

Compact Version

In Gold We Trust<sup>®</sup>  
Report

17. Mai 2024

Den 440-seitigen  
*In Gold We Trust*-Report  
erhalten Sie unter:  
[ingoldwetrust.report](http://ingoldwetrust.report)



# Das neue Gold-Playbook



incrementum

Ronald-Peter Stöferle  
& Mark J. Valek

Wir bedanken uns herzlich bei unseren  
**Premium-Partnern** für die Unterstützung des  
*In Gold We Trust-Reports 2024*



# Inhaltsverzeichnis

Sie halten die Kurzversion des *In Gold We Trust*-Reports 2024 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

## Das Meistern des neuen Gold-Playbooks

Kapitel 9

## Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold

Kapitel 10

## From Wedlock to Deadlock: The East-West Divorce

Kapitel 11

## Dubai, die goldene Oase, die den Goldmarkt der VAE aufblühen lässt

Kapitel 12

## Die ökonomische Lage Chinas und ihre Folgen für die Goldnachfrage

Kapitel 13

## Der Akuma-Afterglow: Eine Japanisierung des Westens?

Kapitel 14

## *The Golden Constant* von Roy Jastram – „Inflationary Deflation“

Kapitel 15

## Imageproblem von Gold im Westen

Kapitel 16

## Kalenderanomalien auf dem Goldmarkt

Kapitel 17

## Das neue Bitcoin-Playbook

Kapitel 18

## Lebenszyklus eines Minenprojekts

Kapitel 29

## Breakout oder Fake-out: Der goldene Moment für Silber?

Kapitel 20

## Asteroiden- und Tiefseebergbau

Kapitel 21

## Science-Fiction oder die nächste Innovationswelle im Minensektor?

Kapitel 22

## Minenaktien – Fundamentale und technische Lage

Kapitel 23

## Technische Analyse

Kapitel 24

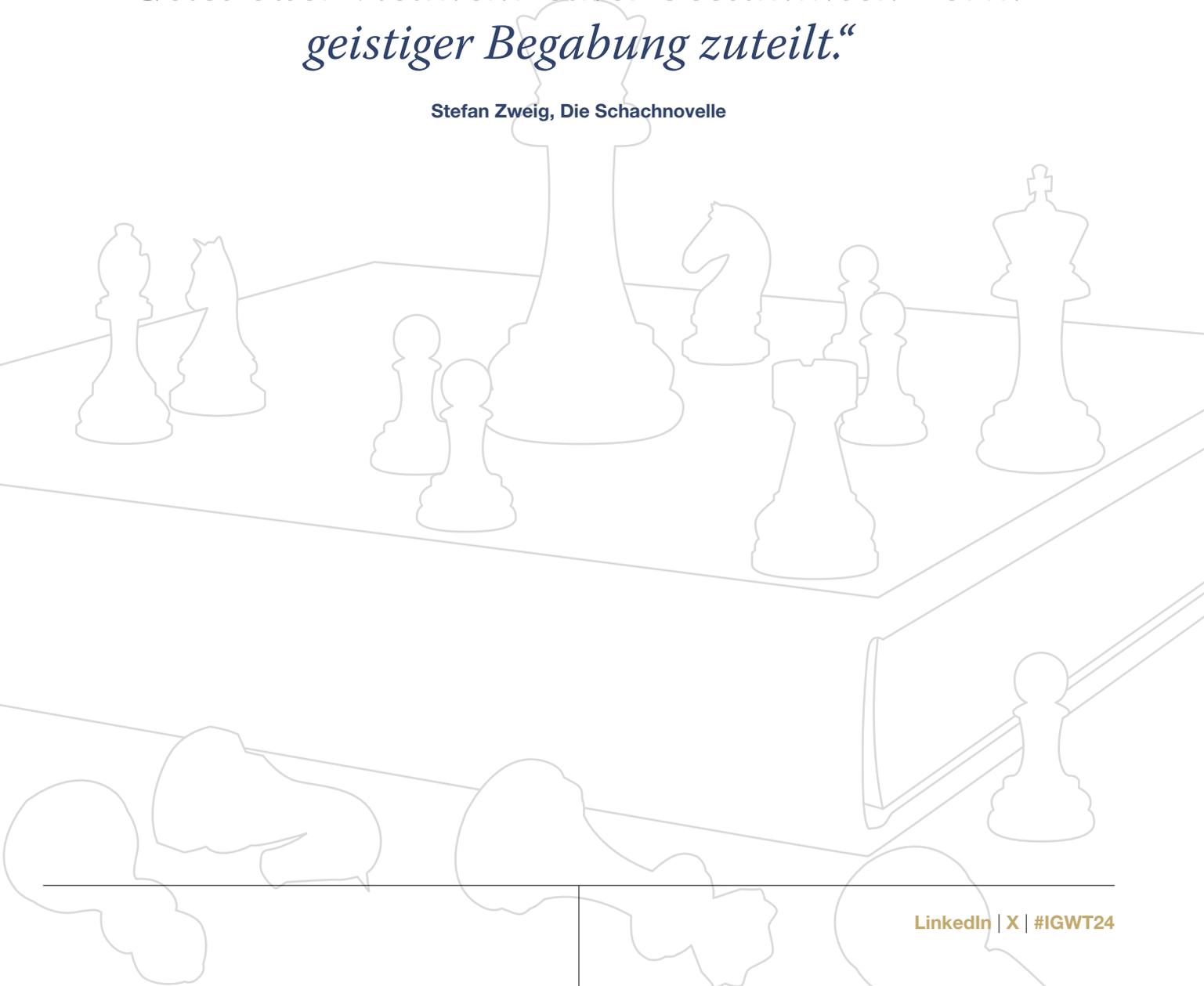
## Quo vadis, aurum?

Seite 18

# Einleitung

*„Ich wusste wohl aus eigener Erfahrung um die geheimnisvolle Attraktion des ‚königlichen Spiels‘, dieses einzigen unter allen Spielen, die der Mensch ersonnen, das sich souverän jeder Tyrannis des Zufalls entzieht und seine Siegespalmen einzig dem Geist oder vielmehr einer bestimmten Form geistiger Begabung zuteilt.“*

Stefan Zweig, Die Schachnovelle



**Kleine Änderungen entfalten mitunter große Wirkung.** So wurde Ende des 15. Jahrhunderts eine weitreichende Veränderung der Schachregeln beschlossen. Die Dame, die bis zu diesem Zeitpunkt nur ein Feld diagonal ziehen durfte, erhielt ihre heutige Bewegungsfreiheit und konnte von nun an über beliebig viele Felder sowohl diagonal als auch vertikal und horizontal ziehen. Die Dame wurde im Zuge dieser Regeländerung unter den sechs verschiedenen Schachfiguren erheblich aufgewertet und avancierte zur schlagkräftigsten Spielfigur.<sup>1</sup> Der Regelwandel erforderte, dass sich Schachspieler ein neues Playbook zu rechtlegen mussten. **Schach blieb Schach, und doch wurde es zu einem gänzlich anderen Spiel.**

Vergleichbar tiefgreifende Veränderungen vollziehen sich aktuell auch auf dem Goldmarkt. Die Regeln im Goldspiel verändern sich auf vielen Ebenen. **Deshalb wollen wir uns in dieser 18. Ausgabe des *In Gold We Trust*-Reports tiefgehend mit den globalen Umwälzungen auseinandersetzen und Ihnen das *neue Gold-Playbook* vorstellen.**

**Manifestiert haben sich die grundlegenden Änderungen nicht zuletzt in der spektakulären Goldpreisentwicklung im Frühjahr.** Der Showdown im Goldpreis, den wir im Vorjahr angekündigt hatten, ist eingetreten. Der Goldpreis durchbrach

**Gold Cup-and-Handle-Formation, in USD, 01/2000–04/2024**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

seine langfristigen Widerstände und ist in nie zuvor gesehene Höhen hochgeschnellt. **Gold und Goldinvestoren betreten nun die *terra incognita*.**

**Beachtlich an diesem Umstand ist, dass all dies in einem Umfeld geschieht, in dem laut bisherigem *Playbook* der Goldpreis eigentlich hätte fallen müssen.** Viele Fragen wirft in diesem Zusammenhang der Zusammenbruch der Korrelation des Goldpreises zu den Realzinsen auf. Im alten Paradigma war es undenkbar, dass der Goldpreis während einer Phase stark steigender Realzinsen fester tendiert.

Diese Gesetzmäßigkeit ist keineswegs die einzige, die seit geraumer Zeit nicht mehr in gewohnter Weise als Erklärung für die

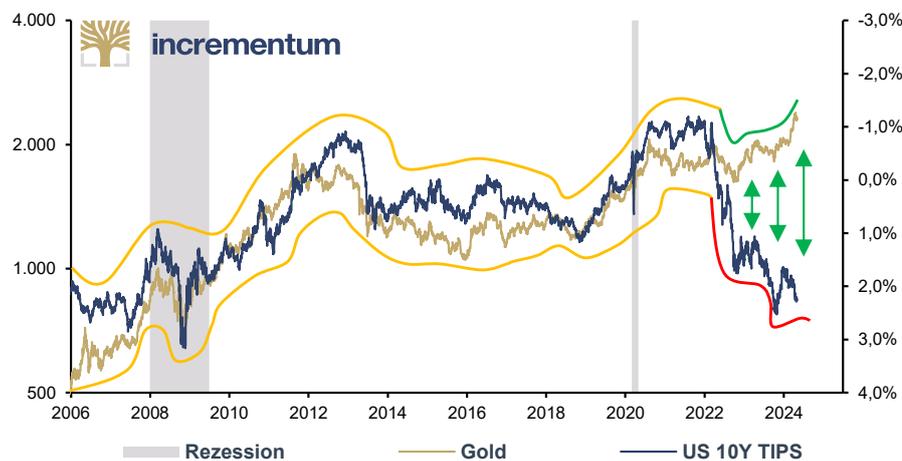
Goldpreisentwicklung herangezogen werden kann. **Vieles spricht dafür, dass das alte Regelwerk in wesentlichen Punkten obsolet wurde und es nun Zeit für ein neues Gold-Playbook ist.**

**Bevor wir dessen Details näher beleuchten, stellt sich zunächst die Frage: Was ist eigentlich ein *Playbook*?** Chat-GPT lieferte uns darauf die folgende Antwort:

*„Ein *Playbook* ist ein umfassendes Dokument oder ein Leitfaden, in dem eine Reihe von Strategien, Verfahren oder Taktiken zur Erreichung bestimmter Ziele beschrieben werden. Es wird häufig in verschiedenen Bereichen wie Wirtschaft, Sport, Militär und Politik verwendet. *Playbooks* enthalten Schritt-für-Schritt-Anweisungen, bewährte Verfahren und Tipps für die effiziente und effektive Ausführung von Aufgaben. ... Insgesamt dient ein *Playbook* als Nachschlagewerk, das Einzelpersonen oder Teams dabei hilft, sich in komplexen Situationen zurechtzufinden und erfolgreich zu sein.“*

**Wir sind davon überzeugt, dass Gold im Rahmen des neuen *Playbooks* die gleiche substanzielle Aufwertung erfährt wie seinerzeit die Dame im Schachspiel.** Gold ist nicht mehr eine Randfigur, bloß eine weitere Investmentmöglichkeit unter vielen, sondern ragt in seiner Bedeutung immer stärker aus dem Spektrum der Anlageinstrumente hervor.

**Gold (lhs, log), und US 10Y TIPS (rhs, invertiert), 01/2006–04/2024**



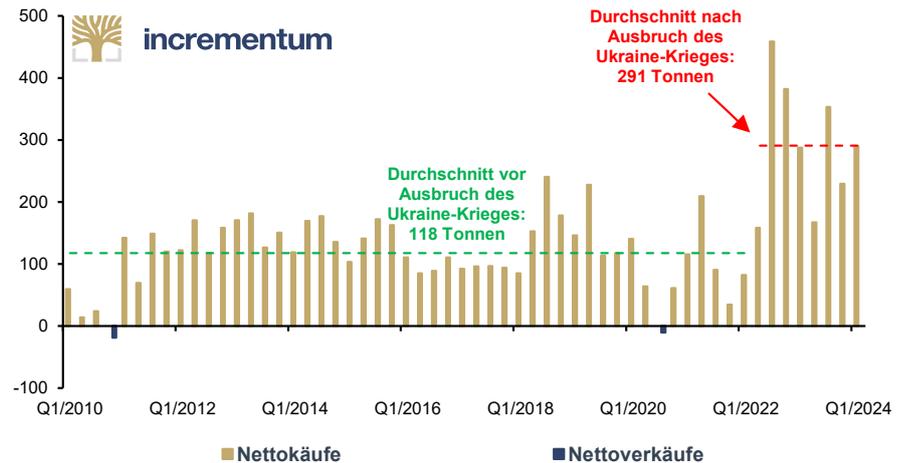
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

## Das neue Gold-Playbook

**Worin liegt nun die Wurzel der fundamentalen Veränderungen am Goldmarkt?** In den vergangenen Jahren fanden auf unterschiedlichen Ebenen strukturelle Veränderungen statt. Ein Jahrzehnt von Null- und Negativzinspolitik hat jegliche Risikoprämien atomisiert und einen systemischen Anreiz zur maßlosen Verschuldung geliefert. Verschärft wurde die Situation durch die Corona-Maßnahmen sowie durch die immensen Kosten für die grüne Transformation, die bis 2050 auf mindestens 100 Bill. USD – das entspricht fast dem jährlichen Welt-BIP – geschätzt werden. Seit Beginn des Ukraine-Krieges kommen nun auch noch der Anstieg bei den Rüstungsausgaben hinzu. So legten die globalen Rüstungsausgaben im Vorjahr inflationsbereinigt um 6,8% auf 2,44 Bill. USD zu. Das ist der größte Anstieg seit 2009.

Diese vielschichtigen Änderungen, die auf den Goldmarkt einwirken, wurden von uns in den letzten *In Gold We Trust*-Reporten adressiert und im Detail analysiert: 2020 in „Aufbruch in eine goldene Dekade“, 2021 in „Monetärer Klimawandel“, 2022 in „Stagflation 2.0“ und nicht zuletzt im vergangenen Jahr in „Showdown“.

### Weltweite Goldkäufe der Zentralbanken, in Tonnen, Q1/2010–Q1/2024



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

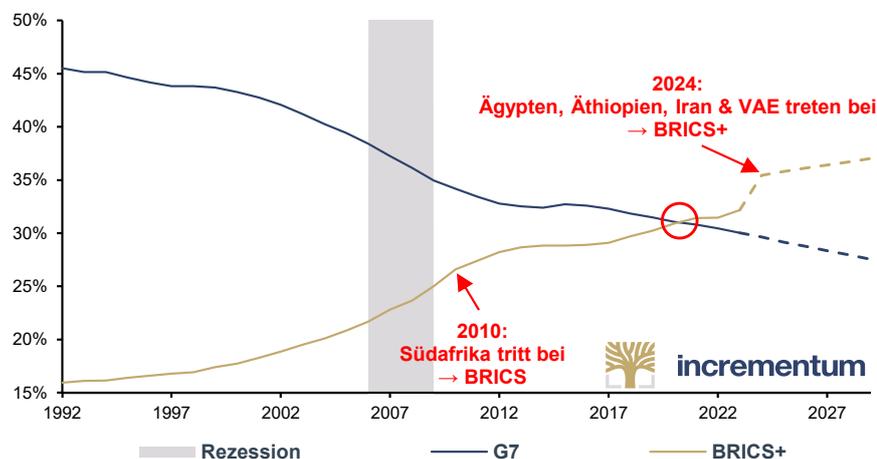
### Der geopolitische Showdown

**Inmitten der herausforderndsten geopolitischen Spannungen seit Jahrzehnten findet eine Rückbesinnung auf Gold als neutrales Reserveasset statt.** Besonders evident wird dieser Umstand durch die rekordhohen Goldkäufe der Notenbanken. Im *In Gold We Trust*-Report 2022 „Stagflation 2.0“ hatten wir bereits darauf hingewiesen, dass die Sanktionierung der russischen Währungsreserven durch die USA und die EU „in die (Währungs-) Geschichte eingehen“ würde. Und weiters, dass „Gold als neutrale Währungsreserve als einer der Profiteure des beunruhigenden Krieges hervorgehen wird“. Wie erwartet ist eine der Konsequenzen des folgenreichen Beschlusses vom 26. Februar 2022, dass internationale Notenbanken ihre Goldkäufe massiv beschleunigt haben.

Das Einfrieren der russischen Währungsreserven führte der Welt eindrücklich vor Augen, dass **schuldenbasierte Währungsreserven letztlich nur ein Versprechen darstellen und im Konfliktfall von einem Moment auf den anderen zu wertlosen Datenbankeinträgen umgewandelt werden können.** Die Einzigartigkeit des Goldes als neutrale Reservewährung ohne Gegenparteiisiko wird nun wiederentdeckt. Die strukturell erhöhte Notenbanknachfrage ist ein wesentlicher Mosaikstein des neuen Playbooks, vor allem weil Notenbanken relativ wenig preissensitiv agieren. **Man könnte sagen: Zentralbanken haben einen „Floor“ unter den Goldpreis eingezogen.**

**Inzwischen geht der geopolitische Showdown in die nächste Runde.** Während der Krieg in der Ukraine weiterhin wütet, ist der Nahe Osten infolge des Terrorangriffs der Hamas am 7. Oktober 2023 zu einem zusätzlichen Schauplatz außergewöhnlicher geopolitischer Spannungen geworden. Die verschärfte Lage im Nahen Osten fügt sich in das komplexe Netzwerk internationaler Beziehungen ein, wobei besonders die Positionierungen von **China und Russland auf der einen Seite und dem Westen auf der anderen Seite** zu beachten sind. Erstere zeigen eine Unterstützung für den Iran und dessen Verbündete, was das traditionelle Bündnis des Westens mit Israel herausfordert. **Folgendes Zitat von**

### Anteil am globalen BIP (PPP), G7 und BRICS+, 1992–2029e



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

Zbigniew Brzezinski aus seinem 1997 erschienenen Buch „The Grand Chessboard“ könnte sich als prophetisch erweisen:

„Potentially, the most dangerous scenario would be a grand coalition of China, Russia, and perhaps Iran, an , antihegemonic‘ coalition united not by ideology but by complementary grievances. It would be reminiscent in scale and scope of the challenge once posed by the Sino-Soviet bloc, though this time China would likely be the leader and Russia the follower.“

## Emerging Markets im Aufwind

2024 wird rund die Hälfte des Welt-BIPs von den Schwellenländern erwirtschaftet, im Jahr 2000 betrug deren Anteil lediglich 19%. 66% des globalen BIP-Wachstums in den letzten 10 Jahren wurden von den Emerging Markets generiert. Ein Großteil der Schwellenländer weist ein deutlich größeres Faible für Gold auf als die Industrienationen. Daraus wird sich ein natürliches, langfristiges Wachstum der Goldnachfrage speisen.

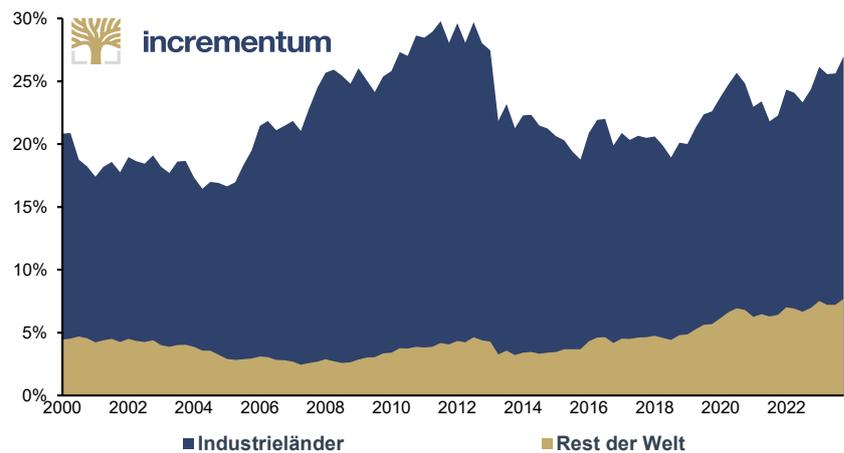
Die zunehmende wirtschaftliche und politische Bedeutung der Schwellenländer zeichnet sich bereits seit vielen Jahren

## PBoC-Goldreserven (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2020–04/2024



Quelle: World Gold Council, Reuters Eikon, Incrementum AG

## Goldanteil an den Währungsreserven, Q1/2000-Q4/2023



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

ab. Es scheint jedoch, als nähme die Unzufriedenheit mit der bestehenden globalen Ordnung tagtäglich zu. Diverse internationale Institutionen, die weitgehend westlich dominiert sind, werden vermehrt hinterfragt, während das Bündnis rund um die BRICS-Staaten regen Zulauf erfährt.

Erst zu Beginn dieses Jahres wurden mit Ägypten, Äthiopien, dem Iran und den Vereinigten Arabischen Emiraten 4 neue Mitgliedsländer aufgenommen. Auch das geopolitisch an Einfluss gewinnende Saudi-Arabien wird wohl dem Bündnis beitreten. Bislang hat Saudi-Arabien die Annahme der Einladung zu den BRICS+ allerdings noch nicht offiziell bestätigt. Das Zögern zeigt, dass einem Beitritt die Bedeutung einer historischen Weichenstellung bei-

gemessen wird. Inklusive Saudi-Arabien kämen die BRICS+ auf 43% der weltweiten Erdölförderung und 44% der weltweiten Ölreserven.

Seit Jahren weisen die BRICS+-Staaten einen erheblichen Handels- und Leistungs-bilanzüberschuss gegenüber dem Westen auf. Ein stetig steigender Goldanteil an den Währungsreserven der Schwellenländer ist die Manifestation dieser Entwicklung. Das ähnelt der Situation nach dem 2. Weltkrieg, als Europa, insbesondere Deutschland und Frankreich, infolge hoher Leistungsbilanzüberschüsse ihre Goldreserven sukzessive aufstockten. Die US-Goldreserven gingen im Zuge des Gold Drains hingegen fast auf ein Viertel oder etwas mehr als 8.000 Tonnen zurück. Während in den 1960er-Jahren von einem Gold Drain aus den USA die Rede war, zeichnet sich gegenwärtig angesichts der deutlich zunehmenden Goldnachfrage ein Gold Gain in den Emerging Markets ab.<sup>3</sup>

Die Renaissance von Gold zeigt sich auch daran, dass die Weltbank Ende Februar ein „Gold Investing Handbook for Asset Managers“ publizierte. Darin werden explizit mehrere Studien zitiert, welche die Eigenschaften des Goldes als Diversifikator insbesondere bei Abwärtsvolatilitäten eindrücklich bestätigen. Zudem wird Notenbanken ein Goldanteil von bis zu 22% empfohlen.<sup>4</sup>

Unter den Zentralbanken baut insbesondere die PBoC ihre Goldreserven fortlaufend aus. Bereits 18 Monate in Folge wurden Zukäufe registriert. Der Chart zeigt: Der Tiefpunkt der Goldpreise im Jahr 2022 fiel in denselben Monat, in dem die Goldkäufe der chinesischen Zentralbank an Fahrt aufnahmen.

Treue Leser wissen, dass wir den fortschreitenden Prozess der De-Dollarization bereits seit vielen Jahren analysieren.<sup>5</sup> Der Begriff De-Dollarization wird naturgemäß unterschiedlich interpretiert. Zur Klarstellung: Wir verstehen darunter nicht, dass dieser Prozess dazu führen wird, dass der US-Dollar durch eine andere Fiatwährung als Weltleitwährung abgelöst wird. Unter den „blinden Fiatwährungen“ ist der „einäugige“ US-Dollar bis auf weiteres König. Auch konnte im Wettbewerb zwischen den BRICS+ und dem Team US-Dollar letzteres Team erst kürzlich einen Erfolg verbuchen. So hat sich Argentinien unter dem neuen libertären Präsidenten Javier Milei dazu entschlossen, die Einladung zu den BRICS+ auszuschlagen und sich stattdessen enger an den US-Dollar – und auch an die NATO – zu binden.

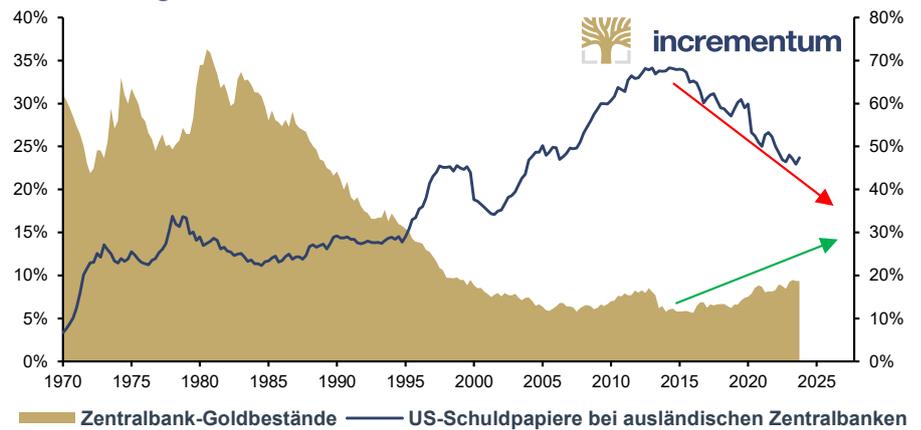
Die BRICS+-Staaten werden wohl die nächste Runde dieses fortlaufenden Wettbewerbs im Rahmen ihrer jährlichen Konferenz, welche Ende Oktober in Russland stattfinden wird, einläuten.

Gold (lhs), in USD, und MSCI Emerging Markets (rhs), in USD, 01/2000–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

US-Schuldypapiere bei ausländischen Zentralbanken (lhs), in % der gesamten Schuldypapiere, und Zentralbank-Goldbestände (rhs), in % der Währungsreserven, Q1/1970–Q4/2023



Quelle: Crescat Capital, Reuters Eikon, Incrementum AG

Zahlreiche Länder von Kuwait über Venezuela, Thailand, Kasachstan und Nigeria gelten als Kandidaten für einen Beitritt. Unter den Ländern, die ein erstes Interesse an einer BRICS+-Mitgliedschaft bekundet haben, sind mit dem Nato-Land Türkei und Mexiko, wegen seiner direkten Grenze mit den USA, auch zwei Länder mit besonderer geopolitischer Brisanz unter den Interessenten.

Aktuell deutet vieles darauf hin, dass sich das bipolare System, das sich in den letzten Jahren abzeichnen begonnen hat, weiter formiert. Bereits im März 2022 hatte Zoltan Pozsar mit seinem Artikel „Bretton Woods III“ diese Debatte um eine neue Weltwährungsordnung angestoßen. Er schloss seine Ausführungen mit fol-

gender 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).“<sup>6</sup> Wohin genau uns diese Reise führen wird, weiß derzeit wohl noch niemand. Dass wir unwiderlich auf der Reise in eine neue globale (Währungs-)Ordnung sind, steht allerdings außer Frage. Für staatliche Akteure wie Notenbanken und Staatsfonds wird Gold immer mehr zur goldenen Dame am geökonomischen Schachbrett.

### Privatanleger aus den Emerging Markets im Goldrausch

Nicht nur staatliche Akteure der Emerging Markets sind im Goldfieber, sondern auch Privatpersonen. Treue Leser kennen unsere These, wonach Gold seit jeher aus jenen Ländern abwandert, in denen der Kapitalstock aufgezehrt wird, und in jene Länder fließt, in denen Kapitalaufbau stattfindet, die Wirtschaft prosperiert und das Sparvolumen steigt. Die Römer hatten dies bereits vor mehr als 2.000 Jahren festgestellt, als Chinesen und Inder im Tausch gegen Gewürze und Seide lediglich Gold und keine römischen Waren akzeptierten.

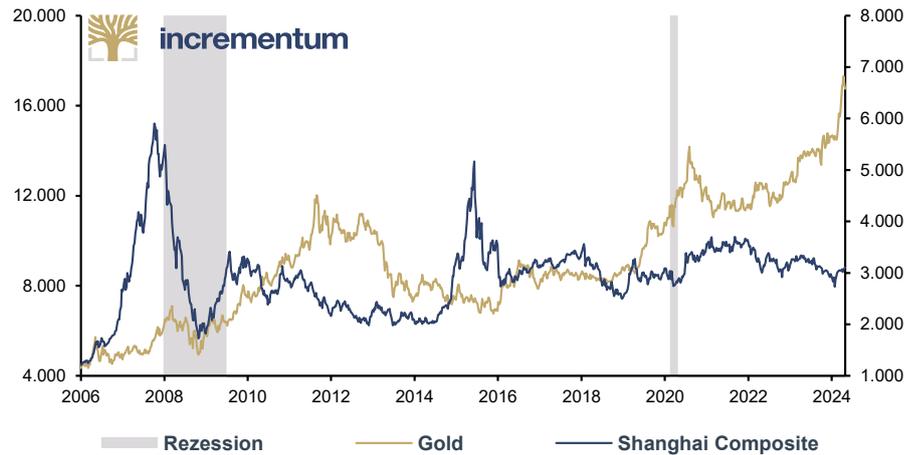
Gemessen an der jährlichen physischen Goldnachfrage stieg der Anteil der Schwellenländer in den vergangenen fünf Jahren auf 70%. Mehr als die Hälfte entfiel dabei auf China und Indien. Die prägende historische Erfahrung finanzieller Repression, eines instabilen Geldwesens und der damit verbundenen Kaufkraftverluste dürften – abgesehen von kulturellen und religiösen Aspekten – die ausschlaggebenden Faktoren für die höhere Basisnachfrage nach Gold sein. Im nachfolgenden Chart erkennt man, wie hoch die Korrelation zwischen der wirtschaftlichen Entwicklung der Emerging Markets – gemessen am MSCI Emerging Markets – und dem Goldpreis ist. Es ist aber auch ersichtlich, dass sich der Gleichlauf seit 2022 verringert hat und eine Divergenz aufgetreten ist.

Die vereinfachte Formel könnte also lauten: Wer auf langfristiges Wachstum in den Emerging Markets setzen möchte, der sollte auch auf Gold setzen. Oder, wie es Louis-Vincent Gave ausdrückte: „Gold is a low-beta emerging market proxy.“

## Goldfieber im Reich der Mitte

Einer der wichtigsten Faktoren für die jüngste Goldhausse stellt zweifelsohne die enorme Nachfrage aus China dar. Die chinesische Goldnachfrage wird nicht mehr nur durch die PBoC, sondern zunehmend

## Gold (lhs), in CNY, und Shanghai Composite (rhs), in CNY, 01/2006–04/2024



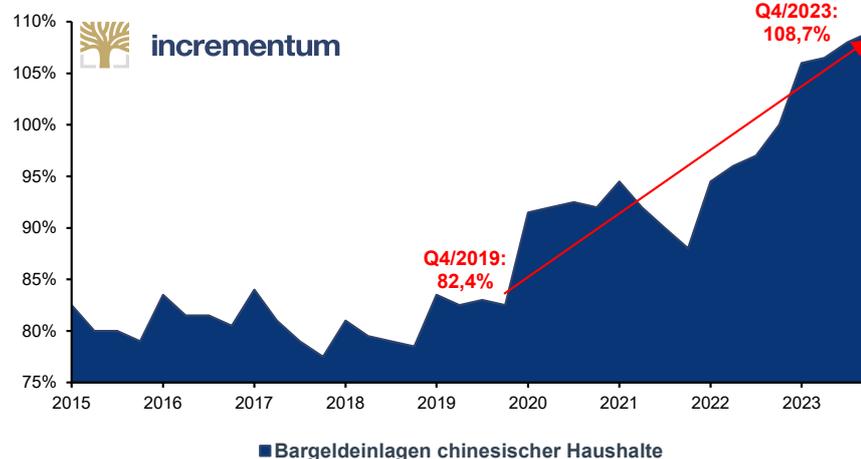
auch durch chinesische Privatanleger genährt. Die finanzielle Lage in China könnte man mit „Schrumpfender Pool an Investmentmöglichkeiten trifft auf hohe Liquidität“ zusammenfassen.

Nachdem der traditionell für die Altersvorsorge genutzte chinesische Immobilienmarkt in Turbulenzen geraten ist, besteht ein immenser Bedarf nach Alternativen. Auch chinesische Anleihen und Sparkonten werden angesichts des anhaltenden Zinsrückgangs unattraktiver, während chinesische Aktien seit 2016 de facto (volatil) seitwärts tendieren. Trotz einer Rally von fast 15% seit Februar bis Ende April liegen die chinesischen Aktienindizes weiterhin deutlich unter ihren historischen Höchstständen.

Diese Unsicherheitsfaktoren kombiniert mit weiterhin hoher Liquidität – die Bargeldbestände der chinesischen Bevölkerung sind auf einem Rekordhoch – schaffen hervorragende Bedingungen für Investitionen in Gold. In diesem Zusammenhang ist es bemerkenswert, wie das chinesische Horoskop die Investmentkultur beeinflusst. 2024 steht im Zeichen des Drachens, der im chinesischen Tierkreis Vitalität, Kraft und Dominanz symbolisiert. Dies beflügelt die Wertschätzung für solide, wertbeständige Anlagen wie Gold.

Der enorme chinesische Goldappetit lässt sich auch anhand der Prämie für chinesisches Gold im Vergleich zu den LBMA-Preisen ablesen. Die hohe inländische Nachfrage in China speist sich mittlerweile auch aus der Jugend Chinas, die seit einiger Zeit „Gold Beans“ als Investment für sich entdeckt hat. Zudem könnten Importbeschränkungen oder Zölle auf Goldimporte die Preise in China künstlich hochhalten. Ein weiterer Grund dürfte der Rückzug Chinas aus den Goldauktionen der LBMA im letzten Jahr sein, was möglicherweise das Volumen des nach China fließenden Goldes eingeschränkt hat.

## Bargeldeinlagen chinesischer Haushalte, in % des BIP, Q1/2015–Q4/2023



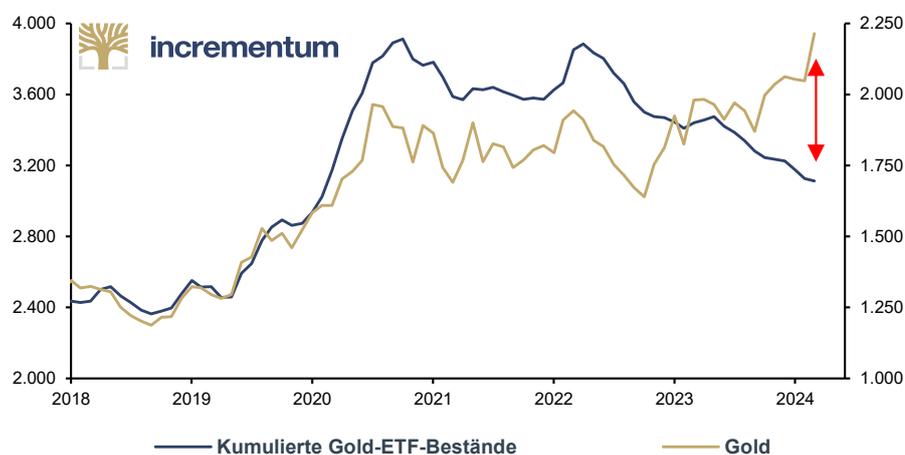
## Der marginale Gold(ver)käufer übersiedelt von West nach Ost

**Ganz anders als in den Emerging Markets sieht das Bild im Westen aus.** Die einst starke Bindung zwischen der Investorennachfrage aus dem Westen und dem Goldpreis hat sich in den letzten Quartalen aufgelöst. Angesichts des Rekordlaufs von Gold hätte man wohl erwartet, dass die ETFs Rekordzuflüsse verbuchen würden. Doch erstens kommt es anders und zweitens als man denkt: Netto flossen 760 Tonnen Gold, d. h. 20%, seit 04/2022 aus ETFs ab. Gemäß altem Gold-Playbook müsste angesichts der gesunkenen ETF-Bestände Gold bei ungefähr 1.700 USD notieren.

**Folglich ist ein wesentliches Element des neuen Gold-Playbooks, dass der westliche Finanzinvestor nicht mehr der marginale Käufer bzw. Verkäufer von Gold ist.<sup>7</sup>** Die signifikante Nachfrage der Notenbanken und privater asiatischer Investoren sind hauptverantwortlich dafür, dass der Goldpreis auch im Umfeld steigender Realzinsen reüssieren konnte.

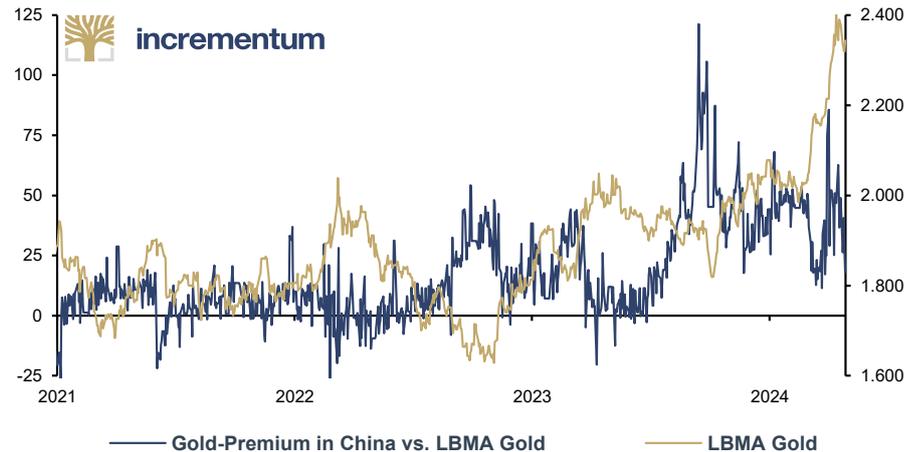
**Wie lässt sich das abnehmende Interesse der westlichen Finanzinvestoren für Gold eigentlich erklären?** Unserer Meinung nach scheint es, als hielten die westlichen Anleger weiter stur am alten Playbook für Gold fest: steigende Realzinsen = niedriger Goldpreis -> netto ETF-Goldverkäufe.

## Kumulierte Gold-ETF-Bestände (lhs), in Tonnen, und Gold (rhs), in USD, 01/2018–03/2024



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

## Gold-Premium in China vs. LBMA Gold (lhs), in USD, und LBMA Gold, in USD, 01/2019–04/2024



Quelle: World Gold Council, Incrementum AG

**Eine Reduktion der Gold ETF-Bestände bei steigenden Realzinsen ist aus Sicht der Akteure im Westen durchaus eine rationale Entscheidung, sofern sie davon ausgehen, dass:**

1. sie keinen erhöhten Gegenparteirisiken ausgesetzt sind und daher keinen Bedarf für einen ausfallsicheren Vermögenswert haben.
2. die Realzinsen künftig auch positiv bleiben bzw. dass keine zweite Inflationswelle auftreten wird.
3. sie Opportunitätskosten erleiden, wenn sie klassische Assetklassen wie Aktien und Anleihen oder auch „Betongold“ zu Lasten von Gold untergewichten.

**Unserer Meinung nach sollten alle drei Annahmen in Frage gestellt werden – und das besser früher als später:**

**Ad 1:** Auch wenn das Gegenparteirisiko bei Veranlagungen in westliche Staatsanleihen generell ausgeblendet wird, sorgt vor allem der stark steigende Zinsdienst zunehmend für Unwohlsein. Etwaige Reste budgetärer Vernunft wurden spätestens im Rahmen der Corona-Politik völlig über Bord geworfen. Die „schwäbische Hausfrau“ ist tot.

Dieser *monetäre Klimawandel* hat sich auch nach Ende der Pandemie weiter fortgesetzt. Doch bewegt sich diese budgetäre Nonchalance nun in einem Umfeld stark gestiegener Zinsen und nicht mehr in einem mit Niedrig- oder sogar Negativzinsen. Für die deutschen Bundesschulden musste 2023 rund 10-mal so viel für Zinszahlungen aufgewendet werden als noch 2021.

**Eine zunehmend etatistische Grundhaltung hat sich in vielen Ländern durchgesetzt.** Passenderweise jährt sich heuer die Veröffentlichung von „Der Weg zur Knechtschaft“ von Friedrich A. Hayek zum 80. Mal. Dieses Buch widmete Hayek bekanntlich den Sozialisten in allen Parteien. Denn zusätzlich zu exorbitant teuren Projekten wie dem *Inflation Reduction Act* und dem *Europäischen Green Deal* sowie den stark steigenden Ausgaben eines infolge

der Alterung und der Einwanderung strukturell insolventen Sozialsystems sind westliche Regierungen nun auf der Suche nach Finanzierungsquellen, um die angekündigten Erhöhungen der Rüstungsausgaben zu finanzieren.

Zusätzlich verschlechtert sich die ohnehin bereits prekäre Haushaltssituation vieler Staaten wegen der zuletzt deutlich gestiegenen Zinsen. Dabei muss auch noch der erhebliche Anstieg der Staatsverschuldung im Gefolge der Corona-Pandemie und der Energiekrise verdaut werden. **Im Vergleich zu Q4/2019, also dem Vorabend der Pandemie, ist der US-Schuldenstand um 11 Bill. USD – und damit um rund ein Drittel – angestiegen.**

**Ad 2: Historisch betrachtet führte eine Überschuldung meist zu Staatsfinanzierung durch die Notenbanken, verstärkter finanzieller Repression und dem Einsatz der Inflationssteuer.** In diesem Fall würden die Realzinsen aufgrund einer neuen Inflationswelle erneut sinken und naheliegenderweise würden dann alle Argumente für eine verstärkte Anlage in Gold sprechen.

**Ad 3: Die Opportunitätskosten wären im Falle eines schwächelnden Aktienmarktes aus Sicht eines (potenziellen) Goldinvestors gering.** Ein Abrutschen der Ak-

### Kumulierte Gold-ETF-Bestände (lhs), in Tonnen, und US Realzinsen (invertiert, rhs), 01/2004–03/2024



Quelle: World Gold Council, Reuters Eikon, Incrementum AG

tiemärkte wäre wohl bei einem deutlichen Abkühlen der US-Wirtschaft, erst recht beim Abgleiten der USA in eine Rezession zu erwarten. Im Umkehrschluss hat sich historisch gezeigt, dass Gold in Rezessionen ein hervorragender Portfoliobaustein war. Umfangreiche Analysen haben wir hierzu im *In Gold We Trust*-Report 2023 publiziert.<sup>8</sup>

Weil allen voran westliche Finanzinvestoren noch nicht realisiert haben, dass es eine neue Version des Gold-Playbooks gibt, bleibt Gold zwar in aller Munde, aber befindet sich bei weitem nicht in allen Depots. Es scheint, als hätten westliche (Finanz-)Investoren zunächst die Einladung zur Goldparty ausgeschlagen. Nun, da die

Party in Schwung kommt, wollen sie ihren Irrtum nicht eingestehen. Daher könnte es passieren, dass sie erst zu dieser Party kommen, wenn diese bereits voll im Gange ist, allerdings zu viel höheren „Eintrittspreisen“.

### Die geringe Goldaffinität in weiten Teilen der Anlegerschaft bestätigte zuletzt auch eine Studie der Bank of America.

Tatsächlich haben 71% der US-Berater eine geringe bis gar keine Goldallokation, d. h. weniger als 1% ihres Portfolios. Ein ähnliches Desinteresse sehen wir auch bei den Goldminenaktien, die angesichts der enttäuschenden Performance ihr Vertrauenskapital bei Anlegern weitgehend verspielt haben.

### Das neue Gold-Playbook und die Konkurrenz von Bitcoin

Ein wesentlicher neuer Aspekt im neuen Gold-Playbooks ist, dass sich Bitcoin als ernstzunehmender Wettbewerber von Gold etabliert hat. Die digitale Währung fordert den Status des Edelmetalls als wichtigste nicht-inflationierbare Wertanlage heraus.

Bis zu einer möglichen Wachablöse ist es aber noch ein weiter Weg. So trägt die Marktkapitalisierung allen geförderten Goldes per 30. April ungefähr 15,6 Bill. USD – 212.582 Tonnen zum Preis von

### Performance des S&P 500 vs. Gold in S&P 500-Bärenmärkten, 1929–2024

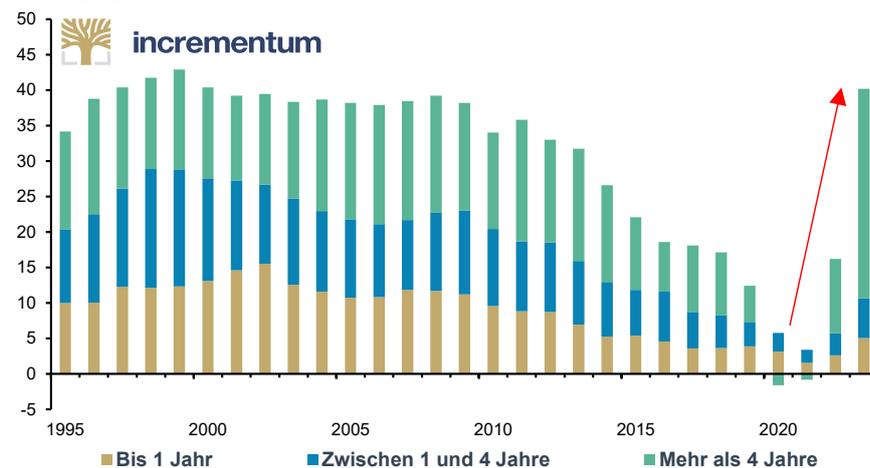
Datum des Höchststandes	Datum des Tiefstandes	S&P 500	Gold	Gold relativ zum S&P 500
16.09.1929	01.06.1932	-86,19%	0,29%	86,48%
02.08.1956	22.10.1957	-21,63%	-0,11%	21,52%
12.12.1961	26.06.1962	-27,97%	-0,06%	27,91%
09.02.1966	07.10.1966	-22,18%	0,00%	22,18%
29.11.1968	26.05.1970	-36,06%	-10,50%	25,56%
11.01.1973	03.10.1974	-48,20%	137,47%	185,67%
28.11.1980	09.08.1982	-27,27%	-45,78%	-18,51%
25.08.1987	20.10.1987	-35,94%	1,38%	37,32%
16.07.1990	11.10.1990	-20,36%	6,81%	27,17%
17.07.1998	08.10.1998	-22,29%	1,71%	24,00%
24.03.2000	10.10.2002	-50,50%	11,18%	61,68%
11.10.2007	06.03.2009	-57,69%	25,61%	83,30%
21.09.2018	26.12.2018	-20,21%	5,59%	25,80%
19.02.2020	23.03.2020	-35,41%	-3,63%	31,78%
03.01.2022	10.12.2022	-25,43%	-7,08%	18,35%
	<b>Mittelwert</b>	<b>-35,33%</b>	<b>8,19%</b>	<b>44,01%</b>
	<b>Median</b>	<b>-27,97%</b>	<b>0,29%</b>	<b>27,17%</b>

Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

2.288 USD pro Unze. Bei einem Preis von knapp 60.000 USD pro Bitcoin Ende April steht die Marktkapitalisierung von Bitcoin bei rund 1,2 Bill. USD. Das entspricht circa 7,7% der Marktkapitalisierung von Gold. Unter der Annahme eines unveränderten Goldpreises müsste sich der BTC-Preis fast verdreifachen, um beispielsweise 20% der Marktkapitalisierung von Gold zu erreichen.

**Dass Gold im Universum der nicht-inflationierbaren Assets neue Konkurrenz erhalten hat, muss jedoch für Gold nicht per se nachteilig sein.** Nach dem Motto „Konkurrenz belebt das Geschäft“ ist es durchaus denkbar, dass eine kritische Auseinandersetzung mit der Nicht-Nachhaltigkeit des derzeitigen Geldsystems zusätzliches Interesse für Gold generiert. Das wäre insbesondere dann der Fall, wenn mehr und mehr Anleger realisieren, dass aus portfoliotechnischen Überlegungen eine kombinierte Veranlagung in Gold und Bitcoin risikoadjustiert der jeweiligen Einzelveranlagung überlegen ist. Unser Credo lautet seit Jahren: „Gold für Stabilität, Bitcoin für Konvexität.“ Auch wenn die beiden Anlageklassen unterschiedlich sind, so ist der Kauf beider Assets eine aktive Entscheidung, der Fiat-Welt den Rücken zu kehren.<sup>9</sup>

## Deutsche Zinszahlungen nach ausstehender Laufzeit, in Mrd. EUR, 1995–2024

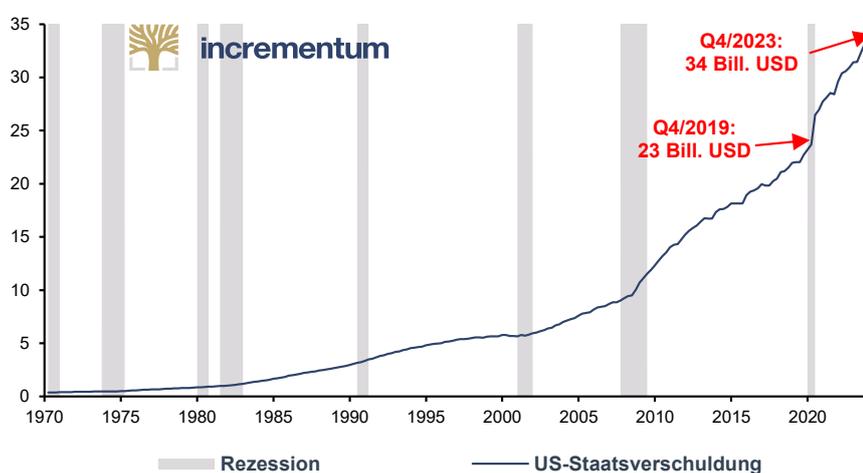


## Weitere Höhepunkte des diesjährigen *In Gold We Trust-Reports*

- Wir analysieren im Detail, welche konkreten Folgen das neue Gold-Playbook auf die Anlageentscheidungen hat. Zudem stellen wir unsere Adaption des 60/40-Portfolios, die sich aus dem neuen Gold-Playbook ableitet, und das neue *Incrementum Active Aurum-Signal* vor. Dieses Signal hilft dabei, den optimalen Zeitpunkt für eine stärkere Gewichtung von *Performance-Gold* zu bestimmen.  
→ Kapitel „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“

- Angesichts der sich langsam verfestigenden Zweiteilung der Welt ist das Thema der De-Dollarization nicht mehr nur eine theoretische Überlegung, sondern manifestiert sich immer häufiger in (wirtschafts-)politischen Beschlüssen, internationalen Vereinbarungen und im Alltag.  
→ Kapitel „Der Drache betritt die Bühne: De-Dollarization und die Sehnsucht des Ostens nach Gold“
- Wir führen eine anregende Diskussion mit Brent Johnson und Louis-Vincent Gave über die Multipolarität der globalen Währungsordnung, den Status des US-Dollars als globale Reservewährung und die Inflation.  
→ Kapitel „Debatte zwischen Brent Johnson und Louis-Vincent Gave – From Wedlock to Deadlock: The East-West Divorce“
- Die wachsende Bedeutung nicht-westlicher Staaten zeigt sich auch an den Vereinigten Arabischen Emiraten und insbesondere an der Entwicklung von Dubai für den globalen Goldhandel.  
→ Kapitel „Dubai, die goldene Oase, die den Goldmarkt der VAE aufblühen lässt“

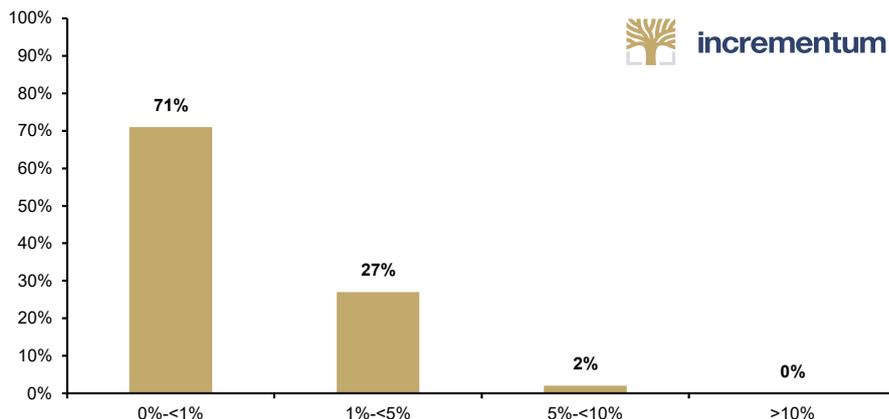
## US-Staatsverschuldung, in Bill. USD, Q1/1970–Q4/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

- Außerdem gehen wir der Frage nach, ob Gold im Westen durch eine geschickte Stigmatisierung zum unberührbaren Metall wird. Anders gesagt: Besteht im Westen zunehmend ein Goldverbot im Kopf?  
→ Kapitel „Das Imageproblem von Gold im Westen“
- Nicht fehlen darf ein Update zur Situation von Silber, dem oft als „kleinen Bruder“ bezeichneten Edelmetall, das von der Energiewende in besonderem Maße profitieren könnte.  
→ Kapitel „Breakout oder Fake-out: Der goldene Moment für Silber?“
- Zudem unternehmen wir dieses Jahr einen Ausflug in die (ferne?) Zukunft und in bislang unerforschte Welten.  
→ „Asteroiden- und Tiefseebergbau: Science-Fiction oder Innovationswelle im Minensektor?“
- Traditionellerweise widmet sich der *In Gold We Trust*-Report in einem Kapitel Bitcoin, dem digitalen Gold. Im Zentrum des Kapitels steht das neue Bitcoin-Playbook nach dem Halving Mitte April und der sich rasch nähernden absoluten Knappheit von Bitcoin. Zudem präsentieren wir unsere Idee des *Freebitcoin* analog zu *Freegold*.  
→ Kapitel „Das neue Bitcoin-Playbook“

### Gold-Allokation von US-Vermögensberatern, 2023



Quelle: BofA Global Research, Crescat Capital, Incrementum AG

- Zusätzlich zu den beiden traditionellen Kapiteln „*Minenaktien – Fundamentale und technische Lage*“ und „*Technische Analyse*“ setzen sich drei weitere Kapitel im diesjährigen *In Gold We Trust*-Report mit unterschiedlichen Aspekten des *Performance-Golds* auseinander:  
→ „Eine alternative Perspektive auf die Goldpreisbildung basierend auf Fundamentaldaten“  
→ „Kalenderanomalien auf dem Goldmarkt“  
→ „Die Bewertung und das Beta des Goldminensektors“

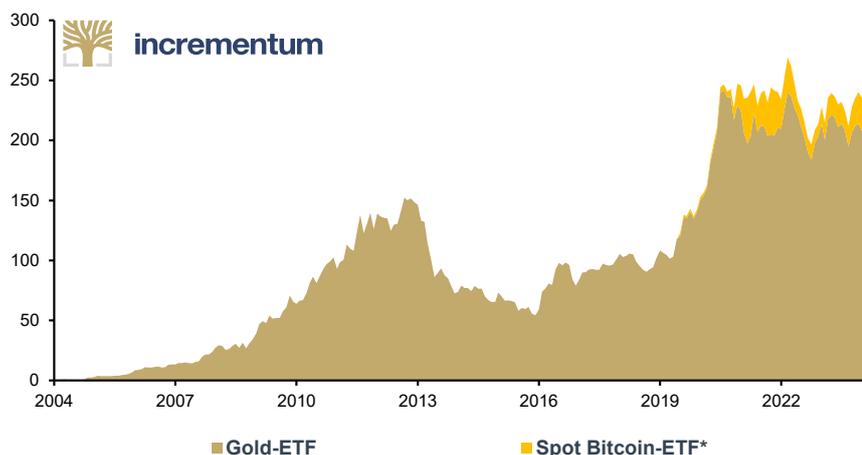
## Herzlichen Dank!

„Fast alle Bücher über Gold sind langweilig“, so beginnt Roland Baader das Vorwort zu seinem Buch „Gold: Letzte Rettung oder Katastrophe?“. Mit unserem *In Gold We Trust*-Report versuchen wir auf informative Art und Weise das Gegenteil zu beweisen: **Gold ist immer interessant, denn im Gold spiegelt sich der Zustand der globalen Ökonomie, der Währungsarchitektur, aber auch der Gesellschaft wider.**

Der *In Gold We Trust*-Report strebt Jahr für Jahr danach, seinem Ruf als „Goldstandard der Goldstudien“ (Wall Street Journal) gerecht zu werden und dem Anspruch, die weltweit anerkannteste, meistgelesene und vollumfänglichste Analyse zum Thema Gold zu genügen. Dabei sind Sie, liebe Leserinnen und Leser, unser größter Ansporn. Wir danken Ihnen für Ihr Interesse und das Vertrauen, das Sie unseren Analysen entgegenbringen.

Jedes Jahr ziehen wir uns für einige Wochen in unsere Kemenaten zurück, um nachzudenken, Daten und Fakten zu recherchieren 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.

### Gold-ETF- und Spot Bitcoin-ETF-Bestände, in Mrd. USD, 01/2004–03/2024



Quelle: hildobby, Reuters Eikon, Incrementum AG  
\*GBTC-Bestände für den Zeitraum vor dem Spot Bitcoin-ETF-Handel (11/01/2024)

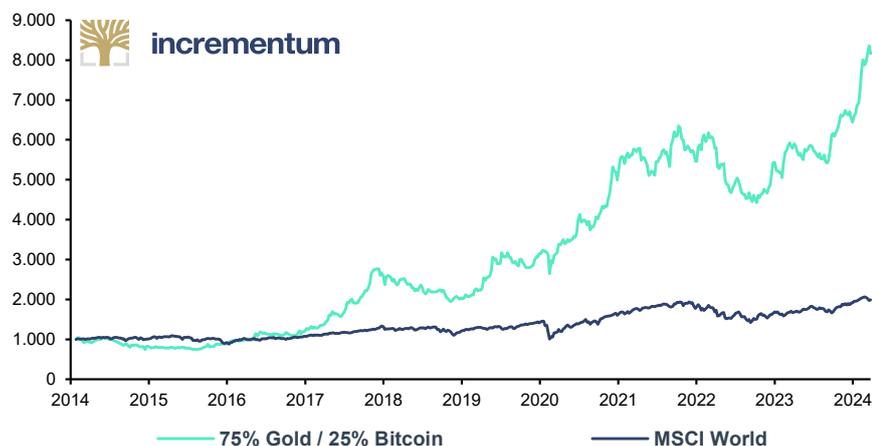
ren. Wir geben gerne zu, dass uns dies in Jahren mit deutlichen Goldpreissteigerungen etwas leichter von der Hand geht.

Diese 18. Ausgabe des *In Gold We Trust*-Reports wartet mit einer Premiere auf: Zum ersten Mal fungiert unsere neu gegründete *Sound Money Capital AG* als Herausgeberin. Der *In Gold We Trust*-Report erscheint aber weiterhin selbstverständlich in Zusammenarbeit mit der *Incrementum AG*. An dieser Stelle wollen wir ein Wort des Dankes an unsere Kollegen bei der *Incrementum AG* richten, die uns als erfahrene 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, die Herausgeberin der ersten sechs Ausgaben des *In Gold We Trust*-Reports war.

Wir danken weiters unseren mehr als 20 fantastischen Kolleginnen und Kollegen auf vier Kontinenten für ihren tatkräftigen und unermüdlichen Einsatz über mehr als 20.000 Stunden und unzählige Zeitzonen hinweg.

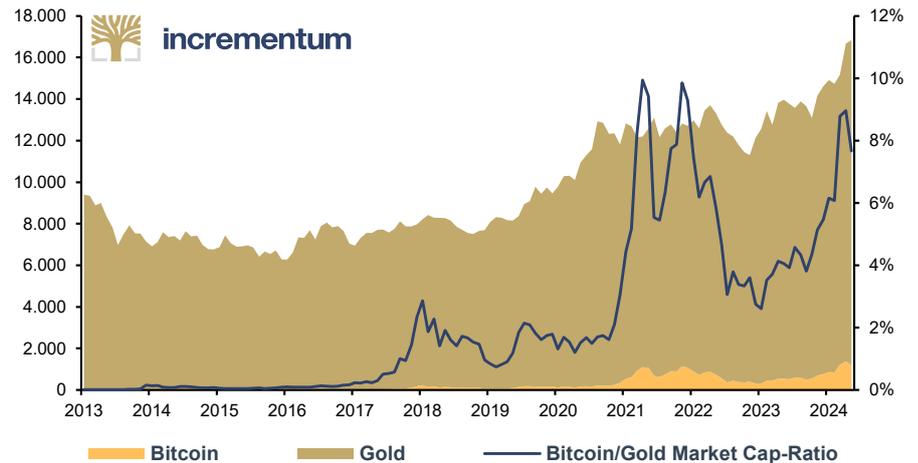
Besonderer Dank gilt, last but not least, unseren **Premium-Partnern**.<sup>10</sup> Ohne ihre Unterstützung wäre es nicht möglich, den *In Gold We Trust*-Report kostenfrei zugänglich zu machen und Jahr für Jahr unser Leistungsspektrum zu erweitern. Neben der jährlichen Publikation in vier Sprachen

## 75% Gold / 25% Bitcoin\*, und MSCI World, 1,000 = 02/2014, 02/2014–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG  
\*Wöchentliches Rebalancing

## Marktkapitalisierung von Gold und Bitcoin (lhs), in Mrd. USD, und Bitcoin/Gold Market Cap-Ratio (rhs), 01/2013–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, World Gold Council, coinmarketcap.com, Incrementum AG

stellen wir monatlich unseren *Monthly Gold Compass* sowie laufend Informationen auf unserer *In Gold We Trust*-Website unter [ingoldwetrust.report](https://ingoldwetrust.report) zur Verfügung.

Wir betrachten die Auseinandersetzung mit der Vergangenheit als unabdingbar für eine erfolgreiche Zukunftsvorbereitung. Diese Auseinandersetzung hat in uns die Überzeugung hervorgebracht, dass nun die Zeit für ein neues Gold-Playbook ist. Dieses wollen wir Ihnen, geschätzte Leser, als Orientierungshilfe zum Thema Gold auf den mehr als 400 Seiten des *In Gold We Trust*-Reports 2024 präsentieren.

Nun laden wir Sie auf unseren jährlichen Parforceritt ein und hoffen, dass Ihnen das Lesen unseres 18. *In Gold We Trust*-Re-

ports genauso viel Freude bereitet wie uns das Schreiben.

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

## Endnoten

- Ähnlich wie die Dame wurde auch die Bewegungsfähigkeit des Läufers erweitert. Ursprünglich konnte der Läufer nur zwei Felder diagonal springen. Nach der Regeländerung konnte er sich über beliebig viele Felder diagonal bewegen. Diese Änderung erhöhte die Reichweite und Effektivität des Läufers. Auch die Bauern konnten nach der Regeländerung, statt immer nur einen Zug nach vorne zu machen, in der Anfangsposition zwei Felder nach vorne ziehen.
- „Einleitung: Von Wölfen und Bären“, *In Gold We Trust*-Report 2022, S. 9
- Siehe „Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten“, *In Gold We Trust*-Report 2023; „Von West nach Ost: Gold fließt den ‚starken Händen Asiens‘ zu“, *In Gold We Trust*-Report 2020
- Eine vertiefende Analyse zu dieser erstaunlichen Weltbank-Studie haben wir auf X publiziert.
- Siehe u. a. „De-Dollarization: Der finale Showdown?“, *In Gold We Trust*-Report 2023; „Eine neue Weltordnung entsteht“, *In Gold We Trust*-Report 2022; „De-Dollarization 2021: Europa kauft Gold, China eröffnet die digitale Front“, *In Gold We Trust*-Report 2021; „De-Dollarization 2020 – Das Endspiel hat begonnen“, *In Gold We Trust*-Report 2020
- Siehe auch „Exklusivinterview mit Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order“, *In Gold We Trust*-Report 2023
- Siehe u. a. „Die steigende Bedeutung der Goldmärkte im Osten“, *In Gold We Trust*-Report 2023; „Von West nach Ost: Gold fließt den ‚starken Händen Asiens‘ zu“, *In Gold We Trust*-Report 2020
- Siehe „Der geldpolitische Showdown“, *In Gold We Trust*-Report 2023
- Nähere Informationen zu unseren Anlagestrategien finden Sie unter [www.incrementum.li/investmentfonds](https://www.incrementum.li/investmentfonds). Für die Bitcoin-Freunde bieten wir auch eine quartalsweise Publikation, den Bitcoin-Kompass an, kostenfrei zum Download an unter [www.incrementum.li/btc-kompass](https://www.incrementum.li/btc-kompass).
- Am Ende des *In Gold We Trust*-Reports finden Sie eine Übersicht über unsere **Premium-Partner**, inklusive einer Kurzbeschreibung der Unternehmen.

# **Sicherheitsgold ins Schließfach. Performance-Gold ins Depot.**



**Performance-Gold für Ihr Portfolio.  
Entdecken Sie unsere neue aktive  
Anlagelösung im Bereich Gold- und  
Minenaktien und vervollständigen  
Sie Ihr Portfolio.**



**incrementum**

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



# In Gold We Trust<sup>®</sup> Report

## 2024

Sie halten die Kurzversion des *In Gold We Trust*-Report 2024 in Ihren Händen. Der gesamte Report umfasst 24 Kapitel und kann kostenfrei unter [ingoldwetrust.report](https://ingoldwetrust.report) heruntergeladen werden.



Den 440-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 2024**  
[ingoldwetrust.report/download/34294](http://ingoldwetrust.report/download/34294)



**In Gold We Trust-Report 2024  
Compact Version**  
[ingoldwetrust.report/download/34295](http://ingoldwetrust.report/download/34295)



**In Gold We Trust-Chartbook**  
[ingoldwetrust.report/download/34376](http://ingoldwetrust.report/download/34376)



**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)

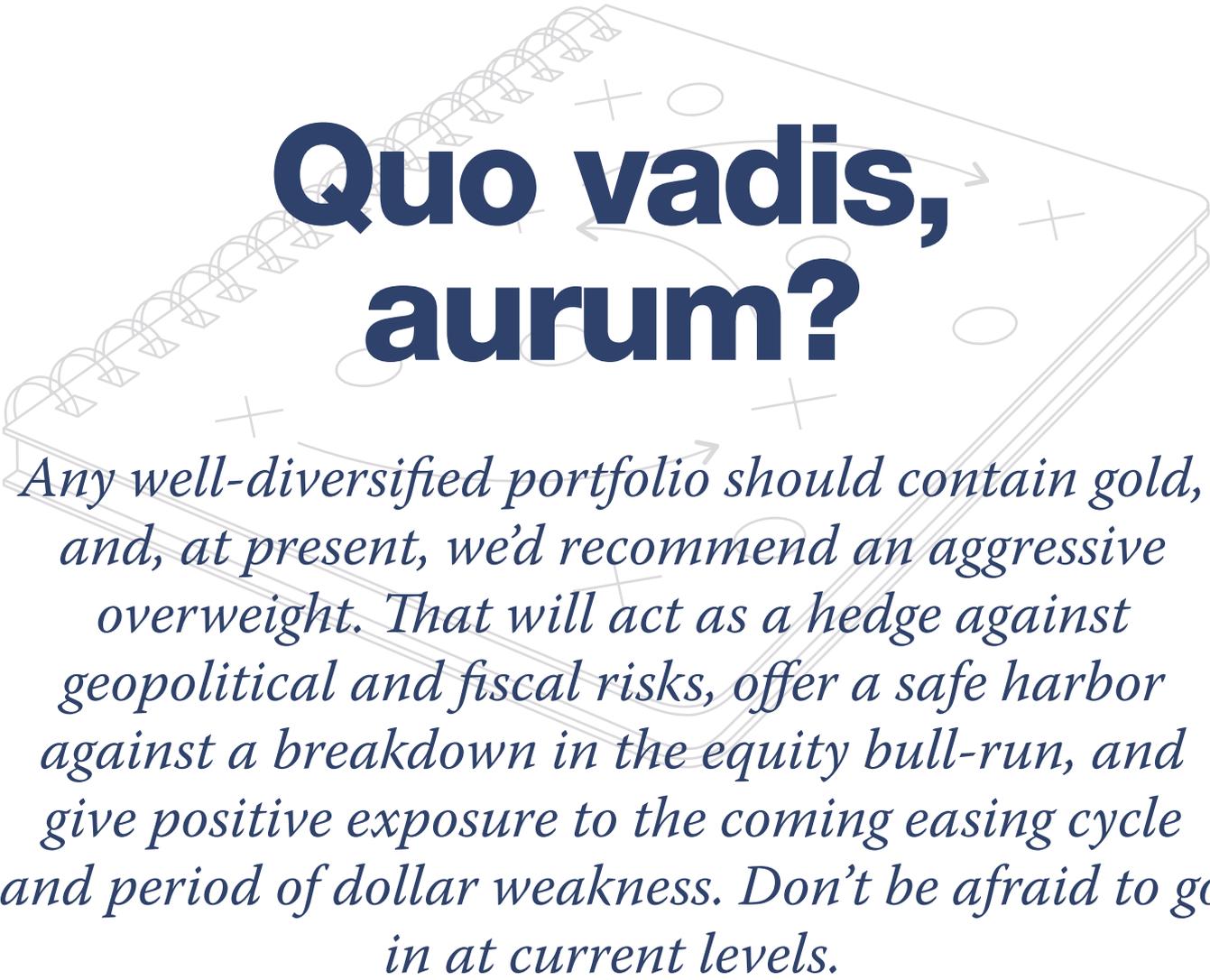


**Newsletter**  
[incrementum.li/newsletter](https://incrementum.li/newsletter)

DE EN ES 中文

Der Goldstandard aller Goldstudien

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



# Quo vadis, aurum?

*Any well-diversified portfolio should contain gold, and, at present, we'd recommend an aggressive overweight. That will act as a hedge against geopolitical and fiscal risks, offer a safe harbor against a breakdown in the equity bull-run, and give positive exposure to the coming easing cycle and period of dollar weakness. Don't be afraid to go in at current levels.*

Dave Rosenberg

**Mit neuen, innovativen Playbooks wurden in der Sportwelt regelmäßig bestehende Paradigmen über den Haufen geworfen.** Bill Belichick von den New England Patriots hat die NFL mit seiner Fähigkeit, Spielpläne präzise auf den Gegner anzupassen, mit seiner Variabilität im Offensiv- und Defensivsystem, aber auch mit seiner psychologischen Kriegsführung nachhaltig beeinflusst. Unter Be-

lichicks Führung entwickelte sich Tom Brady, der lediglich als 199. Draft-Pick ausgewählt wurde, rasch zu einem echten *Unterschiedsspieler*. Ihre Partnerschaft führte die Patriots zu sechs Super-Bowl-Siegen und machte sie zum erfolgreichsten Quarterback-Coach-Gespann in der NFL-Geschichte. Belichicks bekanntestes Zitat lautet: „Do your job“. Dies spiegelt seine Philosophie wider, dass jeder im Team

seine Rolle präzise ausführen muss, um den Gesamterfolg zu sichern.

**So verhält es sich auch bei der Asset-Allokation.** Jede Anlageklasse hat ihre Aufgabe zu erfüllen. **Gold könnte im Rahmen des neuen Gold-Playbooks – richtig eingesetzt – zu einem echten *Unterschiedsspieler* im Portfolio avancieren.**

## Gold-Vigilantes – Gold als Frühwarnung einer geo-ökonomisch induzierten Rezession?

„The biggest financial event of 2023 has been the recession that never arrived“, meint unser Freund Trey Reik.

Auch wir hatten im *In Gold We Trust*-Report 2023 „Showdown“ eine US-Rezession als wahrscheinliches Szenario beschrieben. Nicht nur zu unserer Überraschung ist diese bislang ausgeblieben. **Doch wieso sind die USA trotz stark gestiegener Zinsen bisher von einer Rezession verschont geblieben?** Das weiterhin sehr hohe Budgetdefizit und die anhaltende Spenderfreude der Konsumenten, angefacht durch starke Nominalloohnerhöhungen und die Robustheit des Arbeitsmarktes, sind zwei wichtige Gründe. Zudem profitieren die USA von der zunehmenden Re-Industrialisierung sowie den weiterhin recht lockeren Finanzierungsbedingungen für US-Unternehmen.

Der fiskalische Stimulus sorgt in den USA für einen brummenden Konjunkturmotor, doch der nachfolgende Chart wird im Lager der keynesianisch gesinnten Bewunderer des aktuellen „Wirtschaftswunders“

US-BIP/Staatsverschuldung-Ratio, Q1/1970–Q4/2023



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

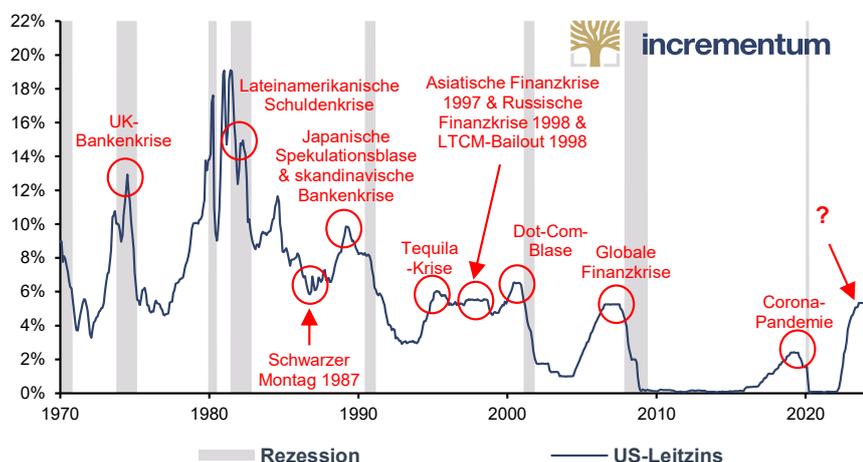
für wenig Freude sorgen. Er zeigt das BIP geteilt durch die Staatsschuld. Man erkennt den abnehmenden Grenzertrag einer zusätzlichen Einheit Schulden auf das BIP. **Sobald die Schulden-Dosis nicht zunehmend stärker gesteigert wird bzw. sogar abgesetzt wird, werden die Entzugsercheinungen vermutlich schmerzlich sein.**

Auch wenn „Nevercession“ und „No Landing“ mittlerweile die Konsensmeinung über die wirtschaftliche Entwicklung der USA bilden, so bleiben wir bezüglich der diversen Goldilocks- bzw. Landing-Szenarien misstrauisch. **Denn die Geschichte zeigt: Straffungszyklen endeten bislang fast immer in einer Rezession.**

**Möglicherweise stellt der Goldpreis einmal mehr seine Portfolioeigenschaft als 6. Sinn der Finanzmärkte unter Beweis?** Blenden wir für einen Moment jedoch das Szenario einer Rezession im Rahmen eines „herkömmlichen“ Konjunkturzyklus aus. Insbesondere in den 1970er-Jahren gingen Goldpreisausbrüche Rezessionen voraus, welche geo-ökonomische Auslöser hatten. Nach dem Goldpreisausbruch von 1972 beispielsweise befanden sich die USA ab November 1973 in einer Rezession. Ausgelöst wurde diese durch das Ölembargo als Reaktion auf die westliche Unterstützung Israels im Jom-Kippur-Krieg im Oktober 1973. Nach dem Goldpreisausbruch von 1978 schlitterten die USA im Februar 1980 in Folge der durch die Iranische Revolution ausgelöste Energiekrise in die Rezession, während die Inflationsrate in den USA auf knapp 15% stieg.

In dem Zusammenhang ist wenig bekannt, dass der Ölpreisanstieg Anfang der 1970er-Jahre eine direkte Reaktion der OPEC-Staaten auf die Schließung des Goldfensters am 15. August 1971 war. Diese „vorübergehende“ Entkoppelung des US-Dollars von Gold wurde seitens der OPEC-Mitglieder als Abwertung des US-Dollars interpretiert, was deren reale Öleinnahmen entsprechend schmälerte. Dies belegt auch das uns dankenswerterweise von der OPEC exklusiv zur Verfügung gestellte Sitzungsprotokoll des 25. (außerordentlichen) Treffens der OPEC am 7. Oktober 1971 in Wien.

US-Leitzins, 01/1970–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Auch heute gibt es im Rahmen des geopolitischen Showdowns ausreichend Potenzial für eine geo-ökonomisch induzierte Rezession.** Tatsächlich erinnert uns dieses historische OPEC-Dokument an die Aussage von Gazprom-Chef Alexei Miller im Juni 2022: „The game of nominal value of money is over, as this system does not allow to control the supply of resources. Our product, our rules. We don't play by the rules we didn't create.“

**Das Risiko eines aus politischen Gründen bewusst hervorgerufenen Öl- bzw. Rohstoff-Schocks wird trotz der sich weiter drehenden Sanktionsspirale von vielen Marktteilnehmern unterschätzt.** Man stelle sich frei nach Mark Twain vor, dass in einer sich reimenden Wiederholung der 1970er-Jahre die BRICS+-Staaten weite Teile des Rohstoffmarktes (Erdöl, Erdgas, Agrarrohstoffe, Kupfer, Nickel, Seltene Erden, ...) künstlich verknappten. Dies würde eine weitere Inflationswelle auslösen, die das Potenzial hätte, deutlich schlimmere wirtschaftliche Turbulenzen auszulösen als jene der vergangenen Quartale. **Politische und gesellschaftliche Konflikte wären in diesem Fall zu erwarten.**

Selbst ohne eine derartige abgestimmte Aktion gibt es ausreichend Hinweise darauf, dass die rohstoffreichen Schwellenländer den schon länger andauernden Prozess der De-Dollarization weiter

having considered the report of the Secretary General concerning the recent international monetary developments and their adverse effects on the purchasing power of the oil revenue of Member Countries;

noting that these developments have resulted in a de facto devaluation of the United States Dollar, the currency in which posted prices are established, vis-à-vis the currencies of the major industrialized countries;

recalling Resolution XXI.122 which calls, inter alia, for adjustment in posted or tax-reference prices so as to offset any adverse effect resulting from de facto or de jure changes in the parity of monies of major industrialized countries;

resolves

1. that Member Countries shall take necessary action and/or shall establish negotiations, individually or in groups, with the oil companies with a view to adopting ways and means to offset any adverse effect on the per barrel real income of Member Countries resulting from the international monetary developments as of 15th August, 1971.
2. that the results of negotiations shall be submitted to the next Conference. In case such negotiations fail to achieve their purpose, the Conference shall determine such action as necessary for the implementation of this Resolution.

Quelle: OPEC

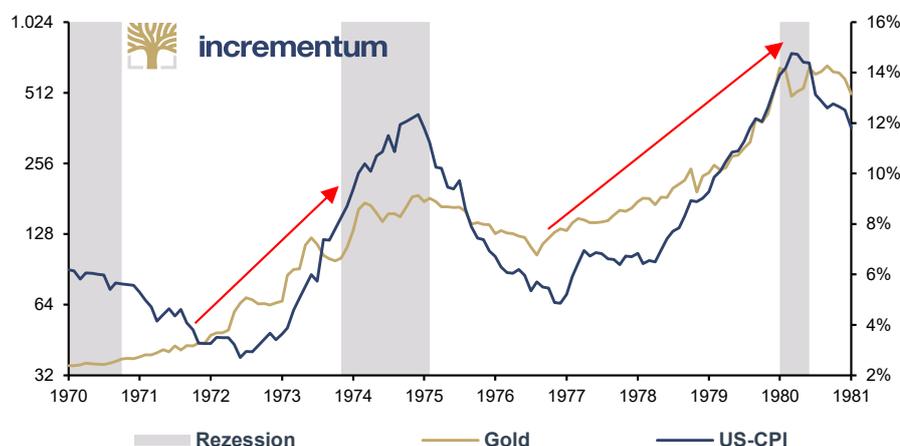
vorantreiben. **Die geopolitische Tragweite dieses Entkoppelungsprozesses zeigt sich in folgendem aktuellem Zitat von US-Präsidentschaftskandidat Donald Trump:** „I would not allow countries to go off the dollar because when we lose that standard, that will be like losing a revolutionary war. That will be a hit to our country.“ Es ist davon auszugehen, dass uns der geopolitische Showdown weg von der unipolaren hin zu einer multipolaren Ordnung noch länger begleiten wird. Im besten Fall vollzieht er sich weiter regional begrenzt, **im schlimmsten Fall befinden wir uns bereits in der Thukydides-Falle, ohne es bislang realisiert zu haben.**

## Das neue Gold-Playbook und die Grenzen der Schuldentragfähigkeit

**Etwaige Reste fiskalischer Zurückhaltung wurden von den westlichen Staaten im Rahmen der Corona-Politik endgültig über Bord geworfen.** Dieser von uns im Jahr 2021 bezeichnete *Monetäre Klimawandel* ist nach wie vor voll im Gange und hat sich auch nach Ende der Pandemie keineswegs umgekehrt. Zu kostspieligen Initiativen wie dem *Inflation Reduction Act*, dem *Green New Deal* und den stark steigenden Ausgaben eines infolge der demografischen Situation strukturell unterfinanzierten Sozialsystems kommt nun noch die Notwendigkeit, die Finanzierung der militärischen Nach- und Aufrüstung zu bewältigen.

**Zusätzlich verschlechtert sich die prekäre fiskalische Situation vieler Staaten wegen der anhaltend hohen Budgetdefizite und der zuletzt deutlich gestiegenen Refinanzierungskosten.** Dabei rächt sich nun auch der erhebliche Anstieg der Staatsverschuldung im Gefolge der Corona-Pandemie. Im Vergleich zu Q4/2019, also dem Vorabend der Corona-Pandemie, ist der US-Schuldenstand um 11 Bill. USD oder rund 50% (!) angestiegen. **Und ein Ende des Schuldenrausches scheint nicht in Sicht.**

Gold (lhs, log), in USD, und US-CPI (rhs), 01/1970–12/1980

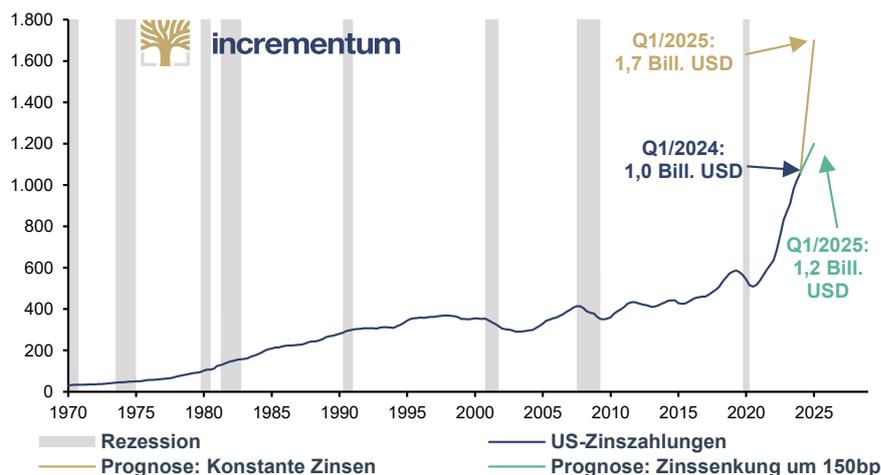


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

Ein entscheidender Faktor hierbei ist die **Finanzierungsstruktur bzw. die Restlaufzeit der bereits gegebenen Anleihen**. Diese hat einen erheblichen Einfluss darauf, wie schnell sich der Zinsanstieg auf den Zinsdienst durchschlägt. **Die durchschnittliche Restlaufzeit der US-Bundesverschuldung beträgt aktuell nur 70,7 Monate**. In den vergangenen Jahren wurden besonders viele kurzläufige Schuldtitel emittiert, was die Zinssensitivität weiter erhöht hat. Es ist anzunehmen, dass die zunehmend kurze Finanzierung den Anstieg der langfristigen Renditen begrenzen sollte. Andererseits ist damit implizit auch ein höherer Anreiz für die Zentralbank gesetzt, die Leitzinsen früher als später wieder zu senken.

Für seine Langfristprognose nimmt das CBO eine Durchschnittsverzinsung der US-Staatsschulden von 4% in den nächsten drei Jahrzehnten an. Das ist deutlich höher als die aktuelle Durchschnittsverzinsung von rund 3,2%, jedoch zugleich aber bereits deutlich niedriger als die derzeitige Emissionsrendite. Die Folge eines Anstiegs der Durchschnittsverzinsung auf die vom CBO angenommenen 4% wäre ein US-Budgetdefizit von um die 10% des BIPs. Jede Erhöhung um einen weiteren Prozentpunkt würde die Zinszahlungen über 10 Jahre um weitere 2,8 Bill. USD erhöhen. **Das wären um rund 75% mehr als das gesamte (!) aktuelle Defizit.**

### US-Zinszahlungen, in Mrd. USD, 01/1970–01/2025e



Quelle: BofA Global Investment Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

Ein verstärkter Rückgriff auf das vielgestaltige Instrumentarium der finanziellen Repression erscheint somit so sicher wie das Amen im Gebet. Mögliche Maßnahmen reichen von Zinsdeckelungen und quantitativer und qualitativer Lockerung bis hin zu verdeckter bzw. offener Nichtbedienung von Schulden, insbesondere bei Sozialversicherungsleistungen. Auch Kapitalverkehrskontrollen, kompetitive Abwertungen („currency wars“) sowie deutlich höhere Einkommens- und insbesondere Vermögenssteuern stehen wohl auf der politischen Agenda. Mit den unterschiedlichen Facetten der finanziellen Repression haben wir uns bereits mehrfach im Rahmen des *In Gold We Trust*-Reports auseinandergesetzt.<sup>1</sup>

In einem äußerst lesenswerten Kommentar präsentiert Niall Ferguson eine weitere Lehre aus der reichen Geschichte fiskalischer Maßlosigkeit, die zudem ein zusätzliches Argument dafür liefert, warum uns die Phase geopolitischer Instabilität noch länger begleiten wird:

„My sole contribution to the statute book of historiography — what I call Ferguson’s Law — states that any great power that spends more on debt service (interest payments on the national debt) than on defense will not stay great for very long. True of Hapsburg Spain, true of ancien régime France, true of the Ottoman Empire, true of the British Empire, this law is about to be put to the test by the US beginning this very year, when (according to the CBO) net interest outlays will be 3.1% of GDP, defense spending 3.0%. Extrapolating defense spending on the assumption that it remains consistently 48% of total discretionary spending (the average of 2014-23), the gap between debt service and defense is going to widen rapidly in the coming years. By 2041, the CBO projections suggest, interest payments (4.6% of GDP) will be double the defense budget (2.3%). Between 1962 and 1989, by way of comparison, interest payments averaged 1.8% of GDP; defense 6.4%.“

### Gold (lhs), in USD, und US-Staatsverschuldung (rhs), in % des BIP, 01/2000–04/2024

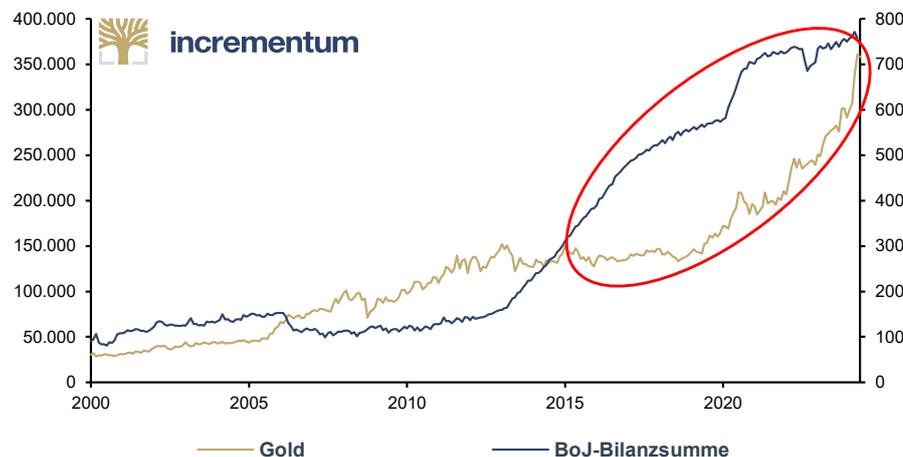


Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

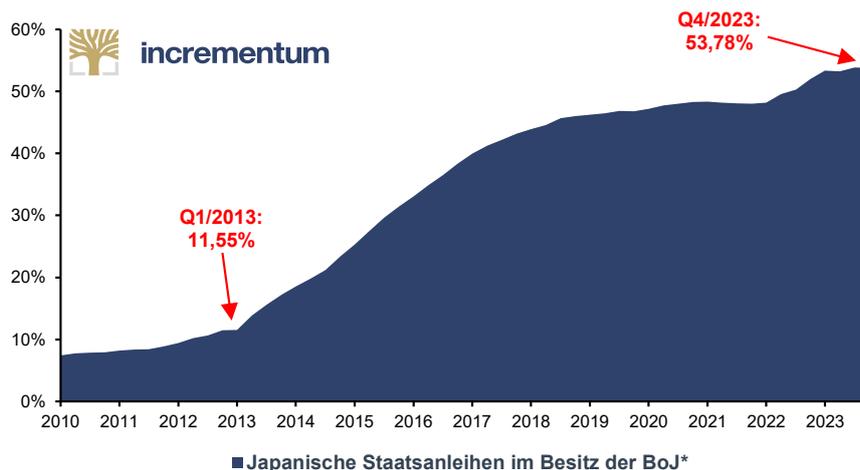
**2024 ist aber auch das Jahr der Wahlen. Rund die Hälfte der Weltbevölkerung wählt dieses Jahr einen neuen Präsidenten oder ein neues Parlament.** Die für das internationale Weltgeschehen relevanteste Wahl wird zweifelsohne – nein, nicht in Österreich – in den USA stattfinden. Für Goldanleger ist diesbezüglich die entscheidende Frage: Wird die erwartete Schlammschlacht und deren Ergebnis direkte Konsequenzen auf die Goldpreisentwicklung haben? Falls überhaupt, dann nur kurzfristig. Schließlich kümmert sich die fiskalische Mathematik in den USA, aber auch anderorts herzlich wenig um die Frage, wer gerade Präsident ist. Vielmehr gibt das fiskalische Erbe der Vorgänger den weiteren Rahmen vor. Luke Gromen legt nahe, dass die US-Wahl viel gemeinsam hat mit der klassischen „Kojote gegen Roadrunner“-Sequenz, in der der *Road Runner und Wile E. Coyote* darum zanken, wer den Dynamitstab mit der brennenden Lunte halten muss.

**In der Eurozone wird langsam realisiert, dass nicht nur Italien ein potenzielles Sorgenkind ist, sondern auch Frankreich.** Mitte April musste Frankreich seine Defizitprognose von ohnehin hohen 4,4% auf 5,1% nach oben revidieren. Frankreich ist von der Einhaltung der Maastricht-Kriterien mittlerweile so weit entfernt wie Vaduz von Vanuatu. **Die Ende April endgültig beschlossene Lockerung der EU-Schuldenregeln** – verpackt als stärkere Rücksichtnahme auf die

### Gold (lhs), in JPY, und BoJ-Bilanzsumme (rhs), in Bill. JPY, 01/2000–04/2024



### Japanische Staatsanleihen im Besitz der BoJ\*, Q1/2010–Q4/2023



Schuldensituation im jeweiligen EU-Mitgliedsstaat – wird Vaduz ebenso wenig näher an Vanuatu rücken, wie sie spendierfreudige Politiker disziplinierter machen wird. Zudem sind in Frankreich – etwa im Unterschied zu Italien – auch der Unternehmenssektor und die privaten Haushalte überdurchschnittlich hoch verschuldet. Anders gesagt: **Die Gesamtverschuldung aller drei Wirtschaftssektoren ist mit fast 330% des BIP in Frankreich die höchste in Europa. Sie liegt damit rund 80 Prozentpunkte über jener Italiens und mehr als 60 Prozentpunkte über jener der USA.** Weltweit an der Spitze steht Japan mit knapp über 400%.

### Japan am Rande der Schuldentragfähigkeit?

**Während die Zentralbanken der westlichen Industriestaaten in den letzten beiden Jahren allesamt signifikante geldpolitische Straffungen durchführten, hielt die Bank of Japan (BoJ) eisern an ihrer Nullzinspolitik fest.** Getreu dem neo-keynesianischen Mantra, dass Japan die vergangenen beiden Jahrzehnte allzu oft von fallenden Konsumentenpreisen geplagt gewesen sei, wird der jüngste Anstieg der Inflation nun als Heilung von der unterstellten deflationären Plage begrüßt. Die nun deutlich von deflationärem Terrain entfernte Teuerung soll auf gar keinen Fall durch geldpolitische Gegenmaßnahmen gefährdet werden.

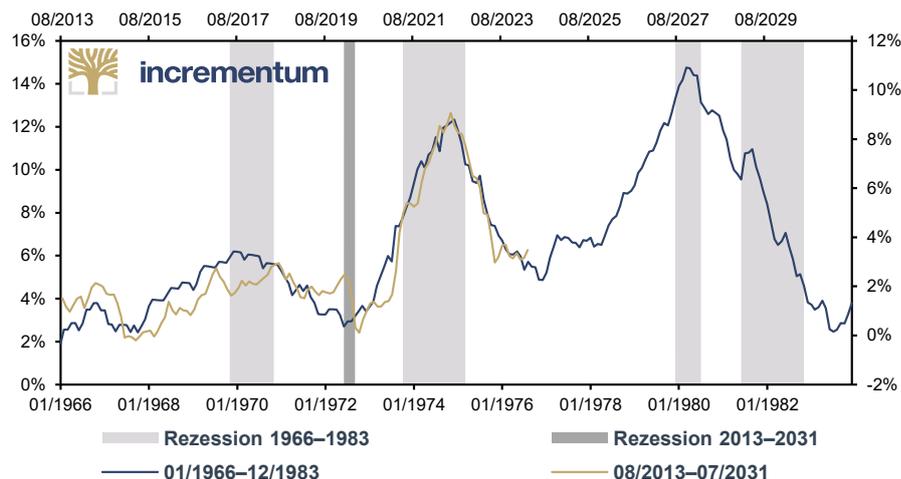
**Bekanntlich ist Japan in Sachen Staatsverschuldung der globale Spitzenreiter.<sup>2</sup>** Dies wird vom Gros der Investoren und Analysten nicht als ernsthaftes Problem erkannt, da landläufig argumentiert wird, dass die Staatsverschuldung im eigenen Land gehalten wird. Tatsächlich ist es jedoch so, dass die BoJ mittlerweile mehr als die Hälfte der ausstehenden japanischen Staatsanleihen in ihrer Bilanz hält. Dies schränkt die Handlungsfähigkeit der Zentralbank entsprechend ein, da ein Verkauf der Schuldtitel seitens der Notenbank in den Markt – also ein Quantitative Tightening – die Finanzierungskosten des Staates explosionsartig verteuern würde.

**Der japanische Yen ist aufgrund des Zinsdifferenzials im vergangenen Jahr zunehmend unter Druck geraten.** Die Bank of Japan (BoJ) hat daraufhin kürzlich eine neue geldpolitische Strategie eingeführt, die einmal mehr als Blaupause für ein neues Playbook der (westlichen) Notenbanken fungieren könnte. Am 19. März erhöhte die BoJ den Zinssatz moderat, sodass zum ersten Mal seit 17 Jahren die Nominalzinsen nicht mehr negativ sind. Zudem kündigte die BoJ das Ende ihrer Politik der Zinskurvenkontrolle (YCC) an. Besonders bemerkenswert ist, dass sie in einem beispiellosen, angesichts einer Staatsverschuldung von 263% des BIP aber wenig überraschenden Schritt, ihr QE-Programm mit monatlichen JGB-Ankäufen in der Höhe von 40 Mrd. USD beibehält.

**Das ist das erste Mal, dass eine Zentralbank konventionelle Zinserhöhungen mit einer Bilanzausweitung durch QE kombiniert. Dies kommt einem geldpolitischen Oxymoron gleich, da es effektiv eine Straffung bei gleichzeitiger Lockerung der geldpolitischen Bedingungen bedeutet.** Hat sich die BoJ erneut als Trendsetter für die geldpolitische Avantgarde positioniert? Der Yen hat seine Abwärtsbewegung seither jedenfalls fortgesetzt. Ende April durchbrach er zum ersten Mal seit 1990 die Marke von 155 zum US-Dollar. Zwischenzeitlich fiel der Kurs unter die Marke von 160, bis eine scharfe Korrektur den Yen in kürzester Zeit um rund 3% aufwerten ließ.

**Gänzlich anders verläuft die Entwicklung des Goldpreises in Yen.** Japanische Investoren, konfrontiert mit einer abwertenden Währung und niedrigen Zinssätzen, wenden sich vermehrt Gold als Mittel zur Wertaufbewahrung zu. Dies wird besonders deutlich am heftigen Andrang auf den *MUFG Gold ETF*, der aufgrund immenser Nachfrage **einen Aufschlag von 12,5%** über dem Nettoinventarwert verzeichnete. Kein Wunder angesichts der Tatsache, dass der Goldpreis in Yen in den ersten vier Monaten des Jahres um fast 25%

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



Quelle: Andreas Steno, Reuters Eikon, Incrementum AG

gestiegen ist, nach bereits +21,6% im Vorjahr. Seit 2019 beträgt das Plus sogar mehr als 150%. Die – in Japan sehr volatile – Anlegernachfrage ist 2023 im Vergleich zu 2022 um 228% angestiegen.

Angesichts dieser unschönen Faktenlage sind wir überzeugter denn je: **Finanzierungs- und Staatsschuldenkrisen könnten schon bald kein exklusives Thema mehr von Entwicklungs- und Schwellenländern sein, sondern auch der (wirtschafts-)politische Alltag des einen oder anderen Industriestaates.** Die entscheidende Frage ist, ob darauf in Form von (nominellen) Zahlungsausfällen oder mit einer Entwertung der Währungen reagiert werden wird.

## Das neue Gold-Playbook im Zeitalter erhöhter Inflationsraten

**„Das Zeitalter der Great Moderation ist vorbei“, das war eine zentrale Aussage unserer Keynotes und Studien in den vergangenen Jahren.** Aufgrund der zunehmenden fiskalischen Dominanz ist nicht damit zu rechnen, dass die Teuerung seitens der Währungshüter entsprechend konsequent bekämpft werden kann. Wir erwarten weiterhin strukturell höhere Teu-

erungsraten sowie eine anhaltend hohe Inflationsvolatilität. Wie hartnäckig die Inflation sein kann, haben die letzten Monate speziell in den USA gezeigt. Mit Blick auf die insgesamt drei Inflationswellen in den späten 1960er- und in den 1970er-Jahren ist die Ähnlichkeit zur aktuellen Entwicklung frappant.

**Wird nun die Preisstabilität für die Sicherstellung der Finanzierbarkeit der Staatsverschuldung geopfert?** Prof. Charles Calomiris zeichnet in einem aufsehenerregenden Paper für die Federal Reserve Bank St. Louis mit dem Titel *„Fiscal Dominance and the Return of Zero-Interest Bank Reserve Requirements“* ohne Umschweife den Weg in dieses Szenario. Sobald eine Bondauktion scheitert, sich also keine Gläubiger zu einem für das US-Finanzministerium akzeptablen Zinssatz finden, würde die Regierung statt auf verzinste, auf unverzinste Schuldverschreibungen, sprich die Notenpresse, zurückgreifen und sich über die Inflationssteuer finanzieren:

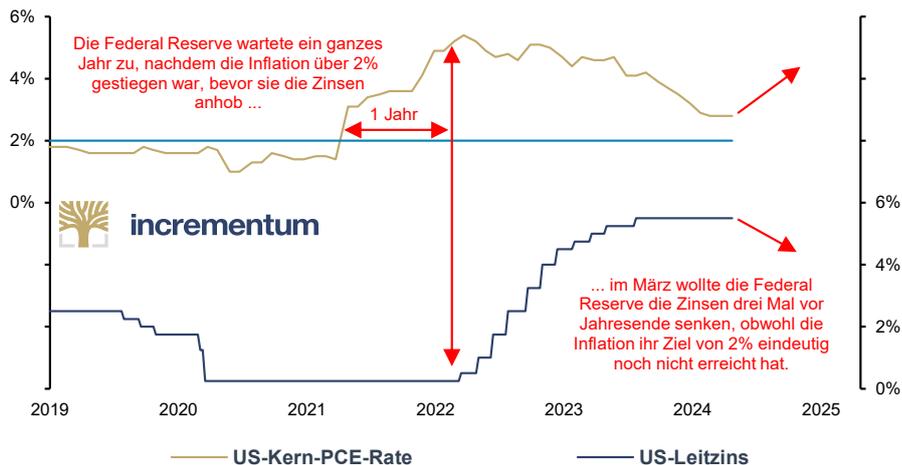
*„Fiscal dominance leads governments to rely on inflation taxation by ‚printing money‘ (increasing the supply of non-interest-bearing government debt). To be specific, here is how imagine this occurring: When the bond market begins to believe that government interest-bearing debt is beyond the ceiling of*

*feasibility, the government's next bond auction "fails" in the sense that the interest rate required by the market on the new bond offering is so high that the government withdraws the offering and turns to money printing as its alternative.*

**Auch wenn sich die Geschichte nie eins zu eins wiederholt, eine weitere Inflationswelle ist definitiv im Bereich des Möglichen.** Das liegt auch daran, dass der Basiseffekt mit seiner doppelten Verzerrung – zunächst ein Jahr lang nach oben, nach dem Abebben des einmaligen Preisschocks ein Jahr lang nach unten – bald völlig aus der Inflationsberechnung herausgefallen sein wird. Der Wegfall des negativen Basiseffekts bei den Energie- und Lebensmittelpreisen wird die Inflationsrate nicht mehr weiter nach unten ziehen.

**Auch auf Seiten der Notenbankpolitik hat sich das Playbook verändert.** Die Zentralbanken der Welt scheinen eine zunehmend asymmetrische Sicht auf die Inflation zu haben. Der folgende Chart veranschaulicht diese Asymmetrie gut. Nachdem die Inflation 2021 über 2% gestiegen war, zögerte die Federal Reserve infolge ihrer Fehleinschätzung, wonach die Inflation bloß „vorübergehend“ sei, ein ganzes Jahr. Dagegen sah laut FOMC-Protokoll vom März 2024 die Federal Reserve vor, die Zinsen in diesem Jahr dreimal zu senken, obwohl die Inflation noch nicht das 2%-Ziel

**US-Kern-PCE-Rate (lhs), und US-Leitzins (rhs), 01/2019–04/2024**



Quelle: Canaccord Genuity, Reuters Eikon, Incrementum AG

erreicht hat. Es ist naheliegend, dass sich dieser inflationsfreundliche Bias der Notenbanken auch mit den weiter steigenden Schuldenniveaus und der markanten Erhöhung der Finanzierungskosten erklären lässt, auch wenn die Notenbanken tunlichst jede Frage zur Nachhaltigkeit der Schuldenlast unter dem Deckmantel der apolitischen Einstellung unbeantwortet lassen.

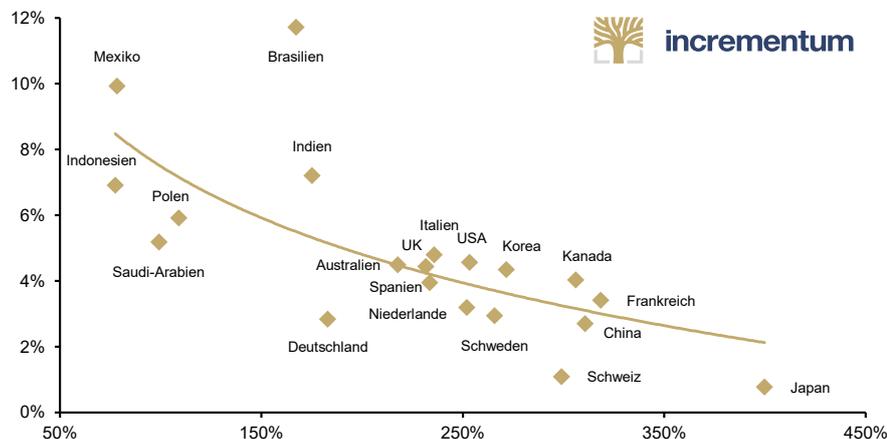
**Vor dem Hintergrund der strukturellen Überschuldung sind weitere Anpassungen der geldpolitischen Ziele, inklusive Anpassungen der Inflationsziele, durchaus wahrscheinlich.** Olivier Blanchard, ehemaliger Chefökonom des IWF, hat beispielsweise vorgeschlagen, dass ein Inflationsziel von 3–4% effektiver sein könnte als das traditionelle 2%-Ziel.

**Viele der führenden Zentralbanken haben ihre Inflationsziele in den letzten Jahren bereits adaptiert.** 2020 änderte die Federal Reserve ihr Inflationsziel auf im Schnitt 2% „over the long run“. Kurz darauf folgte die EZB und revidierte 2021 das ihrige von „unter, aber nahe bei 2%“ auf ein Ziel von „mittelfristig symmetrischen 2%“. Diese oberflächlich geringfügig klingende Änderung war dennoch bedeutend, da sie Inflationsraten über 2% grundsätzlich als tolerierbar einstuft und somit im Schnitt eine schnellere Geldentwertung zulässt.

**Bemerkenswertes Detail am Rande:** Als sich die Inflation im Frühling 2021 aufzubauen begann, reagierten die Notenbanken der Schwellenländer deutlich früher und entschlossener als jene der Industriestaaten, die lange Zeit der Illusion anhängen, dass die Inflation nur ein „Hügel“ sei. Der Grund für diese Divergenz: Für die Schwellenländer waren Inflation und somit Inflationsbekämpfung nichts Neues, während die Industrieländer von der Great Moderation eingelullt waren. Auf die Notenbankwelt umgelegt wirkt es so, als wären sich Schwellenländer der Gefahren einer zu heiß gelaufenen Notenpresse bewusst, ihre westlichen Pendanten dagegen nicht.

**Wir konnten also bereits in der jüngeren Vergangenheit in den Industrieländern eine graduelle Erosion der Definition**

**Gesamtverschuldung (x-Achse) vs. Zinsen (y-Achse), Q3/2023**



Quelle: Gainesville Coins, BIS, Reuters Eikon, Incrementum AG

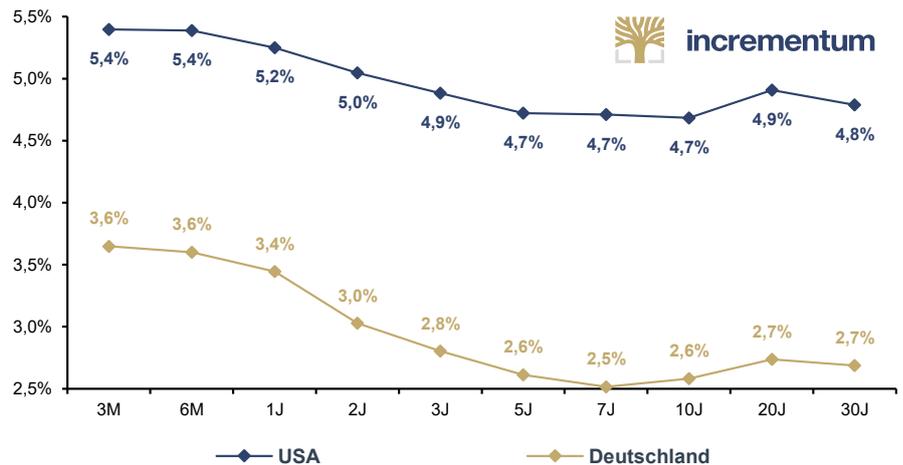
von Preisstabilität erleben. Es scheint plausibel, dass die westlichen Notenbanken angesichts der hohen Verschuldungsraten auch weitere implizite oder mitunter gar explizit höhere Inflationsraten zulassen werden.

## Was bedeutet das neue Gold-Playbook nun für Anleger?

Der monetäre Klimawandel, der sich weiter zuspitzende geopolitische Show-down sowie die steigenden Finanzierungskosten, verschärft durch das „higher for longer“ der Zinsen, haben weitreichende Konsequenzen. Das Erreichen der Grenzen der Schulden Tragfähigkeit stellt systemisch einen starken Anreiz für weitere Inflationierung dar. In einem Zeitalter immanenter Überschuldung und somit permanent latenter Inflationsgefahr gibt es unter allen Anlageklassen einen großen Verlierer: Anleihen.

„Anything but Bonds“ (ABB) – diese pointierte Formulierung spiegelt die wachsende Skepsis insbesondere gegenüber fix verzinsten Staatsanleihen wider. Auch wenn das Nullzinsterrain verlassen wurde und tatsächlich wieder erwähnenswerte nominelle Renditen auf Anleihen zu

### Zinsstrukturkurve, USA, und Deutschland, 04/2024



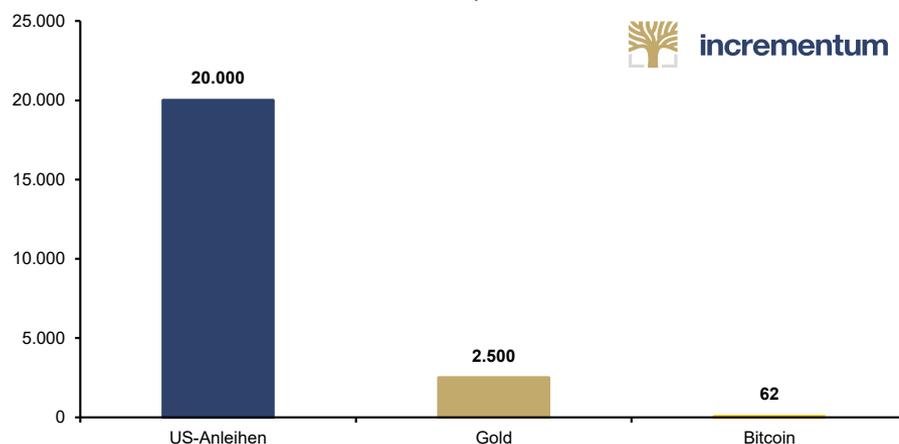
Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

lukrieren sind, so sollte man sich aufgrund dessen nicht unkritisch der Nominalzins-Verlockung hingeben. Vor allem dann, wenn man an Veranlagungen mit längeren Laufzeiten denkt, welche aktuell nach wie vor deutlich schlechter rentieren als kurzfristige Veranlagungen. Nach dem katastrophalen Anleihejahr 2022, in dem 30-jährige US-Staatsanleihen Kursverluste von über 30% hinnehmen mussten, bahnt sich auch dieses Jahr erneut eine negative Performance an. Per Ende April liegen langlaufende Treasuries knapp 10% im Minus. **Fallendes Vertrauen in Staatsanleihen ist letztlich nichts anderes als steigendes Misstrauen in die Werthaltigkeit der staatlichen Währung.** Ein derartiger Vertrauensverlust ist bislang erst partiell eingetreten. Die Fallhöhe ist weiterhin hoch.

**Dieses schwindende Vertrauen in Anleihen kommt nicht von ungefähr. Die von uns sehr geschätzte Lyn Alden fasst die aktuelle fiskalische Lage folgendermaßen zusammen:** In einer Ära der fiskalischen Dominanz nimmt das Angebot an Anleihen fortlaufend zu. Defizite von 1,5–2,5 Bill. USD – mit steigender Tendenz – sind in den USA künftig zu erwarten und daher auch über Anleihen zu finanzieren. Das bedeutet, dass allein im kommenden Jahrzehnt zusätzlich zu den auslaufenden US-Staatsanleihen weitere rund 20 Bill. USD an neuen US-Staatsanleihen emittiert werden.

**Dagegen wird die neu geförderte Menge Gold in den nächsten 10 Jahren bei konstanter Förderrate und konstanten Preisen nur einen Wert von 2,5 Bill. USD erreichen.** Das auf Basis des aktuellen Bitcoin-Preises berechnete Angebot an Bitcoins legt in noch geringerem Maße zu. In den nächsten 10 Jahren, d. h. 2,5 Halving-Zyklen, werden exakt 1.025.390.925 Bitcoins geschürft. Bei einem konstanten Preisniveau von etwa 60.000 USD entspricht dies knapp 62 Mrd. USD. Mit kräftigen Preissteigerungen bei Gold und Bitcoin ist daher zu rechnen, vor allem wenn Anleger alternative Anlageklassen nachfragen. Ausgewählte Qualitätsaktien eignen sich ebenfalls als Alternative, so Alden.

### Erwartete Angebotsausweitung von US-Staatsanleihen, Gold und Bitcoin bis 2034 bei aktuellen Preisen, in Mrd. USD

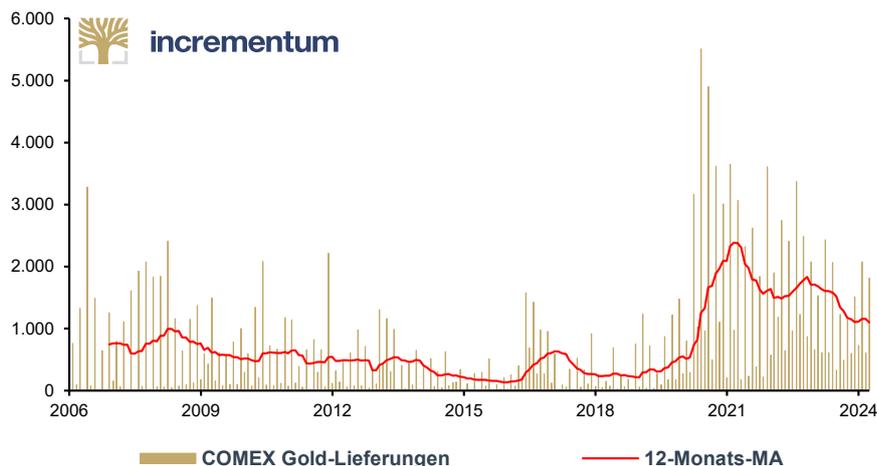


Quelle: Lyn Alden, Reuters Eikon, World Gold Council, Incrementum AG

Es verstärkt sich auch der Eindruck, dass das Vertrauen in vielen Ländern in die politischen Eliten deutlich schwindet. Doch weil die grundlegenden Institutionen wie Recht, Medien, Wissenschaft, aber gerade auch die Geld- bzw. Marktwirtschaft auf ein hohes Mindestniveau an Vertrauen angewiesen sind, sind das keine guten Nachrichten. Bereits im *In Gold We Trust-Report 2019 „Gold im Zeitalter der Vertrauenserosion“* hatten wir uns mit dieser Thematik auseinandergesetzt, die leider an Relevanz gewonnen hat. Man könnte aber auch den Blickwinkel verändern und die Frage in den Raum stellen, wie viele Politiker noch ihrer Bevölkerung bzw. den Wählern anderer Parteien vertrauen.

**Ein weiteres Indiz für das erodierende Vertrauen ist die Tatsache, dass immer mehr Marktteilnehmer die Auslieferung physischen Goldes bevorzugen.** 2020 begannen Investoren bei Fälligkeit ihrer Gold-Futures verstärkt die physische Auslieferung des Goldes zu verlangen. Vergleichen wir die „physical deliveries“ seit vor dem Ausbruch der Pandemie, so erkennt man, dass nach der Explosion der physischen Auslieferungen zu Beginn der Corona-Pandemie die Auslieferungen zwar wieder deutlich zurückgegangen sind, sich allerdings noch immer auf einem deutlich höheren Niveau als vor der Pandemie befinden. Die Identität der Käufer bleibt oftmals ungewiss. Wir gehen jedoch davon

## COMEX Gold-Lieferungen, in Tausend Feinunzen, 01/2006–04/2024



aus, dass es sich vor allem um Family Offices, HNWIs und staatliche Käufer handelt, die wenig preissensitiv, jedoch kritisch bezüglich „Papiergold“ sind. Anders gesagt: **Der höhere Anteil physischer Auslieferung ist eine Konsequenz des schwindenden Vertrauens in die Robustheit des Finanz- und Geldsystems.**

Hinzu kommt, dass die Notenbanken jener Länder mit Exportüberschüssen tendenziell das Recycling ihrer US-Dollar-Reserven zurückfahren, also weniger stark in US-Staatsanleihen (re-)investieren. **Mit der De-Dollarization geht gewissermaßen auch eine De-Bondization einher.** Im Umkehrschluss bedeutet dies jedoch auch, dass Investoren Alternativen zu Staatsanleihen suchen. Alternativen, die li-

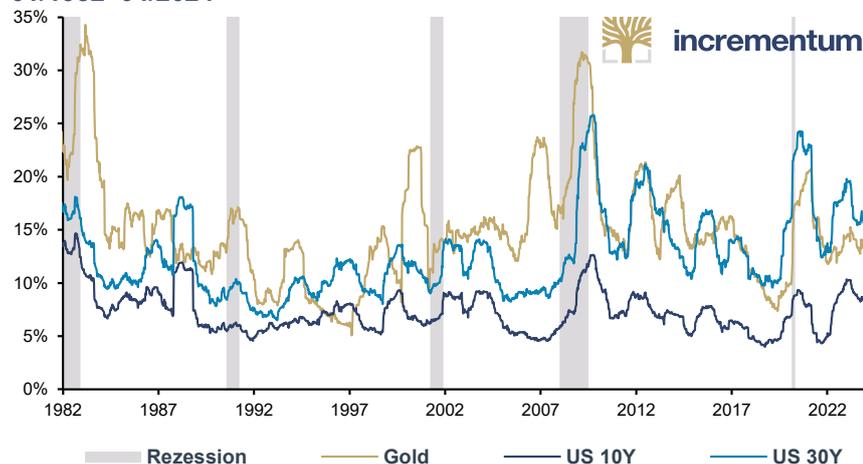
guide sind, die ein ähnliches Volatilitätsprofil aufweisen wie langlaufende Staatsanleihen und idealerweise auch vor Inflation schützen. Gold ist ähnlich volatil wie langfristige Staatsanleihen, hat allerdings den großen Vorteil, dass es kein Gegenparteiisiko aufweist.

Angesichts unserer Skepsis gegenüber Staatsanleihen gehen wir davon aus, dass eine zunehmende Anzahl von Marktteilnehmern künftig eine höhere Gewichtung sowohl von *Sicherheits-Gold* als auch von *Performance-Gold* in Betracht ziehen wird. **Konkret erachten wir bei einem Portfolio mit längerfristigem Investitionshorizont eine Quote von bis zu 15% *Sicherheits-Gold* und bis zu 10% *Performance-Gold* als ratsam.** In Anbetracht der aktuellen Lage sehen wir darin eine vernünftige Vereinigung von Stabilität und Wachstum.

## Sicherheits-Gold

**Unter *Sicherheits-Gold* verstehen wir Investitionen in physisches Gold (Baren, Münzen).** Dieses sollte konsequenterweise außerhalb des Bankensystems bzw. idealerweise in Jurisdiktionen mit sehr hoher Rechtssicherheit gelagert werden.<sup>3</sup> *Sicherheits-Gold* ist ein ausfallsicherer, liquider Vermögenswert, der hauptsächlich zur Absicherung gegen wirtschaftliche und (geo-)politische Instabilität, hohe Inflation

## Rollierende annualisierte Volatilität von Gold, US 10Y, und US 30Y, 01/1982–04/2024



sowie Worst-Case-Szenarien dient. Typischerweise ist physisch gehaltenes Gold eine eiserne Reserve, auf die idealerweise nie zurückgegriffen werden muss und die im besten Fall an die nächste Generation vererbt wird. **Aufgrund des praktisch ausgeschlossen Ausfallrisikos sowie der im diesjährigen *In Gold We Trust*-Report umfangreich beschriebenen Gesamtsituation sind wir der Überzeugung, dass eine deutlich höhere Allokation in *Sicherheits-Gold* ratsam erscheint.**

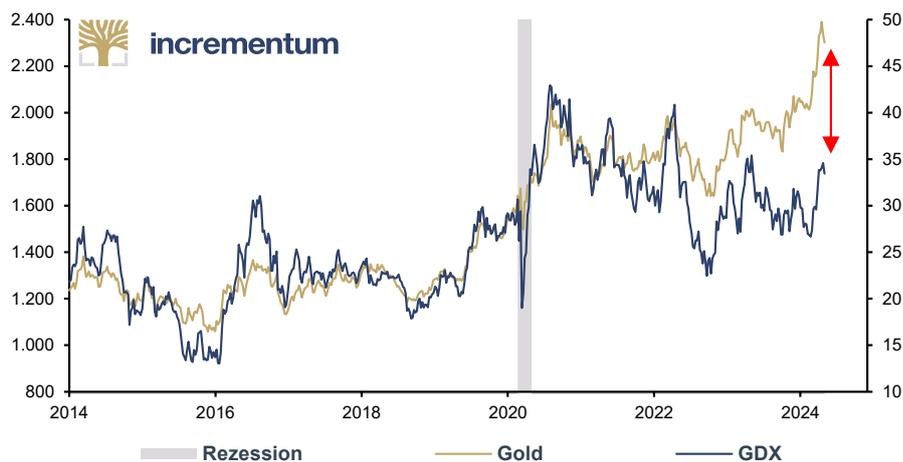
### Performance-Gold

Während die Aufgabe des *Sicherheits-Golds* darin besteht, als kaufkraftbeständiger Notgroschen zu fungieren, hat *Performance-Gold* die Aufgabe, eine höhere Rendite als physisches Gold zu erzielen. Zum *Performance-Gold* zählen wir so unterschiedliche Anlageklassen wie Goldminenaktien, aber auch Silber und Silberminenaktien und eventuell auch Bitcoin. Investitionen in *Performance-Gold* sind somit volatil und korrelieren wenig mit traditionellen Veranlagungen. Folglich sind wir der Überzeugung, dass *Performance-Gold* aktiv verwaltet werden sollte.

### Goldminenaktien

Die Performance von Gold- und Silberminenaktien war für die meisten Investoren in den vergangenen Jahren enttäuschend. Bemerkenswert war die Divergenz

Gold (lhs), in USD, und GDx (rhs), in USD, 01/2014–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

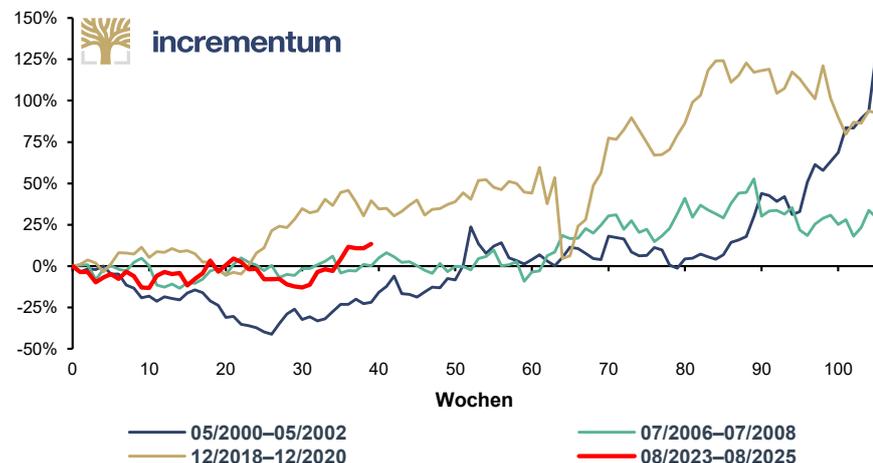
zwischen der Entwicklung des Goldpreises und den Goldminenaktien. Wie der nächste Chart verdeutlicht, haben die Aktien von Goldminenunternehmen deutlich schlechter performt als Gold.

Ausschlaggebend dafür waren die 2022 und 2023 stark gestiegenen Kosten (AISC) sowie das generell fehlende Interesse westlicher Finanzinvestoren. Die Divergenz zwischen Gold- und Minenaktienentwicklung lässt sich auch dadurch erklären, dass Anleger in Asien üblicherweise nicht in Minenunternehmen investieren. Sie bevorzugen es, Gold und Silber physisch zu halten. Die westlichen Finanzinvestoren hingegen haben analog zu den Reduktionen in den Gold-ETF-Beständen auch ihre Allokationen in Minenaktien reduziert.

**Innerhalb des Aktienspektrums haben zuletzt andere Themen wie beispielsweise KI den Goldminen die Show gestohlen.** Dennoch besteht kein Zweifel, dass Minenaktien auf fundamentaler Ebene attraktiv bewertet sind. Diese Unterbewertung hat in den vergangenen Monaten die Aufmerksamkeit namhafter Investoren geweckt, die für ihr Faible für Contrarian-Investments berühmt sind. Stanley Druckenmiller veräußerte im Q4/2023 Technologietitel, darunter Alphabet und Amazon, und investierte in Newmont und Barrick. Kurz darauf berichtete die Financial Times, dass *Elliott Management*, geleitet von Paul Singer, einen Fonds namens Hyperion für Investitionen in Edelmetalle auflegt, der vom ehemaligen CEO von Newcrest Mining geleitet wird. Wir gehen stark davon aus, dass auch die kommende Publikation der US-amerikanischen Großinvestoren im Rahmen der „F13 filings“ weitere Aufstockungen in Q1/2024 enthüllen wird.

**Der Goldminenaktien-Sektor ist in vielerlei Hinsicht einzigartig.** Während fundamentales Bottom-up-Research für eine sorgfältige Titelauswahl und eine vernünftige Diversifikation unerlässlich ist, spielen in diesem Sektor makrospezifische Top-down-Einflüsse eine besonders wichtige Rolle.<sup>4</sup> Was die Sensitivität zur Geldpolitik betrifft, so zeigt der Blick in die Vergangenheit, dass Investitionszeitpunkte rund

HUI-Performance 24 Monate nach der letzten Fed-Zinserhöhung, 01/2000–04/2024



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

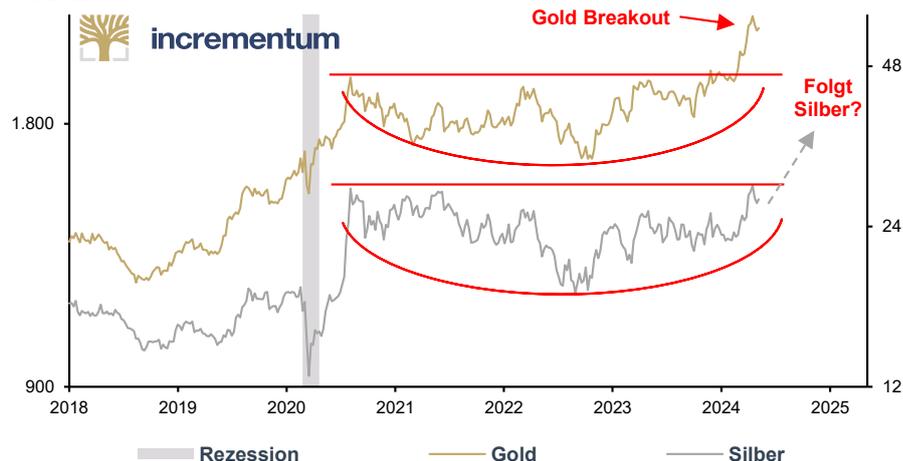
um die letzte Zinserhöhung für die Branche meist erfolgreiche Einstiegszeitpunkte dargestellt haben. **F.16**

Aufgrund der historischen Unterbewertung des Mining-Sektors haben wir uns Mitte Februar dazu entschlossen, eine Top-down-getriebene Investmentstrategie zu lancieren, die diese Makro-Einflüsse und andere Gedanken im Sinne des neuen Gold-Playbooks abbildet. Das in diesem *In Gold We Trust*-Report vorgestellte *Incrementum Active Aurum-Signal* spielt bei der Investitionsgradsteuerung eine zentrale Rolle.<sup>5</sup> Nähere Informationen zu dieser Strategie finden Sie unter [www.incrementum.li](https://www.incrementum.li).

**Silber**

**Auch Silber kann als „Performance-Gold“ eine wesentliche Rolle spielen.** Bereits das vierte Jahr in Folge weist Silber ein Angebotsdefizit aus. Mit 215,4 Millionen Unzen (Moz) wird das Defizit 2024 einen neuen Rekordwert erreichen. Ausschlaggebend dafür ist der anhaltende PV-Boom. Dieser von China dominierte Schlüssel-sektor der Energiewende ist mit einem Verbrauch von 232 Moz mittlerweile die größte Nachfragekategorie für Silber. Zudem hat sich Silber in 6 der letzten 7 Bullenmärkte seit 1967 besser entwickelt als Gold. Die Preisentwicklung des weißen Metalls ist bis dato aber noch unterdurchschnittlich.

**Gold (lhs, log), in USD, und Silber (rhs, log), in USD, 01/2018–04/2024**



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Historisch gesehen war es die gesteigerte Investmentnachfrage, die für ausgeprägte Bullenmärkte ausschlaggebend war.** Im Fall einer zweiten Inflationswelle würde diese Nachfrage einsetzen, mit Silber vermutlich als einem der größten Profiteure.

**Rohstoffe**

**Der Rohstoff-Superzyklus, auf den wir in den vergangenen Jahren regelmäßig hingewiesen haben, hat zwar eine Atempause eingelegt, ist unserer Meinung aber nach wie vor intakt.** Preissteigerungen und Versorgungsengpässe haben eine mögliche Ressourcenknappheit wieder ins öffentliche Bewusstsein geholt. **So warnte erst vor kurzem Nicolai Tangen,** der CEO des 1,5 Bill. USD schweren norwegischen Staatsfonds, vor den

neuerlich anziehenden Rohstoffpreisen. Angesichts des Capex-Mangels, den wir im Vorjahr eingehend beschrieben haben,<sup>6</sup> sind wir der festen Überzeugung, dass sich der Commodity-Bullenmarkt erst in einer Frühphase befindet. Die jüngste Rally bei Kupfer, aber auch das Übernahmeoffert von *BHP* für *Anglo American* könnten Vorboten für den Eintritt in die nächste Phase des Bullenmarktes sein.

**Digitales Gold**

**Seit vielen Jahren vertreten wir die Überzeugung, dass eine Bitcoin-Beimischung traditionellen Wertpapierportfolios zusätzliche Chancen eröffnet.** Die Zulassung von Bitcoin-Spot-ETFs durch die SEC und die damit verbundene gestiegene Rechtssicherheit bestärkt uns in dieser Ansicht. Ein Bitcoin-Verbot ist damit endgültig vom Tisch. Eine praktische Möglichkeit zur Integration von Bitcoin-Exposure in einem traditionellen Portfolio sind Portfoliobausteine, die Gold und Bitcoin kombinieren. Hierbei können die Volatilitäten durch Rebalancing und gegebenenfalls auch durch ein Options-Overlay zugunsten des Investors genutzt werden. Derartige Investments setzen jedoch ein umfangreiches Fachwissen voraus.

**Nasdaq 100/BCOM-Spot-Index-Ratio, 01/1991–04/2024**



Quelle: BofA Global Investment Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

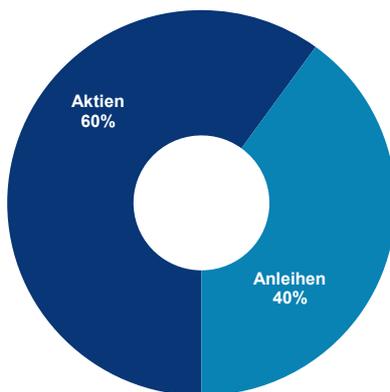
## Das neue 60/40-Playbook

Aktuell sind traditionelle Wertpapierportfolios nach wie vor von einer 60/40-Mischung von Aktien und Anleihen geprägt. Diese Portfoliokonstruktion hat in den letzten Dekaden zweifelsfrei attraktive risiko-adjustierte Erträge liefern können. Doch das für eine positive Performance nötige Makro-Umfeld ist mit dem Ende der Great Moderation Geschichte.

Vor etwa einem halben Jahrhundert prä-sentier-te Harry Browne als Alternative zum herkömmlichen 60/40-Portfolio das *Permanent-Portfolio*.<sup>7</sup> Dieses setzt sich zu je 25% aus Aktien, Anleihen, Cash und Gold zusammen. Auffal-lend ist, dass dieses Portfolio nach der Hochinflationsperiode in den 1970er-Jahren populär wurde, in der das 60/40-Portfolio schlecht abgeschnitten hätte, während das 25/25/25/25-Portfolio deutlich bessere Ergebnisse erzielt hätte.

Auch wenn das Permanent-Portfolio auch heute noch eine interessante Alternative sein kann, denken wir, dass es im Rahmen des neuen Playbooks eine zeitgemä-ßere Umsetzung gibt. **Unsere Interpretation eines neuen Standard-Portfolios für langfristig orientierte Anleger sieht folgende Allokation vor.**

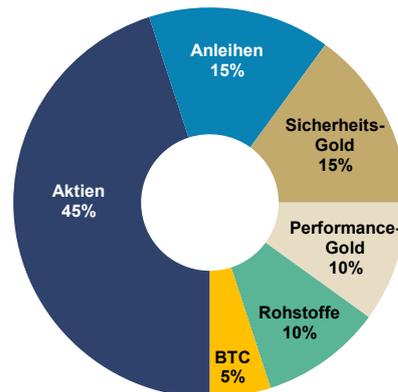
## Das alte 60/40-Portfolio



Quelle: Incrementum AG

Diese Allokation verstehen wir selbstver-ständlich nicht als eine in Stein gemei-belte Regel. Sie soll vielmehr eine Richtlinie darstellen, die sich aus den aktuellen währungs-, fiskal- und geopolitischen Realitäten ableitet. Das neue Gold-Playbook gilt aus unserer Sicht so lange, wie wir uns in einer Phase der Währungsinstabilität, geprägt von hohen Schuldenniveaus und einer geopolitischen Neuordnung befinden. Ein simpler quantitativer Maßstab für die Währungsstabilität ist die Entwicklung der Inflationsraten. Sollten die durchschnittlichen Teuerungsraten in einem Zeitfen-ster von 24 Monaten unter 3% liegen, würde das einen guten Hinweis darauf geben, dass sich die Lage stabilisiert hätte.

## Das neue 60/40-Portfolio



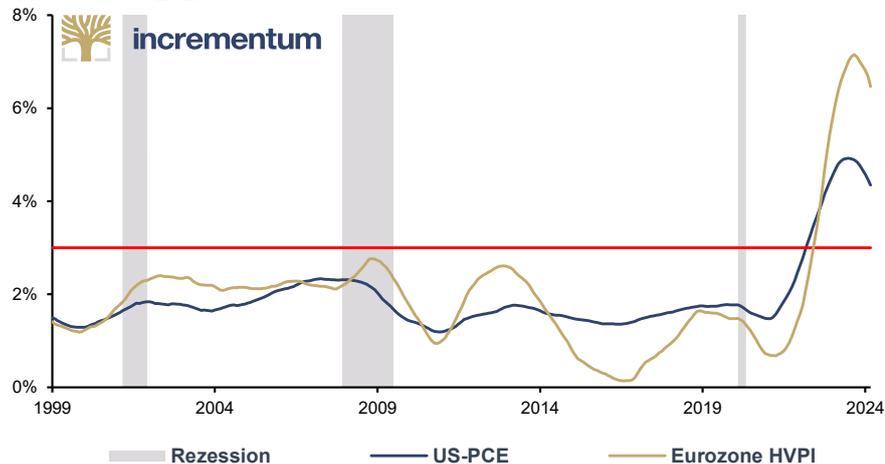
Bis wir also nicht wieder in stabiles mone-täres Fahrwasser zurückkehren, scheint ein signifikanter Anteil an nicht-inflationier-baren, ausfallsicheren Hartwährungen wie auch Rohstoffen im Portfolio ratsam.

## Die 10 Eckpunkte des neuen Gold-Playbooks

Das Metathema des neuen Gold-Play-books könnte man wie folgt zusammen-fassen: Die Neuordnung des internationa-len Wirtschafts- und Machtgefüges, der dominante Einfluss der Emerging Mar-kets auf den Goldmarkt, das Erreichen der Grenzen der Schuldentragfähigkeit und womöglich multiple Inflationswellen sorgen für eine Aufwertung des Goldes. Diese Phase wird jedenfalls noch länger an-dauern, und zwar bis sich eine Art neues Gleichgewicht etabliert haben wird.

1. Die hohe inverse Korrelation zwi-schen US-Realrenditen und dem Goldpreis ist (vorerst) Geschichte. Trotz der gestiegenen Realrenditen konnte der Goldpreisanstieg nicht ge-stoppt werden.
2. Die Zentralbanken sind ein entschei-dender Faktor: Die Nachfrage dieser Institutionen ist wenig preissensitiv.

### 2 Jahre gleitender Durchschnitt, US-PCE, und Eurozone HVPI, 01/1999–03/2024



Quelle: BofA Global Investment Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

Zentralbanken dürften einen Boden unter den Goldpreis eingezogen haben.

3. **Die Militarisierung des Fiat-Geldes hat dauerhafte Konsequenzen:** Die Beschlagnahmung russischer Reserven sowie der Vermögenswerte russischer Oligarchen im Jahre 2022 war ein Weckruf für zahlreiche Staaten, aber auch reiche Private aus den Golfstaaten, Russland und China. (Luxus-)Immobilien in London, New York oder Vancouver waren stets bevorzugte Destinationen für Ersparnisse aus den Emerging Markets, dies hat sich seit 2022 geändert.
4. **Sichere-Hafen-Anlagen werden Mangelware:** Die Liste der liquiden Safe-Haven-Assets wird kürzer. Neue und alte Safe-Haven-Assets gewinnen an Bedeutung.
5. **Im Gegensatz zum Gold Drain der 1960er-Jahre in den USA findet nun ein Gold Gain der Emerging Markets statt.** China nimmt diesbezüglich eine Führungsrolle ein, ist aber längst nicht mehr alleine. Der westliche Finanzinvestor ist nicht mehr der marginale Käufer bzw. Verkäufer von Gold. Die Preissetzungsmacht am Goldmarkt verlagert sich immer stärker gen Osten.
6. **Monetärer Klimawandel:** Die fiskalische Largesse hat die Schuldenfähigkeit der westlichen Staaten ernsthaft gefährdet. Die Explosion der Zinslast ist ein Vorbote hinsichtlich der Grenzen der Schuldenfähigkeit.
7. **Das neue Playbook im Kontext der Stagflation 2.0:** Die Great Moderation ist vorbei. Periodische Angebotschocks werden zusätzliche Inflationschwankungen verursachen.
8. **Das Ende des 60/40-Portfolios:** Eine positive Korrelation zwischen Aktien und Anleihen, wie im Fall strukturell erhöhter Inflationsraten, bedeutet, dass Anleihen keinen Schutz bieten, wenn das Wachstum nachlässt.
9. **Das neue Playbook der Notenbanker: Der heilige Gral des 2%-Inflationszieles ist nicht mehr sakrosankt.** Noch bevor die Marke nachhaltig wie-

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



Quelle: Reuters Eikon, Incrementum AG

der erreicht wurde, sprechen westliche Notenbanken offen von einem Kurswechsel zu einer weniger restriktiven Geldpolitik.

10. **Nicht inflationierbare Anlagen** wie Gold, Silber, Rohstoffe, aber auch Bitcoin spielen für Anleger eine zunehmend wichtige Rolle.

Und so wie neue Spielweisen im Sport im Laufe der Zeit noch verfeinert und angepasst werden, verhält es sich auch mit dem Gold-Playbook. **Die In Gold We Trust-Reporte werden Sie über Verfeinerungen und Anpassungen Jahr für Jahr auf dem Laufenden halten.**

Das neue Gold-Playbook lässt jedenfalls eine positive Entwicklung für Gold als wahrscheinlich erachten. Doch selbstverständlich gibt es auch Situationen, in denen der Goldpreis Rücksetzer erleiden wird. **Kurz- und mittelfristige Belastungen wären insbesondere aufgrund folgender Entwicklungen zu erwarten:**

- Der Goldpreis ist seit seinen Tiefstständen im Oktober 2023 um fast 600 USD gestiegen, Gewinnmitnahmen sollten demnach keine Überraschung sein.
- Ein tatsächliches „Soft Landing“ könnte den Goldpreis unter Druck setzen, da Investoren Gelder von sicheren zu risikoreicheren Anlagen umschichten.
- Eine Fortsetzung des US-Zinserhöhungs-

zyklus bei nachhaltig steigendem, realem Wirtschaftswachstum.

- Eine Rückkehr in eine der *Great Moderation* ähnliche *Low-Flation*-Phase.
- Die hohen Goldpreise beginnen, die physische Nachfrage zu beeinträchtigen, insbesondere in preissensitiven Märkten wie Indien. Zudem hat das Recyclingangebot bereits reagiert, so zum Beispiel in Indien und den USA.
- In China könnte eine Entspannung der Wachstumssorgen, die vermutlich mit einer wesentlich stärkeren politischen Unterstützung des Immobiliensektors einhergeht, die Goldnachfrage verringern.
- Ein Crash an den Aktienmärkten oder eine signifikante Verschärfung der (Gewerbe-) Immobilienkrise könnte zu Goldliquidationen führen, siehe 2008. Dass Gold sehr liquide ist, ist in solchen Ausnahmesituationen von Nachteil.
- „Momentum-Player“ wie CTAs, Managed Futures und Hedgefonds werden bei Rückgängen oder Anzeichen, dass die Rally ins Stocken gerät, Long-Positionen liquidieren.
- China wertet den Renminbi gegen den US-Dollar ab; dies stärkt den USD und schwächt womöglich den Goldpreis in US-Dollar, aber nicht notwendigerweise in vielen anderen Währungen.
- Eine nachhaltige Beruhigung bzw. Lösung der geopolitischen Konflikte, z. B. zwischen Russland und der Ukraine bzw. zwischen Israel auf der einen Seite und der Hamas und dem Iran auf der anderen Seite.

## Quo vadis, aurum?

### Update zur Goldpreisprognose bis zum Ende der Dekade

Treue Leser werden sich an das von uns im *In Gold We Trust*-Report 2020 veröffentlichte Goldpreisprognose-Modell<sup>8</sup> mit einem Kursziel bis zum Ende der Dekade erinnern können. **Damals hatten wir – mit dem Golddeckungsgrad als zentralem Input-Faktor – ein Kursziel von knapp 4.800 USD bis Ende 2030 berechnet.**

**Insbesondere die starken Zinsanhebungen der Federal Reserve sowie die vorübergehend abebbende Inflationsdynamik haben den Goldpreisanstieg in den letzten beiden Jahren in Schach gehalten.** Der zuletzt deutlich gestiegene Goldpreis ist wohl ein Vorbote für die bevorstehende Zinswende und womöglich auch für ein in den USA zunehmend stagflationäres Umfeld. Wir fühlen uns von der jüngsten Dynamik der Preisentwicklung hinsichtlich unseres Preisziels bestätigt und halten an dem von uns Anfang der Dekade für das Jahr 2030 postulierten Preisziel von etwa 4.800 USD fest.

**Sollte dieses Kursziel für manche Leser zu ambitioniert klingen, würden wir gerne die aus diesem Ziel abgeleitete Rendite in historische Perspektive setzen.** Ausgehend von einem Goldpreis von 2.300 USD würde dies bis zum Ende dieser Dekade einen Goldpreisanstieg von knapp 12% p.a. bedeuten. Zum Vergleich: In den 2000er-Jahren ist der Goldpreis um über 14% p.a. gestiegen, in den 1970er-Jahren waren es über 27% p.a.

### Gold wartet auf seinen Einsatz

**Louis-Vincent Gave argumentiert, dass US-Staatsanleihen über eine Generation hinweg die All-Star-Anlageklasse waren, mit der Betonung auf „waren“.** Dieser All-Star hat nun ausgedient, und die Portfolios befinden sich in derselben Misere wie die

Chicago Bulls ohne Michael Jordan, die französische Fußballnationalmannschaft ohne Zinedine Zidane oder das englische Rugbyteam ohne Jonny Wilkinson. Ein neues Playbook musste geschrieben werden, ein neuer *Unterschiedsspieler*, um den das restliche Team gebaut wird, gefunden werden. **Gold hat sich bereits aufgewärmt und wartet nur auf die Einwechslung, denn es könnte diese Rolle mühelos einnehmen.**

**Die Aussichten für Gold bewerten wir im Rahmen des neuen Gold-Playbooks glänzender denn je. Allerdings: Jede signifikante Aufwärtsbewegung wird zwangsläufig von Rücksetzern oder auch Seitwärtsmärkten unterbrochen.** Diese unvermeidbaren Phasen sollten die langfristig positive Perspektive von Gold jedoch nicht trüben. Wer auf *Sicherheits-Gold* setzt, es also als kaufkräftigen Notgroschen hält, für den sind solche Rücksetzer sicher ärgerlich. Wer hingegen in *Performance-Gold* investiert, der sollte danach trachten, diese Rücksetzer frühzeitig zu erkennen und die Investitionsentscheidungen dementsprechend anzupassen, um auch von kurzfristigen Schwankungen zu profitieren. **Um den richtigen Zeitpunkt für den Ein- bzw. Ausstieg aus Minenaktien festzulegen, haben wir das *Incrementum Aurum-Signal* entwickelt.<sup>9</sup>**

**Regina Costello merkte einmal so scharfsinnig an, dass unsere Sprache ein Spiegel der Zeit ist,** ein Fenster, durch das wir den Geist unserer Ära betrachten. Die Tatsache, dass 2022 vom *Collins English Dictionary* der Begriff „Permakrise“, definiert als **„eine länger anhaltende Phase der Instabilität und Unsicherheit, geprägt durch eine Kette von katastrophalen Ereignissen“**, zum *Begriff des Jahres* gewählt wurde, spricht Bände. Doch in diesem sprachlichen Spiegelbild der Allgegenwärtigkeit von Krisen liegt auch eine Chance verborgen.

Vergleichbar mit einem in Bedrängnis geratenen Schachspieler, der in einer scheinbar aussichtslosen Stellung den rettenden Zug

sucht, müssen wir lernen, in den um sich greifenden Unsicherheiten nicht nur eine Bedrohung, sondern auch Opportunitäten zu sehen. Erst das versetzt uns in die Lage, tätig zu werden und gestaltend in den Lauf der Dinge einzugreifen, einmal aktiver, einmal passiver, abhängig vom jeweiligen Anlageumfeld. **Wie die Dame am Schachfeld steht Gold bereit, mit Bedacht und Weitsicht defensiv, aber auch offensiv im Portfolio eingesetzt zu werden.**

In der Konfrontation mit der aktuellen Permakrise ist die beste innere Einstellung nicht starrer Widerstand, sondern die aktive Anpassung an die aktuellen Gegebenheiten und das mutige Vorantreiben kreativer Lösungen, inspiriert durch die zeitlose Weisheit des Schachspiels, **mehrere Züge vorausdenken und nach reiflicher Abwägung die getroffene Entscheidung konsequent umzusetzen. Daher gilt für uns mehr denn je:**

## IN GOLD WE TRUST

### Endnoten

- 1 Siehe u. a. „Exklusivinterview mit Russell Napier: Save Like a Pessimist, Invest like an Optimist“, *In Gold We Trust*-Report 2023; Yield Curve Control, the Biggest Mistake of the ECB So Far! – Exklusivinterview mit Russell Napier“, *In Gold We Trust*-Report 2021
- 2 Siehe das Kapitel „Der Akuma-Afterglow: Eine Japanisierung des Westens?“ in diesem *In Gold We Trust*-Report
- 3 Siehe „Goldlagerung: Faktencheck für Deutschland, Kanada und das Vereinigte Königreich“, *In Gold We Trust*-Report 2022; „Goldlagerung: Faktencheck für Österreich, die USA und die Cayman Islands“, *In Gold We Trust*-Report 2021; „Goldlagerung: Neuseeland, Australien und Dubai im Faktencheck“, *In Gold We Trust*-Report 2020 ; „Goldlagerung: Liechtenstein, Schweiz und Singapur im Faktencheck“, *In Gold We Trust*-Report 2019
- 4 Siehe Kapitel „Minenaktien – Fundamentale und technische Lage“ in diesem *In Gold We Trust*-Report
- 5 Siehe Kapitel „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“ in diesem *In Gold We Trust*-Report
- 6 Siehe „Capex-Comeback?“, *In Gold We Trust*-Report 2023
- 7 Siehe „Gold als Portfolioversicherung“, *In Gold We Trust*-Report 2016
- 8 „Quo vadis, aurum?“, *In Gold We Trust*-Report 2020
- 9 Siehe Kapitel „Das Meistern des neuen Gold-Playbooks“ in diesem *In Gold We Trust*-Report

## 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.

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 die *VON GREYERZ AG*.



### Mark J. Valek, CAIA

*Mark J. 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.

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.** Wir evaluieren Investitionen nicht nur auf Basis der globalen Wirtschaftslage, sondern sehen diese immer auch im Kontext des gegenwärtigen Weltwährungssystems. Die Herausgeberrechte für den *In Gold We Trust*-Report wurden mit November 2023 an die *Sound Money Capital AG* übertragen. Weiterhin wir der *In Gold We Trust*-Report in gewohnter Weise mit der Marke Incrementum co-gebrandet.

[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 2024:**

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Theresa Kammel, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Ahmed Ayoub, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Elizabeth und Charley Sweet, Max Urbitsch, Trey Reik, Tavi Costa, Louis-Vincent Gave, Brent Johnson, Grant Williams, Markus Hofstädter, Seasonax, OPEC-Library, Kailash Research, Jochen Staiger, Philip Gales, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, 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*



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



**Jeannine Grassinger**  
*Assistenz*



**Stefan Thume**  
*Webdesign & Medien*



**Peter Árendáš**  
*Autor*



**Ted Butler**  
*Autor*



**Roberto Erickson Rios**  
*Autor*



**Fabian Grummes**  
*Autor*



**Florian Grummes**  
*Autor*



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



**Handre van Heerden**  
*Autor*



**Philip Hurtado**  
*Autor*



**Nikolaus Jilch**  
*Autor*



**Theresa Kammel**  
*Autorin*



**Ronan Manly**  
*Autor*



**Alex Petrou**  
*Autor*



**Paul Mylchreest**  
*Lektorat Englisch*



**Charley Sweet**  
*Lektorat Englisch*

## Premium-Partner



### Agnico Eagle

Agnico Eagle ist ein führendes kanadisches Minenunternehmen und der drittgrößte Goldproduzent der Welt. Das Unternehmen betreibt Minen in Kanada, Australien, Finnland und Mexiko und verfügt über eine Reihe hochwertiger Explorations- und Entwicklungsprojekte.

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



### Asante Gold

Asante Gold hat sein Fördervolumen von über 400.000 Unzen pro Jahr durch organisches Wachstum und gezielte Übernahmen entwickelt. Wir setzen auf eine verantwortungsvolle Entwicklung und streben danach, Ghanas führender Goldproduzent und favorisierter Arbeitgeber zu sein.

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



### Caledonia Mining

Caledonia Mining ist ein dividendenstarker Goldproduzent und Explorer mit einem starken Wachstumsprofil; seit November 2021 hat das Unternehmen Maligreen, Motapa und Bilboes erworben. Die Vision des Unternehmens ist es, ein auf Simbabwe fokussierter Multi-Asset-Goldproduzent zu werden.

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



### DMCC

DMCC hat eine Schlüsselrolle dabei gespielt, Dubai zu einem Top-Goldmarkt zu entwickeln. Dubai – auch als „Stadt des Goldes“ bekannt – ist für 25 % des Weltgoldhandels verantwortlich, ein Großteil davon über die Freihandelszone DMCC. Die Infrastruktur des DMCC umfasst einen Tresor für Edelmetalle, Juweliersgeschäfte etc. Außerdem fördert DMCC den Goldhandel über Plattformen wie DGCX und DMCC Tradeflow.

[www.dmcc.ae](https://www.dmcc.ae)



### ELEMENTUM – Mit Sicherheit mehr!

Seit fast 2 Jahrzehnten ist Elementum Ihr kompetenter Partner für strategische Lösungen in physischem Gold und Silber für Privatpersonen, Familien, Arbeitgeber und Angestellte.

[www.elementum-international.ch](https://www.elementum-international.ch)



### EMX Royalty

EMX kann auf mehr als zwei Jahrzehnte erfolgreicher Geschäftstätigkeit zurückblicken. Mit einem Rekord-Cashflow von 37 Millionen US-Dollar im Jahr 2023 steht EMX vor einer aussichtsreichen Zukunft. Die Diversifizierung in Gold, Kupfer und Batteriemetalle sowie starke Partnerschaften mit Unternehmen wie Franco Nevada und langfristig lukrative Royalties bilden die Grundpfeiler dieser positiven Entwicklung.

[www.emxroyalty.com](https://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 notiert an der LSE und der TSE unter dem Symbol EDV.

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



### Endeavour Silver

Endeavour Silver betreibt zwei hochgradige Untertage-Silberminen in Mexiko. Das Unternehmen treibt das Terronera-Projekt voran und führt Explorationsarbeiten durch, um ein führender Silberproduzent zu werden. Die Aktie bietet ein hohes Beta zum Silberpreis und erzielt über 60% der Einnahmen aus Silber.

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



### First Majestic

First Majestic ist ein Silber- und Goldproduzent, der drei produzierende Minen in Mexiko, ein Goldprojekt in den USA sowie mehrere Entwicklungs- und Explorationsprojekte besitzt und betreibt. Außerdem gründen wir in den USA unsere eigene Münzprägestalt namens „First Mint“.

[www.firstmajestic.com](https://www.firstmajestic.com)



### flexgold – eine Marke von SOLIT

flexgold ist die smarte Art, in physische Edelmetalle zu investieren, so flexibel und transparent wie nie zuvor. Mit flexgold setzt SOLIT den neuen Goldstandard für Vertrauen, Sicherheit und Transparenz.

[www.flexgold.com](https://www.flexgold.com)



### Hecla Mining Company

Die 1891 gegründete Hecla Mining Company (NYSE: HL) ist der größte Silberproduzent in den Vereinigten Staaten. Neben dem Betrieb von Minen in Alaska, Idaho und Quebec, Kanada, erschließt das Unternehmen eine Mine im kanadischen Yukon und besitzt eine Reihe von Explorations- und Vorentwicklungsprojekten in erstklassigen Silber- und Goldabbaugebieten in ganz Nordamerika.

[www.hecla.com](https://www.hecla.com)



### Karora Resources

Karora ist ein an der TSX notierter Goldproduzent (TSX: KRR) mit Projekten in der Tier-1-Jurisdiktion von Westaustralien. Karora hat ein bewährtes Managementteam und steigert seine Produktion 2024 auf 170–185 koz.

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

## Premium-Partner



### Kinross Gold

Kinross Gold ist ein führendes Goldminenunternehmen mit Hauptsitz in Toronto, das über ein breit gefächertes Portfolio an Minen und Projekten in den USA, Kanada, Brasilien, Chile und Mauretanien verfügt.

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



### McEwen Mining

McEwen Mining, ein Gold- und Silberproduzent, besitzt 48% des Kupferprojekts Los Azules. Unter der Leitung von Chairman Rob McEwen (220 Mio. USD Investitionen in das Unternehmen, 1 USD/Jahr Gehalt) konzentrieren wir uns auf die Steigerung von Produktivität und Shareholder Value.

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



### Minera Alamos

Minera Alamos ist ein neuer Goldproduzent, der derzeit seinen Santana-Tagebau hochfährt. Zudem befindet sich das Unternehmen inmitten des Genehmigungsverfahrens für sein zweites Vorzeigeprojekt, den Tagebau Cerro de Oro. Das Geschäftsmodell der Firma setzt auf niedrige Investitionskosten und bleibt somit vom Inflationsdruck weitgehend verschont.

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



### 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)



### philoro EDELMETALLE

philoro ist einer der europäischen Marktführer im Bereich Edelmetallhandel und Edelmetallproduktion. Wir decken das gesamte Spektrum von der Edelmetallveranlagung bis hin zur Verwahrung ab.

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



### Regency Silver

Regency Silver erschließt auf seinem Projekt Dios Padre in Sonora, Mexiko, ein großes, hochgradiges Gold-Kupfer-Silber-System. Das soziale Mandat von Regency Silver basiert auf dem Respekt für die Umwelt und für die Gemeinden, in denen das Unternehmen tätig ist.

[www.regency-silver.com](http://www.regency-silver.com)



### Sprott

Sprott ist ein weltweit führender Anbieter von Investments in Edelmetalle und strategische Metalle und verfügt über langjährige Expertise in der Minenbranche. Wir bieten Investments in Gold, Silber, Platin und Palladium und verwalten den weltweit größten physischen Uran-Trust.

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



### Tudor Gold

TUDOR GOLD Corp. ist ein Explorationsunternehmen im Golden Triangle in B.C., Kanada, das das Projekt Treaty Creek mit einer nachgewiesenen Ressource von 27,9 Moz AuEQ @ 1,19 g/t AuEQ, einschließlich 6,0 Moz AuEQ @ 1,25 g/t AuEQ vorantreibt.

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



### Victoria Gold

Victoria Gold (VGCX) ist der führende Goldentwickler und -produzent im Yukon. Das Grundstück Dublin Gulch in Zentral-Yukon umfasst die Eagle-Goldmine – eine langlebige Mine, deren Betriebsdauer mit hoher Wahrscheinlichkeit sogar noch weiter verlängert werden kann. Das weitere Explorationspotenzial ist hervorragend.

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



### VON GREYERZ

VON GREYERZ ist weltweiter Branchenführer im Erwerb und in der Lagerung von Edelmetallen und bietet Anlegern in über 90 Ländern direkten persönlichen Zugang zum größten und sichersten privaten Goldtresor der Welt, der sich in den Schweizer Alpen befindet.

[www.vongreyerz.gold](http://www.vongreyerz.gold)



### West Red Lake Gold Mines

West Red Lake Gold Mines ist ein Explorationsunternehmen, das sich auf die Weiterentwicklung und Erschließung seiner Vorzeige-Goldmine Madsen und des Rowan-Projekts im Golddistrikt von Red Lake, Ontario, Kanada, konzentriert.

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



### Ximen Mining

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

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

Seit 2013

# Ihr Vermögen in verlässlichen Händen

Vermögensverwaltung. Fondsmanagement. Incrementum.



incrementum

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





**Kontakt:** Sound Money Capital AG, Industriering 21, FL-9491 Ruggell, Fürstentum Liechtenstein | [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 resultierenden 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:** 2024 Sound Money Capital AG. All rights reserved.