmen (wie auch die Sound Money Capital AG und 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).

Sämtliche Publikationen der Sound Money Capital AG bzw. der Incrementum AG sind grundsätzlich Marketingmitteilungen oder sonstige Informationen und keine Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung. Anlageempfehlungen werden von beiden Gesellschaften grundsätzlich nicht publiziert.

Vollumfänglich und ausschließlich verantwortlich für die Inhalte des vorliegenden *In Gold We Trust* Reports ist die Sound Money Capital AG.

Copyright: 2025 Sound Money Capital AG. All rights reserved.

